



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ČERVEN 2012

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

8.6. 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

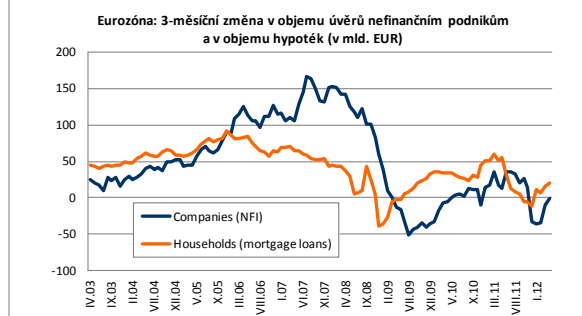
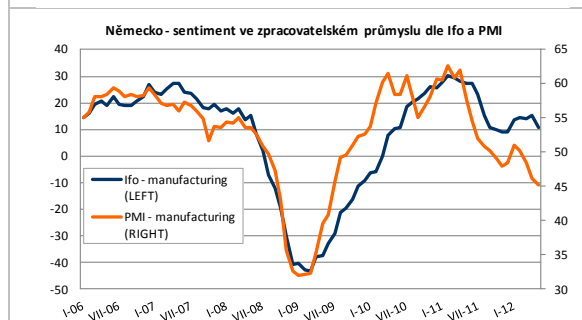
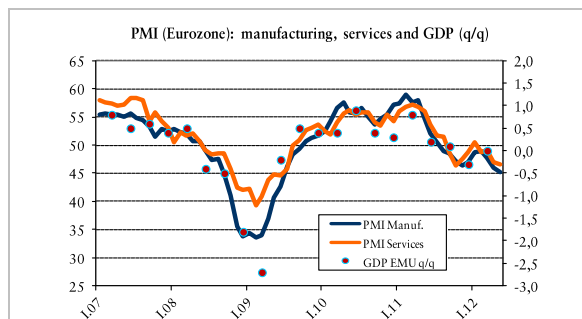
## Vývoj finančních trhů v květnu 2012 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Uplynulé týdny byly ve znamení vyčkávání na nové volby v Řecku a zejména pak eskalace problémů v bankovním systému Španělska. Eurové úrokové swapy klesly na historická minima. Očekáváme, že ECB ve 3. čtvrtletí sníží svou refinanční sazbu o 25bp.

Květnové parlamentní volby v Řecku přinesly patový stav, když vládní většinu nedokázaly sestavit ani proreformní Nová demokracie a PASOK, ani levicová Syriza, jež se naopak staví proti podmínkám záchranného balíčku, jenž Řecko obdrželo od EU a IMF. Nové volby se budou konat 17. června a jsou brány coby „referendum“ o vůli řecké veřejnosti setrvat v eurozóně. Španělsko je v recesi, což podlamuje jeho schopnost dosáhnout již tak revidované fiskální cíle pro letošní rok. Navíc vyšly najevo nové finanční problémy regionů (Katalánsko) a bank (Bankia); o Španělsku se tak reálně hovoří coby o dalším kandidátu na záchranný balíček. HDP eurozóny v 1Q 2012 stagnoval, což byl lepší než očekávaný výsledek. Průzkumy podnikatelského sentimentu ale pro 2Q 2012 indikují opětovný pokles HDP, což dle našeho názoru dotlačí ECB ve 3Q 2012 ke snížení úrokových sazeb.

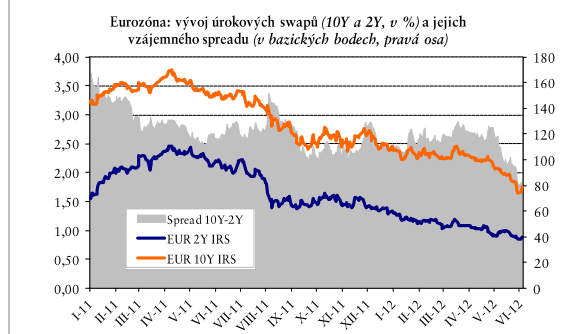
Řecké květnové parlamentní volby skončily patem a Řecko tak uspořádá nové volby 17. června. Předvolební průzkumy se takřka rovnoměrně střídají v predikování pravděpodobného vítěze voleb, jímž bude buď proreformní Nová demokracie anebo levicová Syriza, jež sice verbálně je pro členství v EU a eurozóně, avšak odmítá podmínky záchranného balíčku. Připomínáme, že vítěz řeckých voleb bere coby bonus 50 křesel v parlamentu, tedy celou jednu šestinu a vítězství ve volbách, byť třeba těsné, má tedy význam nejen symbolický, ale především velmi praktický. Předvolební průzkumy přitom nedávají jasný signál o tom, kdo volby pravděpodobně vyhraje.

Ve Španělsku došlo ke znárodnění 4. největší banky (Bankia), když náklady na její záchranu dosáhly 23,5 mld. EUR vůči původně bankou požadovaným 4,5 miliardám. Centrální vládu pak o pomoc při obsluze dluhu požádalo Katalánsko, na jehož území je produkována jedna pětina španělského HDP. Katalánsko má letos splatný dluh 13 mld. EUR a jeho plánovaný rozpočtový schodek činí necelé 3 mld. EUR. Všechny španělské regiony mají letos splatný dluh v objemu 36 miliard a schválené rozpočtové schodky dohromady činí 15 mld. EUR. Výnos 10-letého španělského vládního dluhopisu se od poloviny května drží nad šesti procenty, což je pro Španělsko v delším výhledu úroveň neudržitelná a poslední dny tak jsou ve znamení úvah, že by španělská vláda měla EU požádat o záchranný balíček: samotné Španělsko by bylo raději, kdyby pomoc z EFSF/ESM mohly čerpat přímo banky, tato „zkratka“ je ale nepřijatelná pro jádrové ekonomiky jako jsou Německo a Finsko. Jako variantní řešení, jež je ale čím dál více vnímáno jako nezbytný krok pro další existenci eurozóny, je vytvoření bankovní unie, v jejímž rámci by existovala mj. celoevropská garance depozit a bankovní dohled. Také se má za to, že v kratším období bude muset pomáhat řešit obdobné problémy ECB.



ECB - Quarterly Macro Forecast (June 2012 vs. March 2012)				
	2011(act)	2012 (new/old)	2013 (new/old)	
HICP (Total)	2,7	2,4 (2,0)	1,6 (1,5)	
GDP TOTAL	1,5	-0,1 (0,3)	1,1 (1,3)	
C	0,2	-0,3 (0,1)	0,8 (0,9)	
G	-0,3	-0,2 (0,1)	0,6 (0,5)	
GFCC	1,6	-1,2 (0,1)	1,4 (1,9)	
X	6,3	2,6 (3,2)	4,4 (5,5)	
M	4,1	1,2 (2,3)	4,0 (4,9)	

C ~ household consumption; G ~ government consumption;  
GFCC ~ gross fixed capital creation; X ~ exports, M ~ imports.



Bankovní unie, ale také další kroky k vybudování fiskální a politické unie v eurozóně, stejně tak jako otázky společné strukturální politiky, by měly být obsahem dlouhodobému plánu pro eurozónu, na němž pracují prezident Evropské rady Van Rompuy, šéf Evropské komise Barroso, šéf Eurogroup Juncker a prezident ECB Draghi. Základní charakteristiky tohoto plánu budou prezentovány na summitu EU koncem června (28/6-29/6), podrobnější jízdni řád by pak měl být prezentován – a hlavami členských států schválen – ve 2H 2012. Červnový summit tedy bude důležitý nejen ve smyslu postoje k aktuální situaci v Řecku a Španělsku, ale také ve smyslu dlouhodobějších perspektiv existence a formy fungování eurozóny.

Komentář k vývoji dluhové krize uzavíráme konstatováním, že Irsko v závěru května v referendu schválilo „Fiscal Compact“ (Evropská rozpočtová smlouva), což je příznivý signál nejen pro Evropu, ale i pro samotné Irsko, jež je napojeno na záchraný balíček, jenž dle všeho bude muset být v roce 2013 dále prodloužen – a případné neschválení rozpočtové smlouvy by bylo pro další pomoc Irsku závažnou překážkou. Dále: z Kypru přišly vůbec poprvé oficiální náznaky, že se tento malý ostrovní stát možná bude muset obrátit na EU s žádostí o pomoc, konkrétně taktéž kvůli problémům v tamním bankovním sektoru. Zde lze poznamenat, že spekulace o tom, že Kypr bude muset požádat o záchraný balíček trvají bezmála rok, a to kvůli vazbám kyperské ekonomiky a tamního bankovního sektoru na Řecko; dosud ale byl Kypr schopen pokrývat své výpůjční potřeby prostřednictvím úvěrů z Ruska, nyní se ale zdá, že tento finanční zdroj vysychá.

Makro data přinesla v uplynulých týdnech lepší než očekávaný výkon HDP eurozóny za 1Q 2012: HDP stagnoval (0,0 % q/q), když PMI průzkumy indikovaly pokles až -0,2 % q/q, což bylo také očekávání trhu. Eurozóna se tak vyhnula recesi: ve 4Q 2011 HDP vykázal pokles -0,3 % q/q. Dlužno ale říci, že pozitivní překvapení bylo v prvé řadě taženo Německem, kde HDP vykázal růst 0,5 % q/q (trh čekal růst 0,1 %). Z pohledu struktury výdajů měly v 1Q 2012 pozitivní příspěvek k celkovému HDP pouze čisté exporty, zatímco příspěvek spotřeby (soukromé i vládní) byl neutrální a příspěvek tvorby investic a zásob byl negativní. Pro 2Q 2012 indikují průzkumy podnikatelského sentimentu pokles HDP – negativní signály dává zejména PMI, dle něž by HDP mohl klesnout o -0,5 q/q anebo i více (signály z průzkumů Evropské komise jsou zatím méně negativní). Náš odhad pro rok 2012 počítá s poklesem HDP eurozóny -0,2 %, ovšem riziko je vychýleno směrem k hlubšímu poklesu ekonomiky; pro samotný 2Q 2012 čekáme pokles -0,3 % q/q. ECB ve své čerstvé kvartální makroprognóze, zveřejněné na červnové tiskové konferenci, nechala své predikce HDP a inflace takřka beze změny a pro letošní rok čeká pokles HDP -0,1 %, což je stejný odhad jako v předchozí prognóze zveřejněné v březnu – ovšem s tím, že se zvyšují negativní rizika této prognózy HDP (více k detailům nové prognózy ECB: viz tabulka na předchozí straně).

Eurová úroková swapová křivka prošla od počátku května výrazným bull flatteningem a úrovně swapů dosáhly na nová historická minima, když 10Y EUR swap klesl o 43bp do oblasti 1,75 % a 2Y EUR swap klesl o 4bp, pod úroveň 0,90 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) klesl téměř o 40bp, pod 90bp. Pro nejbližší týdny čekáme oscilování eurových úrokových swapů bez jednoznačného směru: trh bude čekat na výsledek řeckých voleb, bude sledovat vývoj ve Španělsku, bude čekat na výsledky červnového summitu EU a pokračovat budou spekulace na další kroky ECB - ta v červnu nechala svou hlavní úrokovou sazbu beze změny na 1,00 %, očekáváme však, že ve 3Q 2012 přijde snížení této sazby o 25bp a obdobná očekávání rostou i na trhu s tím, že zůstává nejasné načasování takového kroku (červenec či později). Soudě dle vyznění červnové tiskové konference ECB zatím není rozhodnuta snížit své úroky již na červencovém zasedání: zatím je v módě vyčkávání na další makro data z eurozóny a na kroky vlád a dalších unijních institucí v otázkách řešení dluhové krize. Poté, co by v průběhu června vývoj eurových úrokových swapů měl dle našeho názoru postrádat jasný směr, bychom čekali nárůst swapů na delších splatnostech v průběhu 3Q 2012. Podmínkou zde ovšem je, že červnový summit EU nepřinese zklamání, tj. že EU bude schopna prezentovat důvěryhodné plány pro další unifikaci eurozóny. S tím, jak pro 3Q 2012 nyní čekáme snížení refinanční sazby ECB o 25bp (na 0,75 %), by dle našeho názoru měly zůstat úrokové swapy na kratších splatnostech stabilní anebo v reakci na námi předpokládané snížení sazeb ECB jen nepatrně klesnout, neboť výnosová křivka scénář snížení úroků ECB již do značné míry anticipuje. Tento scénář by eurovou swapovou křivku vedl ke korekci nedávného flatteningu.

ČR: Vývoj na finančních trzích a data z ekonomiky by měly ČNB dovést ke snížení úroků - otázkou je, zda v červnu či srpnu.

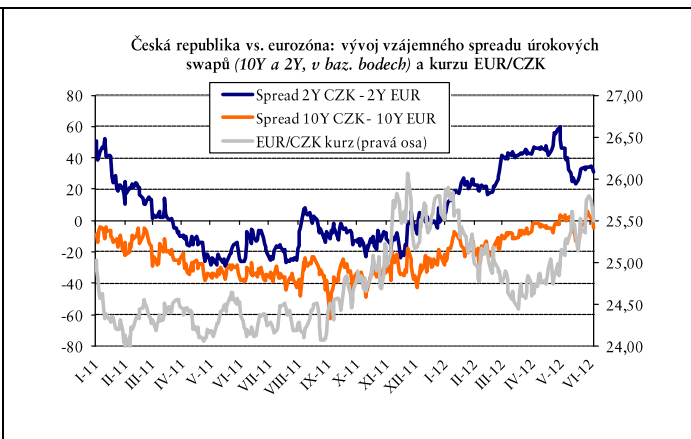
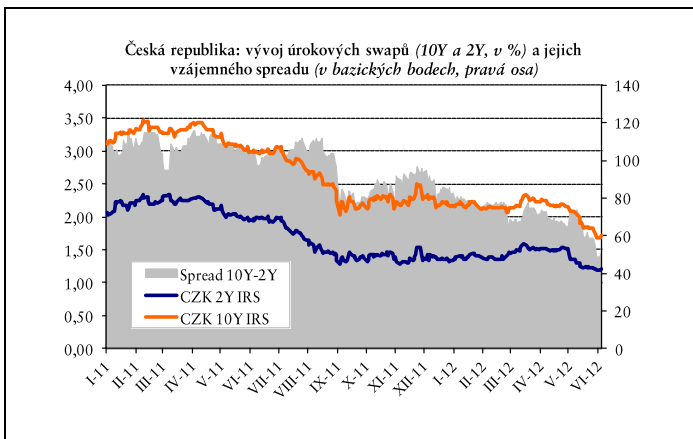
Dramatický vývoj na globálních finančních trzích, spojený s vývojem dluhové krize v eurozóně, měl v uplynulých týdnech negativní dopad na českou korunu. Koruna byla dále ovlivněna rostoucími spekulacemi na snížení úroků ČNB – dle ankety Bloombergu očekává většina analytiků snížení sazeb o 25bp již na červnovém zasedání ČNB. Tato očekávání jsou hnána také negativními daty z české ekonomiky: HDP v 1Q 2012 vykázal pokles -0,8 % q/q a data za duben (průmyslová výroba a objednávky, exporty, maloobchod), stejně jako indikátory sentimentu podnikatelů a spotřebitelů, naznačují pokračování recese české ekonomiky i pro 2Q 2012. Korunové úrokové swapy reagovaly na výše uvedené výrazným poklesem, a to navzdory zmíněnému oslabení koruny.

Jak jsme zde diskutovali minulý měsíc, květnová makro prognóza ČNB implikuje pro 2H 2012 snížení repo sazby o 50bp ze stávajících 0,75 %, ve dvou krocích po 25bp. Na zasedání bankovní rady počátkem května hlasovali 4 členové pro stabilitu úroků, 1 pro jejich zvýšení o 25bp (E. Zamrazilová) a 2 pro snížení sazeb o 25bp (guvernér Singer a viceguvernér Tomšík): proti snížení sazeb tedy ještě počátkem května vystoupila poměrně jasná většina bankovní rady (5:2). Od té doby se ale situace posunula směrem ke snížení úroků. Tento posun je dán jak vnějším prostředím (dluhová krize v eurozóně, posun eurových úrokových swapů, slabé předstihové makro indikátory za duben a květen), tak daty z české ekonomiky. HDP České republiky vykázal v 1Q 2012 pokles -0,8 % q/q a -0,7 % y/y. Výsledek za 4Q 2011 byl revidován z -0,1 % q/q na -0,2 % q/q, zatímco 3Q 2012 byl revidován z -0,1 na 0,0 % q/q a česká ekonomika tak upadla do recese „až“ v 1Q 2012 a ne ve 2H 2011, jak naznačovala data před revizí. Mezikvartální propad HDP v 1Q 2012 byl tažen poklesem spotřeby domácností a hrubé tvorby fixního kapitálu (investice), zatímco čisté exporty, ale také tvorba zásob a spotřeba domácnostní, měly v prvním čtvrtletí na výkon české ekonomiky mezikvartálně pozitivní vliv.

Dubnová data ukazují propad maloobchodních tržeb; 3-měsíční průměr pak potvrzuje tendenci ke zpomalení tempa růstu exportů, průmyslové výroby a objednávek, zhoršují se indikátory sentimentu – což vše dohromady naznačuje, že recese české ekonomiky bude pravděpodobně pokračovat i ve 2Q 2012, a že výkon za celý letošní rok bude horší, než co ČNB očekává ve své květnové prognóze (ČNB pro letošek čeká stagnaci HDP) při slabším než původně očekávaném výkonu domácí poptávky. Makro data tak bankovní radě ČNB dávají poměrně jasný návod, jak s úrokovými sazbami naložit, což v reakci na předběžná data o HDP za první čtvrtletí v květnu připustil i viceguvernér Hampl (jenž na zasedání počátkem května hlasoval pro stabilitu úrokových sazeb). Otázkou je, zda snížení úroků přijde již na červnovém zasedání (28. června), což dle ankety Bloombergu čeká většina analytiků, anebo až počátkem srpna (2. srpna), kdy bude mít ČNB jednak k dispozici novou kvartální makro prognózu a kdy se vyjasní nové záměry EU v boji s dluhovou krizí (viz EU summit 28.-29. června) a patrnější také bude směřování kurzu koruny. Právě koruna je dle našeho názoru hlavním důvodem, proč může část bankovní rady pochybovat o tom, zda úrokové sazby snížit již v červnu. Průměrný kurz koruny vůči euru činí od počátku dubna 25,12. Pokud se ve zbytku června udrží stávající spotový kurz (25,46/EUR), tak průměr za celý 2Q 2012 bude činit zhruba 25,25/EUR, zatímco ČNB ve své květnové prognóze čekala průměr 24,70/EUR. Koruna by tak byla ve 2Q 2012 o více než 2 % slabší, než co předpokládala prognóza ČNB. Pro 3Q 2012 pak prognóza ČNB předpokládá kurz koruny na úrovni 24,57/EUR. Jak ukazuje citlivostní analýza ČNB přiložená na následující straně, toto oslabení koruny samo o sobě hovoří proti snížení sazeb již na červnovém zasedání bankovní rady. Samozřejmě ale jde o technický přístup: inflační implikace slabšího než původně očekávaného kurzu koruny jsou v realitě tlumeny slabším výhledem růstu jak české ekonomiky, tak růstu na hlavních exportních trzích – a slabší koruna takto může být vnímána jako vítaná pomoc pro české exportéry v situaci slabší poptávky na exportních trzích, zatímco inflačním implikacím a obecně změkčení měnových podmínek v české ekonomice skrze oslabení měnové kurzu může bankovní rada přisuzovat jen malou váhu vzhledem ke slabosti tuzemské spotřeby a domácí poptávky obecně. Slabší koruna tak ve světle ostatního vývoje nemusí být vnímána jako dostatečný argument pro pomalejší snižování úrokových sazeb ČNB, nicméně coby faktor při rozhodování o sazbách ji pominout nejde. Pro úplnost také přikládáme citlivostní analýzu fiskálních opatření: tato opatření byla Poslaneckou sněmovnou v těchto dnech (tj. počátkem června) podpořena v prvním čtení a v roce 2013 budou mít restriktivní dopad na domácí poptávku v české ekonomice a tedy na vývoj HDP. Tato analýza z dílny ČNB implikuje potřebu dalšího snižování úrokových sazeb oproti základnímu scénáři – ovšem až od konce 4Q 2012 a během roku 2013.

Korunová swapová křivka prošla od počátku května bull flatteningem, když 2Y CZK swap klesl z oblasti 1,50 na úroveň 1,20 % a 10Y CZK swap klesl z 2,15 k úrovni 1,70 %; 10Y/2Y spread tak klesl o 15bp: z 65 na 50bp. Spready korunových úrokových swapů vůči jejich eurovým protějškům od počátku května klesly: o více než 25bp v případě 2Y CZK-EUR spreadu (z 58 na 31bp) a v případě 10Y CZK-EUR spreadu o 2bp, z -2 na -4bp. Na vývoj korunových swapů (a vývoj spreadu vůči eurovým protějškům) měly jistě vliv sílící spekulace na snížení úrokových sazeb ČNB a poklesu korunových úrokových swapů nezabránilo ani oslabení koruny, když na korunu měl negativní vliv jak vývoj v eurozóně, tak data z české ekonomiky a s nimi spojená očekávání ohledně dalšího směřování úroků ČNB.

Jak konstatujeme výše, scénář snížení úroků ČNB se nám zdá být v korunové křivce již dostatečně anticipován a pro další pokles kratších výnosů by tak asi bylo třeba nejen snížení sazeb ČNB na červnovém zasedání, ale také vize jejich dalšího snížení ve 3Q 2012 či souběžné posílení koruny. Jakkoliv zůstáváme ohledně koruny pro 2H 2012 optimisty, tak nejbližší období (červen, červenec) bývá ze sezónních důvodů pro korunu nepříznivé (odlivy dividend do zahraničí, v červenci a srpnu pak slabší objemy exportů z důvodů podnikových dovolených na významných exportních trzích s negativními implikacemi pro celkové zahraničněobchodní saldo) a výraznější zisky koruny by tak musely být taženy jinými faktory – např. pozitivním posunem řešení dluhové krize v eurozóně. Pro nejbližší týdny tak obdobně jako v případě eurových swapů čekáme i pro korunové swapy absenci jasnějšího trendu a předpokládáme spíše obdobné reakce obou swapových trhů na podněty ze strany dluhové krize s cca stabilními CZK-EUR spready. V delším výhledu (3Q 2012) bychom čekali steepening korunové swapové křivky (snížení úroků ČNB v červnu či srpnu, postupný návrat koruny k posilování a předpokládaný vývoj eurových úrokových swapů).



**ČNB: Simulace dopadu oslabení CZK o 3 % vůči baselinu.**

**CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU**  
Oslabení kurzu vede k dočasné vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti základnímu scénáři, úrokové sazby se zvyšují (podčtylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
II/12	0,0	0,0	0,2	0,7
III/12	0,1	0,3	0,2	0,3
IV/12	0,1	0,3	0,1	0,1
V/13	0,2	0,3	0,0	0,0
II/13	0,2	0,1	-0,2	0,0
III/13	0,1	0,0	-0,3	0,1
IV/13	0,1	0,0	-0,2	0,1

**ČNB: Alternativní scénář dodatečných fiskálních opatření.**

**ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ DODATEČNÝCH ROZPOČTOVÝCH OPATŘENÍ – DOPAD DO DOMÁČÍ EKONOMIKY**  
Rozpočtová opatření působí ve směru vyšší celkové inflace, pomalejšího růstu HDP a nižších úrokových sazeb v roce 2013 (podčtylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
II/12	0,0	0,0	0,0	0,0
III/12	0,0	0,0	0,0	0,0
IV/12	-0,1	-0,1	0,0	0,0
V/13	0,7	-0,3	-0,7	0,0
II/13	0,7	-0,4	-1,0	0,1
III/13	0,6	-0,4	-0,8	0,1
IV/13	0,7	-0,3	-0,7	0,1

### Akciové trhy: květen ve znamení výrazných ztrát

Akciové trhy v květnu prudce propadly. Globální akciový index MSCI World ztratil 9,0 % a jeho výkonnost se v letošním roce dostala do negativního teritoria. Relativně největší odolnost ukázaly akcie v USA, když index S&P500 ztratil 6,3 %. Naopak široký evropský index poklesl v květnu o 8,2 % a akcie na globálních emerging markets dokonce o 11,7 %. Americké akcie tak zůstaly ke konci května jediným hlavním regionem s kladným výnosem od počátku roku 2012 (+4,2 %).

Hlavním faktorem, který poslal akciové trhy dolů, byla další eskalace napětí v eurozóně. Volby v Řecku, které se konaly začátkem května, skončily patovým výsledkem. Sice vyhrála stávající „pro-evropská“ vládní strana New Democracy, nicméně společně s další vládní stranou Pasok nezískaly dostatečný počet hlasů pro to, aby mohla stávající koalice pokračovat. Ani na tři pokusy se nepodařilo sestavit novou vládu a bylo vyhlášeno druhé kolo voleb, jež se bude konat 17. června. To samozřejmě přineslo na trhu další nejistotu, obzvláště poté co předvolební průzkumy v druhé polovině května ukazovaly na výrazný nárůst preferencí opoziční strany Syriza, která vystupovala zcela jasně proti úsporným opatřením, jimiž evropští leaderi podmiňují poskytování další pomoci. Spekulace o možném vystoupení Řecka z eurozóny tak opět výrazně posílily a riziková averze vzrostla.

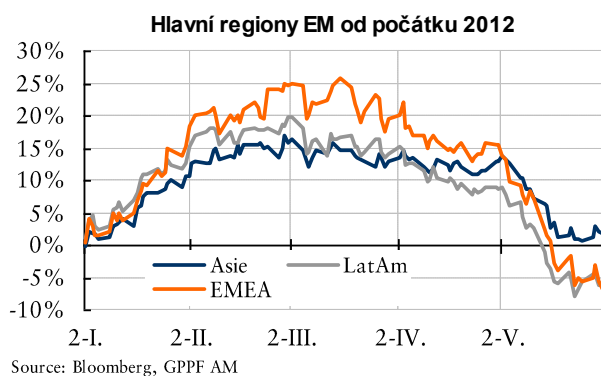
K nárůstu napětí přispěly i události ve Španělsku. Španělská banka Bankia v druhé polovině měsíce požádala vládu o dodatečnou pomoc ve výši 19 mld. EUR způsobenou odpisy špatných úvěrů a přeceněním aktiv. Po injekci dodatečného kapitálu se podíl státu zvýší ze 45 % na téměř 90 % a celá banka tak de facto přechází do státních rukou. V souvislosti s vývojem situace okolo tohoto bankovního ústavu se vyvíjely spekulace o tom, s jakými problémy se potýká celý španělský bankovní systém, a analytici se začali předhánět v odhadech dalších ztrát v případě, že by i ostatní banky přecenily svá aktiva a navýšily provize na špatné úvěry v takové míře jako učinila Bankia.

Makro data v USA byla v květnu opět slabá a neposkytla trhům žádnou oporu. Naopak, zejména data o tvorbě nových pracovních míst a indikátory sentimentu (spotřebitelská důvěra, Philadelphia FED index...) zaostaly za očekáváním a výraznou měrou přispěly k poklesu amerických akcií. Data z Evropy byla též slabá a naznačují, že recese v řadě zemí pokračuje i ve 2. čtvrtletí. Ani data z hlavních rozvíjejících se trhů tentokrát nepřinesla pozitivní obrázek. Čína očividně zpomaluje: HSBC PMI za květen poklesl na 48,4 a jedná se tak již o sedmý měsíc v řadě pod úrovní 50; průmyslová produkce v dubnu zaostala za očekáváním, když její růst zpomalil na 9,3 % y/y; zisky průmyslových firem dokonce v období leden až duben meziročně poklesly o 1,6 % a objem nově poskytnutých úvěrů také zaostal za očekáváním, když v dubnu meziročně poklesl o téměř 8 %. Podobný obrázek poskytuje i Rusko - průmyslová produkce zde zpomalila na 1,3 % y/y z březnových 2,0 % a stejně tak se zhoršuje spotřebitelská poptávka (maloobchodní prodeje zpomalily na 6,4 % z březnových 7,3 %).

Obavy z globálního zpomalení zasáhly tvrdě také komoditní trhy. Široký Thomson Reuters/Jefferies CRB index, který se skládá z 19 obchodovaných komodit (zemědělských plodin, ropy a ropných produktů, průmyslových a drahých kovů), ztratil v květnu téměř 11 %. Samotná ropa přitom dopadla ještě hůře: WTI -17,5 % a Brent -14,7 %.

Propad cen komodit vedl k výraznému poklesu akcií v komoditních ekonomikách. Akcie regionu EMEA ztratily jen za květen téměř 20 % a jejich vývoj byl výrazně horší ve srovnání s ostatními regiony hlavních emerging markets (Asie -9,8 % a Latinská Amerika -13,5 %). Ruský

RTS index byl dokonce v květnu čtvrtý nejhorší na světě (za ním skončila jen Ukrajina, Řecko a Kypr). Akcie ve střední Evropě také ztrácely (český PX index -7,8 %, polský WIG20 -6,4 % a maďarský BUX -11,7 %). Největší propady zaznamenaly cyklické akcie (NWR: pokles -26,1 %, CME -18,7 %, Erste Bank -15,1 %, MOL -16,2 %, OTP -12,4 %).



**Kreditní trhy: Nárůst rizikové averze vedl k dalšímu roztahování spreadů**

Překvapivý výsledek parlamentních voleb v Řecku, spojený s nárůstem mandátů protievropských a extrémistických stran, přinesl na trhy další nárůst rizikové averze. Během května zahájila agentura Moody's očekávané zveřejňování výsledků revize bankovního sektoru v jednotlivých zemích Evropy. Jako první přišly na řadu banky v Itálii (snížení ratingu u 26 subjektů) a Španělsku (downgrade u 16 titulů). Vedle snížení ratingu došlo ve Španělsku k pomoci bankovnímu konglomerátu Bankia s následnými prohlášeními autorit a představitelů bankovního sektoru o nutnosti rekapitalizace i dalších subjektů.

Během května se spread hlavního evropského kreditního indexu roztáhl o 27bp. Horší výkonnost zaznamenal finanční sektor, kde se spread dostal o 19 bp. výše (banky +34bp. a pojišťovny +58bp.). Spready u non-financials se zvýšily o 22 bodů, kdy ze sektorů si nejhůře vedly základní zdroje (+36bp.). Total return hl. indexu činil během května +0,2% (financials -0,3%, non-financials +0,7%). Z pohledu maturity pak performovaly lépe tituly s delší splatností.

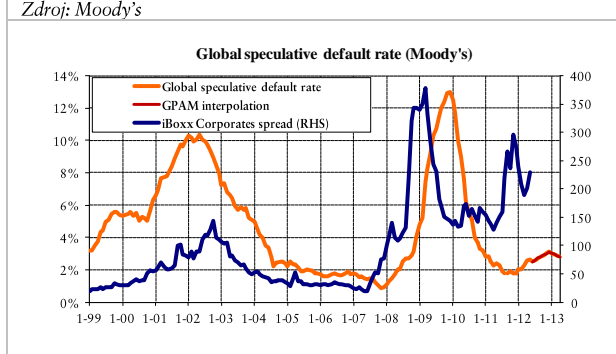
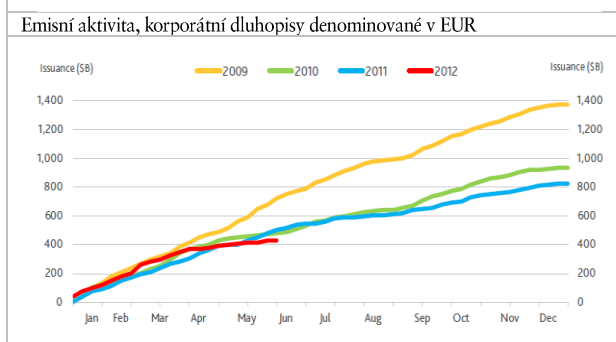
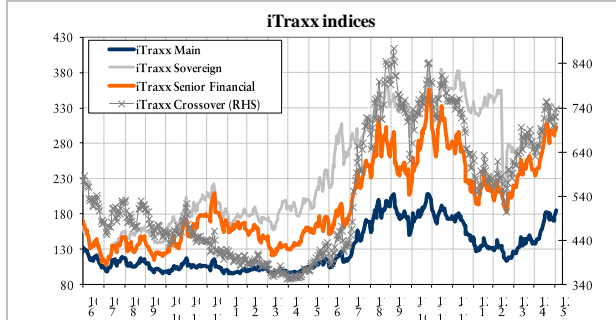
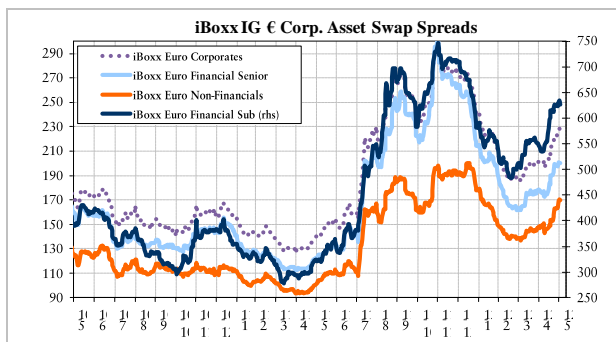
K výraznějším pohybům došlo v CDS sektoru. Spread hlavního iTraxx indexu se roztáhl o 39bp. Finanční společnosti opět zaostávaly, kdy senior financial zvýšil spread o 55bp. iTraxx crossover se v květnu roztáhl o 69bp, ke stejnému vývoji došlo i u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k nárůstu spreadu o 59bp.

**Nové úpisů a poptávka po kreditu**

I během května byl ve srovnání s prvním čtvrtletím patrný nízký počet nových korporátních emisí. Ke snížení velikosti nových úpisů došlo v souvislosti s druhým kolem tříleté LTRO, kdy pokles je především patrný ve finančním sektoru. I nadále pokračují přítoky do dluhopisových fondů, které zaznamenaly nárůst vložených prostředků již 26 týdnů v řadě.

**Krátkodobý výhled**

V červnu budou trhy sledovat snahu o řešení patové situace v Řecku prostřednictvím nových voleb. Jejich výsledek by mohl napovědět, zdali můžeme v krátkém období očekávat výstup této země z EMU. Parlamentní volby se uskuteční rovněž ve Francii, na jejichž pozadí se bude rozhodovat o další podobě fiskální unie. Otázkou zůstává vývoj situace v bankovním sektoru ve Španělsku. Vzhledem k výše uvedeným rizikům je náš výhled na kredit spíše negativní.



# 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.*

*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.*