

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Slovenská republika

Na trhoch pokračovala dobrá nálada s tým, ako stále väčšia časť analytikov predpovedá pomalé naštartovanie rastu ekonomík. Predsa však, optimizmus v septembri ľahko schladilo pár horších údajov v USA (napr. ISM index a nezamestnanosť) a v Európe (pokles priemyslu a záporná inflácia). Zmienené horšie čísla alebo skôr čísla nižšie než očakával trh utvrdili trhy v tom, že rast cien i napriek silným fiškálnym a monetárnym stimulom v najbližších mesiacoch nehrozí. Očakávanie dlhodobo nízkej inflácie podporilo dopyt po takmer všetkých druhoch dlhopisov, ktorých ceny v septembri raketovo rástli. I napriek zlým slovenským makročíslam, ktoré vďaka svojej proexportnej závislosti silne trpia poklesom HDP v zahraničí, výrazne posilnili aj slovenské dlhopisy vezúce sa navyše na vlnu ťahovania rizikových premií.

Európska centrálna banka naďalej udržuje tzv. „wait-and-see“ mód (refi-rate nemenná na 1 percente). Po vyjadreniach šéfa ECB pána Tricheta sa už nedá očakávať ďalšie prudké znižovanie, ale ani neuvážený rast sadzieb. Nová predpoveď inflácie a HDP publikovaná v septembri predpovedá infláciu hlboko pod 2 percentami nielen v roku 2009, ale aj v roku 2010. Predpoveď HDP pre Eurozónu sa mierne zvýšila, ale pokles o -4,6 percenta v roku 2009 a rast +0,2 percenta v roku 2010 nie sú práve omračujúce čísla. Aktuálne makročísla sú síce stále ešte veľmi zlé (priemyselná produkcia -16 percent, HDP v 2Q -4,8 % medziročne, záporné maloobchodné tržby), predsa však niektoré už naznačujú možný odraz od dna (HDP pre 2Q kladné vo Francúzsku a v Nemecku, inflácia v Eurozóne -0,3 po poklese -0,7 percenta v júli).

Štatistiky Slovenska vyzerajú ešte o kúsok horšie. Po rokoch rýchleho rastu prišiel rýchly pád. Národná banka Slovenska v septembri publikovala nový odhad rastu resp. poklesu HDP. Na rok 2009 predpokladá pokles ekonomiky o -5,6 percenta (predchádzajúci odhad bol -4,2). Na rok 2010 sa odhaduje už rast o +2,9 percenta. Ministerstvo financií je prekvapivo omnoho pesimistickejšie s odhadmi -6,2 resp. +1,1 percenta. Posledné údaje o raste HDP v 2Q ukazujú, že ekonomika poklesla o príšerných -5,5 percenta (anualizované). Toto spomalenie bude znamenať tiež zníženie daňových príjmov, čo popri akcelerujúcich štátnych výdajoch zvýši plánovaný deficit rozpočtu, a tým pádom bude nutné viac emitovať štátne dlhopisy.

Z ďalších makroekonomických čísel je tiež výrazne cítiť krízu. Harmonizovaná inflácia už klesla na 0,5 percenta medziročne. Nezamestnanosť prekračuje 12 percent (pred rokom to bolo ešte 7,5 percenta). Aj čísla z priemyselnej produkcie (-21 percent medziročne!!!) a maloobchodných tržieb (-10 percent medziročne!!!) ukazujú na jasný trend zastavenia rastu ekonomiky a obmedzenie spotreby domácností.

Slušne na súčasnej situácii zarábajú akciové investície, ktoré v aktuálnom prostredí doháňajú straty z minulých mesiacov a rokov. Posledný mesiac však silne ovplyvnil i dlhopisy a to prekvapivo výrazne pozitívne. Ľahko znížený optimizmus po horších makročíslach podporil ceny dlhopisov a navyše pomaly odznievajúca kríza tlačila nadol rizikové prirážky. Tieto podmienky boli bonanzou pre slovenské štátne dlhopisy, ktorých ceny raketovo rástli.

VÝVOJ NA FINANČNÝCH TRHOCH

A) DEVÍZOVÉ TRHY

Slovenská republika

Trend posilňujúceho kurzu eura voči doláru sa v uplynulom mesiaci nezmenil. Pozitívna nálada na trhoch sprevádzaná vyhľadávaním viac rizikových investícií (t. j. okrem dolára) ďalej postupne oslabovala dolár až na úrovne nad 1,47. Budúci vývoj kurzu bude silne závisieť od sily a rýchlosti zotavenia ekonomík z práve prekonanej krízy. Aktuálne prevažuje zmienený optimizmus vychádzajúci z presvedčenia, že kríza pomaly odznieva, čo zreteľne pomáha euru a oslabuje dolár.

Graf vývoja devízového kurzu eura oproti doláru v posledných 3 mesiacoch:

(rast krivky znamená posilňovanie eura vzhľadom na dolár a naopak)

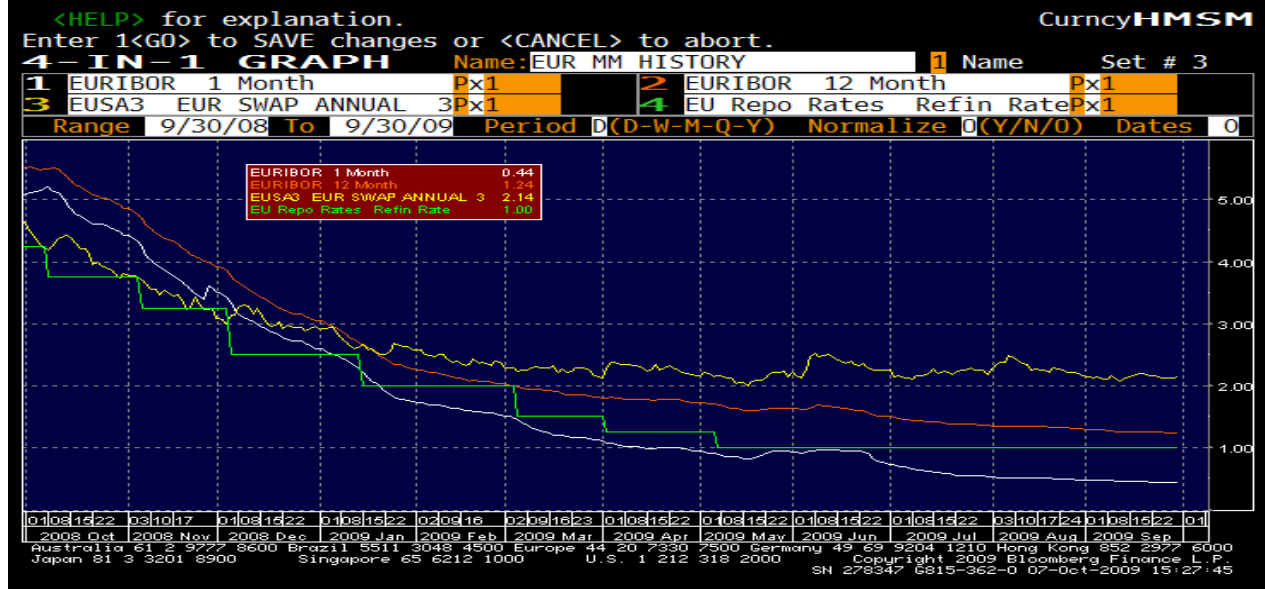


B) PEŇAŽNÉ TRHY

Slovenská republika

Peňažný trh na Slovensku resp. v Eurozóne pokračoval vo svojom trende pomalého poklesu sadzieb a ani v najbližších mesiacoch sa nečaká žiadny výrazný zvrät. Sadzby stále pomaly klesajú a veľmi pravdepodobne sa už blížia k svojim minimálnym hodnotám. Ďalší pokles by nastal iba v prípade, že by sa začal očakávať scenár s dvojím dnom krízy, kedy by ECB pravdepodobne znížila svoju základnú sadzbu pod 1 percento. Ročný Euribor už klesol na hodnotu 1,22 percenta a sadzby do 1 mesiaca sú dokonca pod pol percentom!

Graf vývoja tzv. refi-rate ECB (zelená) a 1M (biela) resp. 12M Euriboru (červená) za posledných 12M:

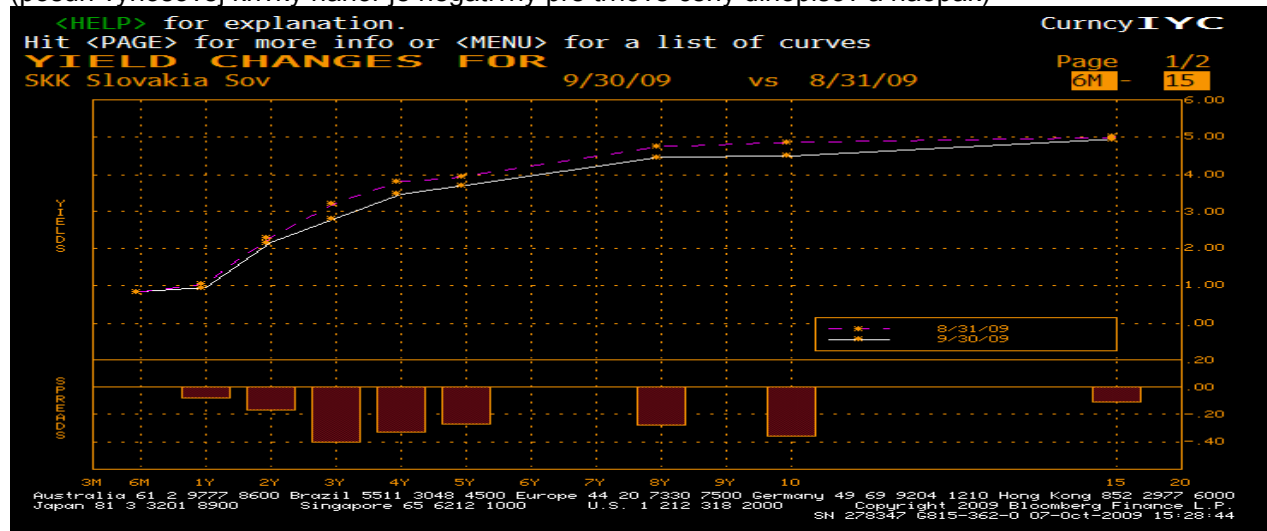


C) DLHOPISOVÉ TRHY

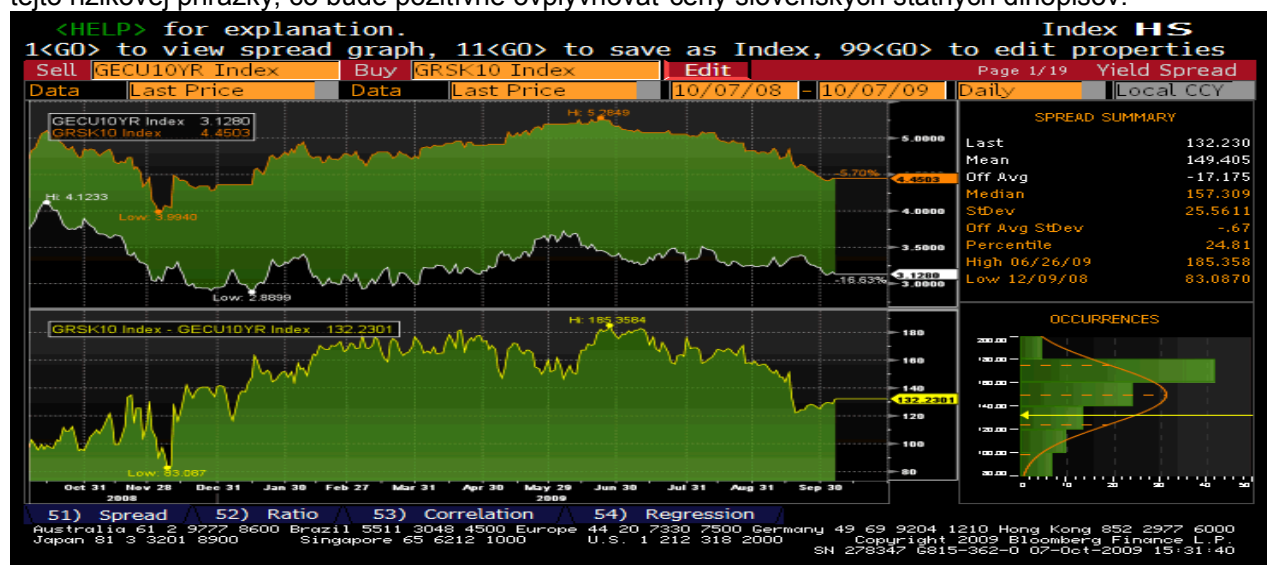
Slovenská republika

Veľmi nízke inflačné čísla v Európe a všeobecný pokles rizikových prémie so vzrastajúcim optimizmom prinútil investorov poobhliadať sa po relatívne bezpečných investíciách s dostatočne vysokou prémieu. Medzi tieto zabudnuté trhy dosiaľ patrili slovenské štátne dlhopisy, ktoré na náhle zvýšený dopyt reagovali utiahnutím svojej rizikovej prirážky. K pozitívnemu vývoju prispel i všeobecný pokles výnosov ťahaný mierne horšími makročíslami v USA (napr. ISM a nezamestnanosť) a zaostávajúce zotavenie v EMU. Výnosová krivka poklesla (ceny dlhopisov vzrástli) o úctyhodných 30-40 bázických bodov za posledný mesiac.

Graf zmeny výnosovej krivky slovenských štátnych dlhopisov za posledný mesiac:
(posun výnosovej krivky nahor je negatívny pre tržové ceny dlhopisov a naopak)



Nasledujúci graf ukazuje relatívne porovnanie výnosu slovenského 10-ročného štátneho dlhopisu a nemeckého štátneho dlhopisu. Je zrejmé, že slovenské dlhopisy aktuálne nesú asi o 130 bps väčší výnos než nemecké (minulý mesiac to bolo 160 bps) a do budúcnosti sa dá ďalej očakávať uťahovanie tejto rizikovej prirážky, čo bude pozitívne ovplyvňovať ceny slovenských štátnych dlhopisov.



D) AKCIOVÉ TRHY

Svetové akciové trhy pokračovali i v septembri vo svojom rastovom trende, kedy svoju rastovú periódu predĺžili na siedmy mesiac v rade i keď dynamika tohto rastu sa oproti predchádzajúcim mesiacom znížila.

Na počiatku mesiaca bol optimizmus podporený najmä silnými a dobrými makroekonomickými dátami najmä v Spojených štátoch a Číne, ktoré potvrdzovali zlepšujúcu sa kondíciu svetovej ekonomiky a známky blížiaceho sa oživenia.

Ďalším významným faktorom, ktorý pôsobil optimisticky na náladu investorov a rast akciových trhov, bolo zjavné zvýšenie diania a aktivít na trhu fúzií a akvizícií (napríklad americká farmaceutická firma Abbott kúpila belgickú firmu Solvay za 4,5 miliardy eur), čo je známka znižujúcej sa averzie investorov voči riziku a ich ochoty investovať i do rizikovejších aktív.

Ďalšia vlna optimizmu bola tiež podporená sľubmi, ktoré zazneli na schôdzke ministrov financií krajín G20 o ďalšom pokračovaní prorastovej politiky a pomoci na podporu oživenia svetovej ekonomiky. Stabilizáciu a mierne zlepšujúcu sa kondíciu americkej ekonomiky potvrdili aj správy z amerického Fedu.

Záver mesiaca sa navzdory predchádzajúcemu rastu niesol v znamení čiastočnej realizácie ziskov, kedy určitú mieru znepokojenia a neistoty vniesli medzi investorov slabšie makroekonomické čísla, ktoré boli mierne horšie než bolo všeobecné očakávanie. Ďalším negatívnym faktorom boli obavy z možného ukončenia podpôr prorastových opatrení v svetovej ekonomike. Ale navzdory miernemu poklesu v závere mesiaca skončili akciové trhy v pluse.

Stredoeurópskym trhom sa v tomto mesiaci vo výkonnosti nepodarilo prekonať vyspelé trhy a skončili v mesačnom hodnotení s miernymi stratami. Jedinou výnimkou bol maďarský akciový trh, ktorý si udržal rastový trend i v mesiaci september a skončil v zisku.

Graf znázorňuje mesačnú bilanciu stredoeurópskeho indexu CECE (v EUR, tmavá) a MSCI World indexu (v USD, svetlá)

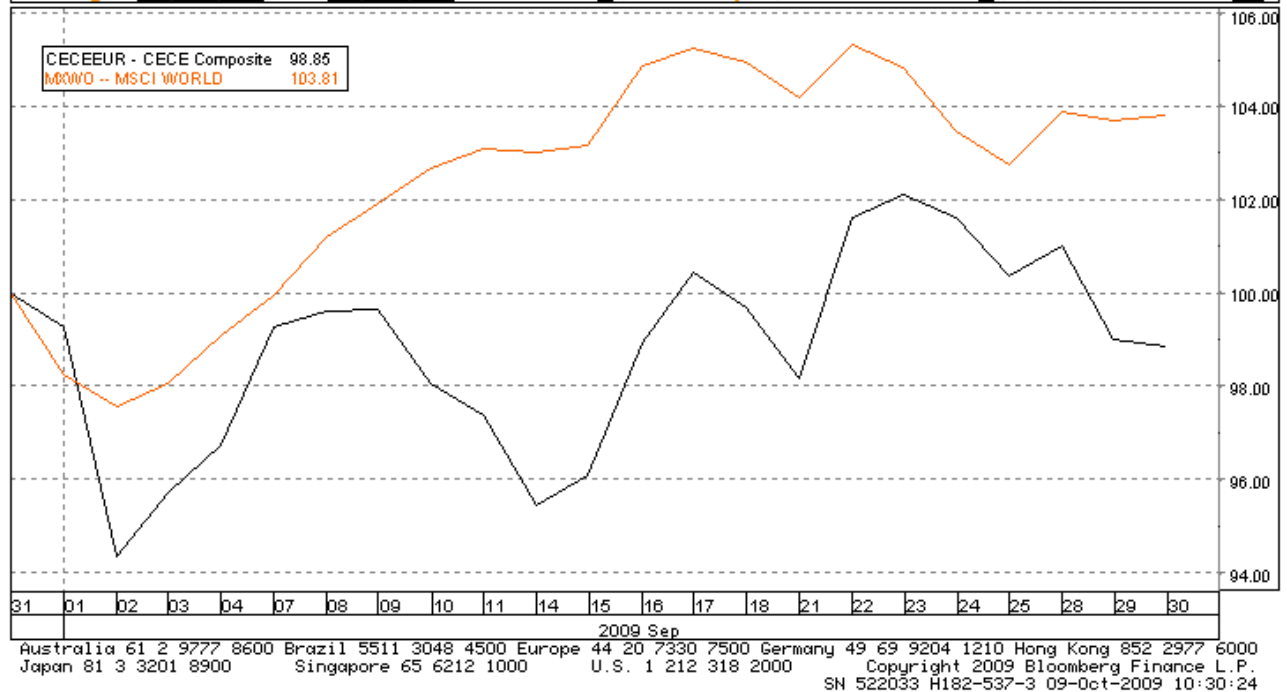
<HELP> for explanation.

Msg:M.HAVLAN

Enter 1<GO> to SAVE changes or <CANCEL> to abort.

4-IN-1 GRAPH Name:CE3 vS. msci WORLD 1 Name Set # 17

1 CECEEUR - CECE Composite Px0.057EUR 2 MXWO -- MSCI WORLD Px0.092USD
 3 Px1 4 Px1
 Range 8/31/09 To 9/30/09 Period D(D-W-M-Q-Y) Normalize Y(Y/N/O) Dates 0



Výkonnosť vybraných akciových trhov vyjadrená v českej korune

	Český PX index	Poľský WIG index	Maďarský BUX index	Americký S&P 500 index	Západoeurópsky Eurotop 100 index	MSCI World index
Mesiac	-0,46 %	-4,40 %	+4,51 %	+0,56 %	+1,32 %	+0,80 %
Od 1.1.2009	+34,83 %	+28,05 %	+53,43 %	+5,03 %	+11,01 %	+9,91 %

VÝHLAD

Celkovo pozitívna nálada, ktorá prináša väčšiu ochotu investorov riskovať, prevládala na globálnych trhoch i v uplynulom mesiaci. Nárasty akciových indexov a poklesy rizikových prirážok síce neboli v porovnaní s predchádzajúcimi mesiacmi tak výrazné, trend však zostal zachovaný. K pozitívnej nálaďe prispeli i makroekonomické ukazovatele, ktoré indikujú, že to najhoršie majú kľúčové svetové ekonomiky za sebou. Na druhej strane je však zrejme, že sa nedá očakávať rýchly obrat vo vývoji ekonomiky a že prípadné oživenie bude len veľmi pozvoľné, s rizikom ďalšieho prepadu v budúcnosti. Z tohto pohľadu iste existuje pomerne výrazné riziko korekcie vývoja posledných mesiacov, predsa však v krátkodobom horizonte niekoľkých budúcich mesiacov bude zrejme pozitívny trend pokračovať. Čo sa týka dlhopisových trhov, je náš názor viac-menej neutrálny až ľahko optimistický. Postupné zotavenie ekonomík bude tlačiť výnosy nahor, ale inflácia blízka nule má opačný účinok.

Táto publikácia má iba informačný charakter a jej text nie je právne záväzný. Nejde o investičné odporúčanie ani ponuku alebo výzvu na nákup či predaj akéhokoľvek investičného nástroja. Napriek tomu bol vyššie uvedený text pripravený s najvyššou starostlivosťou a na základe dôveryhodných zdrojov, nie je možné zaručiť dokonalú spoľahlivosť tu uvedených údajov. Za akúkoľvek stratu, ktorá by čitateľovi mohla prípadne vzniknúť použitím informácií uvedených v tejto publikácii, nenesie ING Investment Management žiadnu zodpovednosť.