



ČP INVEST investiční společnost, a.s.

SRPEN 2012

Analýza vývoje ekonomik a finančních trhů

8.8. 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

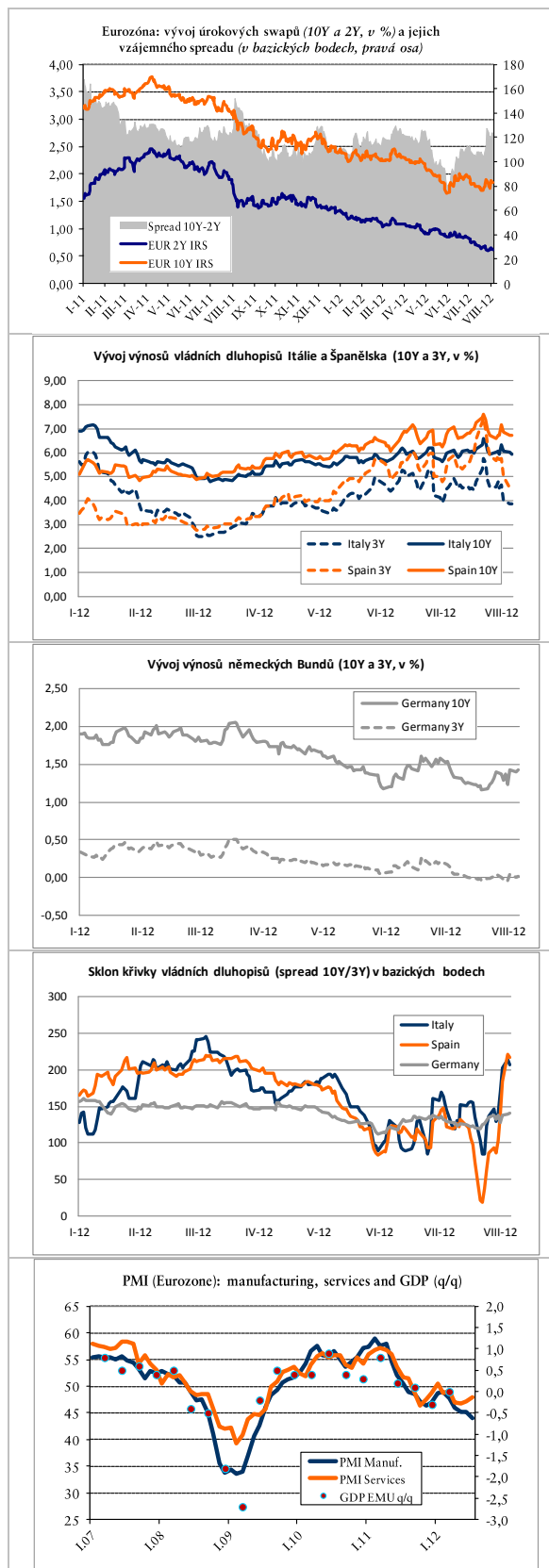
Vývoj finančních trhů v červenci 2012 a výhled na další měsíce

Eurozóna: Červencové snížení depozitní sazby ECB na nulu mělo výrazný dopad na kratší bezrizikové výnosy. Počátkem srpna ECB oznámila možnost nelimitovaných/nesterilizovaných nákupů dluhopisů, vše je ale podmíněno žádostí příslušných vlád o pomoc z EFSF / ESM. Toto prohlášení ECB vedlo k bull steepeningu křivek na periferii.

Uplynulé týdny byly ovlivněny hlavně akcemi ECB. Ta počátkem července snížila všechny své úroky o 25bp a depozitní sazba se tak dostala na 0,00 %, což mělo výrazný dopad na kratší bezrizikové výnosy v eurozóně, jež klesly do záporných úrovní. Koncem července rakouský guvernér Nowotny zmínil, že poskytnutí bankovní licence ESM by mělo svá pozitiva. Ačkoliv na svém srpnovém zasedání zůstala ECB k této myšlence rezervovaná, tak oznámené záměry (možnost nákupů vládních dluhopisů do portfolia ECB bez předem stanoveného objemu a sterilizace, otázka řešení seniority ECB coby věřitele) měly na trhy výrazný dopad a vedly k bull steepeningu křivek vládních dluhopisů na periferii eurozóny. Na trhu ale zůstává mnoho nejistot.

Ekonomika eurozóny zůstává slabá: 1. odhad HDP eurozóny za 2Q 2012 bude zveřejněn sice až 14. srpna, avšak průzkumy PMI indikují pokles HDP pro 2Q i 3Q 2012, a to až o 0,6 % q/q. Náš odhad pro pokles HDP eurozóny za 2Q 2012 držíme na úrovni -0,3 % q/q, což je zatím i očekávání trhu dle průzkumu Reuters, dosud zveřejněné bleskové údaje (Španělsko, Belgie, Itálie) ovšem vykazují prudší poklesy. Zřejmě je, že i pokud se koncem letošního roku dostaví oživení ekonomiky eurozóny, tak bude velmi mírné a trhy tak spekulují na další snížení refinanční sazby ECB o 25bp ze stávajících 0,75 % na zářijovém mítinku (6. září). Snížení depozitní sazby pod nulu nicméně stále očekáváno není – samotná ECB na srpnovém zasedání možnost snížení úroků diskutovala, avšak záporné úroky pro ni zůstávají „nepopsaným teritoriem“.

ECB své sazby naposledy snížila počátkem července: všechny její sazby šly dolů o 25bp a depozitní sazba se tak dostala na 0,00 %. To znamená, že banky za své přebytečné rezervy již na jednodenních účtech u ECB nedostávají žádný úrok. To jednak vedlo k odlivu prostředků z depozitní facility ECB – ovšem v rámci bilance ECB se tyto prostředky jen přesunuly na (standardně neúročené) běžné účty bank (current accounts), čili banky u ECB i nadále drží výrazné přebytečné rezervy, byť neúročené. Cílem ECB je motivovat banky k tomu, aby tyto rezervy začaly pumpovat do ekonomiky, ať již formou investic do vládních dluhopisů anebo – ještě lépe – formou úvěrů podnikům a domácnostem. Na trhy dluhopisů, konkrétně na kratší bezrizikové výnosy (typu německých vládních dluhopisů), tento krok ECB vliv měl: jak je patrné z jednoho z příložených grafů, klesl výnos 3Y Bundu pod nulu! Nicméně, v případě úvěrování podniků bude jakýkoliv případný pozitivní efekt jistě pozvolnější, což je dáno jak averzí bank k riziku, tak nízkou poptávkou podniků po úvěrech (zde se odráží stav hospodářského cyklu a slabé investiční výdaje firem).



Pro úplnost, snížení depozitní sazby ECB pod nulu by přímý dopad na úročení přebytečných rezerv bank nemělo, neboť na rezervy držené na běžném účtu u ECB se dle stávajících pravidel žádný úrok nevyplácí (tj. není zde vazba na úroveň depozitní sazby): pokud by ECB chtěla depozitní sazbu pod nulu snížit, musela by zároveň změnit pravidla pro „úročení“ prostředků na běžných účtech bank u ECB, aby měla záporná depozitní sazba na banky nějaký přímý dopad.

Koncem července se rakouský guvernér Nowotny nechal slyšet, že alternativa poskytnutí bankovní licence ESM (tj. permanentnímu „eurovalu“) by měla i svá pozitiva. ECB měla k této myšlence dosud negativní postoj a Nowotného výroky tak přitáhly pozornost trhů. Den poté se Draghi nechal slyšet, že ECB udělá pro záchranu eura vše – a že „to bude stačit“. Tyto výroky byly povzbuzivé pro riziková aktiva a trh tak čekal na měsíční zasedání ECB 2. srpna. Zde na jedné straně ECB avizovala mnoho „možných“ iniciativ, zároveň ale neucinila žádné nové opatření (trh doufal např. v další zmínění kolaterálu pro operace s ECB) a reakce trhu tam byla smíšená: riziková aktiva šla bezprostředně po tiskové konferenci dolů (a výnosy vládních dluhopisů na periferii eurozóny tak prudce rostly), následující den se ale nálada zcela obrátila s tím, jak trhy začaly více věřit v to, že ve zbytku roku může ECB začít významně podporovat trhy v eurozóně.

Na srpnové tiskové konferenci ECB konkrétně oznámila jednak možnost intervencí (= nákupů) na dluhopisových trzích s tím, že tyto nákupy nemusí být limitované co do objemu a dokonce ani nemusí být sterilizované. Jinými slovy, ECB naznačila možnost quantitative easingu, což byla donedávna myšlenka pro ECB nepřijatelná. Nicméně, ECB by na dluhopisových trzích mohla začít intervenovat až poté, co by příslušná vláda, jejíhož trhu by se intervence týkala (např. Španělsko či Itálie) požádala o pomoc EFSF / ESM a podepsala s nimi Memorandum of Understanding ohledně pomoci. Jasně ale zatím není, zda by ECB začal intervenovat poté, co by příslušná země podepsala Memorandum of Understanding (což by v případě Španělska a Itálie nemuselo trvat dlouho) anebo až poté, co by EFSF / ESM sám začal intervenovat (kde je vzhledem ke schvalovacímu procesu zejm. v Německu riziko prodloužení). Řešena má být také otázka seniorní pozice ECB coby věřitele (zrušení / omezení seniority by mělo pozitivní dopad na nákupy vládních dluhopisů do portfolia ECB ve smyslu dopadů na trh). Detaily ohledně eventuálních nákupů dluhopisů do portfolia ECB budou ale teprve vypracovány specializovanými výbory v rámci ECB, což by ale měla být záležitost několika týdnů a výsledky by tak mohly být známy již na zářijovém zasedání ECB. Šéf ECB Draghi na srpnové tiskové konferenci nicméně řekl, že nákupy ECB by se soustředily na kratší konec výnosové křivky. Reakcí tak byl výrazný bull steepening výnosových křivek vládních dluhopisů v Itálii a Španělsku, zatímco sklon křivky německých vládních dluhopisů se napřímil jen nepatrně, jak je zřejmé z grafů na předchozí stránce.

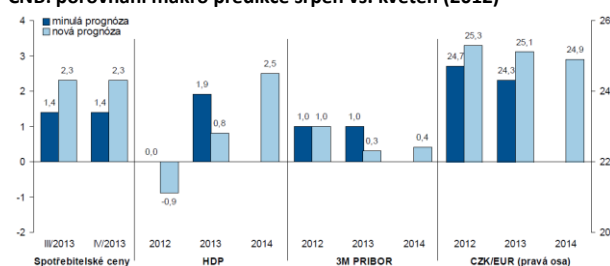
Co se týče eurových úrokových swapů, tak od počátku července prošla křivka steepeningem: 10Y/2Y spread vzrostl z oblasti okolo 110bp až k úrovni 125bp, resp. mírně pod tuto úroveň, když 10Y EUR swap klesl téměř o 10bp na úroveň 1,85 % a 2Y EUR swap šel dolů o více než 20bp k úrovni 0,60 %. Vzhledem k výhledu měnové politiky ECB platí, že kratší swapy mohou dále mírně klesnout anebo zůstat stabilní. Delší eurové swapy se budou vyvíjet v závislosti na tom, s čím přijde ECB – čili před zářijovým zasedáním ECB (6/9) zde může být dost nejistoty a z ní plynoucí nervozity. Nicméně, během září by již měla přijít ze strany ECB konkrétnější rozhodnutí či alespoň oznámení ohledně detailů budoucích intervencí; 12. září také německý ústavní soud rozhodne o ústavnosti ESM, do 11. září by pak měla Evropská komise předložit detaily k plánu integrovat bankovní dohled v rámci eurozóny pod křídla ECB (viz závěry summitu EU z konce června). Vše výše uvedené by mohlo dále podpořit poptávku po rizikovějších aktivech a delší eurové úrokové swapy by tak mohly v průběhu září růst, což by v horizontu konce 3Q 2012 znamenalo steepening eurové swapové křivky ve smyslu poklesu či alespoň stability kratších swapů a nárůstu swapů na delších splatnostech.

ČR: ČNB v srpnu ponechala úrokové sazby beze změny, nová makro prognóza ale jasně indikuje jejich další pokles.

ČNB na svém srpnovém zasedání ponechala úrokové sazby beze změny, tj. repo sazbu na historickém minimu 0,50 %, na něž se sazba dostala po snížení o 25bp koncem června. Nicméně, na srpnovém zasedání dva členové bankovní rady hlasovali pro další snížení sazeb o 25bp, neboť takový pohyb by byl přesně v souladu s čerstvou kvartální makro prognózou ČNB. Makro prognóza indikuje, že repo sazba měla klesnout na 0,25 % již právě na srpnovém zasedání bankovní rady, ve 4Q 2012 by měla jít na nulu a pokles tržních úrokových sazeb by měl pokračovat i v roce 2013, což implikuje buď záporné měnově-politické sazby anebo použití nestandardních nástrojů, jež by vedly k zúžení spreadu mezi 3M PRIBOREm a repo sazbou. Rok 2013 je zatím stále daleko a bankovní rada otázku záporných úroků zatím nediskutovala, nicméně snížení repo sazby o 25bp na 0,25 % na zářijovém zasedání (27/9) se jeví jako velmi pravděpodobné.

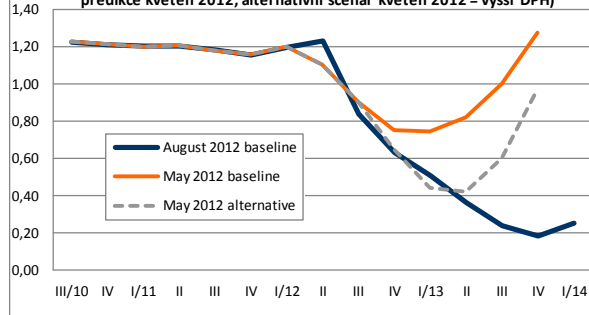
ČNB ve své čerstvě zveřejněné makro prognóze snížila odhad vývoje HDP pro letošní i příští rok, jak je znázorněno v příloženém sloupcovém grafu. Vliv na tuto negativní změnu prognózy má vývoj HDP ČR v prvních měsících letošního roku, zhoršující se situace v ekonomikách eurozóny a s tím spojený zhoršený výhled HDP eurozóny na rok 2013 a v neposlední řadě také daňové změny, jež v české ekonomice vejdou v platnost od ledna 2013 s negativními implikacemi pro domácí poptávku. ČNB zároveň zvýšila prognózu celkové inflace pro rok 2013, což je ale čistě reflexí ohlášených změn nepřímých daní, dále také vývoje cen komodit a relativně slabší koruny: existenci domácích poptávkových tlaků prognóza nepředpokládá. Spolu se snížením předpokladu vývoje sazeb na peněžním trhu v eurozóně (3M EURIBOR) se tak snížila předpokládaná trajektorie vývoje sazby 3M PRIBOR. Příložený graf porovnává vývoj sazby 3M PRIBOR implikovaný čerstvou prognózou z letošního srpna s trajektorií implikovanou v květnové prognóze ČNB. Z grafu je patrné, že nová prognóza vývoje PRIBORu je pro nejbližší období (2H 2012, počátek roku 2013) prakticky totožná s alternativním scénářem květnové prognózy, jenž operoval se zvýšením sazeb DPH od ledna 2013 (což bylo následně schváleno v Poslanecké sněmovně a stalo se tak hlavním scénářem srpnové prognózy ČNB). Se zmíněným vývojem 3M PRIBORu bylo za předpokladu stabilní úrovně spreadu vůči repo sazbě ČNB (aktuálně cca 55bp) kompatibilní snížení repo sazby v průběhu 4Q 2012 na 0,00 %. Jestliže ale květnový alternativní scénář předpokládal, že se 3M PRIBOR začne během roku 2013 zvyšovat, tak nová prognóza počítá s dalším poklesem této úrokové sazby, což znamená, že by se buď repo sazba musela v průběhu roku 2013 dostat do záporných úrovní, tj. pod 0,00 %, anebo že ČNB přikročí k nestandardním nástrojům s cílem snížit zmíněný spread mezi PRIBOREm a repo sazbou. Bankovní rada dle vyjádření vice-governéra Tomšíka, jenž vedl srpnovou tiskovou konferenci, zatím otázku možnosti snížení úrokových sazeb do záporných úrovní nediskutovala; vice-governér zároveň také naznačil, že se ČNB nikdy ex ante nevzdala žádných nástrojů pro dosažení inflačního cíle. Jinými slovy, pokud to bude pro naplnění inflačního cíle aktuální, může se bankovní rada v roce 2013 zabývat použitím nestandardních (a zatím nespecifikovaných) měnově-politických nástrojů.

ČNB: porovnání makro predikce srpen vs. květen (2012)



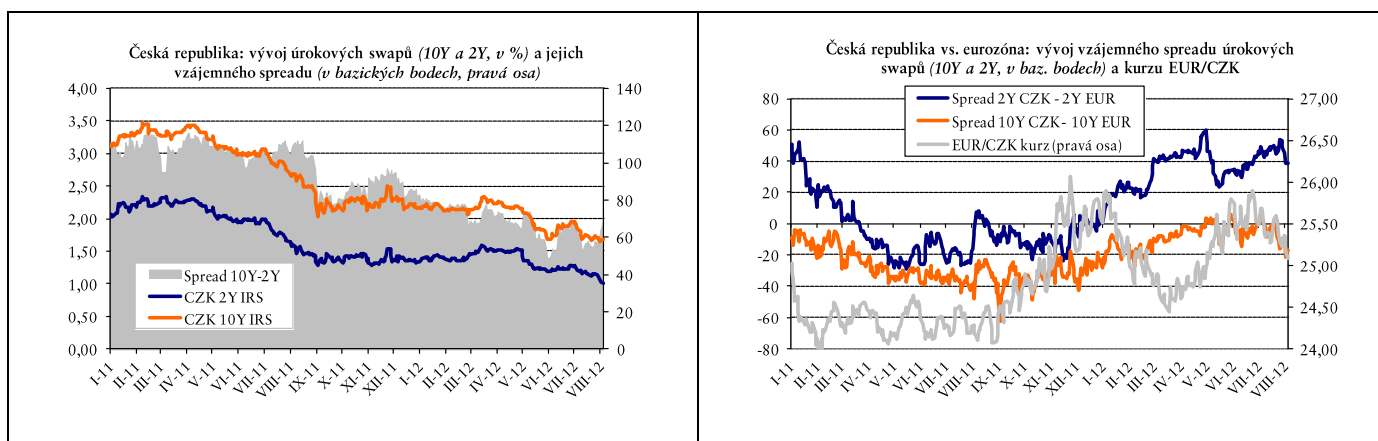
Zdroj: ČNB, prezentace z tiskové konference 2/8 2012

Česká republika: 3M PRIBOR, predikce ČNB (predikce srpen 2012 vs. predikce květen 2012; alternativní scénář květen 2012 = vyšší DPH)



Srpnová prognóza ČNB implikuje, že dvoutýdenní reposazba ČNB měla být snížena o 25bp na 0,25 % již nyní, tedy na srpnovém zasedání bankovní rady. Srpnového zasedání bankovní rady se účastnilo šest jejích členů, když chyběl guvernér Singer. Z šesti členů čtyři hlasovali pro stabilitu sazeb a dva pro snížení o 25bp. Soudě dle tiskové konference ona většina členů zvolila „vyčkávací taktiku“, a to zejména vzhledem k nejistotám pramenícím z vývoje v eurozóně. Nicméně, lze předpokládat, že guvernér Singer zůstane (nadále) v táboře příznivců nízkých úrokových sazeb, a vzhledem k přetrvávající slabosti dat z eurozóny i české ekonomiky by pak ČNB mohla snížit svou repo sazbu na 0,25 % na svém příštím zasedání – tedy 27. září. Lze tedy předpokládat, že kratší korunové úrokové swapy si v nejbližších týdnech udrží sestupnou tendenci či alespoň stabilitu, čemuž by měl napomoci i očekávaný obdobný vývoj v eurozóně.

Od počátku července klesly korunové úrokové swapy prakticky paralelně: 10Y CZK swap o 28bp pod úroveň 1,70 % a 2Y CZK swap o 27bp na 1,00 %. Sklon korunové swapové křivky se tak prakticky nezměnil a zůstal mírně pod úrovní 70bp, i když v průběhu měsíce převažovaly tendence k flatteningu křivky a vše bylo zvráceno až počátkem srpna v reakci na vyznění nové prognózy ČNB (pokles kratších swapů). Oproti svým eurovým protějškům klesaly korunové úrokové swapy výrazněji – došlo tak zúžení 2Y spreadu CZK-EUR ze 45 na 39bp a 10Y spread CZK-EUR se dokonce přehoupl do záporných hodnot (z +2 na -17bp). Nutno přiznat, že tak výrazný pokles korunových swapů oproti jejich eurovým protějškům jsme před měsícem nečekali, nicméně korunové swapy šly dolů v rámci sentimentu na celý středoevropský region (spread vůči 10Y EUR swapu klesl i v případě Maďarska a zejména Polska, posilovaly také středoevropské měny) a napomohly také rozdílné dopady tiskových konferencí příslušných centrálních bank (ČNB a ECB) na trhy korunových a eurových úrokových swapů počátkem srpna. Zdá se totiž, že pokud ECB naplní své cíle naznačené na srpnové tiskové konferenci, tak delší EUR swapy mohou jít perspektivně nahoru, zatímco s novou prognózou ČNB je spojena vize setrvání korunových úrokových swapů na nižších úrovních. Jak jsme již konstatovali, od počátku července posílila koruna vůči euru – až pod úroveň 25,20/EUR, tj. cca o 1,5 %. Letní měsíce sice nejsou sezónně pro korunu příznivé, zde však byl vývoj tažen příznivým sentimentem na všechny středoevropské měny. Září a podzimní měsíce jsou pro korunu sezónně příznivé a lze čekat její posilování – ovšem, brzdou pro výraznější posilování koruny může být předpokládaný pokles úroků ČNB na zářijovém zasedání bankovní rady. Přesto, pokud se řešení situace v eurozóně pozvolna vydá pozitivním směrem, může z toho profitovat i koruna a středoevropské měny obecně. Ve výhledu do konce 3Q 2012 tak může pokračovat situace, kdy delší korunové úrokové swapy porostou méně, než jejich eurové protějšky, resp. 10Y CZK swapy mohou být v nejbližších týdnech poměrně stabilní. Pro kratší korunové swapy (2Y) platí, že mohou dále klesnout: to platí i pro jejich eurové protějšky, nicméně výše diskutovaný výhled měnové politiky ČNB a kurzu koruny naznačují, že by se spread 2Y CZK-EUR swapů nemusel ve zbytku 3Q 2012 rozšiřovat – naopak, i z historického pohledu je zde prostor pro další zúžení toho spreadu.



Akciové trhy: první polovina prázdnin bez výraznějšího trendu

Akciové trhy prošly v červenci fází konsolidace a celý měsíc oscilovaly v rámci relativně úzkého kanálu bez výraznějšího trendu. Krátkodobá rally v závěru měsíce v reakci na nečekané prohlášení prezidenta ECB pak dopomohla akciím odpoutat se od spodní hranice trendového kanálu a všechny hlavní akciové indexy tak zakončily červencový měsíc s mírnými zisky (americké akcie +1,3 %, západoevropské +2,6 % a emerging markets +1,6 %).

Trhům i nadále dominovala makroekonomická data a vývoj dluhové krize v eurozóně. Na začátku měsíce vyšla série slabých dat v USA, která vedla k obavám z dalšího zpomalení americké ekonomiky. Především index ISM výrazně zaostal za očekáváním, když poklesl o 3,8 bodu na 49,7. Jednalo se o nejnižší hodnotu od července 2009 a zároveň je to úroveň značící kontrakci americké ekonomiky (pod 50). Data o maloobchodních prodejkách za červen poskytl podobný obrázek. Zatímco analytici očekávali mírný meziměsíční nárůst (+0,2 %), opak byl pravdou a maloobchodní prodeje urychlily svůj pokles na -0,5 % z -0,2 % v květnu. Naopak relativně dobrý obrázek přinesla data z trhu nemovitostí, kde např. S&P/CaseShiller Home Price index překonal očekávání analytiků a ukázal na možnou stabilizaci nemovitostního trhu v USA. V Číně pokračovalo zpomalování. Na začátku měsíce poklesl HSBC manufacturing PMI na 48,2 z předchozích 48,4 a importy za červen v Číně zpomalily na +6,3 % r/r z předchozích +12,7 % a zaostaly za odhady analytiků (+11,0 %). S napětím se pak očekávalo zveřejnění HDP za druhý kvartál. Ačkoli výsledný růst HDP lehce zaostal za očekáváním (7,6 % vs. 7,7 %) a potvrdil mírné ochlazení čínské ekonomiky, investoři se obávali výrazně horších čísel a zveřejněná data jim tak paradoxně přinesla úlevu. V čele zájmu i v červenci samozřejmě zůstal vývoj v eurozóně (viz. předchozí kapitola) a finanční trhy i nadále citlivě reagovaly na opatření a prohlášení představitelů ECB či politických špiček.

V USA odstartovala výsledková sezona a do konce července zveřejnilo výsledky hospodaření za druhý kvartál 350 společností z indexu SP500. Tržby meziročně klesají o 1,1 % a zisky víceméně stagnují (-0,4 % r/r). Díky tomu, že analytici v posledních měsících masivně snižovali svoje očekávání, přináší zatím výsledková sezona nepatrné pozitivní překvapení. Je ovšem zřejmé, že ačkoli jsou výsledky nepatrně nad očekávání analytiků, meziroční pokles tržeb a zisků jen těžko poskytne akciovým trhům významnější pozitivní impuls.

Akciové trhy na emerging markets se v červenci vyvíjely plně v souladu s globálními trhy a také rozdíly mezi třemi hlavními regiony (Latinská Amerika, Asie a EMEA) byly minimální (+1,3 %, 1,6 % resp. +1,6 %). Střední Evropa tentokrát lehce zaostávala, pražský PX index odepsal 1,1 %, polský WIG20 dokonce 3,9 % a pouze maďarský BUX zakončil v kladném teritoriu (+0,4 %). Za poklesem polských akcií stojí ovšem z velké míry ex-dividenda u společnosti KGHM, která vzhledem k velké váze společnosti v indexu WIG20 (11,7 %) a vysoké vyplacené dividendě (dividendový výnos 19,3 %), sama vedla k technickému poklesu celého indexu o 2,3 %.

Krátkodobý výhled pro akciové trhy je podle našeho názoru **neutrální s riziky vychýlenými směrem dolu**. Ocenění amerických akcií (P/E) založené na ziscích dosažených za posledních 12 měsíců se pohybuje kolem 14x – úroveň, kterou považujeme za oprávněnou a správně reflektující současný stav světa. Extremně nízké výnosy bezrizikových aktiv by sice měly ceteris paribus implikovat výrazně vyšší valuace akciových trhů, resp. aktuální srovnání výnosů bezrizikových aktiv a akcií implikuje extrémně vysoké rizikové prémie na akciích. Ty však podle nás správně odrážejí rizika, kterým současný svět čelí, a také očekávaný pouze velmi mírný růst firemních zisků v souladu s pomalým růstem americké ekonomiky. Akciovým trhům budou i nadále dominovat makroekonomická data a akcie budou i nadále velmi citlivě reagovat na události v Evropě. Evropská dluhová krize se bude řešit roky a během tohoto období může docházet nečekaně a poměrně rychle k destabilizaci situace. Zasedání FEDu a ECB na začátku srpna nenaplnily poměrně vysoká očekávání investorů a ukázalo se, že centrální banky budou ochotny provést intervenci na trhu a další uvolnění monetární politiky pouze za podmínky, že dojde k další eskalaci situace. Další zasedání ECB je naplánováno na 6. září a FED zasedá 12.-13. září, tzn. případný pozitivní impuls pro riziková aktiva je nyní ze strany centrálních bank o cca měsíc odložen. V mezidobí však samozřejmě budou přicházet slovní komentáře od představitelů ECB a politických leaderů, které mohou sami o sobě vést k výrazným pohybům akciových trhů.



Kreditní trhy: Kroky evropských představitelů vedly k utažení spreadů

Výsledky summitu EU z konce června přinesly na kreditní trhy pozitivní náladu, která se s drobnými výkyvy udržela po celý červenec. Výsledková sezóna po revizích analytiků z posledních dní nakonec na úrovni zisků přinesla většinu pozitivních překvapení. Snížení ratingu Itálie a výhledu u nejlépe hodnocených zemí Německa, Lucemburska a Nizozemí nepřineslo dlouhou negativní odezvu. Pro trhy bylo naopak vzpruhou snížení sazeb Evropskou centrální bankou, investoři rovněž velmi ocenili vyjádření představitelů ECB Draghiho a Nowotného, stejně jako politiků z nejsilnějších zemí Eurozóny, ohledně silné podpory Evropské měnové unii.

Během července se spread hlavního evropského kreditního indexu utáhl o 29bp. Lepší výkonnost zaznamenal finanční sektor, kde se spread dostal o 30bp níže (banky -30bp, pojišťovny -25bp a finanční služby -33bp). Spready u nefinančních emisí se snížily o 27 bodů, kdy ze sektorů si nejlépe vedly maloobchodní prodejci (-44bp) a stavebnictví (-40bp). Total return hl. indexu činil během července +2,4 % (financials +2,1 %, non-financials +2,6 %). Z pohledu maturity pak performovaly lépe tituly s delší splatností.

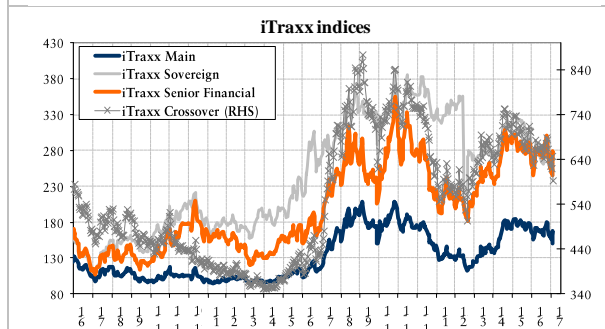
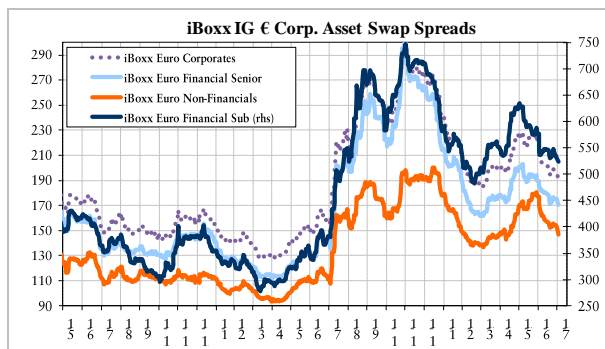
K mírnějším pohybům tentokrát došlo v CDS sektoru. Spread hlavního iTraxx indexu se utáhl o 6bp. Finanční společnosti zaostávaly, kdy senior financial snížil spread o 3bp. iTraxx crossover se v červenci utáhl o 28bp, ke stejnému vývoji došlo i u vládních dluhopisů, kdy u iTraxx Sovereign došlo k poklesu spreadu o 26bp.

Nové úpisy a poptávka po kreditu

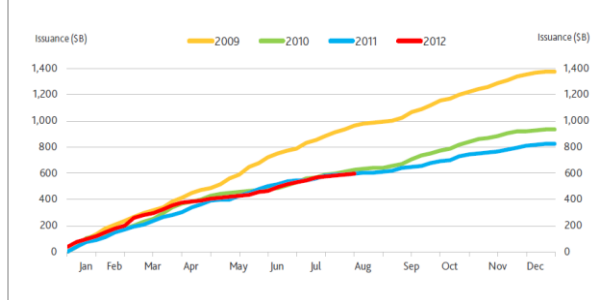
V průběhu července pokračoval podprůměrný příliv nových korporátních emisí (vůči měsíčnímu průměru za tento kalendářní rok). I nadále pokračují přítoky do dluhopisových fondů, které zaznamenaly nárůst vložených prostředků již 35 týdnů v řadě. Za přítoky tentokrát stály především rizikovější high yield a emerging markets fondy.

Krátkodobý výhled

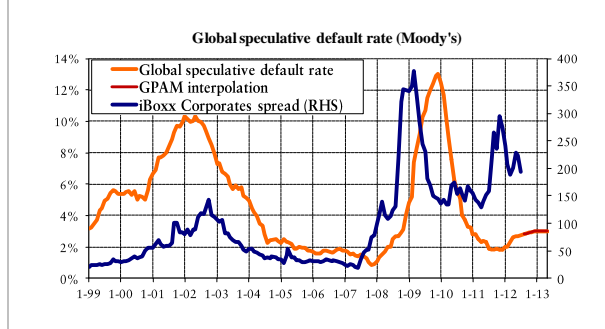
V srpnu bude pro kreditní trhy i nadále důležitý další vývoj událostí v Evropě. Investoři budou především sledovat, pomocí jakých konkrétních kroků se Evropská centrální banka vyrovná s prohlášeními týkajícími se zpětných odkupu dluhopisů periferních zemí Eurozóny. Náš výhled na kredit je mírně pozitivní.



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.