

Zápis z jednání investiční výboru společnosti Conseq Investment Management ze dne 29.5.2008

Hlavní body:

- Změna rétoriky Fedu ohledně dalšího vývoje sazeb
- Silné Euro rizikem pro exportní výkonnost Eurozóny
- Rizikem pro vývoj cen korunových dluhopisů zůstává nízká likvidita trhu
- 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. FIXED INCOME STRATEGIE.....	3
2.1. ČESKÁ REPUBLIKA.....	3
2.2. POLSKO.....	4
2.3. MAĎARSKO.....	5
2.4. TURECKO.....	5
3. KREDITNÍ STRATEGIE.....	6
4. EQUITY STRATEGIE.....	6
4.1. GLOBÁLNÍ TRHY.....	6
4.2. CEE.....	6
4.3. SEKTORY, TITULY.....	6
5. ASSET ALLOCATION.....	6

1. Vnější prostředí – globální trhy

1.1. USA

Náš základní scénář počítá se slabou výkonností **US hospodářství** na hranici recese po celý rok. Nedávná opatření měnové a fiskální politiky jsou dle našeho názoru dostatečné pro odvrácení rizika, že se hospodářství propadne do hluboké recese, avšak nebudou stačit pro brzké znovuoživení silného hospodářského růstu. Za pravděpodobnější považujeme variantu, že období slabého růstu bude poněkud delší a zasáhne ještě do prvního čtvrtletí roku 2009. Zazněl názor, že 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 stabilních úrokových sazeb. FED bude držet základní sazbu na 2% do konce roku, přičemž externí inflační šoky (růstu ceny komodit a energií, oslabení USD, růst inflace na Emerging Markets) budou nivelizovány slabou domácí poptávkou, takže FED nebude mít důvod spěchat s růstem sazeb. **V uplynulém týdnu jsme zaznamenali změnu rétoriky některých členů měnového výboru, kteří vyjádřili obavy z růstu inflace a naznačili možnost dřívějšího zvyšování sazeb.**

V předchozích dvou týdnech se výnosová křivka posunula směrem nahoru a poněkud zploštila svůj tvar (bearish flattening). V následujícím období se výnosová křivka bude dle našeho názoru dále zplošťovat, ovšem tentokrát už 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 bude 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), nebo obrát v směřování měnové politiky Evropské centrální banky.

1.2. EMU

Údaje o **hospodářské aktivitě v Eurozóně** zveřejňované v druhém čtvrtletí dokazují, že zpomalení hospodářského růstu, které naznačovaly indikátory důvěry v prvních měsících roku, 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.

Náš základní scénář předpokládá, že v druhé polovině roku (nejspíše v 3 kvartále) **ECB** přesune svou pozornost od inflačních rizik (která budou pomalu odeznívat) k riziku recese a zahájí cyklus snižování úrokových sazeb. Do konce roku sníží sazby ve dvou krocích na 3,5%. **Údaje o vývoji inflace v květnu ovšem naznačily, že riziko pomalejšího odeznívání inflačních šoků je zřetelným rizikem pro tento scénář.**

Rovněž **Euro výnosová křivka** se v uplynulých týdnech posunula směrem nahoru, nicméně stále se domníváme, že v následujících měsících bude zplošťovat svůj tvar (bullish flattening) a později se začne posouvat směrem dolů.

Slábnoucí exportní výkonnost evropské ekonomiky a snížení základní úrokové sazby 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). Rovněž asijské ekonomiky i v letošním roce pravděpodobně vykáží silný hospodářský růst, tažený zejména domácí poptávkou, která postupně nahrazuje export.

1.4. Energie, materiály, komodity

Většinou se přikláníme se k názoru, že růst cen ropy, materiálů a zemědělských komodit v posledních 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. **Tomuto vývoji by mohlo pomoci případné posílení dolaru resp. příznivý inflační vývoj, což by odradilo investory, jejichž nákupy jsou motivovány snahou zajistit se proti oslabování dolaru resp. proti inflaci.**

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. Fixed income strategie

2.1. Česká republika

Rovněž za Českou republiku byly posledních týdnech zveřejněny údaje o **slábnoucí ekonomické aktivitě** (HDP, průmyslová produkce, maloobchodní tržby). Naš základní scénář předpokládá v tomto roce zpomalení hospodářského růstu na úroveň 5% a to zejména díky slabší exportní výkonnosti v důsledku slábnoucí poptávky z Eurozóny a silného kurzu české koruny. Překvapení ve směru nižšího růstu může přinést zpomalení tempa růstu konečné spotřeby domácností.

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.

Domníváme se, že v následujících měsících bude bankovní rada vyčkávat zda-li **zprůsnění měnové politiky**, ke kterému přistoupila v minulých měsících, podpořením silným kurzem koruny přinese ovoce v podobě snižující se inflace. Očekáváme, že do konce roku ponechá dvoutýdenní repo sazbu na její současné úrovni 3,75%. Ke změně naší prognózy (očekávali jsme další zvýšení sazeb na 4,00% v druhém čtvrtletí 08) nás krom silné koruny a vývoje externího prostředí vedla rovněž skutečnost, že ČNB iniciovala dohodu s Ministerstvem financí o opatření, které mají zabránit rychlému posilování měny (nedávalo by smysl na jedné straně nákladně sterilizovat privatizační a jiné příjmy a na druhé podporovat kurz měny zvyšováním sazeb). V druhé polovině v návaznosti na zveřejňované údaje dokazující pokles dynamiky hospodářského růstu a odeznívání inflačních šoků, přesune bankovní rada svou pozornost od inflačních rizik k slabšímu hospodářskému růstu a začne připravovat trh na snižování úrokových sazeb, ke kterému by mohlo dojít v prvním čtvrtletí 2009. **Posun výnosové křivky směrem nahoru, které jsme zaznamenali v posledních dvou týdnech, přináší pro naši prognózu riziko, že bankovní rada**

ve snaze „dohnat trh“ bude pokračovat ve zvyšování základních sazeb (v současné době výnosová křivka oceňuje dvě zvýšení po 25 bodech).

Prognózu pohybu výnosové křivky máme obdobnou jako v případě Eurozóny. **CZK výnosová křivka** bude v následujících měsících zplošťovat svůj tvar (bullish flattening) a později se začne posouvat směrem dolů.

Rizikem pro **vývoj cen dluhopisů** zůstává nízká likvidita trhu a pokračování výprodeje česko-korunových aktiv ze strany mezinárodních investorů (zejména hedge fondů), jehož důsledkem se v posledních týdnech posunula výnosová křivka směrem nahoru a došlo k rozšíření ASW spreadů. K obratu na dluhopisovém trhu nepřispívá ani příliš častá přítomnost Ministerstva financí na sekundárním trhu, které využívá jakékoli oživení k prodeji dluhopisů neprodaných na primárním trhu. 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. Bylo konstatováno, že na trhu chybí poptávka ze strany stavebních spořitelů, jejichž bilance se postupně zaplňují hypotéčnými úvěry na úkor státních dluhopisů. 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 připravované emise státních dluhopisů na eurotrhu.

V následujících měsících očekáváme **oslabení koruny vůči EURu** až na úroveň 26,50. Kurz koruny se dle našeho názoru posílil na úroveň, s 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**, mírné zpomalení hospodářského růstu se dle našeho názoru nevyhne ani zdejší ekonomice. Znamky ochlazení se pravděpodobně projeví o něco později než v Eurozóně a České republice (očekáváme až v třetím čtvrtletí 08).

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, domníváme se, že cyklus růstu úrokových sazeb bude ukončen později než v České republice. Očekáváme tedy, že Polská centrální banka přistoupí ještě k jednomu zvýšení základních sazeb (na 6%) v červnu nebo červenci 2008.

Vzhledem k tomu, že **výnosová křivka v Polsku** již zahrnuje očekávání zvyšování úrokových sazeb, nepředpokládáme, že by mělo dojít k jejímu dalšímu výraznému posunu směrem nahoru. Naopak očekáváme, že v druhém pololetí 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 3,4 PLN za EUR. Případně zkoriguje zpět na úroveň 3,55 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

Poslední měsíc přinesl o něco **lepší údaje o hospodářské aktivitě** v Maďarsku než trh očekával (HDP za první kvartál, průmyslová produkce). Domníváme se, že v příštích čtvrtletích začne maďarská ekonomika postupně (a pomalu) zvyšovat dynamiku růstu.

Pozitivní zprávy přišli v minulém týdnu i z maďarského trhu práce, který zaregistroval nižší mzdový nárůst než trh očekával. Přestože 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%), očekáváme, že **Národní banka Maďarska zvýší v nejbližší době základní úrokovou sazbu** o dalších 25 bodů na 8,75% aby demonstrovala své odhodlání potlačit případné negativní efekty, které by mohl mít nedávný inflační šok na budoucí inflační očekávání.

Růst krátkodobých úrokových sazeb je všeobecně očekáván a zohledněn v tvaru výnosové křivky. Proto ani v Maďarsku neočekáváme další posun výnosové křivky směrem vzhůru. Naopak si myslíme že dojde k jejímu poklesu (zejména v jejím středu), který bude doprovázen zužováním ASW spreadů.

Vysoké nominální úrokové sazby budou spolu se snižujícím se schodkem běžného účtu platební bilance tlačit na **posilování kurzu forintu** (až k úrovni 235 HUF za Euro).

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 zabrzděním 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.

Nedávné **zvýšení úrokových sazeb** o 50 základních bodů na 15,75% lze ovšem spíše přičíst snaze Centrální banky Turecka zabránit dalšímu oslabování měny, než obavám CBT o růst inflace. 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 tedy i nadále zůstává **vysoký schodek běžného účtu platební bilance**, a s ním spojená potřeba zahraničního financování. Turecké ekonomika (a finanční trh) je tudíž velmi citlivá na otřesy globálních finančních trhů, které mohou způsobit problémy z financováním externího deficitu.

Vývoj cen tureckých finančních aktiv je navíc v posledních týdnech negativně ovlivněn návrhem nejvyššího státního zástupce na **zákaz nejsilnější vládní strany AKP**, který podal ústavnímu soudu. Situace je pro nás poměrně nepřehledná. Těžko lze odhadnout, kdy soud rozhodne, jak rozhodne a v případě, že AKP skutečně zakáže, jaké to bude mít důsledky.

Celá výnosová křivka se v posledních týdnech posunula až k velice atraktivní úrovni 20%. Očekáváme její postupný návrat pod 17%. Impulsem může být zamítnutí návrhu na zákaz AKP ústavním soudem.

Po korekci výrazného **oslabení turecké liry** očekáváme, že se kurz ustálí v pásmu 1,85 – 1,95 TRY za EUR. K prolomení dolní hranice by mohlo dojít v případě zamítnutí návrhu na zákaz AKP ústavním soudem.

3. Kreditní strategie

Kreditní spready v posledních dvou měsících vymazaly velkou část raketového rozšíření z prvního čtvrtletí. V nadcházejícím období předpokládáme jejich opětovné rozšíření, avšak nikoliv tak dramatické, jaké bylo v březnu. Kreditní spready dluhopisů emitentů, jež byli kreditní krizí zasaženi nejvíce se naopak začnou zužovat z „distressed“ úrovní na fundamentálně opodstatněné úrovně.

4. Equity strategie

4.1. Globální trhy

Domníváme se, že potenciál dalšího propadu (pod minima dosažená v březnu) cen akcií na vyspělých trzích je omezen vzhledem k nízkému ocenění většiny obchodovaných titulů. Naopak růstový potenciál je limitován přetrvávající nejistotou ohledně toho jak si světová ekonomika poradí s následky kreditní krize ve Spojených státech. Nejpravděpodobněji se nám jeví scénář oscilování cen v pásmu ohraničeném zdola březnovým minimem a shora zhruba úrovní z počátku roku. K růstovému trendu se dle našeho základního scénáře vrátí akciové trhy až v posledním čtvrtletí letošního roku. Petr Houštecký se s tímto názorem neztotožnil, přičemž jako pravděpodobnější se mu jeví scénář dalšího propadu trhů pod úroveň z poloviny března 2008.

4.2. CEE

Zveřejňované výsledky hospodaření českých a polských společností za první čtvrtletí tohoto roku byly vesměs lepší než trh očekával. Maďarské společnosti v prvním čtvrtletí vesměs splnili očekávání trhu.

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)

4.3. Sektory, tituly

Ceny CEE titulů podnikajících v sektoru Oil and Gas nereflektovali nárůst cen ropy a to díky nízkým rafinérským maržím. Očekáváme rozšíření těchto marží.

5. Asset allocation

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 navýšováním podílu akcií v portfoliích.**