CONSEQ™

Zápis z jednání investiční výboru společnosti Conseq Investment Management ze dne 22. 7. 2008

Hlavní body:

- **Pokles akciových trhů pod březnové úrovně, nejistota přetrvává**
- **Změna názoru na další vývoj úrokových sazeb – očekáváme snížení sazeb ČNB již letos**
- **Předpokládáme obrat vývoje kurzu české koruny směrem k oslabování vůči EURu**
- **S ohledem na přetrvávající nejistotu ohledně oslabení dynamiky světového hospodářství vyčkáváme s navyšováním akciových pozic v portfoliích**

Obsah:

1. VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ – GLOBÁLNÍ TRHY 2
1.1. USA 2
1.2. EMU 2
1.3. EMERGING MARKETS 3
1.4. ENERGIE, MATERIÁLY, KOMODITY 3
2. DLUHOPISOVÉ STRATEGIE 3
2.1. ČESKÁ REPUBLIKA 3
1.2. POLSKO 4
1.3. MAĎARSKO 4
1.4. TURECKO 5
3. KREDITNÍ STRATEGIE 5
4. AKCIOVÉ STRATEGIE 6
4.1. GLOBÁLNÍ TRHY 6
4.2. CEE 6
5. ALOKACE PORTFOLIÍ 6

1. Vnější prostředí – globální trhy

1.1. USA

Náš základní scénář se od minulého zasedání investičního výboru příliš nezměnil a i nadále počítá se slabou výkonností **US hospodářství** na hranici recese po celý rok. Březnová opatření měnové a fiskální politiky jsou dle našeho názoru dostatečná pro odvrácení rizika, že se hospodářství propadne do hluboké recese, avšak nebudou stačit pro brzké znovuobnovení silného hospodářského růstu. Za pravděpodobnější považujeme variantu, že období slabého růstu bude poněkud delší a zasáhne ještě do prvního čtvrtletí roku 2009. Oslabení domácí poptávky bude částečně kompenzováno růstem poptávky z Emerging Markets a Evropy.

Předpokládáme, že po razantním uvolnění **měnové politiky**, jehož jsme byli v posledních měsících svědky, bude následovat období nízkých úrokových sazeb, přičemž externí **inflační šoky** (růst ceny komodit a energií, oslabení USD, růst inflace na Emerging Markets) budou nivelizovány slabou domácí poptávkou, takže FED nebude mít důvod příliš měnit svou uvolněnou měnovou politiku. Na tomto názoru nic nezměnil ani zveřejněný údaj o inflaci v červnu, který byl nad očekávání vysoký. Nicméně se domníváme, že případné zklidnění finančních trhů FED využije k posunu krátkodobých sazeb na poněkud neutrálnější úroveň. Koncem roku tak dojde k růstu základní sazby na 2,5% z dnešních 2%.

V uplynulých týdnech výnosová křivka oproti našemu očekávání zestrmila tvar, růstem výnosů na dlouhém konci. Konsistentní s naším naším výhledem na vývoj ekonomické aktivity, inflace a měnové politiky je ovšem předpoklad, že v následujícím období se výnosová křivka bude zplošťovat, a to poklesem výnosů na dlouhém konci (bullish flattening).

USD považujeme za podhodnocený vůči EURu a některým dalším měnám (s výjimkou asijských měn). Na druhé straně v současnosti neexistuje mnoho důvodů k jeho posilování. Proto předpokládáme, že v příštích měsících se bude kurz dolaru vůči EURu pohybovat v pásmu 1,5 –1,6 USD za EURo, a trh bude vyčkávat na impuls, který by zvrátil dlouhodobý trend oslabování. Tímto impulsem by mohlo být zlepšení obchodní bilance Spojených států (vyvolané poklesem cen ropy). Naopak proražení pásma směrem nahoru (to jest ve směru slabšího dolaru) by mohlo přinést případné zvyšování euro úrokových sazeb Evropskou centrální bankou nad předpokládanou úroveň 4,25%. V takovémto případě nelze ovšem vyloučit i koordinovanou přímou měnovou intervenci centrálních bank G7 k oslabení EURa.

1.2. EMU

Rovněž údaje o slábnoucí **hospodářské aktivitě v Eurozóně** zveřejňované v uplynulých týdnech nás utvrzují v názoru, že zpomalení hospodářského růstu se stává realitou i v Evropě. Zpomalení dynamiky ovšem nebude dle našeho názoru tak výrazné jako v US. Náš základní scénář předpokládá, že propad v domácí poptávce nebude příliš dramatický a že část výpadků v exportu do US bude kompenzována silnou poptávkou na Emerging Markets. Rizikem je ovšem nadhodnocené EURo **a vysoké ceny ropy.**

V souladu s očekáváním **ECB zvedla na svém posledním zasedání (3/7/08) úrokové sazby** na 4,25%. Poté bude ECB nejspíše vyčkávat a vyhodnocovat důsledky svých měnově politických rozhodnutí a tevprve v závěru roku přesune svou pozornost od inflačních rizik (která budou pomalu odeznívat) k riziku recese a v počátku roku 2009 zahájí cyklus snižování úrokových sazeb.

Domníváme se, že v souvislosti s předpokládaným ukončením cyklu zvyšování úrokových sazeb se **Euro výnosová křivka** začne posouvat směrem dolů.

Slábnoucí exportní výkonnost evropské ekonomiky a předpokládaný konec cyklu zvyšování úrokových sazeb nastartují dle našeho názoru trend **oslabování EURa**.

1.3. Emerging Markets

Zatím jsme nezaregistrovali příliš silné signály, že by mělo dojít k výraznému zpomalení aktivity na rozhodujících Emerging Markets. Naopak růst cen energií, materiálů a zemědělských komodit posiluje hospodářský růst v zemích, jejichž ekonomiky jsou jejich producenty (Rusko, Latinská Amerika, Střední východ) a rovněž asijské ekonomiky zatím vykazují silný hospodářský růst, tažený zejména domácí poptávkou, která postupně nahradila růst exportu.

Domníváme se, že na rozdíl od vyspělých zemí (USA, EU, Japonsko), kde je rostoucí inflace zapříčiněna externími šoky na straně nabídky (rostoucí cena ropy, materiálů a zemědělských komodit) zatímco domácí poptávka uvadá, budou centrální banky rychle rostoucích zemí (Čína a jihovýchodní Asie, Střední východ, Rusko, Latinská Amerika, atd.) nuceni výrazně reagovat na akcelerující inflaci taženou do značné míry domácí poptávkou. Výraznému zvýšení úrokových sazeb ovšem mnohdy brání navázání domácích měn na dolar (nebo koš měn). K podchycení inflace tak bude dle našeho názoru nutné tuto vazbu opustit a nechat výrazně posílit domácí měny. **Zpřísnění měnové politiky a slábnoucí ekonomická aktivita ve vyspělých zemích přispěje dle našeho názoru rovněž ke zchlazení hospodářského růstu v rozvíjejících se zemích.**

1.4. Energie, materiály, komodity

Většinově se přikláníme se k názoru, že růst cen ropy, materiálů a zemědělských komodit v předchozích týdnech lze do značné míry přičíst investiční poptávce finančních investorů. Vzhledem k předpokladu, že dojde v tomto roce k zpomalení růstu světového hospodářství, očekáváme, že ceny energií, materiálů a zemědělských komodit část svého letošního růstu zkorigují. Korekce, která započala v posledních dnech, bude dle našeho názoru pokračovat i v nejbližších následujících týdnech.

Tlak na ceny ropy, materiálů a zemědělských komodit ovšem dle našeho názoru bude přetrvávat i v střednědobém horizontu (několik let). K výraznějšímu poklesu bude moci dojít až poté, co dojde k výraznému zvýšení produkčních kapacit, resp. k masovějšímu využívání alternativních zdrojů. Nejdříve lze tuto situaci předpokládat na trhu zemědělských komodit.

2. Dluhopisové strategie

2.1. Česká republika

Zveřejňované údaje o **ekonomické aktivitě** v České republice (HDP, průmyslová produkce, maloobchodní tržby) jsou i nadále slabší. Náš základní scénář předpokládal v tomto roce zpomalení hospodářského růstu na úroveň 5% a to zejména díky slabší exportní výkonnosti v důsledku slábnoucí poptávky z Eurozóny a silnému kurzu české koruny. Vzhledem k výraznému posílení koruny jsme byli nuceni na minulém zasedání investičního výboru **(3/7/08)** snížit náš odhad růstu HDP za tento rok o 0,5% na 4,5%. **Ve světle posledního vývoje měny (apreciace na úroveň 23 CZK za EUR) se nám jeví i tento snížený odhad jako příliš optimistický.**

Pokud jde o **inflační výhled**, přikláníme se k prognóze ČNB, která počítá s postupným odeznění inflačních tlaků (způsobených růstem ceny potravin, růstem DPH, růstem cen energií atd.) v druhé polovině letošního roku a v počátku následujícího roku. K dezinflačnímu vývoji do značné míře pomůže výrazné posílení koruny vůči EURu, jehož jsme byli svědky v minulých měsících. Poslední zveřejněný údaj o vývoji spotřebitelských cen v červnu tento náš předpoklad do jisté míry potvrzuje.

Vzhledem k dalšímu posílení koruny a následným komentářům guvernéra ČNB jsme nuceni upravit náš předchozí odhad vývoje měnové politiky, který předpokládal, že

ČNB do konce roku ponechá dvoutýdenní repo sazbu na její současné úrovni 3,75% a s jejím snižováním začne v prvním čtvrtletí 2009**. Nově očekáváme první snížení sazeb** (o 25 základních bodů) **již na srpnovém zasedání** a další v čtvrtém kvartále letošního roku. Na konci roku by se základní úroková sazba měla nacházet na úrovni 3,25%.

V uplynulém období **CZK výnosová křivka** v rozporu s našim očekáváním zestrmila tvar. Pro nadcházející období očekáváme její posun dolů souvislosti s očekáváním poklesu úrokových sazeb, a to nejdříve na jejím krátkém konci a později (po potvrzení dezinflačního trendu) i na konci dlouhém.

Předpokládáme, že k oživení trhu (a růstu cen dluhopisů) by měla přispět obnovená poptávka ze strany domácích investorů (pojišťovny, bankovní knihy), které po uklidnění trhu využijí atraktivní úrovně výnosů do doby splatnosti (a širokých ASW spreadů) k levným nákupům. Domácímu dluhopisovému trhu dle našeho názoru v druhé polovině roku pomůže nižší emise státních dluhopisů z důvodu námi očekávaného lepšího vývoje státního rozpočtu a z důvodu uskutečněné emise státních dluhopisů na eurotrhu.

V následujícím roce očekáváme **oslabení koruny vůči EURu** až na úroveň 25,50. Kurz koruny dle našeho názoru posílil na úroveň, se kterou se exportéři v krátkodobém horizontu nedokáží vyrovnat, což bude mít za následek oslabení dynamiky exportu. V letošním roce předpokládáme snížení přebytku obchodní bilance a naopak rozšíření schodku bilance běžných příjmů (repatriace zisků podniků se zahraniční účastí). K oslabení měny by mohlo pomoci i zhoršení bilance přímých zahraničních investic (nižší reinvestice zisků podniků se zahraniční účastí a naopak zvýšení objemu přímých zahraničních investic našich podniků v zahraničí).

2.2. Polsko

Přestože **údaje o vývoji polské ekonomiky dosud nevykazují známky ochlazení**, zpomalení hospodářského růstu se dle našeho názoru nevyhne ani zdejší ekonomice. Známky ochlazení se pravděpodobně projeví o něco později než v Eurozóně a České republice (očekáváme v třetím čtvrtletí 08).

Domníváme se, že cyklus zvyšování úrokových sazeb byl ukončen nebo je velice blízko konci (vzhledem k tomu, že **měnově politický výbor Polské centrální banky** je méně citlivý na posilování měny a naopak velice citlivý na inflační rizika vyplývající z vysoké dynamiky růstu ekonomiky a zejména mezd, není vyloučeno ještě jedno zvýšení sazeb o 0,25%).

Vzhledem k tomu, že **výnosová křivka v Polsku** stále zahrnuje očekávání zvyšování úrokových sazeb, nepředpokládáme, že by mělo dojít k jejímu dalšímu posunu směrem nahoru. Naopak očekáváme, že v příštích měsících začne ve svém tvaru zohledňovat budoucí snižování krátkodobých úrokových sazeb a posune se paralelně dolů.

Po období silného posilování očekáváme, že se **kurz polského zlotého** začne stabilizovat zhruba na současné úrovni 3,2 PLN za EUR. Případně zkoriguje zpět na úroveň 3,3 PLN za EURo. Další jeho posilování je možné v případě, že Polská centrální banka bude zvyšovat základní sazbu nad 6%, resp. vytrvá-li v uplatňování monetární restrikce příliš dlouho. Rizikem ve směru oslabení je narůstající schodek běžného účtu platební bilance.

2.3. Maďarsko

Přestože údaje o hospodářské aktivitě v Maďarsku zveřejňované v uplynulých týdnech zůstávají slabé, domníváme se, že v příštích čtvrtletích začne maďarská ekonomika postupně (a pomalu) zvyšovat dynamiku růstu.

Věříme, že po nedávných inflačních šocích (jejich příčinu lze spatřovat stejně jako v případě ČR zejména v exogeních vlivech) dojde k stabilizaci cenové hladiny, která bude vystřídána rychlou desinflací (do konce roku 2009 poklesne inflace na hladinu

3%). Tento předpoklad částečně potvrdily údaje o inflaci a růstu mezd zveřejněné v uplynulých týdnech, které byly výrazně nižší než trh očekával.

Prudké posílení forintu v posledních týdnech, které spolu s nedávným zvýšením úrokových sazeb Národní bankou Maďarska výrazně utáhlo měnové podmínky, nás vede k rozhodnutí poněkud přehodnotit náš předchozí odhad vývoje měnové politiky, který připouštěl ještě jedno zvýšení úrokových sazeb. Nyní očekáváme stabilitu úrokových sazeb do konce kvartálu a první snížení sazeb v závěru letošního roku. Na konci roku by se základní úroková sazba měla nacházet na úrovni 8,25%, přičemž v roce 2009 předpokládáme rychlé snižování sazeb až pod úroveň 7%.

Prudký posun výnosové křivky směrem dolů, který započal v uplynulých dnech, bude dle našeho názoru pokračovat, neboť tržní očekávání růstu základních úrokových sazeb centrální banky se postupně mění směrem k jejich snižování.

Vysoké nominální úrokové sazby spolu se snižujícím se schodkem běžného účtu platební bilance budou dle našeho názoru držet **kurz forintu** na silných úrovních.

2.4. Turecko

Slabší hospodářský růst (na úrovni 4%), jehož jsme byli svědkem v druhé polovině roku 2007, bude dle našeho názoru pokračovat po celý rok 2008. Oživení bude limitováno nepříznivým vnějším prostředím, vysokou cenou ropy, vysokými nominálními úrokovými sazbami a zabržděním ekonomických reforem, ke kterému v posledním roce došlo.

Míra inflace se letos díky nákladovým šokům (růst cen potravin, ropy, úprava administrativně stanovených cen) a nedávnému prudkému oslabení turecké liry posune pravděpodobně vzhůru k deseti procentům, a to přes pokles poptávkových tlaků (slabší domácí poptávka). Stejně jako v ostatních zemích předpokládáme odeznění nákladových šoků a znatelný pokles inflace v roce 2009.

Minulý týden CBT **zvýšila úrokové sazby** o dalších 50 základních bodů na 16,75%. Další pohyb by dle našeho názoru měl být směrem dolů, a to v souvislosti s uklidněním situace na finančních trzích (čtvrtý kvartál 08)

Největší rizikem tureckého hospodářství i nadále zůstává **vysoký schodek běžného účtu platební bilance**, a s ním spojená potřeba zahraničního financování. Turecká ekonomika (a finanční trh) je tudíž velmi citlivá na otřesy globálních finačních trhů, které mohou způsobit problémy s financováním externího deficitu.

Vývoj cen tureckých finančních aktiv je stále negativně ovlivňován zvýšenou rizikovou averzí globálních investorů a také návrhem nejvyššího státního zástupce na **zákaz nejsilnější vládní strany AKP**, který podal ústavnímu soudu. Rozhodnutí ústavního soudu se očekává 28/7, přičemž analytici očekávají, že AKP bude sice rozpuštěna, avšak její významní členové v čele se současným premiérem Erdoganem zformují nové politické uskupení a v předčasných volbách vzhledem ke své popularitě opět uspějí. Situace tedy nebude mít rozhodující vliv na hospodářskou politiku státu. Situace je pro nás i nadále poměrně nepřehledná, takže těžko můžeme odhadnout reakci trhu na předpokládaný zákaz AKP.

Celá výnosová křivka se stále nachází na velice atraktivní úrovni 20%. V případě uklidnění situace okolo zákazu AKP očekáváme její postupný návrat pod 18%.

Kurz **turecké liry** se ustálil v pásmu 1,85 – 1,95 TRY za EUR. Její další osud závisí na tom, jak se rozuzlí situace kolem zákazu AKP.

3. Kreditní strategie

V souladu s našimi předpoklady se kreditní spready v uplynulých týdnech rozšiřovali. V nadcházejícím období předpokládáme, že se tento trend zastaví a postupně se začne otáčet. Obrat ovšem nebude pravděpodobně tak rychlý jako v období březen - květen.

4. Akciové strategie

4.1. Globální trhy

V kontrastu k našemu očekávání se globální akciové trhy v uplynulých týdnech **propadly pod březnové úrovně**, naplnil se tak scénář anticipovaný na minulém jednání našeho výboru portfolio manažerem Petrem Houšteckým. Přestože ceny mnoha akcií obchodovaných na světových trzích jsou z fundamentálního pohledu velice nízké a atraktivní, růstový potenciál je limitován přetrvávají nejistotou ohledně toho, jak si světová ekonomika poradí s následky kreditní krize ve Spojených státech a inflací. V následujících týdnech se nám jeví pravděpodobná korekce přeprodaného trhu. K návratu k růstovému trendu ovšem bude dle našeho názoru třeba signál o stabilizaci makroekonomického prostředí ve Spojených státech. Takovým signálem mohou být údaje o zastavení poklesu amerického nemovitostního trhu.

4.2. CEE

Trh s napětím očekává zveřejnění výsledků hospodaření středoevropských společností za druhé čtvrtletí tohoto roku. Nepředpokládáme výrazná odchýlení od očekávání analytiků. Obáváme se ovšem, že trh bude reagovat výrazněji na negativní překvapení, než na překvapení pozitivní. Pro další vývoj bude i nadále důležitější globální investiční sentiment než údaje o perspektivách jednotlivých obchodovaných firem.

Pro nejbližší měsíce očekáváme, že se středoevropské akciové trhy neodchýlí výrazně od výkonnosti trhů vyspělých. Vyšší zhodnocení, které by dle našeho názoru bylo fundamentálně odůvodněné, můžeme očekávat až poté, co se na trhy definitivně vrátí důvěra (to jest první čtvrtletí roku 2009).

5. Alokace portfolií

Vlivem poklesu cen akcií a díky oslabení USD a EUR vůči koruně **váha akcií** ve většině portfoliích **poklesla pod neutrální váhu**. Investiční výbor zvažoval navýšit váhu akcií v portfoliích. Vzhledem k rizikům vyplývajícím z nejistoty ohledně délky a intenzity oslabení dynamiky růstu světového hospodářství, investiční výbor rozhodl prozatím vyčkat s celkovým navyšováním podílu akcií v portfoliích.

Investiční výbor dlouze diskutoval **regionální strategii** v rámci akciové složky portfolií, a to zejména perspektivy vývoje cen akcií obchodovaných na Emerging Markets ve smyslu možnosti oslabení závislosti na vyspělých trzích USA a Evropy.