



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

ZÁŘÍ 2012

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

| | | |
|-----------|--------|--|
| 7.9. 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 srpnu 2012 a výhled na další měsíce

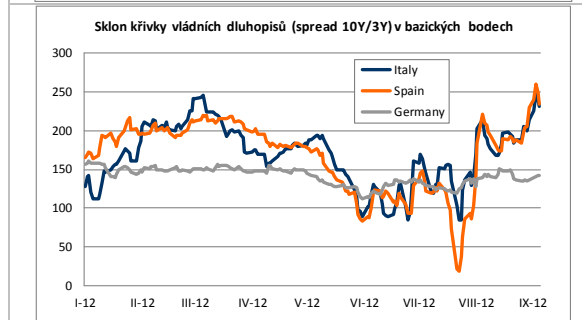
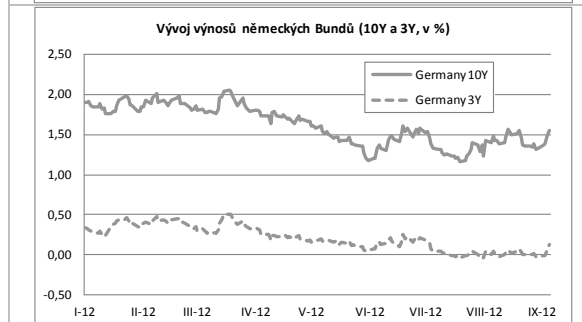
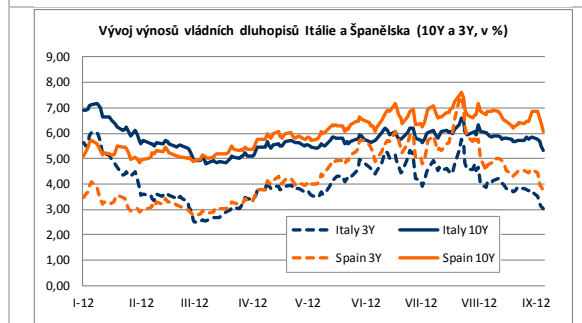
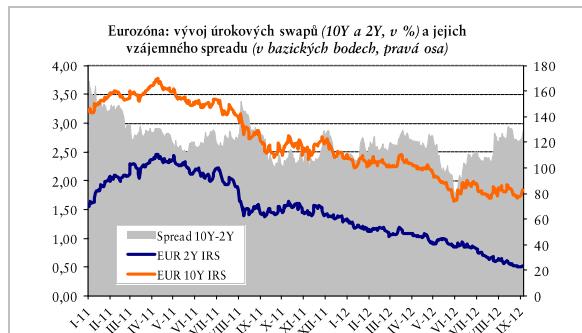
Eurozóna: Poté, co počátkem srpna ECB oznámila plán nákupů vládních dluhopisů, strávily trhy většinu měsíce vyčkáváním na detaily tohoto plánu. Na tiskové konferenci po svém zářijovém zasedání ECB s detaily skutečně přišla a prvotní reakce trhů je ve znamení růstu cen rizikových aktiv. Nyní jsou na tahu vlády a další evropské instituce - důležitý bude říjnový summit EU.

Srpen byl ve znamení mírných pohybů delších eurových úrokových swapů s tím, jak trh vyčkával na zářijové zasedání ECB, resp. na detaily k novému plánu nákupů dluhopisů. Vzhledem k nejistotám celkově převažoval trend k mírnému poklesu delších swapů, v září zveřejněné detaily ale vedly k růstu eurových swapů a k rally na rizikových aktivech. Pro udržení lepšího sentimentu na finančních trzích bude ale důležité, aby evropské instituce pokročily v plánech fiskální a bankovní integrace eurozóny, což jsou témata, jež budou diskutována na říjnovém summitu EU. HDP eurozóny ve 2Q 2012 klesl o -0,2 % q/q a ve 3Q 2012 se pokles zřejmě dále prohloubí. Pro ECB však tento vývoj nebyl překvapivý: refi sazba zůstává beze změny na 0,75 %.

Hlavním tématem na finančních trzích byly v srpnu spekulace na další kroky centrálních bank ve vyspělých ekonomikách, tj. zda americký FED přijde v dohledné době s novými stimuly či alespoň provede změny v oficiálním statementu k výhledu své politiky, v eurozóně pak dominovaly spekulace ohledně toho, kolik detailů ECB na zářijové tiskové konferenci zveřejní k plánu na nový program nákupů dluhopisů a především pak jaké konkrétní postoje v těchto detailech svého nového plánu ECB zaujme. V této konstelaci trhy v eurozóně poměrně ignorovaly nově přichozí makro data (k vybraným datům se dostaneme později).

Nový program nese název „Outright Monetary Transactions“ (dále OMT), čímž ECB dává najevo, že cílem těchto nákupů je zlepšit fungování mnohde zablokovaných finančních trhů a tím i transmissi její vlastní měnové politiky. Nákupy nemají předem daný limit, s nimi spojené toky budou sterilizované a ECB bude kupovat dluhopisy se splatností do 3Y. Podmínkou nákupů dluhopisů té které členské země eurozóny zůstává, že příslušná vláda uzavře dohodu o pomoci s EFSF/ESM, jejíž součástí bude možnost intervencí EFSF/ESM na primárním trhu vládních dluhopisů příslušného státu. Zároveň se ECB v rámci nákupů dluhopisů v tomto programu (OMT) vzdala svého seniorního postavení vůči ostatním držitelům dluhopisů emitovaných vládami eurozóny. Reportování ohledně nákupů dluhopisů do aktiv ECB bude také detailnější, než tomu bylo u dosavadního SMP programu – a samotný SMP program, jenž byl již řadu měsíců ve stavu hibernace, byl v souvislosti s ohlášením OMT ukončen.

Prvotní reakce trhů na detaily ohledně OMT je velmi pozitivní ve smyslu růstu akciových trhů, poklesu výnosů vládních dluhopisů na periferii EMU, zatímco bezrizikové sazby (výnosy německých Bundů či eurové úrokové swapy) se v reakci na zářijovou tiskovou konferenci ECB vydaly vzhůru.



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

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

Reakce vládních dluhopisů je ostatně znázorněna v grafech na předchozí straně. Z nich je také patrné, že po většinu srpna pokračoval steepening výnosových křivek ve Španělsku a Itálii – v reakci na srpnové avízo ECB, že nákupy v rámci jejího budoucího programu se budou soustředit na kratší splatnosti. Pro dlouhodobější udržení optimismu na finančních trzích však budou – kromě dat příchozích z ekonomiky – důležité kroky ve směru těsnější integrace eurozóny v oblasti fiskální, bankovní i politické: detaily na toto téma by měl přinést summit EU v polovině října, resp. report, na němž pracují Van Rompuy, Barroso, Juncker a Draghi. Dále, je pravděpodobné, že Španělsko bude muset požádat EFSF/ESM o pomoc, neboť bude skutečně potřebovat, aby byly nákupy ECB na sekundárním trhu jeho vládních dluhopisů aktivovány. Dle čerstvého průzkumu organizovaného bankou Goldman Sachs se 70 % respondentů domnívá, že Španělsko požádá o pomoc ještě v průběhu září anebo (spíše) v říjnu. V případě Itálie je přesvědčení respondentů uvedeného průzkumu o tom, že se italská vláda obrátí o pomoc na EFSF/ESM, mnohem nižší: téměř třetina respondentů se domnívá, že Itálie nepožádá o pomoc vůbec a 40 % si myslí, že k tomu dojde nejdříve v 1Q 2013 (anebo později).

K zářijovému zasedání ECB je ještě třeba doplnit, že refinanční sazba ECB zůstala beze změny, na úrovni 0,75 %. Trh byl v názoru, zda bude sazba snížena o 25bp či zůstane beze změny, rozpolcen prakticky na polovinu (průzkumy Reuters a Bloombergu naznačovaly nepatrnou dominanci očekávání snížení úroků, což byl i náš odhad). Draghi na zářijové tiskové konferenci konstatoval, že změna úroků byla diskutována, nicméně že ECB dospěla k názoru, že nyní na to není „ten správný čas“ – k tomu Draghi doplnil, že data o slabosti výkonu ekonomiky eurozóny, jež přicházela v uplynulých týdnech, byla již anticipována červencovým snížením měnově-politických úrokových sazeb ECB. Dle našeho názoru se ale snížení refinanční sazby ECB dostaví – v průběhu 4Q 2012. Zároveň si myslíme, že depozitní sazba ze své stávající úrovně 0,00 % do záporných hodnot snížena nebude.

HDP eurozóny ve 2Q 2012 klesl o -0,2 % q/q, přičemž pokles byl tažen výdaji na hrubou tvorbu fixního kapitálu, zásobami a také spotřebou domácností. Pozitivní vliv na výkon ekonomiky eurozóny měly ve 2Q 2012 čisté exporty a velmi nepatrně (a překvapivě) také vládní výdaje na spotřebu. Připomínáme, že v 1Q 2012 ekonomika eurozóny stagnovala (HDP: 0,0 % q/q). Průzkumy podnikatelského sentimentu ovšem naznačují, že ve 3Q 2012 HDP dále klesne a eurozóna tak upadne do technické recese. Pro 3Q 2012 čekáme pokles HDP -0,3 % q/q, avšak Composite PMI indikátor naznačuje možnost poklesu až -0,6 % q/q (ovšem, dlužno dodat, že takový pokles HDP indikoval PMI již v případě 2Q 2012). Špatnou zprávou je, že letní měsíce skrze Composite PMI indikují pokles ekonomické aktivity v Německu, zejm. ve službách. Lepší zprávou je, že headlinový PMI indikátor se začal zlepšovat ve Francii, ale i na periférii – v Itálii, Španělsku a Irsku, a že průzkumy napříč eurozónou (včetně Německa) naznačují mírné zlepšování sentimentu v průmyslu.

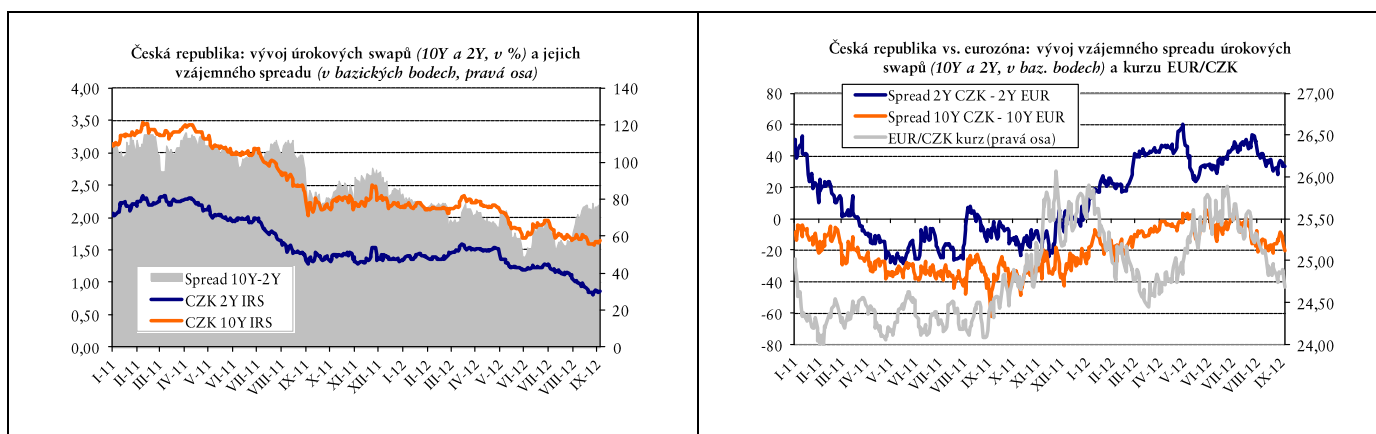
Co se týče eurových úrokových swapů, tak od počátku srpna do období bezprostředně po zářijovém zasedání ECB (6. září) prošla křivka steepeningem: 10Y/2Y spread vzrostl z oblasti okolo 120bp mírně nad 130bp, když 10Y EUR swap zůstal téměř beze změny v oblasti 1,85 % (nepatrně vzrostl) a 2Y EUR swap šel dolů o téměř o 10bp a dané období zakončil mírně nad úrovní 0,50 %. U kratších swapů i nadále čekáme stabilitu anebo i mírný pokles: věříme, že ECB ve 4Q 2012 dále sníží svou refinanční sazbu ze stávající úrovně 0,75 %, nicméně to je již v trhu do značné míry předem zahrnuto, resp. ve stávající konstelaci měnové politiky ECB má na kratší sazby v eurozóně vliv více faktorů, než jen samotné nastavení refinanční sazby centrální banky. Delší eurové úrokové swapy zůstanou volatilní: jejich aktuální nárůst v reakci na zářijovou tiskovou konferenci ECB z našeho pohledu není překvapivý, zároveň ale očekáváme, že se na trhy v dalších týdnech vrátí volatilita. Koneckonců, intervence ECB na dluhopisovém trhu jsou nutnou podmínkou okamžitého zklidnění situace na trzích a jsou nezbytnou součástí získání kontroly nad situací i ve střednědobém výhledu. Na druhou stranu tyto operace samy o sobě nepředstavují nějaké definitivní řešení dluhové krize – v tomto ohledu jsou dle našeho názoru nezbytné kroky směrem k užší integraci eurozóny v oblasti bankovní, fiskální politiky, strukturálních politik a i v oblasti kroků směřujících k těsnější politické unii. Zde bude důležitý již zmíněný summit EU, jenž se bude konat 18. a 19. října, a na němž mají Van Rompuy, Barroso, Juncker a Draghi reportovat detailnější vize integrace v uvedených oblastech. Do té doby se na trh může vrátit volatilita, přesto pro další týdny i měsíce očekáváme, že převládne tendence k mírnému růstu delších eurových úrokových swapů. Zde také předpokládáme, že německý ústavní soud nezablokuje ESM – rozhodnutí bude zveřejněno 12. září. Výše uvedené by znamenalo realizaci scénáře steepeningu eurové swapové křivky ve smyslu poklesu či alespoň stability kratších swapů a nárůstu swapů na delších splatnostech.

ČR: Očekáváme, že ČNB na svém zasedání koncem září sníží svou repo sazbu ze stávající úrovně 0,50 %.

Srpen a počátek září přinesly převážně slabá makro data – počínaje údajem o HDP za 2Q 2012 (-0,2 % q/q) a konče srpnovým poklesem PMI ve zpracovatelském průmyslu či slabými maloobchodními tržbami za červenec. Inflace v červenci klesla výrazněji, než se čekalo – zejm. v důsledku vývoje cen potravin a korigované inflace. Zároveň došlo k posílení kurzu koruny vůči euru s tím, jak globální investorský sentiment profitoval ze spekulací na opatření ze strany ECB k řešení situace na periferii eurozóny. Kombinace slabých dat o růstu ekonomiky, nižší než očekávané inflace a posilující koruny hovoří velmi jasně ve prospěch vyznění srpnové kvartální prognózy ČNB, jež volá po okamžitém snížení repo sazby ze stávající úrovně 0,50 % o 25bp. Očekáváme proto, že bankovní rada ČNB sníží svou repo sazbu na svém nejbližším zasedání, jež se koná 27. září.

Ekonomika ČR zůstává v recesi: HDP ve 2Q 2012 klesl o -0,2 % q/q, což je třetí mezikvartální pokles v řadě (v 1Q 2012 klesl HDP dle revidovaných údajů o -0,6 % q/q). Negativní vliv na výkon HDP měly ve 2Q 2012 především spotřeba (soukromá i vládní) a překvapivě také čisté exporty, zatímco hrubá tvorba fixního kapitálu měla na HDP vliv pozitivní (též překvapivě) a pozitivní byl na mezičtvrtletní úrovni také vliv vývoje zásob. Pro celý letošní rok čekáme pokles HDP ČR -0,9 % kvůli negativnímu vlivu domácí poptávky (zejm. spotřeby) a zpomalení exportního výkonu v kontextu hospodářské situace v eurozóně, pro příští rok čekáme mírné oživení české ekonomiky, růst HDP ale dle všeho nepřekročí 1,0 %.

Výkon HDP za 2Q 2012 je slabší, než co čekala ČNB (její predikce činila -0,4 % y/y, skutečnost za 2Q 2012 ale činí -1,0 % y/y). Dle stávajících dat za 3Q 2012 zůstává v ČR slabá domácí spotřeba (vývoj maloobchodních tržeb) a v srpnu se dle průzkumu PMI zhoršil sentiment ve zpracovatelském průmyslu. Na druhou stranu, tvrdá data o průmyslové výrobě a objednávkách za červenec pozitivně překvapila, stejně jako výkon exportů. Dle našeho názoru ale může jít o vliv sezónnosti (např. posun v načasování podnikových dovolených v porovnání s létem roku 2011) a slušné výsledky průmyslu a exportů za červenec proto nepovažujeme za začátek pozitivního obratu v české ekonomice. Kromě výše uvedených dat o aktivitě v české ekonomice klesla inflace v červenci z 3,5 na 3,1 % y/y a dostala se tak 0,3 procentního bodu pod prognózu ČNB – zejména kvůli vývoji cen potravin, ale také díky nižší korigované inflaci bez pohonných hmot. Právě vývoj tohoto inflačního ukazatele potvrzuje, že v české ekonomice trvá absence poptávkově-inflačních tlaků, což je nasnadě i při pohledu na vývoj HDP jako celku či dat mapujících vývoj soukromé spotřeby. V rámci pozitivních zpráv z eurozóny (ohledně nového plánu ECB na nákup dluhopisů) došlo k posílení koruny, a to již poměrně výrazně vůči předpokladům ČNB ohledně kurzu pro 3Q 2012 (predikce ČNB: 25,50/EUR; spotový kurz v prvních zářijových dnech: 24,70/EUR). Jinými slovy, většina dat o růstu ekonomiky ČR, stejně jako vývoj kurzu koruny a inflace, vyznívá pro další snížení úrokových sazeb ČNB. Připomínáme, že kvartální prognóza ČNB, zveřejněná počátkem srpna, doporučovala snížení repo sazby o 25bp ze stávajících 0,50 % právě již na srpnovém zasedání. Domníváme, že ČNB sníží svou repo sazbu na 0,25 % na nadcházejícím zasedání – 27. září. Skutečnost, že ECB svou hlavní refinanční sazbu v září nesnížila, dle našeho názoru nebude pro většinu členů bankovní rady ČNB představovat důvod k tomu, aby se postavili proti vyznění vlastní prognózy ČNB, jež snížení korunových měnově-politických úroků doporučuje, a to zejména v kontextu, kdy řada výše zmíněných makro dat plus kurz koruny jdou v porovnání se samotnou prognózou ČNB protiinflačním směrem.



Od počátku srpna klesly korunové úrokové swapy při steepeningu křivky: 10Y CZK swap klesl o 2bp pod úroveň 1,65 % a 2Y CZK swap o 26bp, nad úroveň 0,85 %. Steepening swapové křivky tak byl poměrně výrazný: sklon 10Y/2Y vzrostl z cca 55bp až k 80bp. Oproti svým eurovým protějškům klesly kratší korunové úrokové swapy výrazněji – došlo ke zúžení 2Y spreadu CZK-EUR z 50 na 33bp, zatímco negativní 10Y spread CZK-EUR se mírně prohloubil (nachází se na úrovni -20bp). Zúžení spreadu CZK-EUR na kratších splatnostech nevnímáme coby překvapení: jak jsme zde konstatovali minulý měsíc, naděje na řešení situace v eurozóně (skrže intervence ECB) s pozitivním dopadem na korunu (ta od počátku srpna posílila vůči euru téměř o 2,5 % do oblasti 24,70) plus očekávání poklesu úroků ČNB vytváří prostředí pro pokles kratších korunových úrokových swapů. V české křivce se nicméně zdá být budoucí snižování úroků ČNB již do značné míry započítáno, prostor pro pokles korunových swapů proto pro nejbližší týdny nevnímáme jako výrazný. Nicméně, prostor pro pokles kratších korunových swapů dále existuje, což platí i pro spread 2Y CZK-EUR swapů. Na delších splatnostech pak čekáme stabilitu anebo rozšíření negativního spreadu CZK swapů vůči jejich eurovým protějškům s tím, jak výhled politiky ČNB by měl vyznívat proti růstu korunových sazeb na delších splatnostech, zatímco eurové úrokové swapy mohou jít postupně nahoru díky vizi budoucích intervencí ECB na dluhopisových trzích (s přízným dopadem na riziková aktiva, což by implikovalo určitý odliv z bezrizikových instrumentů a tedy i alespoň mírný růst delších eurových úrokových swapů). Co se týče kurzu koruny, připomínáme, že září a podzimní měsíce jsou pro korunu sezónně příznivé – ovšem brzdou pro výraznější posilování koruny může být výhled úroků ČNB.

Akciové trhy: srpnový klid před bouří?

Akciové trhy zažily v srpnu poklidné obchodování s mírným růstem v první polovině měsíce, který byl v druhé polovině vystřídán stabilitou (v případě USA) či mírnou korekcí (západní Evropa a emerging markets). Americký index S&P500 v srpnu posílil o 2,0 % a v polovině měsíce dokonce dosáhl svých čtyřletých maxim, když se v průběhu obchodování krátce podíval nad 1426 bodů. Široký evropský index si sice připsal 4,0 %, nicméně jeho výkonnost od začátku roku je stále výrazně horší ve srovnání s USA (+7,1 % vs. 11,8 %). Akcie na emerging markets i v srpnu zaostaly za rozvinutými trhy a poklesly 0,5 %.

Obchodování však probíhalo na extrémně nízkých objemech a např. v USA letos v srpnu změnilo majitele o 44 % akcií méně než je srpnový průměr za poslední čtyři roky (akcie společností obsažených v indexu S&P500). Prázdninová nálada byla totiž ještě umocněna neochotou investorů otevírat pozice před klíčovými událostmi, které jsou naplánované na září (zasedání ECB, rozhodnutí německého ústavního soudu o souladu německé účasti v ESM s německým právem a zasedání FEDu).

Spekulace a formování očekávání toho, co na svém zasedání oznámí ECB (detaily ohledně potenciální intervence na dluhopisových trzích, snížení refinanční sazby, nová LTRO operace, zmírnění pravidel pro kolaterál?) společně s absencí negativních zpráv, byly hlavními faktory, které stály za mírným růstem trhů. K tomu přispěly i relativně dobrá makroekonomická data z USA, když především tvrdá data z průmyslu překvapila pozitivně. Průmyslová produkce vzrostla meziročně o 0,6 % (vs. očekávaných +0,5 % a +0,4 % před měsícem) a podobné pozitivní překvapení přinesly i objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (+4,2 % vs. oček. +2,5 % a +1,6 % v červnu). Také data z nemovitostního sektoru potvrdila pokračující mírné oživení tohoto segmentu ekonomiky. Zajímavý byl také vývoj očekávání toho, zda FED přistoupí k dalšímu kolu uvolňování měnové politiky. V první polovině měsíce na trhu převládal názor, že další uvolňování není aktuální vzhledem k relativně dobrým datům o vývoji ekonomiky a výnosy desetiletých státních dluhopisů vzrostly z 1,55 % na konci července až na 1,83 % v polovině měsíce. Zápis ze zasedání FEDu v polovině měsíce však ukázal, že FED se drží svých předchozích prohlášení a že je v případě potřeby připraven zasáhnout. Výnosy státních bondů na to reagovaly poklesem až na 1,55 % na konci srpna.

Akcíím na emerging markets se ani v srpnu nedařilo. Pokles byl způsoben především vývojem v Asii, když tento region ztratil v dolarovém vyjádření 0,9 %, zatímco např. region EMEA posílil o 2,3 %. K špatnému vývoji v Asii přispívá pokračující zpomalení regionu, které lze velmi dobře dokumentovat na slabých datech z Číny. Exporty v červenci vzrostly meziročně jen o 1,0 %, zatímco trh očekával +8,0 % a výrazně tak zpomalily z červnových +11,3 %. Podobný obrázek dává i vývoj importů (+4,7 % vs. očekávaných +7,0 % a červnových +6,3 %). Zisky průmyslových podniků potvrzují negativní trend. Za období leden až červenec totiž prohloubily svůj meziroční pokles na -2,7 % z -2,2 % v období leden až červen. PMI zveřejněné na začátku září jen potvrzuje trend, když pokleslo na 49,2 – nejnižší úroveň od března 2009. Naopak region EMEA posílil o 2,3 %.

Středoevropské akciové trhy v srpnu poměrně výrazně posílily. Jednoznačným vítězem se tentokrát staly české akcie, když PX index vzrostl o 6,8 %. Růst byl tažen především akciemi společnosti ČEZ, které reagovaly na překvapivě dobré výsledky hospodaření za druhé čtvrtletí a v srpnu si připsaly 12,0 % (nejvíce mezi blue chips společnostmi v regionu střední Evropy). Ale ani ostatní společnosti v ČR moc nezaostávaly. Komerční banka posílila o 9,6 % a dokonce i defenzivní akcie společnosti Telefonica O2 si v srpnu připsaly 7,7 %, když investoři nakupovali její akcie s tím, jak se blíží rozhodný den pro výplatu relativně vysoké dividendy (40 CZK na akcii).

Zasedání ECB z počátku září, na kterém byly zveřejněny detaily ohledně budoucího nákupu státních dluhopisů, naplnilo maximální měrou očekávání investorů. O tom svědčí i okamžitá reakce akciových trhů, když S&P index posílil během jednoho dne o 2,0 % na nová čtyřletá maxima. Ačkoli může nastat korekce tohoto krátkodobého růstu, výstup ze zasedání ECB podle nás výrazně redukuje systematická rizika a má tak pozitivní dopad na akciové trhy ve střednědobém horizontu.



Kreditní trhy: Utahování spreadů pokračovalo, konec měsíce přinesl mírnou korekci

Během první poloviny srpna jsme byli na kreditních trzích svědky dalšího pokračování pozitivního vývoje z července, které bylo umocněno prohlášením některých představitelů ECB a politiků nejvýznamnějších zemí Eurozóny ohledně silné podpory Evropské měnové unii. Tato ujištění, společně s dobrými technickými faktory, vedly k dalšímu utahování spreadů. S očekáváním dalšího vývoje událostí, především v Evropě, však investoři ve druhé polovině měsíce zaujali vyčkávací taktiku, která vedla k mírné korekci.

Během srpna se tak spread hlavního evropského kreditního indexu utáhl o dalších 12bp. Lepší výkonnost zaznamenal finanční sektor, kde se spread dostal o 14 bp níže (banky -15bp, pojišťovny -17bp a finanční služby -9bp). Spready u nefinančních emisí se snížily o 10 bodů, kdy sektorově se dařilo nejlépe společnostem zaměřeným na cestování a volnočasové aktivity (-29bp) a technologickým firmám (-19bp). Total return hl. indexu činil během srpna +1,1% (financials +1,2%, non-financials +1,0%). Z pohledu maturity pak performovaly lépe opět tituly s delší splatností.

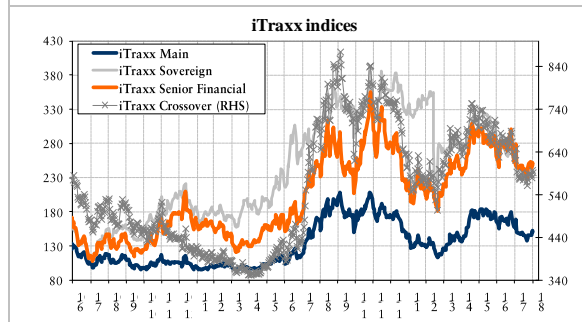
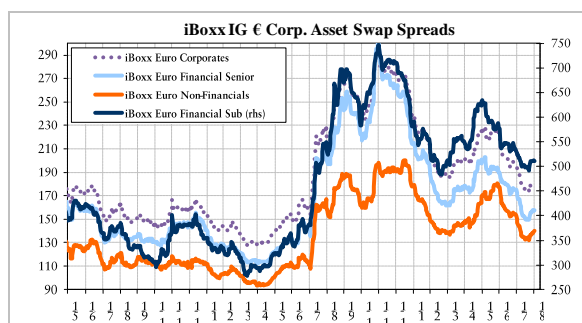
V CDS sektoru byl vývoj obdobný. Spread hlavního iTraxx indexu se utáhl o 11bp. Finanční společnosti zaznamenaly srovnatelnou výkonnost s celým trhem, kdy senior financial snížil spread o 10bp. iTraxx crossover se v srpnu utáhl o 42bp, ke stejnému vývoji došlo i u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k poklesu spreadu o 26bp.

Defaultní míry, nové úpisy a poptávka po kreditu

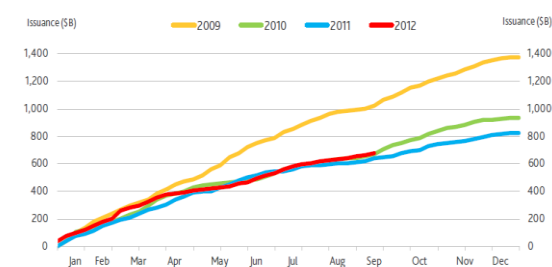
Defaultní míry zůstávají i nadále na nízkých úrovních. Pro konec tohoto roku očekávají ratingové agentury jejich mírný nárůst, k dramatické změně by však dojít nemělo, kdy výhledy i nadále hovoří o úrovních výrazně pod dlouhodobým průměrem. V průběhu srpna došlo k mírnému meziměsíčnímu nárůstu emise nových korporátních titulů. I nadále pokračují přítoky do dluhopisových fondů, které zaznamenaly nárůst vložených prostředků již 39 týdnů v řadě.

Krátkodobý výhled

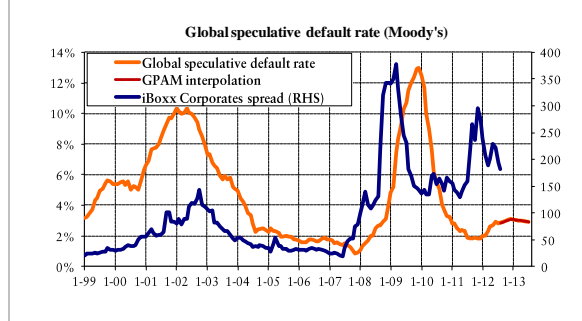
Po zasedání Fedu v Jackson Hole z přelomu srpna a září se pozornost investorů obrátí do Evropy. Důležitý impuls bude představovat rozhodnutí ECB ohledně zpětných odkupů dluhopisů zemí jižního křídla Eurozóny. Trhy budou rovněž sledovat výsledky probíhající kontroly Trojky v Řecku, rozhodnutí německého ústavního soudu ohledně ESM a volby v Holandsku. I přes řadu potenciálních rizik je náš výhled na kredit mírně pozitivní.



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.

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.