



Aktiové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)	Komodity			
USA – S&P 500	8,30 %	USA	- 0,44 %	EUR/USD	- 1,52 %	Ropa Brent	2,46 %
Evropa – DJ Stoxx 600	7,97 %	Evropa	1,08 %	CZK/USD	- 1,24 %	Zemní plyn	- 8,04 %
Japonsko – Nikkei 225	9,75 %	ČR	0,56 %	CZK/EUR	0,27 %	Sil. elektřina	2,13 %
MSCI Emer. Markets	7,04 %	Polsko	1,15 %	PLN/EUR	- 0,08 %	Zlato	2,32 %
ČR – PX	1,24 %	Maďarsko	- 0,35 %	HUF/EUR	0,88 %	Stříbro	7,23 %
Polsko – WIG30	0,90 %	Turecko	5,36 %	TRY/EUR	5,41 %	Měď	- 0,93 %
Maďarsko – BUX	3,18 %						

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

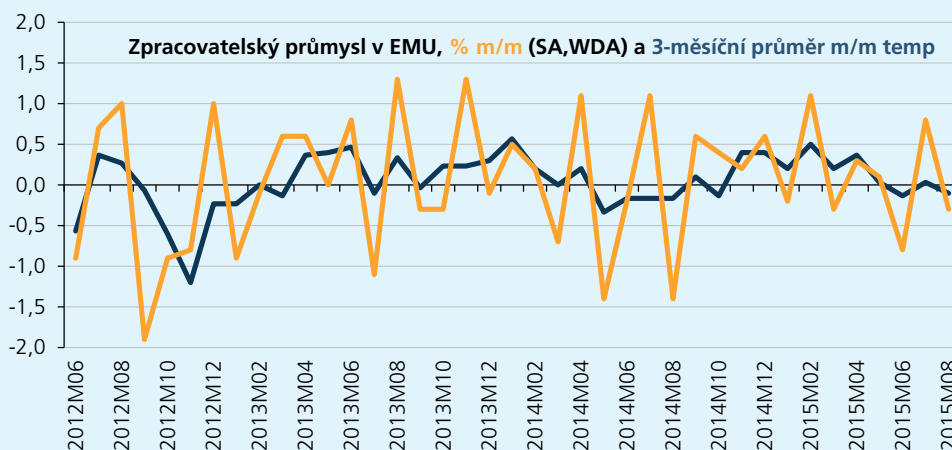
### EMU

**Evropská ekonomika v říjnu nepřekvapila, růst ekonomiky stále pokračuje pomalým tempem (0,3 0,4 % q/q) a nezdá se, že by se to mělo v dohledné době změnit k lepšímu. Nejvýraznější událostí bylo zasedání ECB, která na prosinec v podstatě přislíbila další uvolnění měnové politiky.**

První data o růstu HDP v EMU ve 3. čtvrtletí přišla ze Španělska, a dle očekávání byla slabší než minulé čtvrtletí. To však samozřejmě neznamená, že by byla slabá – Španělsko rostlo o 0,8 % q/q (1 % q/q ve 2Q15), tj. o 3,4 % r/r, a zůstává tak hvězdou mezi velkými ekonomikami EMU. Další velké ekonomiky prozatím výsledky nezveřejnily, je však jisté, že budou slabší než ty španělské.

To konec-konců ukazují i měsíční data. **Zpracovatelský průmysl** ve všech zemích kromě Francie v srpnu klesl a dynamika vývoje se v posledních třech měsících srpnem končících také jenom zhoršovala (opět, kromě Francie, u té se však dle všech informací jedná v srpnu pouze o jednorázový pozitivní výsledek). Propad německých průmyslových objednávek ze zemí mimo EMU a předstihové indikátory (stagnující PMI, IFO) dávají dále tušit, že se zpomalení v Číně na největší ekonomice EMU (a tudíž na EMU) podepíše. **Maloobchodní tržby** pokračovaly v růstu (2,3 % r/r), v srpnu po růstu o 0,6 % v červenci však stagnovaly. Primárně díky poklesu v Itálii (výrazněji pod 12 %) dále klesla nezaměstnanost a dostala se tak na nejnižší hodnotu (10,8 %) od ledna 2012. Tempo poklesu je však velmi, velmi pomalé (pouze 1 p.b. za dva roky); dosavadním tempem tak bude trvat 5 let, než se nezaměstnanost vrátí na předkrizové úroveň.

### Průmysl v Evropě ztrácí dynamiku





**Příliš proto nepřekvapilo, že se inflační obrázek nezlepšil. Dle předběžného odhadu se v říjnu inflace vrátila na nulu** (v září -0,1 %), jádrová inflace se pak vrátila na červencové 1 %. Hlavním faktorem nízké inflace jsou ceny energií, které meziročně klesly o skoro 9 %.

**Jak už předznamenalo zářijové jednání, říjnové zasedání ECB se neslo ve velmi holubičím duchu.** Evropská centrální banka navíc proti září svoji rétoriku ještě vystupňovala a na prosinec slíbila revizi měnově-politického postoje, efektivně tedy - pokud se nestane inflační zázrak - další uvolnění měnové politiky. Na stole tak nyní je nejenom úprava programu odkupu aktiv (tzv. APP), ale, což je v rozporu s tím, co minulý rok tvrdila ECB, i možnost dalšího snížení depozitní sazby pod stávajících -20 b.b.

### USA

**V USA zklamala data o HDP i z trhu práce, průmysl dále klesl a inflace zůstala nízko. Spotřeba domácností ale zůstala silná a FED se snažil otevřít dveře k prosincovému zvýšení sazeb, které svou nešikovnou komunikací během srpna a září přivřel.**

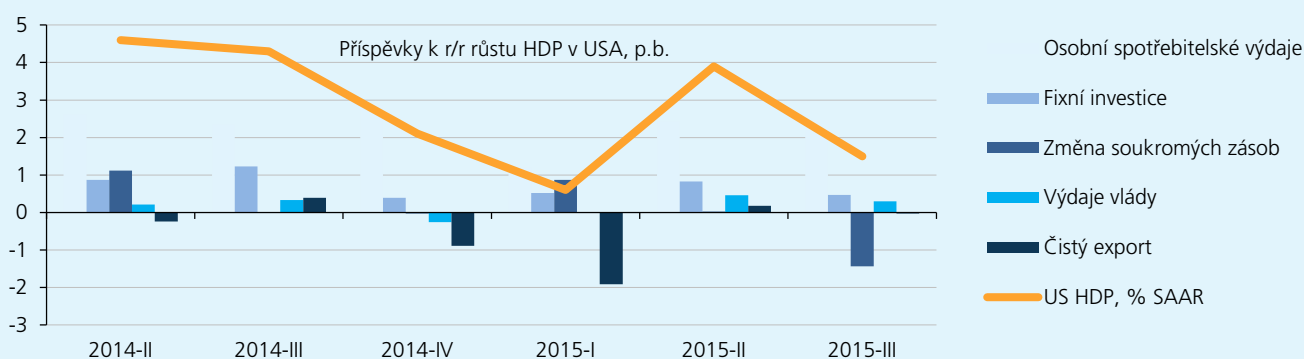
Růst amerického HDP ve 3Q15 dle prvního odhadu výrazně zpomalil (z anualizovaného tempa skoro 4 % ve 2Q15 na 1,5 % ve 3Q15), bylo to však jenom kvůli výraznému poklesu zásob. Poptávka domácností byla silná (růstu přidala přes 2 p. b.), což ostatně naznačovala už data za maloobchodní tržby. Ta (bez aut a bez paliv) v září sice mírně klesla, ale tento pokles následoval po solidní expansi v předchozích dvou měsících. Data za růst HDP (příspěvek poptávky domácností) tak potvrdila, že u poptávky domácností v USA obavy nejsou na místě.

**Další data už tak dobrá nebyla. Průmysl** podobně jako v srpnu klesl i v září, taktéž druhý měsíc po sobě klesly rovněž objednávky zboží dlouhodobé spotřeby - společným jmenovatelem jsou ceny ropy, jejíž obnovený pokles se dotknul investic i produkce sektoru. Největším zklamáním však byla finální zářijová data o tvorbě pracovních míst v soukromém sektoru – po slabém srpnu zklamal trh práce i v září, a pouze 118 tis. míst vytvořených v září znamená, že kvartální tempo tvorby pracovních míst kleslo na nejnižší hodnotu od léta 2012.

**Inflace** se navzdory solidní domácí ekonomice stále ne a ne zvednout. Jádrová inflace, ve které se stanovuje cíl FEDu, je neměnně na úrovni 1,3 %, celková inflace je kvůli cenám ropy jenom lehce nad 0 %.

**Fed, uvědomující si, že svou komunikací v posledních týdnech hodně ztenčil řady těch, kteří ještě věřili v letošní utažení měnové politiky, a že tím riskuje negativní reakci trhu, pokud by k takovému kroku skutečně v prosinci přistoupil, se na říjnovém zasedání snažil trhu takovou eventualitu připomenout.** Ačkoliv se situace v tamější reálné ekonomice nezměnila, FED na říjnovém zasedání dle zápisu ignoroval Čínu (která ještě v zápisu ze září vystupovala jako prominentní faktor jeho měnově-politické opatrnosti); velkoryse přehlédl také slabší data z trhu práce a pouze bez dalšího zopakoval víru, že se inflace k cíli nakonec dostane. Zasedání jinak ale nepřineslo nic nového – je evidentní, že FED se pouze snažil o to, aby případné utažení nepřekvapilo trh jako např. v únoru 1994.

### RŮST HDP - slabý výsledek jenom díky zásobám, poptávka domácností dále „jede“





### CEE3

**Ačkoliv byla měsíční data slabší, než trh očekával, česká ekonomika je stále ve velmi dobré kondici.**

**Maloobchod vzrostl v srpnu o 4,4 % r/r** (vč. aut), negativně se na tempu růstu podepsalo srpnové horko. Do dalších měsíců ale nevidíme důvod k obavám - zaprvé, důvěra domácností zastavila v říjnu pokles, který – byť byl mírný – trval v podstatě od ledna, a zadruhé, inflace zůstává nízká a domácnosti toho využívají (nepropadají deflační mentalitě, které se tolik obávala ČNB).

**Průmyslová produkce v srpnu poklesla o 4,3 % m/m, to však bylo důsledkem typické letní sezonnosti** – dovolené v automobilkách způsobily propad produkce aut o 31 % m/m. Meziročně tento efekt samozřejmě roli nehraje, proto je také meziroční tempo stále vysoké (**6,3 % r/r**). Do dalších měsíců však kvůli vývoji v Německu a skutečnosti, že opadne investiční boom hnaný penězi z EU, očekáváme zpomalení. Tento názor potvrzuje i PMI, který kvůli nejpomalejšímu růstu nových objednávek za poslední dva roky v říjnu zpomalil na 54 bodů (z 55,5 v září).

**Inflace v září znovu m/m poklesla**, a stejně jako v srpnu o 0,2 % m/m. Důvodem je pokles cen paliv (Natural 95 je nejlevnější od března 2015, nafta od roku 2010). Poptávková složka je stabilizována na 1,1%, měnově-politická inflace lehce vzrostla (0,3 % r/r), stále však je hluboko pod cílem ČNB.

Z hlediska měnové politiky se v říjnu nic zvláštního nestalo, z vyjádření členů BR ČNB vyplývalo, že na listopadovém zasedání může dojít k (opětovnému) odsunu exitu z intervenčního režimu. To se částečně naplnilo, když bankovní rada indikovala odhad trvání režimu po celý rok 2016.

**V Polsku byly dominantní říjnovou událostí volby do Sejmu. V nich zvítězila strana Právo a spravedlnost (PiS) se ziskem 37,6 % a vytvoří tak jednobarevnou vládu.** Druhá skončila Občanská platforma (PO) se ziskem 24,1 %, třetí Kukiz se ziskem 8,8 %. Pro trhy je to jedna z nejméně vítaných alternativ vývoje, protože sliby PiS v oblasti hospodářské politiky (štedřejší sociální systém, nižší DPH) potenciálně představují hrozbu pro rozpočet a také pro nezávislost měnové politiky.

**Měsíční data byla vcelku dobrá** – průmyslová produkce vzrostla v září o 4,1 % r/r, zhoršující se PMI i slábnoucí německé objednávky však dávají tušit, že v nejbližších měsících průmysl zpomalí. Maloobchodní tržby sice za očekáváním trhu zaostaly, když nominálně vzrostly pouze o 0,1 % meziročně, meziroční růst reálných tržeb je však velmi dobrý, dokonce rychlejší než v ČR (být je pravdou, že v posledních měsících měsíční dynamika růstu tržeb ochabla).

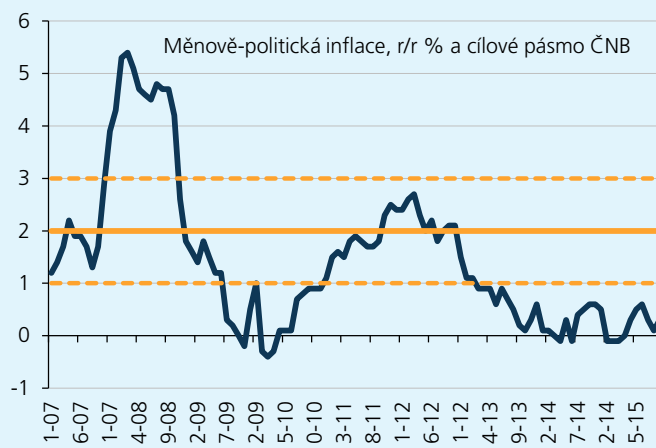
**Inflace zůstala v září záporná, srpnové překvapení (-0,6 %) vyprchalo, a inflace se vrátila na -0,8 %.** Nejvíce se samozřejmě na meziročním propadu stále podílejí ceny v sektoru doprava (-10 % r/r), pak ceny potravin. Jádrová inflace se stále drží jenom dvě desetiny procenta nad nulou. PPI inflace je také stále výrazně záporná (v září -2,9 % r/r). Podobně jako v ČR i zde se očekává jenom velmi pomalý návrat inflace směrem k cíli. Koncem roku začne vyprchávat bazický efekt cen ropy, inflace se počátkem 2016 vrátí na nulu, což je však stále hluboko pod cílem polské centrální banky.

**Polská CB ponechala v říjnu sazby na 1,5 %, do konce funkčního období většiny členů (leden / únor 2016) se už nic nestane.** Vzhledem k výsledku voleb, faktu, že (kromě Jerzyho Osiatynského) všem 8 dalším členům MPC končí v lednu a v únoru šesti leté funkční období a k ekonomickému výhledu (zpomalení růstu, extrémně nízká inflace) vzrostla pravděpodobnost snížení sazeb. Vedení PiS totiž indikovalo, že bude do vedení centrální banky nominovat zastávce uvolněnější měnové politiky.

**I v Maďarsku ekonomika dále roste, ovšem i zde se objevují známky zpomalení.**

**Průmyslová produkce klesla v srpnu o 2 % m/m**, což je ale pro tento měsíc obvyklá sezonnost (AUDI, Suzuki mají prázdniny); meziroční tempo je silných 6,2 %. Vzhledem ke zpomalování dynamiky produkce od počátku roku a vzhledem k vývoji německých objednávek (ale i samotných exportních maďarských objednávek, které v srpnu již meziročně o procento klesly) uvidíme v nejbližších měsících s vysokou pravděpodobností zpomalení.

### INFLACE Měnově politická inflace stále hluboko pod cílem ČNB





**Maloobchod zaznamenal v srpnu nejpomalejší růst za 11 měsíců (4,7 % r/r)**, dle nás se však vzhledem k dobrému trhu práce a nízké inflaci nejedná o nic závažnějšího.

**Inflace** díky cenám paliv v září znovu klesla pod nulu a zůstává tak výrazně pod cílem MNB (3 %). Jádrová inflace (bez nepřímých daní) se udržela lehce nad 1 %. Nepřekvapí tak, že centrální banka (MNB) ponechala i v říjnu klíčovou (tříměsíční repo) sazbu na neměnné úrovni 1,35%. Dle očekávání se však změnil výhled, který MNB poskytuje trhu: v září MNB říkala, že stávající úroveň sazeb bude ponechána „delší dobu, než se původně očekávalo“, nyní už říká, že tomu tak bude „na celém horizontu prognózy“, což pro centrální banky operující v režimu inflačního cílování znamená 1,5 - 2 roky.

### Ropa

Ropa (WTI) se v říjnu obchodovala mezi 45-50 dolary za barel, až ke konci měsíce se podívala pod spodní hranici tohoto pásma.

## AKCIOVÉ TRHY

### MSCI World Index



### MSCI Emerging Markets



Po srpnu i září, kdy se akciové trhy propadly zejména kvůli obavám ze zpomalování v Číně, se v říjnu trhům, podpořeným měnovým uvolněním v Číně či sliby takového kroku v EMU, vedlo o poznání lépe. **Americký index S&P 500 si tak v říjnu připsal 8,3 %, německý index DAX dokonale zapomenul na skandál kolem emisí naftových motorů VW a připsal dokonce 12,3 %.**

Regionálním burzám se také vedlo relativně dobře, byť zdaleka ne natolik, jako jejich protějškům ve vyspělém světě – pražská burza připsala 1,2 %, maďarská 3,2 % a polská 0,3 %. Z maďarských titulů se nejlépe vedlo farmaceutické společnosti Gedeon Richter (5,9%), která oznámila schválení možnosti distribuce léku proti schizofrenii americkým regulátorem. Parlamentní volby v Polsku táhly většinu bankovních akcií do záporných výkonností, zároveň se nedařilo ani těžaři energetického uhlí Bogdanka. Naopak, na základě optimistické předpovědi k budoucím výsledkům, se dařilo agrární společnosti Kernel. Na pražském parketu excelovaly akcie pojišťovny Vienna Insurance Group a s výhledem na štědrá dividendu také akcie telekomunikační firmy O2.

### CECE Composite



Optimismus se přelil na akciové burzy v rozvíjejících se zemích. Hodnota indexu MSCI Emerging Markets se zvýšila v průběhu října o 7 procent. Nejvíce se dařilo asijským trhům, především poté, když zveřejněný údaj o růstu čínské ekonomiky překonal odhady analytiků a centrální banka snížila jak základní sazbu, tak i povinné minimální rezervy bank. Nejméně rostl brazilský akciový index Bovespa, který si připsal 1,8 procenta.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

**Výnosy ve Spojených státech většinu října oscilovaly bez změny kolem 0,6 % (u dvouletých dluhopisů) či 2 % (u desetiletých dluhopisů).** Změnu přineslo až zasedání FEDu na samém konci měsíce, kde zazněla poměrně jestřábí zpráva – dvouleté dluhopisy výnosově poskočily na 0,75 %, desetileté na skoro 2,2 % a pravděpodobnost, očekávaná trhem, že dojde do konce roku k utažení měnové politiky, vzrostla mírně nad 50 %.

**V EMU** vývoj ovlivnilo jak zasedání ECB, tak zasedání FEDu. Nejdřív výnosy na nejnižší hodnoty od konce dubna (u splatnosti 10-let v Německu na 0,4 %, v Itálii na 1,4 %) poslala indikace zvýšení měnověpolitické expanze ze strany ECB, poté tento výnosový sestup korigoval FED. I tak však německá desetiletka skončila měsíc jenom lehce nad 50 b.b., meziměsíčně o necelých 10 bps níže.

### Firemní dluhopisy

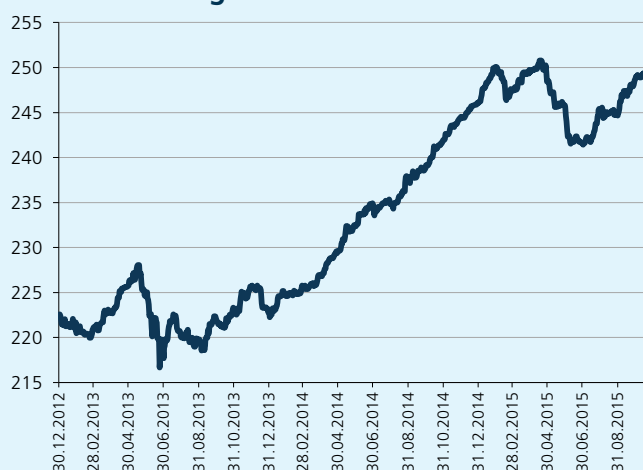
Trh firemních dluhopisů zaznamenal výrazný obrat předešlého negativního vývoje a kreditní marže se citelně utahovaly napříč ratingovými kategoriemi. Vzpruhou pro ceny firemních dluhopisů bylo zmírnění obav z výraznějšího ochlazení globálního růstu díky Číně a silně holubičí vyjádření šéfa ECB Draghiho, že centrální banka dost možná zintenzivní měnověpolitickou expanzi s cílem dále podpořit evropskou inflaci. Koncem měsíce pozitivní sentiment mírně zchladil Fed, jež nevyloučil první zvýšení sazeb ještě před koncem letošního roku, nicméně v průměru solidní kvartální výsledky firem pomohly korporátním dluhopisům velmi dobré měsíční zisky uhájit.

Kreditní marže na trhu CDS klesaly ještě výrazněji než v případě firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) ukázal na snížení marží o 20 b. b. Jeho protějšek, pokrývající segment neinvestičního ratingu, pak přinesl snížení kreditních přírážek CDS kontraktů o 78 b.b.

### Dluhopisový trh ČR

**České výnosy většinu měsíce klesaly, na dlouhém konci se v jeden moment (po zasedání ECB a na splatnosti 10 let) dostaly k 0,45 %, kde nebyly od minim z konce dubna.** Jejich setrvalý říjnový výnosový sestup, který – umocněn vysokou likviditou v českém bankovním sektoru – vedl dokonce k úplné eliminaci rizikové prémie k německým dluhopisům. Pokles českých výnosů zastavilo až zasedání FEDu. Koncem měsíce se tak česká desetiletka vrátila zpátky nad 0,5 %. Výnosová křivka v měsíčním hodnocení snížila sklon – zatímco krátkodobé výnosy korigovaly předešlý propad do hlubokého záporu (excesivní likvidita daná intervencemi ČNB v srpnu/září) a o 20 – 30 bps vzrostly, středně- a dlouhodobé výnosy naopak o 5 – 15 bps klesly. Index Bloomberg Effas CZ tak v říjnu získal 0,6%.

Bloomberg Effas Czech Index





### Dluhopisový trh Polsko

**Polské desetileté dluhopisy většinu měsíce oscilovaly mezi 2,6 a 2,7 %,** převážil nakonec pozitivní vliv holubičí rétoriky ECB nad volební nejistotou a ceny dluhopisů zejména středních splatností vzrostly. Výnosová křivka poklesla o 15 – 30 bps, nejvíce právě v segmentu střednědobých splatností.

### Dluhopisový trh Turecko

**I přes stále rostoucí inflaci** (v září celková inflace poskočila na 8 %, jádrová se vyvíjela také nepříznivě) a blížící se opakované parlamentní volby **turecké dluhopisy otočily nepříznivý vývoj** z předešlých měsíců a jejich **ceny citelně vzrostly**. Výrazně podvážené pozice investorů, částečné zklidnění sentimentu vůči EM trhům a holubičí ECB, to byly hlavní podpůrné faktory. Začátkem listopadu poté, co volby vyhrála AKP překvapivě se ziskem umožňujícím postavit jednobarevnou vládu (na rozdíl od červnového volebního výsledku), státní dluhopisy svůj cenový růst dále navýšily. Výnosová křivka během října výrazně poklesla, požadované výnosy se snížily až o 130 bps (desetiletý výnos na úroveň kolem 9,5%).

Bloomberg Effas Poland



## MĚNOVÉ TRHY

**U nejsledovanějšího měnového páru světa se v říjnu konečně něco dělo.** Vůči dolaru se euro v první polovině měsíce poté, co na povrch vypluly rozpory v rámci newyorského FEDu (J.Yellenová na jedné straně, D. Tarullo a L. Brainardová na druhé), dostalo až na 1,15. Po zasedání ECB a zejména po jestřábím zasedání Fedu se však propadlo na nejnižší hodnotu od srpna (1,09), aby měsíc zakončilo na hranici 1,10.

**Koruna se během celého října pohybovala v pásmu 27,05-27,15** vůči euru, ČNB tak po třech měsících nebyla nucena proti ní intervenovat.

**Zlotý** před volbami koncem měsíce slábl, krátce se dostal až k hranici 4,30 k euru, kde se naposledy nacházel na přelomu 2014/15, poté však veškerou ztrátu odmazala a končil meziměsíčně beze změny. **Forint** byl celý říjen klidný, obchodoval se proti euru kolem hranice 310.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

**V nadcházejících měsících očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů** a zvýšení sklonu výnosové křivky, nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Impuls k obratu trendu vzejde podle našeho názoru ze Spojených států, kde příznivý ekonomický vývoj (solidní, široce založený hospodářský růst kolem 2,5 – 3%) a utahující se trh práce přimějí již pravděpodobně v prosinci Fed zvýšit poprvé od roku 2004 úrokové sazby. Ještě důležitější než přesný okamžik startu cyklu neutralizace měnové politiky bude jeho tempo. Postupně rostoucí inflační tlaky z titulu utaženého trhu práce ve Spojených státech přinutí dle našeho výhledu Fed k o poznání svižnějšímu zvyšování sazeb, než trh koncem října očekával, což bude tlačit americké výnosy vzhůru. Přestože vývoj v Evropě (ECB dost možná rozšíří/navýší svoji měnověpolitickou expanzi ve snaze stimulovat nízkou evropskou inflaci) i v na domácím trhu (bankovní trh je v masivním přebytku likvidity, navýšeném ještě o nově generované koruny z devizových intervencí ČNB) průsak vyšších amerických sazeb do korunových obliagačních výnosů zmírní, ceny dluhopisů by i tak měly koncem letošního a zejména v průběhu roku následujícího klesat.

### Dluhopisový trh Polsko / Turecko

**U výhledu polského dluhopisového trhu je výraznou změnou výsledek parlamentních voleb z konce října.** Možnost, že se obnoví cyklus poklesu sazeb s tím, jak se v lednu / únoru vymění podstatná část členů měnového výboru / vedení centrální banky, společně s tím, že pokračují a budou nadále pokračovat odkupy dluhopisů v EMU, vytváří do dalších měsíců tlak na pokles výnosů/růst cen dluhopisů delších splatností. Proti tomu však stojí hrozba, že vítězná strana PiS zrealizuje větší část svých předvolebních slibů bez adekvátního zvýšení příjmů, čímž ohrozí fiskální důvěryhodnost Polska. Riziko, že kroky PiS v hospodářské politice povedou k odklonu zahraničních portfoliových investorů je dle našeho názoru reálné. Požadované výnosy polských dlouhodobých dluhopisů bude navíc postupně vzhůru tlačit obdobný vývoj v zahraničí.

**Turecké dluhopisy poté, co opadne euforie z vítězství AKP, čeká nejistý vývoj.** Důvodem je nelepšící se se inflační výhled (inflace se od cíle centrální banky, 5 %, stále více vzdaluje a dle nás bude muset přijít zvýšení sazeb), FED a nakonec také konflikty v Sýrii i s Kurdy.

### Měny

**Náš názor na vývoj eura proti dolaru se už nějakou dobu nemění** – nadále očekáváme, že většinu času bude kurz oscilovat kolem 1,10, rizika kvůli FEDu vidíme asymetricky směrem k dolaru pod touto úrovní. Tento výhled ponecháváme v platnosti.

**Regionální měny, kromě koruny, jsou stále moc slabé (slabá je tedy i koruna, ale té brání posilovat ČNB).** Fundamentálně pokládáme za podhodnocený polský zlotý, vzhledem k výhledu voleb, nejistotě kolem FEDu a nejistotě kolem skutečných úmyslů PiS se však posílení v nejbližších měsících spíše nedočkáme a PLN zůstane nad 4,20 proti euru.

U CZK dle nás letos a v roce 2016 nedojde k uvolnění prostoru pro další posílení (tj., k odchodu ČNB z trhu nebo ke snížení hranice kurzového závazku), sázky na další posílení CZK tak nyní příliš smysl nedávají. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme prostor k posílení až k 25 korunám proti euru.



## Akciový trh

**Akciové trhy** jsou ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv nadále **atraktivní třídou aktiv**. Zlepšující se trh práce a rostoucí důvěra spotřebitele by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky centrálních bank** a relativně stále zajímavé současné ohodnocení burzovně obchodovatelných společností. Z historického hlediska stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních **dluhopisů ztrácejí investice do akcií**, které se z valuačního hlediska nachází blízko jejich historických průměrů (ukazatel ceny akcie k účetní hodnotě na akcii nebo ceny akcie k zisku na jednu akcii). Obrázek nemění ani kauza s diesel motory VW a možná i jiných automobilek. I když se jedná o významný sektor, dopad na převážně evropskou ekonomiku bude nízký, kdy může dojít k snížení poptávky a z toho důvodu určitému omezení plánovaných investic.

Mezi rizika pro akciové trhy můžeme nadále řadit dluhové problémy periferních států eurozóny, neočekávané kroky centrálních bank, skokový růst cen komodit nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Sýrii a Iráku. V následujících měsících můžeme na akciových trzích očekávat zvýšenou volatilitu.

**Atraktivnost většiny střeoevropských akcií** v současné době spočívá spíše v **dividendových výnosech**. V Polsku vítěz parlamentních voleb strana PiS zvažuje zrušení druhého penzijního pilíře, což může v očích investorů snižovat budoucí očekávané zisky. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme Fortunu a Pivovary Lobkowicz Group. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

### Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených, ani za přesnost a úplnost těchto údajů, a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz).

### PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq **225 988 225**
- e-mailem na adrese **[fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)**
- na webové stránce společnosti Conseq **[www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)**