



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

LEDEN 2012

## Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

9.1. 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

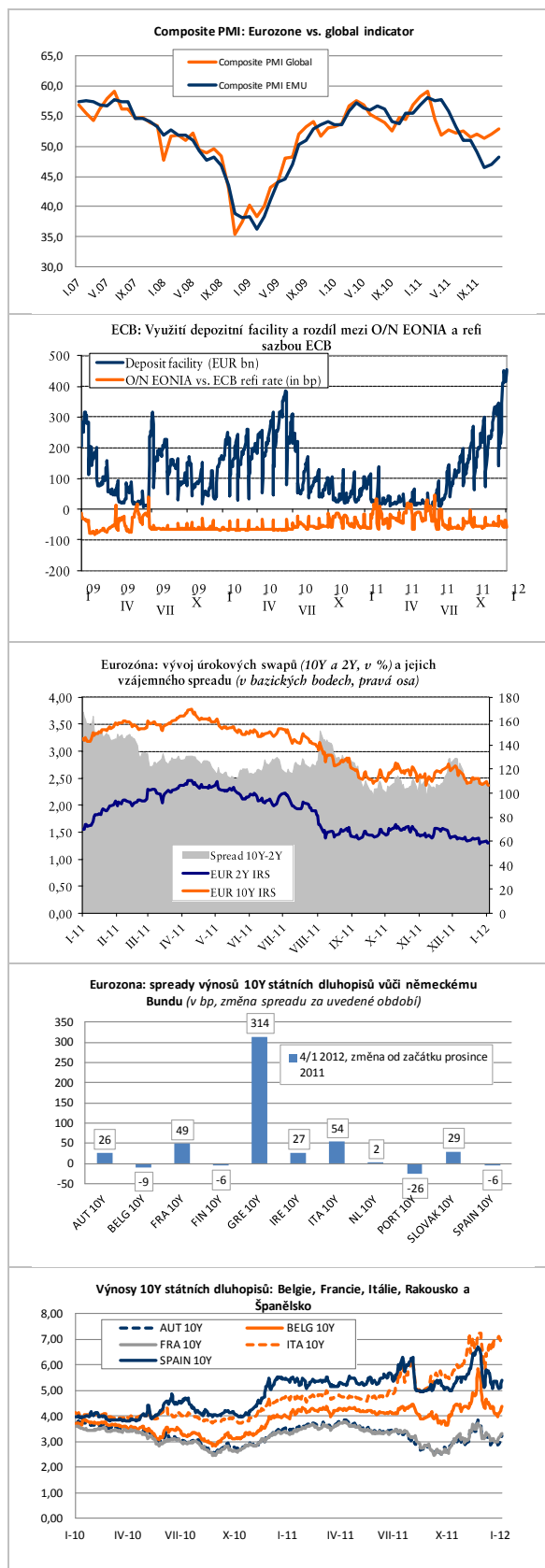
## Vývoj finančních trhů v prosinci 2011 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Závěr roku přinesl bull flattening křivky, když výsledky summitu EU a silnější průzkumy byznys sentimentu nedokázaly přebít obavy ohledně dalšího výkonu ekonomiky a řešení dluhové krize.

Summit EU, konaný 8. a 9. prosince, vedl k dohodám v několika oblastech: ESM, tj. permanentní záchranný fond, by měl být aktivován již v polovině letošního roku a princip jednomyslnosti při rozhodování by měl být nahrazen kvalifikovanou většinou 85 %, dále byly schváleny kroky k nastolení větší fiskální disciplíny, jež eurozónu posunou směrem k fiskální unii. Podobně jako u předchozích summitů jsou ale i v tomto případě závěry spíše agendou pro další jednání: finální podoba změn ESM a stanovení fiskálních pravidel by měla být dohodnuta až letos v březnu. Proto ani nyní netrvala euforie trhu z výsledků summitu dlouho. Navzdory tomu, že indikátory byznys sentimentu většinou překvapily pozitivně, bezrizikové výnosy klesly ve flatteningu.

Mínulý měsíc jsme zde reportovali dílčí výstupy ze summitu EU, jež byly nakonec oficiálně potvrzeny. Seznam dohod odsouhlasených na summitu tak čítá přísnější limity pro maximální přípustný rozpočtový schodek (strukturní deficit nejvýše 0,5 % HDP, nová rozpočtová pravidla vč. automatického korekčního mechanismu při jejich porušení se stanou součástí národních ústav, sankce od Evropské komise při překročení deficitu 3,0 % budou mít automatictější charakter) a spuštění permanentního fondu ESM (Evropský stabilizační mechanismus) od poloviny r. 2012: tj. o rok dříve než bylo dohodnuto původně a zpružněn by měl být mechanismus rozhodování ESM. Návrh, že státy EU poskytnou IMF půjčku 200 mld. EUR, byl zúžen na 150 mld. EUR, neboť většina členských zemí EU vně eurozóny v čele s Velkou Británií zajala k myšlence půjčky vlažný či přímo odmítavý postoj. Vůbec pak na summitu nebyla diskutována například myšlenka společného E-bondu, což ale vzhledem k dosavadnímu odmítavému postoji Německa není překvapivé.

Prosincové zasedání, na němž ECB snížila své sazby o 25bp, refinanční sazbu na 1,00 % a rozšířila škálu svých nestandardních nástrojů mj. o 3Y LTRO, jsme zde komentovali minulý měsíc. Lednové zasedání ECB se koná až tento čtvrtek (12/1), nicméně lze předpokládat, že tentokrát ECB ponechá své standardní i nestandardní nástroje beze změny. O dalším využití 3Y LTRO dle našeho názoru ECB rozhodne až na svém březnovém zasedání (v mezidobí se 3Y LTRO koná 29/2) a také změna v nastavení úrokových sazeb je nyní málo pravděpodobná poté, co je ECB snížila jak v prosinci, tak v listopadu. Jakkoliv analytický konsensus (Reuters) očekává ještě jedno snížení refinanční sazby ECB – o 25bp na 0,75 % ve 2Q 2012 – tak se na trhu objevují názory, že další snížení refinanční sazby by zúžilo koridor vůči depozitní sazbě ECB, jež je nyní na úrovni 0,25 % (a snížení na 0,00 % se nezdá být pravděpodobné), což by vedlo k dalšímu vytěsňování aktivit z mezibankovního trhu do operací ECB – a zvýšit svůj zprostředkovatelský podíl na úkor trhu ECB jistě nechce.



Přetrvávající nedůvěra na mezibankovním trhu je patrná i na růstu deposit bank u ECB poté, co v 3Y LTRO operaci, jež se konala v prosinci, načerpaly bezmála 500 mld. EUR. V situaci přebytku likvidity v bankovním systému (tj. výrazných přebytečných rezerv bank) se navíc pro peněžní trh stává efektivní sazbou právě depozitní sazba ECB, jež aktuálně činí zmíněných 0,25 %. Naším hlavním scénářem pro letošní rok proto zůstává stabilita refinanční sazby ECB na stávající úrovni 1,00 %, nicméně momentálně probíhající pokles HDP eurozóny (v mezikvartálním vyjádření ve 4Q 2011 a 1Q 2012) vytváří rizika směrem k možnosti dalšího snížení refinanční sazby ECB, ovšem velmi pravděpodobně ani v lednu, ani v únoru.

Indikátory byznys sentimentu za prosinec podporují signál z listopadového průzkumu Evropské komise (Economic Confidence) ve smyslu možného zpomalení tempa poklesu průmyslové aktivity (a ekonomiky jako celku). Tento signál byl v prosinci zopakován ve struktuře výsledků průzkumu EK a nově přišel i ze strany PMI, kde došlo ke zlepšení headlinového indikátoru jak v případě zpracovatelského průmyslu, tak u služeb a tedy i u kompozitního PMI. V případě PMI ve zpracovatelském průmyslu došlo po delší době ke zlepšení poměru mezi novými objednávkami a zásobami, což indikuje, že zlepšování headlinového PMI může v tomto sektoru pokračovat i počátkem roku 2012. Ekonomice eurozóny pomáhá fakt, že významné ekonomiky mimo sféru eura se recesi zdárně vyhýbají (USA, Velká Británie), resp. že Asie, pro eurozónu významná exportní destinace, pokračuje v růstu. V rámci eurozóny se v prosinci kompozitní PMI indikátor zlepšil v několika ekonomikách, z pohledu absolutní úrovně ale i nadále zůstává mezera mezi Německem a Francií na straně jedné a zbytkem eurozóny na straně druhé, což je dáno i lepším stavem domácí poptávky v jádrových ekonomikách. Jakkoliv se PMI indikátory v eurozóně i nadále nacházejí pod úrovní „50“, tedy v oblasti konzistentní s poklesem HDP, tak zlepšení headlinových PMI indikátorů (kompozitní PMI v prosinci vzrostl ze 47,0 na 48,3) naznačuje, že se tempo poklesu HDP eurozóny může v 1Q 2012 zmírnit. Pro 4Q 2011 i nadále pracujeme s odhadem -0,3 % q/q, pro 1Q 2012 pracujeme s předpokladem poklesu HDP eurozóny o -0,1 % q/q. Za celý rok 2011 čekáme růst HDP 1,6%, pro letošní rok čekáme zpomalení na 0,3 %, pro rok 2013 i nadále očekáváme růst HDP eurozóny v rozsahu 1,4 %. Samozřejmě ale trvá riziko, že výkon za celý letošní rok může být slabší, vyloučit tak nelze celoroční propad HDP za rok 2012. Výše diskutované byznys sentiment indikátory sice povzbuzují mírný optimismus v podobě scénáře oživení ekonomiky eurozóny zhruba od jara letošního roku, proti tomu však stojí riziko dalších fiskálních úspor a credit crunchu na periférii eurozóny.

Inflace (HICP) v prosinci dle předběžného údaje klesla z lokálního maxima 3,0 % na 2,8 % y/y - v souladu s očekáváním trhu. Jak jsme v tomto ohledu konstatovali již mnohokrát, pokles by měl pokračovat i v dalších měsících, zejména díky disinflačnímu bazickému efektu na cenách ropy. Pokles inflace nicméně bude jen pozvolný a pod 2,0 % by se meziroční inflace měla dle našich předpokladů dostat nejdříve ve 2Q 2012, spíše však ale až ve 3Q 2012.

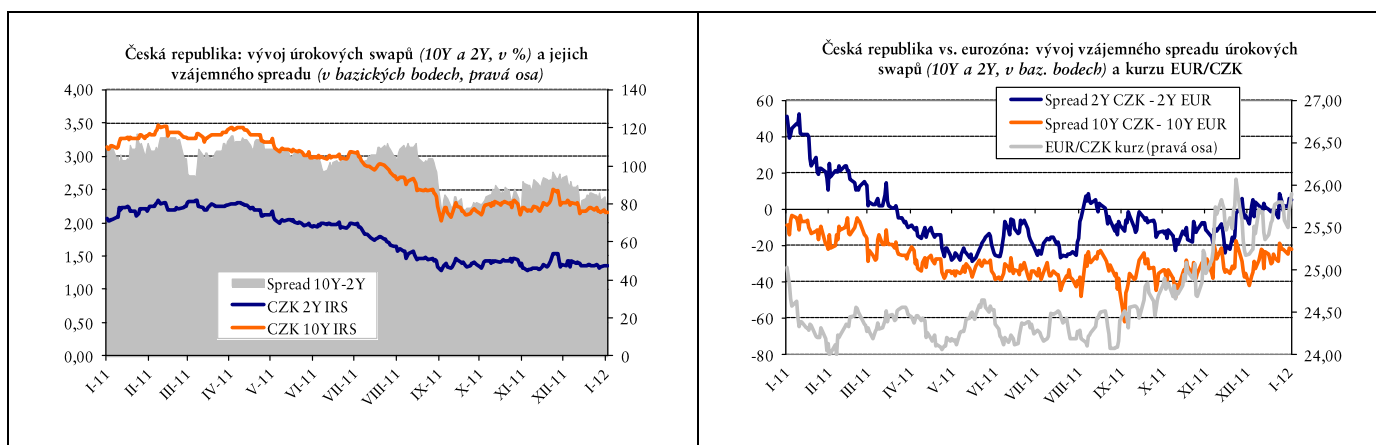
Eurová úroková swapová křivka prošla od počátku prosince bull flatteningem, když 10Y EUR swap k 4. lednu klesl o 27bp pod úroveň 2,40 % a 2Y EUR swap klesl o 9bp na 1,30 %. Sklon křivky (10Y/2Y spread) klesl téměř o 20bp, pod úroveň 110bp. Ačkoliv indikátory byznys sentimentu (PMI, Ifo) vyšly lépe, než se čekalo, tak na sentiment trhu měla vliv absence průlomového řešení z prosincového summitu EU a signály, že banky v eurozóně navyšují držbu přebytečné likvidity, spíše než aby navýšily poskytování úvěrů do ekonomiky. Roli sehrála i trvající nejistota ohledně Řecka a v neposlední řadě také nižší aktivita spojená s koncem roku byla dalším z faktorů, jež tlačily sazby delších splatnostech dolů a swapovou křivku jako celek k flatteningu. V prvních dnech letošního roku byl 10Y EUR swap volatilní, v průměru se ale neodchýlil od úrovně z konce roku 2011, 2Y EUR swap naopak nepatrně poklesl. V kontextu vlažného přijetí výsledků prosincového summitu není pokles delších úrokových swapů překvapením, sami jsme nicméně doufali v pozitivní přijetí závěrů summitu. ECB by na svém lednovém zasedání (12/1) měla ponechat svou klíčovou sazbu beze změny na 1,00 % a ani na straně nekonvenčních nástrojů se nečekají žádná nová opatření. Kratší swapy by tak v nejbližších týdnech mohly zůstat cca stabilní. U delších eurových swapů čekáme pro 1Q 2012 pozvolný růst s tím, že makro data budou dle našeho názoru ukazovat, že ekonomika si z hlediska poklesu prošla tím nejhorším ve 4Q 2011, a že v 1Q 2012 se míra poklesu HDP zmírňuje. I nadále tak čekáme steepening eurové swapové křivky, a to i v alternativní variantě, kdy by makro data přinesla zklamání a ECB by reagovala dalším snížením svých úroků: v této variantě by se steepening křivky realizoval skrze pokles kratších sazeb.

ČR: Finanční trhy momentálně pod vlivem negativního vývoje v Maďarsku; pro letošní rok i nadále očekáváme stabilitu úroků ČNB.

V prosinci a v prvních dnech nového roku převažovala tendence k oslabení koruny, z 25,20/EUR na počátku prosince až na bezmála 25,90/EUR. Vedle trvajících nejistot ohledně dalšího osudu eurozóny byl tentokrát hlavním negativním faktorem vývoj v Maďarsku, jenž dominuje i v prvních dnech letošního roku. Slabší koruna a také data z české ekonomiky (slabý, pokud vůbec nějaký, hospodářský růst a vyšší inflace) tedy indikují vývoj ve směru alternativní prognózy ČNB z počátku listopadu 2011. Připomínáme, že v tomto alternativním scénáři ČNB předpokládá stabilitu svých úroků na stávajícím historickém minimu 0,75% přinejmenším do počátku roku 2013, zatímco základní scénář makroprognózy (relativně silnější růst české ekonomiky, silnější koruna a nižší inflace) předpokládal snížení sazeb ČNB o 25bp již ve 4Q 2011. Stabilita úroků ČNB na úrovni 0,75 % v průběhu letošního roku nadále zůstává i námi očekávaným scénářem.

Za nejzajímavější tuzemskou zprávu za uplynulý měsíc považujeme Strategii financování státního dluhu na rok 2012, tj. dokument Ministerstva financí, jenž mapuje výpůjční potřeby české vlády pro příští roky a jejich krytí. Z dokumentu plyne, že v roce 2012 hrubá výpůjční potřeba klesne na 243,4 mld. Kč z 255,7 mld. odhadovaných za r. 2011. Na jedné straně se letos navýší objem splatného dluhu, zároveň ale klesne schodek státního rozpočtu a ministerstvo nebude letos navyšovat svou dluhovou rezervu. Na straně financování těchto potřeb dochází oproti roku 2011 jen k minimální změně v roli státních pokladničních poukázek a úvěrů od EIB. V základním scénáři ministerstvo předpokládá emise dluhopisů pro domácnosti v objemu 20 mld., tj. obdobně jako v r. 2011 (emise ale může činit až 40 mld.). Za předpokladu emise eurobondů v objemu 1,5 mld. EUR (~ 36 mld. Kč) pak na hrubou emisi korunových státních dluhopisů (CZGB) na letošek vychází 131,5 mld. oproti 180,3 mld. Kč v r. 2011. Čistá emise CZGB letos takto klesne pod 10 mld. Kč oproti 78 mld. v roce 2011. Jinými slovy, primární nabídka CZGB by měla být letos (a i v dalších letech) nízká, což je pro trh CZGB pozitivní zpráva.

Za období od počátku prosince korunová swapová křivka flattovala, tj. 10Y/2Y spread klesl z 92 na 80bp, když 2Y CZK swap stagnoval v oblasti 1,35 % a 10Y CZK swap klesl o více než 10bp na 2,15 %. Vůči svým eurovým protějškům korunové swapy relativně vzrostly: CZK-EUR spread na 2Y se přehoupl z -5bp na +5bp, na 10Y šlo o posun z -38bp na -22bp. Vývoj spreadu (CZK-EUR úrokový swap) lze vysvětlit oslabením kurzu koruny a obecně vývojem rizikové averze, přičemž v obou jmenovaných případech sehrály zásadní roli události v Maďarsku (zejména ale reakce trhů ale i mezinárodních institucí na schválení kontroverzního zákona o maďarské centrální bance koncem loňského roku; Maďarsko má letos splatný výrazný objem cizoměnového dluhu vč. půjček od IMF a optimální by bylo dojednání nové pomoci od IMF a EU, především nový zákon o MNB je ale překážkou pro zahraniční pomoc). Koruna vůči euru zůstala volatilní: z oblasti 25,20/EUR na počátku prosince oslabila až na aktuálních 25,90/EUR. Nenaplnilo se tak naše očekávání v podobě posílení koruny pod 25,00/EUR, i když počátkem prosince koruna posílila až pod 25,20. Dle našeho názoru na korunu působila nejen nejistota v eurozóně a obavy ze zpomalení růstu či přímo z recese české ekonomiky, ale též prudké oslabení forintu. Právě vývoj v Maďarsku bude v dalších týdnech klíčový pro sentiment na celý region. Maďarsko ale dle našeho názoru nakonec bude muset přistoupit na požadavky IMF, což povede ke zlepšení sentimentu investorů a posílit by měl jak forint, tak koruna. Posílení koruny pod 25,00/EUR, v němž i nadále věříme, se ale zřejmě odehraje až koncem 1Q 2012. Silnější koruna by měla působit proti růstu úrokových swapů kratších splatností, zatímco swapy delších splatností by mohly vzrůst, též pod vlivem očekávaného vývoje v eurozóně, a korunová křivka by tak steepovala.



### Akciové trhy: Klidné obchodování v posledním měsíci roku 2011

Akciové trhy zažily v prosinci poměrně klidné obchodování. Globální akciový index nepatrně oslabil (-0,2 %), když byl tažen dolů především akciemi na rozvíjejících se trzích (-1,3 %) a v západní Evropě (-0,4 %), zatímco americké akcie reprezentované indexem S&P500 nepatrně posílily (+0,9 %).

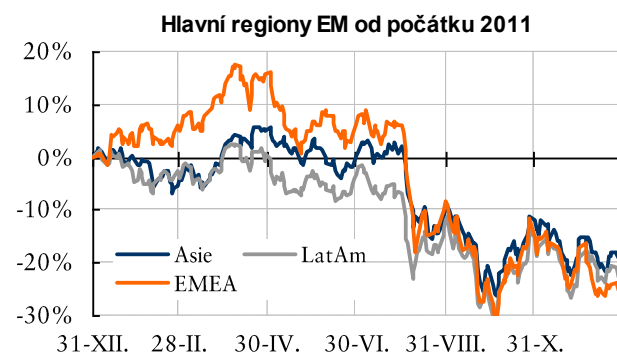
Vývoj akcií za celý rok 2011 nepřinesl příliš lichotivý obrázek, neboť globální akciový index ztratil 7,6 %. Relativně nejlépe na tom byly americké akcie, které skončily rok 2011 téměř beze změny. Index S&P500 poklesl o 0,04 bodů, což představuje změnu menší než 0,01 %. Evropské akcie, které stály v epicentru problémů, v roce 2011 ztratily 17,7 %. Ještě horší vývoj v loňském roce však zaznamenaly akcie na rozvíjejících se trzích (-20,4 %) a opět se tak potvrdila skutečnost, že v případech výrazných ekonomických šoků jsou i emerging markets významně zasaženy a mají dokonce vyšší betu vůči rozvinutým trhům.

Celoroční výkonnost hlavních regionů emerging markets byla vzácně vyrovnaná (Asie -19 %, Latinská Amerika -22 %, EMEA -25 %). Obzvlášť vývoj v druhé polovině roku ukazuje na velmi těsnou korelaci všech tří hlavních regionů.

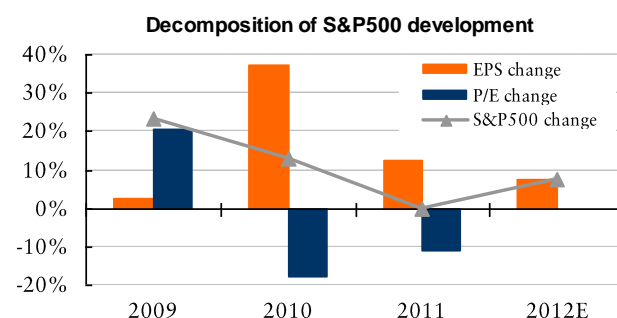
Rok 2011 byl druhým rokem v řadě, kdy zisky (EPS) amerických firem v indexu S&P500 významně rostly. Hlavním faktorem, který tlačil akcie dolů, byl pokles valuací a P/E kleslo z 14,9x na konci r. 2010 na 13,2x ke konci roku 2011. Valuace se tak dostaly poměrně nízko a reflektují v sobě vysokou míru nejistoty ohledně budoucího vývoje a implikují vysoké rizikové prémie zahrnuté v stávajícím ocenění akciových trhů.

Pro rok 2012 očekáváme v základním scénáři další zpomalení růstu zisků do jednociferné oblasti. Valuace jsou podle nás již nízko a prostor pro jejich další pokles je relativně omezený. Nicméně vzhledem k tomu, že stávající rizika budou podle nás v ekonomice a na trzích přítomná i v roce 2012, neočekáváme v základním scénáři ani žádný výraznější nárůst valuací. Mírný růst zisků a stabilita valuací pak implikuje jednociferný růst amerických akcií v roce 2012 v základním scénáři.

Je ovšem nutné podotknout, že výhled stavu světa je binární a rozptýl dopadů dvou nejpravděpodobnějších scénářů je obrovský. V případě „zázračného“ vyřešení problémů v Evropě či alespoň zklidnění situace může dojít k velmi rychlému poklesu rizikových premií, k nárůstu valuací a výraznému růstu akcií. Nicméně v případě realizace negativního scénáře, kdy by došlo k další eskalaci dluhové krize, které by vyústila až v rozpad eurozóny (či neřízené vystoupení některých jejích členů), by samozřejmě akcie prudce oslabily.



Source: Bloomberg, GPPF AM



Source: Bloomberg, Generali PPF AM

**Kreditní trhy: Prosincová dohoda o fiskální integraci v Evropě a kroky ECB zastavily nárůst spreadů, trhy čekají na další vývoj**

Během prosince byla pozornost trhů opět zaměřena na dění v Evropě. Výsledkem summitu EU z 9. prosince byla dohoda o fiskální integraci zemí eurozóny, jejíž konkrétní podoba by měla být dojednána během následujících měsíců. Přes vyjádření guvernéra ECB Draghiho o nezvýšení nákupů dluhopisů periferních zemí, které vedlo k další nervozitě na trhu, oznámila Evropská centrální banka řadu opatření, jež se pozitivně projeví na poklesu spreadů. Kromě snížení sazeb ECB zlepšila bankám možnosti financování zavedením tříleté LTRO facility a rozšířením instrumentů, které mohou být využity jako kolaterál.

Spread hlavního evropského kreditního indexu se v prosinci utáhl o 22bp a poklesl z nejvyšších hodnot za rok 2011 dosažených v listopadu. Lépe se dařilo sektoru financials, který zaznamenal utážení o 38bp (banky -42bp a pojišťovny -28bp). Mezi non-financials si nejlépe vedl sektor základních zdrojů (-19bp) a telekomunikace (-18bp). Total return hlavního indexu činil v prosinci +2,6 % (financials +3,4 %, non-financials +1,9 %).

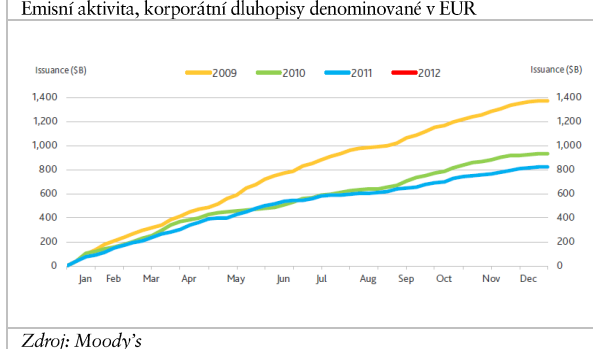
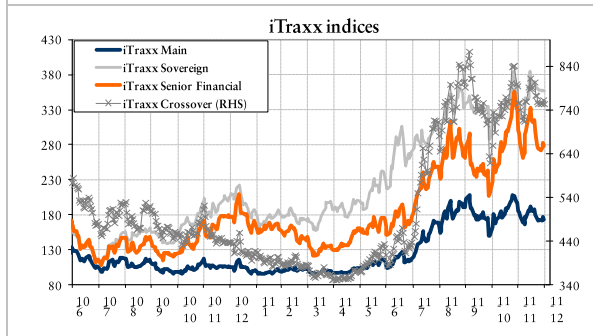
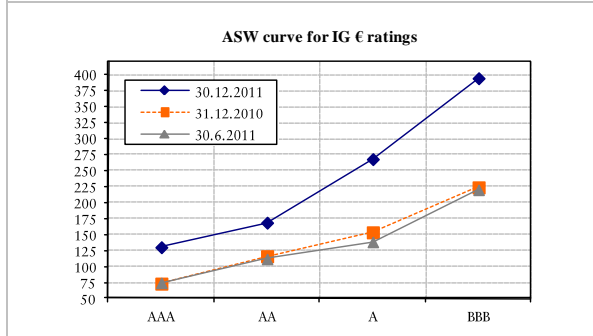
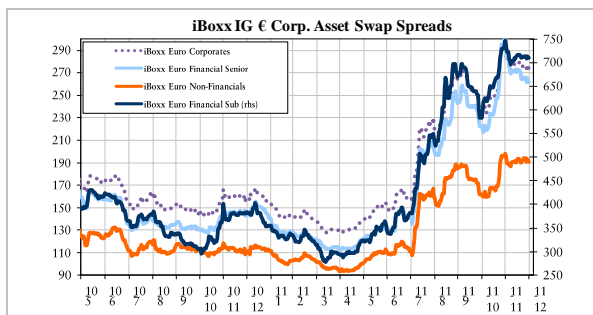
Hlavní iTraxx index utáhl spread o 12bp. Finanční sektor vykázal opět lepší výkonnost, kdy senior financial snížil spread o 21bp. iTraxx crossover se v prosinci utáhl o 3bp. K opačnému vývoji naopak došlo u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k roztažení o 30bp.

**Nové úpisys**

Aktivita na evropských primárních trzích byla v prosinci velmi nízká. Co se týče výhledu pro r. 2012, většina analytiků investičních bank očekává spíše další snížení emisní aktivity. Pokles by měly zaznamenat dluhopisy z nefinančního sektoru, high-yield i emise senior financials. Růst se naopak očekává u covered bonds.

**Krátkodobý výhled**

V lednu bude pozornost investorů opět zaměřena na vývoj v Evropě. Představitelé jednotlivých států by měli na schůzce v Bruselu na konci ledna jednat o rodičím se paktu pro rozpočtovou disciplínu. Trhy budou rovněž pečlivě sledovat aukce státních dluhopisů jednotlivých zemí eurozóny. Spready by rovněž mohly ovlivnit další downgrady a začínající výsledková sezóna. Během ledna neočekáváme výrazný posun v řešení evropských otázek, náš výhled na kredit zůstává neutrální.



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.*