



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

DUBEN 2012

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

4.4. 2012	AUTOŘI	Radomír Jáč Ján Hanzo Ondřej Koňák Miroslav Kuběnka
		(+420) 224 174 508 (+420) 224 174 420 (+420) 224 174 516 (+420) 224 174 518
		jac@generalippf.eu hanzo@generalippf.eu konak@generalippf.eu kubenka@generalippf.eu
		www.generalippf.eu

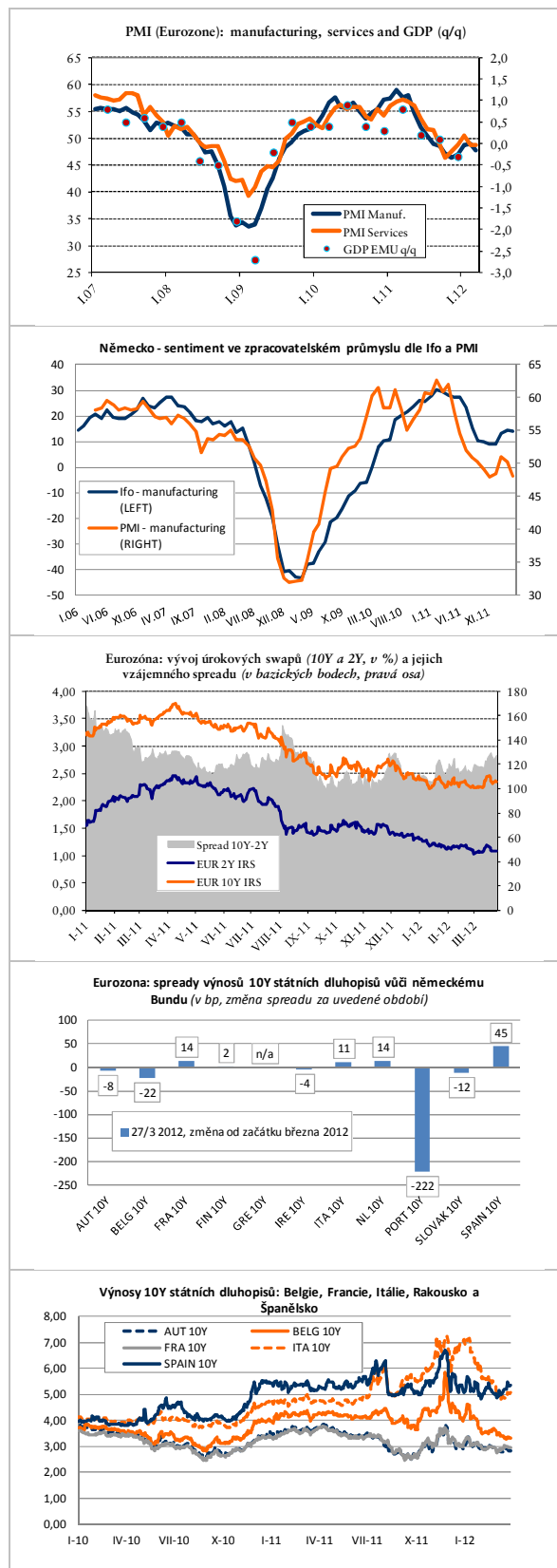
Vývoj finančních trhů v březnu 2012 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Úspěšná restrukturalizace řeckého dluhu vedla ke konečnému schválení záchranného balíčku č. 2 pro Řecko, sentiment investorů vůči periférii eurozóny ale zůstává vratký. Průzkumy podnikatelské důvěry naznačují, že eurozóna upadla do recese.

Při restrukturalizaci řeckého dluhu byly použity donucovací klauzule (CACs) a účast soukromých investorů tak dosáhla téměř 96 %. Použití CAC klauzulí zároveň vedlo k vyhlášení kreditní události a k výplatě CDS kontraktů, což ale nebylo překvapivé. Pozitivní je, že se vše odehrálo kontrolovanou formou – Řecko se vyhnulo divokému defaultu, ale nejistota trzích stále zůstává, a to v souvislosti s blížícími se řeckými volbami (zřejmě přelom dubna a května) a obecně nejen s ochotou, ale i schopností Řecka plnit úsporná a reformní opatření dohodnutá s EU a IMF. Eurové úrokové swapy byly ovlivněny taktéž přílivem likvidity skrze druhou 3Y LTRO operaci ECB a dalším zakolísáním PMI indikátorů; celkový pohyb eurové křivky tak byl jen mírný.

Jak shrnujeme výše, březnovému vývoji z hlediska zpráv dominovalo vyřešení výměny řeckých vládních dluhopisů (Private Sector Involvement - PSI), což byla nutná podmínka pro definitivní schválení záchranného balíčku č. 2 v objemu 130 mld. EUR. Již minule jsme zde konstatovali, že opatření, jež jsou součástí podmínek záchranného balíčku č. 2, by měla snížit řecký veřejný dluh ze 165 % v r. 2011 na 117 % HDP v roce 2020. Finanční trhy mají nicméně pochybnosti ohledně schopnosti Řecka vymanit se ze začarovaného kruhu fiskálních úspor a hospodářské recese, jež vede k horšímu než původně plánovanému vývoji veřejných rozpočtů a následně k potřebě dalších rozpočtových škrťů (připomínáme, že v tomto ohledu znamená každé čtvrtletní review pokroku Řecka ze strany „Trojky“ – IMF, ECB a Evropská komise – novou krizovou situaci). Na přelomu dubna a května se v Řecku budou konat předčasné parlamentní volby (první možný termín je 29/4). Průzkumy veřejného mínění naznačují, že stávající proreformní duo (New Democracy a Pasok) může v novém parlamentu disponovat mírnou většinou křesel, tj. pokud se obě strany v zájmu reformem uvolí ke spolupráci. Do voleb ale ještě zbývá několik týdnů a volební výsledek pro výše uvedené strany zůstává nejistý a nejistá je především ochota (a ostatně i schopnost) Řecka po parlamentních volbách dodržovat a dále implementovat reformy a opatření dohodnuté v rámci pomoci s EU a IMF.

Výhled hrubé výpůjční potřeby řecké vlády a krytí této potřeby každopádně naznačuje, při absenci výraznějších negativních překvapení ze strany výkonu ekonomiky jsou díky balíčku č. 2 potřeby pro období 2012-2014 již pokryty, soudě dle projekcí IMF se ale objevují nepokryté potřeby (byť nijak fatálních rozměrů) počínaje r. 2015, což na trhu povede ke spekulacím ohledně potřeby dalšího podpůrného balíčku (č. 3) pro Řecko, vyloučíme-li možnost, že by v příslušném období bylo Řecko schopné samo profinancovat tyto potřeby jinou cestou (skrze privatizaci či přímo návratem na kapitálové trhy).



Na periférii eurozóny došlo od počátku března k nárůstu výnosu 10Y vládních dluhopisů v případě Itálie (o 15bp na 5,10 %) a Španělska (o 48bp na 5,35 %), zatímco výnos desetiletého portugalského dluhopisu klesl o 218bp na 11,53%. Španělská vláda zvýšila cíl rozpočtového schodku pro letošní rok ze 4,4 na 5,3 % HDP a sklidila kritické komentáře na finančních trzích (např. ze strany Citigroup). V případě Itálie pak výnosy rostly zejména kvůli vývoji ve Španělsku, vliv ale také mohly mít náznaky, že reforma trhu práce z pera italské vlády neprojde italským parlamentem rychle (a bude čelit opozici ze strany odborů). V případě Portugalska se 10Y výnos v uplynulých týdnech pohyboval v širokém pásmu mezi 12,00 a 14,00 % v obavách, nakolik by řecký scénář řešení dluhové krize (tj. PSI) mohl být aplikován i v jiných zemích periferie eurozóny: a Portugalsko je po Řecku vnímáno jako druhý nejslabší článek řetězu. Zde je ale třeba říci, že rozsah zadlužení, schodků veřejných rozpočtů a potřeba jejich snižování je v případě Portugalska nižší než v Řecku, a také schopnost a ochota zavádět potřebné reformy a plnit fiskální cíle je v případě Portugalska lepší. Dle našeho názoru sice i Portugalsko bude potřebovat záchranný balíček č. 2, neboť se v roce 2013 nebude schopné začít samo financovat na trhu státních dluhopisů, což předpokládá stávající záchranný balíček od EU a IMF z loňského jara, objem potřebné pomoci je ale nižší než byl v případě Řecka a je i v zájmu institucí eurozóny, aby se v Portugalsku vše obešlo bez zapojení soukromých investorů. V závěru března pak portugalský 10Y výnos klesl k úrovni 11,50 %. A pro úplnost: nový 10Y řecký vládní dluhopis (tj. po restrukturalizaci dluhu) se obchoduje s výnosem okolo 20 %, což reflektuje trvající pochybnosti trhu ohledně dalšího vývoje řecké krize.

Indikátory byznys sentimentu (PMI, Ifo, průzkum Evropské komise aj.) v březnu opět vykazaly smíšené výsledky. Kompozitní PMI indikátor v březnu klesl druhý měsíc v řadě, ze 49,3 na 48,7, což je nejnižší úroveň v letošním roce. Zhoršením bylo taženo zejm. skrze PMI ve zpracovatelském průmyslu, mírně se ale zhoršil i PMI ve službách; z národního pohledu pak bylo zhoršení na úrovni eurozóny jako celku taženo největšími jádrovými ekonomikami – Německem a Francií. Toto je ovšem v rozporu s výsledky národních průzkumů byznys sentimentu (Ifo a INSEE), jež v březnu vykazaly v obou ekonomikách zlepšení. V případě německého Ifo indexu sice platí, že indikátory sentimentu v průmyslu a službách též vykazaly zhoršení, ovšem značně méně výrazné než v případě PMI. Graf na předchozí stránce porovnává sentiment v německém zpracovatelském průmyslu dle průzkumů Ifo a PMI: zatímco příslušný Ifo indikátor v březnu jen mírně zaostal za lokálním maximem dosaženým v únoru, PMI indikátor německého zpracovatelského průmyslu klesl téměř na lokální minimum dosažené loni v listopadu. Průzkum Evropské komise (Economic Confidence - ESI) pak vykázal nepatrné zhoršení sentimentu, a to skrze slabší důvěru v Německu, Španělsku, Nizozemí, Finsku a také Kypru, přičemž v případě Německa platí, že indikátor důvěry klesl jak v průmyslu, tak ve službách. Signály z průzkumů byznys sentimentu tak v případě eurozóny druhý měsíc v řadě vysílají smíšené signály; v případě Německa vysílá březen signál ochabujícího tempa růstu tamní ekonomiky. Samotný vývoj PMI v eurozóně za 1Q 2012 je kompatibilní s poklesem HDP o -0,1 či -0,2 % q/q, což by po záporném 4Q 2011 (-0,3 % q/q) znamenalo pro eurozónu technickou recesi. To sice odpovídá naší vlastní predikci, slabší březen (v podobě PMI) je ovšem negativním signálem i pro performanci ekonomiky ve 2Q 2012. Ačkoliv pro 2Q 2012 i nadále očekáváme návrat HDP eurozóny k mírnému mezičtvrtletnímu růstu, tak oživení bude přinejmenším na jaře pozvolnější, než jsme dosud čekali. Snižujeme proto náš odhad letošního růstu HDP eurozóny z 0,3 na 0,0 % (zde připomínáme, že dosavadní predikce růstu 0,3 % byla významně zatížena negativními faktory – vedle nejistot spojených s dluhovou krizí sem patří vývoj cen ropy /Írán/ a vývoj úvěrování v eurozóně). Připomínáme, že aktuální predikce ECB pro výkon HDP eurozóny v letošním roce činí -0,1 %, konsensus trhu dle Reuters činí -0,3 %.

Eurová úroková swapová křivka prošla od počátku března steepeningem, když 10Y EUR swap v závěrečném březnovém týdnu vzrostl o 8bp na úroveň 2,35 % a 2Y EUR swap klesl o 1bp, na úroveň 1,08 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) vzrostl o 9bp, nad úroveň 125bp. Na kratší výnosy měl i nadále vliv další nárůst přebytečné likvidity v důsledku 3Y LTRO operace ECB, jež se odehrála koncem února, zatímco delší výnosy byly tlačeny nahoru lepším sentimentem trhů ohledně výhledu hospodářského růstu a koneckonců i zde hrají roli operace ECB – na rozdíl od kratšího konce ale tyto operace vedou k tlaku na růst delších výnosů s tím, jak díky nim klesá riziko credit crunchu a naopak roste naděje, že v průběhu letošního roku v eurozóně skutečně dojde k pozvolnému oživení hospodářského růstu. Steepening eurové swapové křivky očekáváme i pro další týdny (obecně i pro 2Q 2012) v bearish módu s tím, že kratší úrokové swapy budou chráněny proti růstu přebytkem likvidity v bankovním systému a delší swapy by měly růst s pozvolným hospodářským oživením v eurozóně a také díky předpokládanému zlepšení důvěry v situaci na periférii eurozóny.

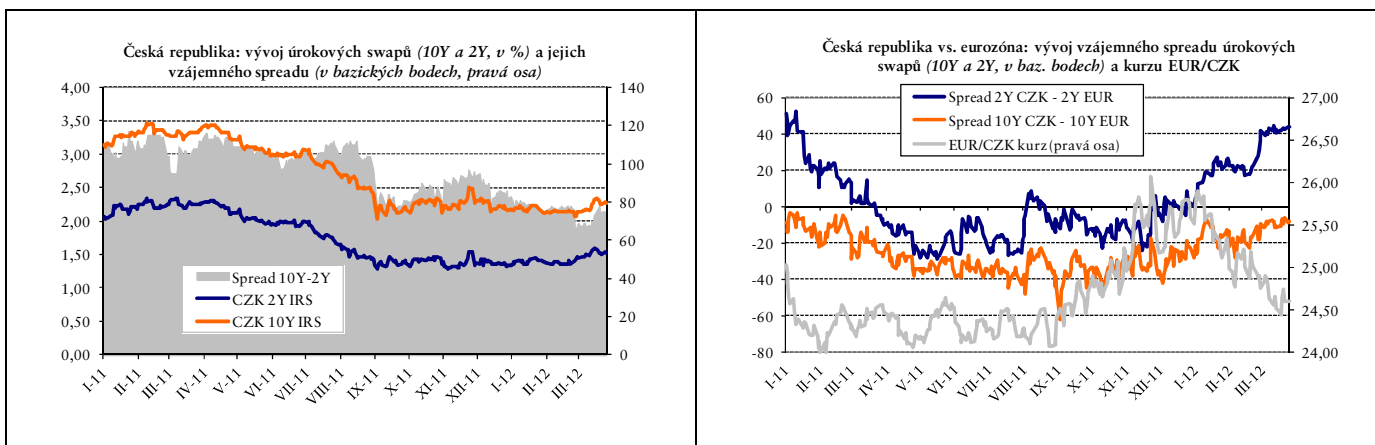
ČR: ČNB v březnu úrokové sazby nezměnila a naznačila, že se bankovní rada pomalu vzdaluje od scénáře snížení úroků ve 2H 2012.

Koruna v průběhu března obchodovala pod úrovní 25,00/EUR. Data z ekonomiky indikují přetrvávající slabost spotřeby domácností, jediným prorůstovým faktorem v případě české ekonomiky momentálně zůstávají exporty. Inflace (CPI) v únoru nicméně dále vzrostla, z 3,5 na 3,7 % y/y, je tak 0,3 procentního bodu nad aktuální prognózou ČNB a dle našich odhadů setrvá nad 3,0 % po celý letošní rok a v samotném březnu vykáže pravděpodobně ještě další nárůst. Nárůst inflace je nicméně tažen především změnou sazby DPH z letošního ledna, růstem cen potravin a také regulovaných cen, zatímco poptávková inflace zůstává v záporných hodnotách a pod prognózou ČNB, čili otázka zvyšování úroků ČNB zůstává velmi vzdáleným scénářem. Na tiskové konferenci po březnovém zasedání bankovní rady dal ale guvernér Singer najevo, že se bankovní rada pomalu vzdaluje od scénáře snížení úroků, jež stávající prognóza implikuje pro 2H 2012.

ČNB na svém zasedání koncem března ponechala v souladu s očekáváním své úrokové sazby beze změny – hlavní reposazbu na úrovni 0,75 %, což je historické minimum, na němž se reposazba nachází od května 2010. Stabilita sazeb byla podpořena šesti členy bankovní rady, zatímco sedmý člen hlasoval pro zvýšení úroků o 25bp (velmi pravděpodobně K. Janáček či E. Zamrazilová, kteří jsou jestřábím tónem naladěni dlouhodobě a jeden z nich se tak k prosazení svého názoru pokusil využít vyšší aktuální úroveň celkové inflace). Guvernér Singer na následné tiskové konferenci konstatoval, že rizika inflační prognózy, zveřejněné počátkem února, jsou vyrovnaná, přičemž pro-inflačním rizikem je vyšší než předpokládaná hodnota aktuální inflace (v únoru vzrostla inflace z 3,5 na 3,7 % y/y a dostala se tak 0,3 procentního bodu nad predikci centrální banky); na straně proti-inflačních rizik je pak silnější než předpokládaná úroveň kurzu koruny a výhled zahraničních úrokových sazeb (EURIBOR). V souvislosti s vládou zvažovaným zvýšením sazeb DPH od ledna 2013 guvernér řekl, že takové varianta vývoje (druhé zvýšení DPH krátce po sobě, tj. po zvýšení v letošním lednu) by bankovní radu asi nutila k velmi pečlivé debatě jak reagovat. Zvýšení sazby DPH druhý rok po sobě a jeho dopad na inflaci by totiž mohl vést k nárůstu inflačních očekávání v ekonomice, zároveň ale platí, že zvýšení sazeb DPH má samo o sobě restriktivní dopad na domácí spotřebu, tj. snižuje poptávkově-inflační tlaky. Zde připomínáme, že ČNB obvykle vyhodnocuje zvýšení sazby DPH coby faktor hovořící pro nižší úrokové sazby kvůli nepříznivému dopadu vyšších nepřímých daní na spotřebu a tím na růst HDP jako celku, ale v tomto případě se situace odlišuje právě tím, že by šlo o druhé zvýšení DPH v krátké době za sebou (tj. jen s jednoročním odstupem). Navíc, zvýšení snížené sazby DPH v lednu 2012 z 10 na 14% se tentokrát plně promítlo do finálních spotřebitelských cen, což také není v souladu s předchozími zkušenostmi, kdy se zvýšení DPH promítalo do inflace jen částečně. V rámci otázek a odpovědí pak na březnové tiskové konferenci guvernér Singer řekl, že bankovní rada se v hodnocení rizik lehce vymezuje proti poklesu úrokových sazeb, tak jak je pro druhou polovinu letošního roku (konkrétně pro 3Q 2012) implikuje únorová makro prognóza. Tento výrok, tj. že se bankovní rada začíná vzdalovat scénáři snížení úroků, vnímáme jako zajímavý, neboť únorová prognóza ČNB snížení úroků implikovala (o 25bp ve zmíněném 3Q 2012) a dle našeho názoru byl vývoj od počátku února převážně ve směru proti-inflačních rizik (silná koruna a slabá domácí poptávka v české ekonomice). Zároveň je ale stabilita úroků ČNB v celém letošním roce a velmi pravděpodobně i v 1H 2013 naším hlavním scénářem, čili aktuální uvažování bankovní rady je podporou pro náš předpoklad, že bankovní rada bude váhat se snížením úroků navzdory doporučení sazby snížit, jež může přijít z nové kvartální makro prognózy, která bude zveřejněna na příštím zasedání bankovní rady – 3. května.

Co se týče trhu korunových státních dluhopisů (CZGB), tak 21. března proběhla poslední aukce CZGB plánovaná na 1Q 2012 a lze tak bilancovat emisní aktivitu Ministerstva financí ČR za letošní první čtvrtletí. Ministerstvo financí vydalo CZGB v objemu 55 mld. CZK. Poté, co Česká republika vydala v únoru Eurobond v objemu 2 mld. EUR, a vláda dělá vše pro to, aby dodržela cíl pro letošní schodek státního rozpočtu v objemu 105 mld. CZK, tak dle našich odhadů a předpokladů vychází potřeba hrubé emise CZGB na celý letošní rok na 117,5 mld. CZK. Poté, co 55 mld. bylo emitováno již v 1Q 2012, vychází na 2Q-4Q 2012 potřeba vyemitovat CZGB v celkovém objemu 62,5 mld. CZK, když pro samotný duben ministerstvo plánuje pro konkurenční části aukce až 25 mld. CZK (plánovaný interval činí 16 až 25 mld.). Onen námi odhadovaný objem 62,5 mld. tak může být vyemitován již ve 2Q 2012. Z toho plyne, že veškeré emise CZGB ve 2H 2012, anebo jejich rozhodující část, budou sloužit coby rezerva / předfinancování výpůjčních potřeb české vlády pro rok 2013, což je pozitivní zpráva pro trh korunových státních dluhopisů (CZGB).

Korunová swapová křivka prošla od počátku března bear steepeningem, když 2Y CZK swap vzrostl z oblasti 1,45 nad úroveň 1,50 % a 10Y CZK swap vzrostl z oblasti 2,15 nad úroveň 2,25 %; 10Y/2Y spread tak vzrostl z 68 na 75bp. Spready korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům od počátku března vzrostly, v případě 2Y CZK-EUR spreadu z 37 na 44bp a v případě 10Y CZK-EUR spreadu z -14 na -8bp. V případě spreadu na kratších splatnostech i nadále hrály rozhodující roli specifické faktory, jež vedly k poklesu kratších splatností na eurové křivce (3Y LTRO ECB), zatímco 2Y CZK swap opět mírně vzrostl – a opět navzdory tomu, že koruna v průběhu března dokázala alespoň mírně posílit. Obdobně u 10Y CZK-EUR spreadu, jenž zůstává v záporných hodnotách, nicméně zúžil se, došlo k růstu obou swapů (CZK, EUR), ovšem ten korunový rostl výrazněji. Na slabší nárůst eurového úrokového swapu (ve smyslu ztlumení růstu) měly vliv slabší PMI výsledky za březen (zatím jde o bleskové údaje), přesto si ale nadále myslíme, že silnější koruna by měla bránit tomu, aby korunové úrokové swapy na delších splatnostech rostly rychleji, než jejich eurové protějšky. Náš názor tedy neměníme: s tím, jak čekáme další posilování koruny, předpokládáme roztažení negativního CZK-EUR spreadu na splatnosti 10Y a pokles EUR-CZK spreadu na 2Y splatnosti. V absolutním vyjádření čekáme mírný růst 10Y CZK swapu – pomalejší, než v případě jeho eurového protějšku, u 2Y CZK swapu bychom pak čekali mírný pokles s tím, jak vývoj kurzu koruny plus další zprávy z české ekonomiky (perspektiva rozpočtových úspor v letech 2013-2015) bude trh vyhodnocovat coby proti-inflační rizika (s možnými spekulacemi na snížení sazeb ČNB ve 2Q 2012, navzdory čerstvým výrokům, jež guvernér Singer pronesl na březnové tiskové konferenci), což by v souhrnu mělo vyznít pro stabilitu či pokles kratších korunových úrokových sazeb.



Akciové trhy: březen dopomohl akciím k excelentnímu prvnímu kvartálu

Růstový trend na globálních akciích se udržel i v březnu, ačkoli došlo k jeho výraznému ochlazení. Globální akciové trhy si v březnu připsaly 1,0% a celé první čtvrtletí tak zakončily s téměř jedenácti procentním růstem – nejlepší první čtvrtletí od roku 1998.

Z regionálního pohledu trhům kralovaly americké akcie (S&P500 +3,1%), zatímco široký evropský index DJEuroStoxx600 poklesl o 0,4% a emerging markets akcie dokonce o 3,5%. Nůžky mezi výnosem akcií na rozvíjejících se trzích a v USA se tak v březnu výrazně přivřely. Zatímco ke konci února činil rozdíl v jejich výnosu od začátku roku 9,2 procentních bodů (pb), ke konci března to bylo již 1,7 pb.

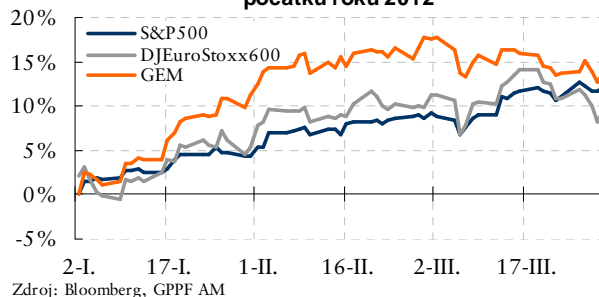
Za pokračování růstu amerických akcií stojí především pokles rizikových premií. Očekávané zisky pro rok 2012 i 2013 se v březnu prakticky vůbec nezměnily a celý nárůst cen akcií se tak projevil ve vyšších valuacích. Vzhledem k mírnému růstu bezrizikových sazeb (10Y US výnos vzrostl o 24bp na 2,21%) došlo k poklesu implikované equity risk premium o 40bp na 6,55% - z historického hlediska se sice stále jedná o vysokou úroveň (průměr od roku 1985 je 4,5%), ovšem zároveň se jedná o nejnižší ERP od července 2011.

Pokles premií (a růst akcií) souvisí s několika faktory: i) investoři vnímají snižující se rizika extrémních scénářů týkajících se dalšího vývoje v Evropě (relativně hladká restrukturalizace řeckých dluhopisů a následné aktivování CDS bez jakýchkoli turbulencí na trhu); ii) ekonomické oživení v USA pokračuje (nezaměstnanost v únoru stagnovala na 8,3% a initial jobless claims poklesly ke konci března na 348 tisíc, což jsou oboje minima v rámci tohoto cyklu; existující home sales stagnují na svých lokálních maximech a potvrzují redukci nadbytečných zásob v sektoru nemovitostí).

Na druhou stranu momentum na makrodatech slábne. Míra pozitivních překvapení vůči očekávání analytiků a investorů, která poskytovala důležité impulsy akciovým trhům v předchozích měsících, postupně mizí. US Citi surprise index, který měří míru pozitivních/negativních překvapení v březnu výrazně poklesl a blíží se k nule.

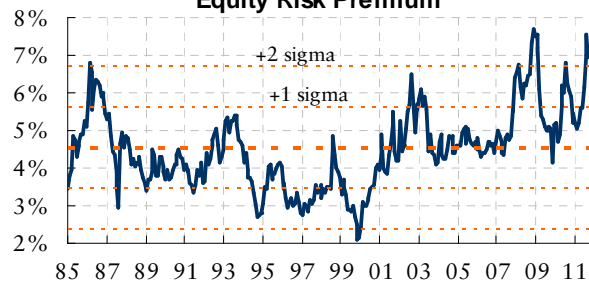
V rámci emerging markets byla tentokrát výkonnost hlavních regionů vzácně vyrovnaná (Asie -3,2%; Latinská Amerika -3,5% a EMEA -4,4%). Podobně i ve střední Evropě byly odchylky ve vývoji hlavních národních indexů relativně malé (Polsko -1,3%, Maďarsko -3,4% a ČR -3,8%). Český akciový index táhla dolu především Erste Bank, která si v březnu odepsala 10,4%.

Relativní vývoj hlavních akciových indexů od počátku roku 2012



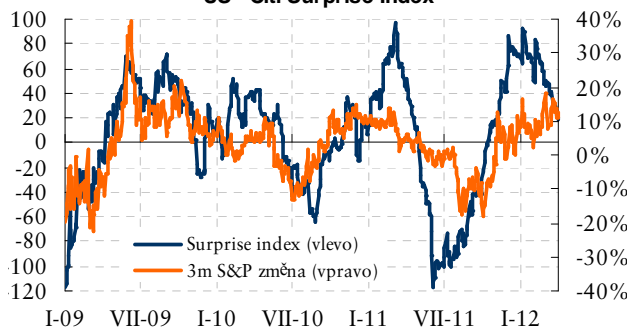
Zdroj: Bloomberg, GPPF AM

Equity Risk Premium

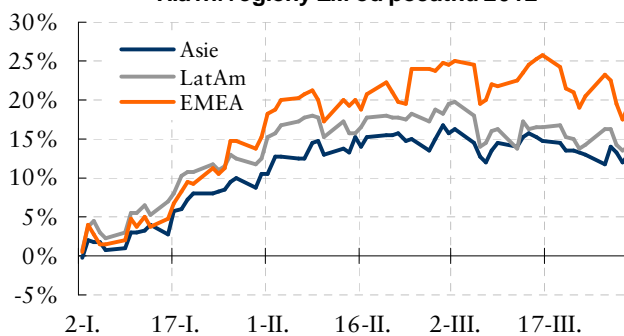


Source: Bloomberg, GPPF AM

US - Citi Surprise Index

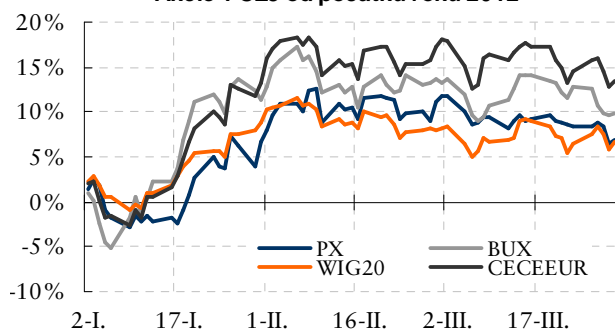


Hlavní regiony EM od počátku 2012



Source: Bloomberg, GPPF AM

Akcie v CE3 od počátku roku 2012



Zdroj: Bloomberg, GPPF AM

Kreditní trhy: Technické indikátory nadále podporují utahování spreadů, konec měsíce přinesl mírné ochlazení

Po úspěšném schválení finanční pomoci pro Řecko došlo k dlouho očekávanému vypořádání se soukromými věřiteli. Výsledná podoba dohody spustila výplatu instrumentů CDS, což je pozitivní zpráva pro jejich další existenci. Investoři je tak mohou i nadále považovat za dostatečný nástroj ochrany před defaulty jednotlivých subjektů. Náladě na trzích pomohly úspěšné aukce dluhopisů periferních zemí eurozóny, po většinu měsíce přicházela i dobrá makrodata.

Spread hlavního evropského kreditního indexu během března pokračoval v utahování, které započal během prosince, a dostal se níže o dalších 20 bp. Po vyrovnaném výkonu z předchozího měsíce zaznamenal opět overperformance finanční sektor, kde došlo k utažení o 33bp. (banky -33bp. a pojišťovny -58bp), non-financials utáhl spread o 10bp, kdy ze sektorů si nejlépe vedl opět travel&leisure (-75bp.) a média (-24bp.). Total return hl. indexu činil v březnu +1,0% (financials +1,3%, non-financials +0,7%).

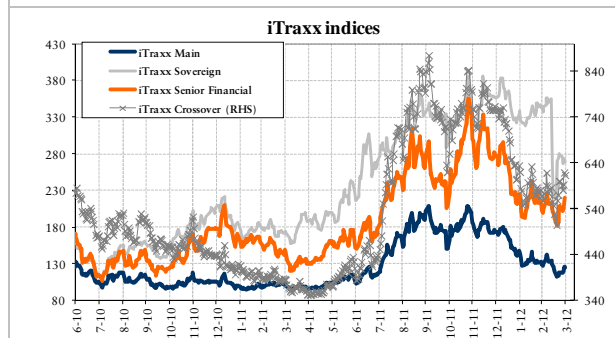
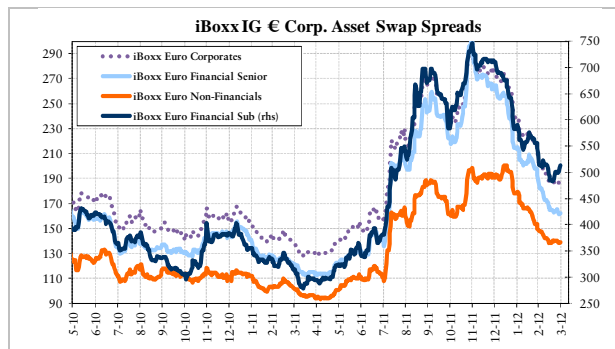
Pohyby u CDS indexů byly během měsíce ovlivněny pravidelným půlročním rebalancováním. Spread hlavního iTraxx indexu se utáhl o 4bp, po dobré výkonnosti ze začátku měsíce došlo v posledním týdnu ke změně trendu. Finanční sektor tentokrát zaostával, kdy senior financial zvýšil spread o 14bp. iTraxx crossover se v březnu roztáhl o 45bp. K opačnému vývoji naopak došlo u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k utažení o 74bp. Výrazný vliv na vývoj suverénů měl default Řecka a jeho následné vyřazení z indexu.

Nové úpisys a poptávka po kreditu

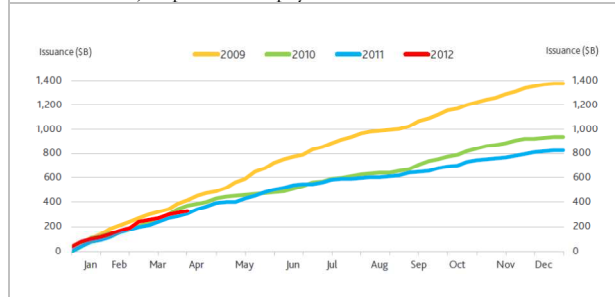
Počet nových emisí meziměsíčně mírně poklesl, přesto však pořád převyšuje úroveň dosahované během posledního čtvrtletí roku 2011. I nadále pokračovaly přítoky do dluhopisových fondů, které pokračují již 17 týdnů v řadě a dosahují nejvyšších hodnot za poslední rok. Silné flow zaznamenaly především high-yield a emerging markets fondy.

Krátkodobý výhled

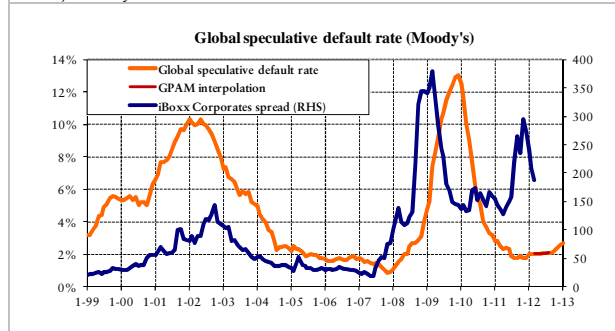
V dubnu budou trhy nadále sledovat vývoj situace v periferních zemích eurozóny, pozornost bude rovněž upřena na makroekonomická data. Druhý dubnový týden začíná výsledková sezóna v USA. Jisté riziko mohou představovat i prezidentské volby ve Francii, které proběhnou ve druhé polovině měsíce. Náš výhled na kredit v dubnu je neutrální.



Emisní aktivita, korporátní dluhopisy denominované v EUR



Zdroj: Moody's



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Analyst Macroeconomic Analyst	(+420) 224 174 508	jac@generalippf.eu
Hanzo Ján	Equity Analyst	(+420) 224 174 420	hanzo@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.

Auťori 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.