BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

Editorial

Čtvrtletní bulletin
3. čtvrtletí 2007

BNPP IP Nové trhy

Martial GODET

Vedoucí investičních týmů pro Nové trhy

BNP Paribas Asset Management

Rozvíjející se země na pomoc financím?

Neklidný trh a rozvíjející se země

Krize, která nedávno nastala, se podle všeho omezuje na bohaté země; ty mají nyní plné ruce práce s odhalováním slabin svých finančních systémů. Tato situace je naprosto odlišná od minulých krizí, v nichž byly naopak nejvíce postiženy právě rozvíjející se trhy.

Výkon základních titulů na rozvíjejících se trzích se v posledních několika letech dramaticky zlepšil. Výsledky za poslední čtvrtletí jsou vynikající, uvážíme-li, že krize začala oznámením společnosti Bear Stearns o pozastavení činnosti dvou fondů. Indexy GEM a BRIC MSCI vzrostly přibližně o 14 % a 23 %, nemluvě o Číně, která zaznamenala 42% růst.

Tržní kapitalizace předních společností na rozvíjejících se trzích nyní dosáhly nových rekordů: patří mezi ně např. CRVD (+30 %, 150 miliard USD) v Brazílii, China Life (+14 %) a China Mobile (+17 %) přes 200 miliard USD v Číně, Reliance Industries (+15 %, 85 miliard USD) v Indii a Lukoil (+7 %, 75 miliard USD) v Rusku. Každá jmenovaná společnost je ve svém sektoru gigantem.

Rozvíjející se trhy jsou a nadále budou výhodné

Profil rizik na rozvíjejících se trzích (zvláště v zemích BRIC) se již přiblížil profilu, který známe z rozvinutých trhů. Máme nyní určité důkazy o tom, že hromadění rezerv v zemích BRIC se v roce 2007 významně urychlilo (podle předpovědi IMF +750 miliard USD). Tento fakt – spolu s dobrými obchodními ukazateli – jistě sehraje důležitou roli v obdobích volatility. Růst zisku ve druhém čtvrtletí rovněž výrazně předčil očekávání. Téměř ve všech oblastech došlo k silnému růstu HDP, investic a prodeje. Podíl rozvíjejících se trhů na celkovém růstu tak dosahuje nebývalé úrovně, která navíc bude podle našeho předpokladu setrvalým trendem.

Přerozdělení portfolia vede k „dvoukolejnému“ výkonu

Rozvíjející se trhy dosud měly v portfoliích mezinárodních investorů malý podíl; věříme, že současná krize přiměla investory k přehodnocení komparativního rizika na rozvíjejících se a rozvinutých trzích. K nedávnému zotavení trhu došlo částečně díky soustředění na základní ekonomické tituly a částečně díky přílivu kapitálu.

Nestálost trhu se nedávno zvýšila, což vyvolalo větší potřebu diverzifikace portfolia

Několik posledních měsíců se vyznačovalo neobyčejnými výnosy... a také neobyčejnou volatilitou. Analýza téměř všech období ukazuje, že se fluktuace zvýšila a poměrně často dochází k denním a týdenním výkyvům o velikosti 4 % resp. 10 %. Také nestálost měřená v intervalu 100 dní na většině rozvíjejících se trhů stoupla.

Současné tržní podmínky na rozvíjejících se trzích zůstávají příznivé, což platí zvláště pro země BRIC. Globální úrokové sazby by se měly stabilizovat nebo snížit. Zaznamenáváme mírný růst v rozvinutých zemích a zvýšenou aktivitu v rozvíjejících se částech světa (scénář „dvoukolejného“ růstu).

Značná nestálost trhu však také zvýšila atraktivitu kompozitních strategií, např. BRIC portfolií s aktivním rozdělováním do jednotlivých zemí. Analýza Sharpova koeficientu (výkon vztažený k nestálosti) hovoří výrazně ve prospěch diverzifikace v nestálých obdobích, a to i pro taktické a krátkodobé investice.

Příležitost ke zhodnocení v náročnějším hospodářském prostředí

Rozvíjející se trhy se ubírají směrem vpřed a čelí problémům, jakými jsou inflace nebo tlak na rozvoj infrastruktury. Přesto se domníváme, že mezinárodní investoři budou i nadále nakloněni umísťování aktiv do těchto nových zemí, zvláště pokud se růst v USA, Evropě a Japonsku zpomalil. Tento trend by měl spolu s uspokojivými makroekonomickými a mikroekonomickými údaji z těchto zemí vyvážit korekce trhu a pobídnout investory k dalšímu posílení pozic v této oblasti.

Výkon trhu

Performance (USD) 28/09/2007	Q3 2007	Q2 2007	Year to date	1 year	3 years*	5 years*
Brazil	20.7%	23.9%	58.6%	98.0%	64.7%	70.9%
Russia	9.0%	0.3%	6.1%	23.1%	39.4%	40.2%
India	20.2%	20.8%	40.4%	64.2%	55.3%	48.0%
China	41.9%	24.5%	72.5%	135.0%	59.7%	48.4%
BRIC (Equal Weighted)	22.7%	17.4%	43.1%	76.7%	55.9%	53.5%
Turkey	24.4%	13.2%	60.7%	78.9%	40.8%	51.5%
EM Europe	9.0%	5.5%	15.5%	35.5%	39.8%	42.8%
Latin America	10.8%	19.8%	40.6%	72.3%	54.4%	54.0%
EM Markets	14.4%	15.0%	34.5%	57.7%	41.2%	38.2%
USA	2.0%	6.0%	9.1%	15.9%	13.0%	14.7%
Europe	1.7%	8.3%	14.4%	27.2%	24.9%	24.6%

(*) přepočteno na rok

Zdroj: BNPP Paribas, Bloomberg

Přehled trhu

I přes finančně-úvěrovou krizi **došlo ve třetím čtvrtletí na rozvíjejících se trzích k růstu**, přičemž zisk byl ještě vyšší než v průběhu druhého čtvrtletí: Čína, Brazílie, Indie a Turecko zaznamenaly růst o 20 až 40 % (v USD). Tento výkon je o to působivější, že rozvinuté trhy po dosavadní část roku vykázaly pouze 10% výsledek. Index MSCI pro rozvíjející se trhy se zvýšil o 34 % oproti 9 % v USA a 14 % v Evropě.

Ačkoli jsou tržní podmínky globálně příznivé, **nejsou stejné na všech rozvíjejících se trzích**. Země BRIC např. ve třetím čtvrtletí překonaly Global Emerging Markets Index (22 % oproti 14 %). Uvnitř skupiny BRIC si Čína vede velmi dobře již od roku 2006, zatímco Rusko je dosud v pozadí. Protože se profily rizika v jednotlivých zemích liší, má na výkon pozitivní vliv aktivní management a rozdělování titulů do jednotlivých zemí.

Tržní výhled

Je zajímavé, že na rozdíl od situace v předchozích krizích **dokázaly rozvíjející se trhy odvrátit účinek krize rizikových úvěrů (sub-primes)**. Správci portfolií postupně přerozdělují tituly směrem k rozvíjejícím se trhům, což může znamenat, že jejich výkon se bude nadále ubírat jiným tempem než výkon rozvinutých trhů. Přímé zahraniční investice, růst domácích úvěrů, investice do infrastruktury a sílící kontingent stále vzdělanější pracovní síly spolu s rozsáhlým přírodním bohatstvím by měly přitáhnout investory, neboť právě tyto faktory jsou předpokladem globálního růstu.

Epocha snadného financování a nevýběrových carry trade obchodů na jistou dobu pominula a obnovení normálních finančních podmínek může trvat určitý čas. Proto budou rozvíjející se trhy ve srovnání s rozvinutými zřejmě náchylnější k nestálosti – investoři budou buď snižovat riziko portfolia, nebo po vytvoření hotovosti pevně nastaví pozitivní výkon.

Nestálost trhu zvýšila atraktivitu kompozitních strategií, např. těch, na nichž jsou založena **portfolia pro země BRIC**, tj. s aktivním přerozdělováním do zemí. Tuto strategii považujeme za velice slibnou; kromě toho nadále dáváme přednost **čínským trhům**, a to i přes jejich zvýšenou nestálost. 17. Sjezd Komunistické strany by měl ukázat, jakým směrem se bude vyvíjet politika, hospodářství a sociální sféra v Číně.

V současnosti již nenabádáme k opatrnosti v **Indii**, neboť síla a diverzifikace jejího hospodářství stejně jako rozvoj infrastruktury představují pro investory lákavou příležitost (Indie má nejvyšší podíl na obchodu s ostatními rozvíjejícími se zeměmi).

Rusko a východní Evropa vykázaly během čtvrtletí podobná čísla. Ruský maloobchodní prodej si vedl dobře, avšak údaje o výrobě v ostatních částech regionu byly nižší a navíc pokračovala inflace. Hospodářské prostředí tak bylo poněkud vyváženější; z tohoto důvodu také došlo ke snížení sazeb v Turecku (na 17,25 % dne 13. září) a v Maďarsku (na 7,50 % dne 24. září). Naše pozice ve východní Evropě a Rusku se během vykazovaného období nezměnila. Vysoké ceny komodit nadále posilují ruský trh. Naší prioritou zůstává **Turecko**.

Nadále ustupujeme z pozic v **Latinské Americe**, a to i přes **dobrou perspektivu základních titulů v Brazílii**. Vyšší příjmy a růst úvěrů v Brazílii posilují domácí spotřebu. Sektor byl poněkud oslaben vývojem v dalších latinskoamerických zemích, přičemž v **Mexiku** lze očekávat další zpomalování.

BRAZÍLIE a Latinská Amerika

Pozitiva:

+ Brazílie: Úvěrové trhy dále sílí. Podíl úvěrů na HDP vzrostl v srpnu na 33,1 %, což je podle centrální banky nejvyšší hodnota od ledna 1995. Rozmach úvěrového trhu je podmíněn nižšími úrokovými sazbami a delšími lhůtami splatnosti.
+ Průmyslové výsledky za srpen předčily očekávání, a to zvláště díky rostoucí poptávce po základních prostředcích.
+ Reálný HDP za druhé čtvrtletí vzrostl o 5,4 % (meziroční růst); zároveň byl posilován růstem investic (+13,8 %), spotřeby (+5,7 %) a vývozu (+13,0 %).
+ Inflaci nadále odhadujeme na 3,9 % pro rok 2007 a 4,0 % pro rok 2008, což je méně než prognóza centrální banky (4,5 %). V říjnu očekáváme snížení úrokových sazeb o 25bp, přičemž v dalším roce by mělo nastat další snížení.
+ V Mexiku vláda podala návrh daňové reformy s cílem zvýšit v následujících letech státní příjmy. Inflace zůstává stabilní (meziročně kolem 4,0 %).

Negativa:

– Brazílie: Ministerstvo zahraničního obchodu snížilo plánovaný obchodní přebytek pro rok 2007 z 45 miliard USD na 40 miliard USD vzhledem k silnému růstu dovozu. Není však důvod k obavám, neboť i vývoz se zvyšuje, byť pomaleji než dovoz.
– Mexiko: 70 % veškerého vývozu míří do USA.

RUSKO, Turecko a východní Evropa

Pozitiva:

+ Zimní olympijské hry v roce 2014 se budou konat v ruském městě Soči. To je velmi pozitivní zprávou pro ocelářství, zvláště pro podniky Evraz a Mechel, jejichž prodej míří z více než 50 % na domácí trh.
+ V. Putin oznámil, že do roku 2015 bude do infrastruktury investován 1 bilion USD, což představuje 80 % současného ruského HDP, a to zvláště cestou partnerství mezi veřejným a soukromým sektorem. To by mělo vést ke zvýšení výdajů z 3,8 % na 4,5 % ročního HDP. Jde o další významný fakt pro ocelářství.
+ V kontextu inflace, která se vyvíjí nad očekávání dobře, Turecko náhle snížilo úrokové sazby z 17,5 % na 17,25 %. Vyhlídky tureckých bank jsou velmi pozitivní a lze očekávat další snižování úrokových sazeb.
+ Po vítězství vládní strany AKP v prezidentských i parlamentních volbách se politická situace v Turecku stabilizovala.
+ Ve východní Evropě dochází k řadě fúzí a akvizic – příkladem je nabídka rakouského ÖMV maďarskému MOLu.

Negativa:

– V ruském státním rozpočtu pro rok 2008, schváleném v srpnu, není zahrnuto snížení vývozní daně pro ropu v roce 2008. Nedojde tak zřejmě ke zvýšení EBIT marže předních ropných společností.
– V Polsku nastala nečekaná politická krize po rozpadu koalice vedené bratry Kaczyńskými. Ta bude mít na trh negativní vliv až do parlamentních voleb 21. října.

ČÍNA

Pozitiva:

+ Čínské společnosti oznámily za první pololetí mnohem lepší výsledky, než se očekávalo (meziročně +41 %, tj. o 12 % více než odhad).
+ Snížení daně ze společnosti oznámené na rok 2008 posílí růst výnosů z akcií (EPS), zvláště pro finanční tituly.
+ Deregulace kapitálových účtů se zrychlila: Státní úřad pro zahraniční obchod schválil návrh čínské společnosti AMC na vytvoření fondu v hodnotě 2,5 miliard USD, určeného pro investice do zámořských akcií. Rozhodnutí je součástí vládní politiky směřující ke snížení nadměrné likvidity prostřednictvím zvýšení toku kapitálu ze země.
+ Peking dal zelenou investicím soukromníků na zámořských akciových trzích mimo regulovaný systém QDII. Prvním počinem bylo povolení investorům z města Tchien-ťin ke vstupu na akciový trh v Hongkongu.
+ V Pekingu bude slavnostně zahájena činnost China Investment Corp, nové vládní agentury pověřené investicí nejméně 200 miliard USD do zahraničních rezerv země.
+ Jüan se dále zhodnocuje.

Negativa:

– Index spotřebitelských cen dosáhl v srpnu vzhledem ke zvýšení cen potravin hodnoty 6,5 %.
– Dochází k „měnovému utažení“: Čínská centrální banka zvýšila úrokové sazby z úvěrů o 0,18 % a zvýšila úrokové sazby na vklady o 0,27 %.

INDIE

Pozitiva:

+ Indické devizové rezervy mají v současné době hodnotu 248 miliard USD. Silný příliv kapitálu z přímých zahraničních investic stále pokračuje.
+ Jak jsme předpověděli v minulém čtvrtletí, období monzunů přineslo zlepšení o 5 %. To zřejmě svědčí o rostoucí schopnosti uspokojovat zvyšující se poptávku po zemědělských výrobcích.
+ Míra inflace je v současné době 3,42 %, což je pod cílovou hladinou centrální indické banky (4–5%).
+ Indický trh se ukázal jako pružný, když dokázal pohltit nedávné zvýšení likvidity. V otázce vstupů na burzu stále poptávka mnohonásobně převyšuje nabídku, což ukazuje na existenci rozsáhlých kapitálových zdrojů pro expanzi firem.

Negativa:

– Lze čekat, že centrální banka použije některý z mnoha nástrojů, jimiž disponuje, pro kontrolu likvidity v Indii, např. Cash Requirement Ratio. Může také poskytnout pobídky ke zvýšení odlivu kapitálu.
– Průmyslové podniky zaměřené na vývoz (např. informační technologie a farmaceutika) budou zřejmě nadále čelit situaci, kdy postupující zhodnocování měny negativně ovlivňuje marže.
– V Indii může dojít k předčasným volbám, jestliže Komunistická strana nepodpoří vládní iniciativu směřující k přijetí společného postupu s vládou USA ve věci atomové energie, jejímž cílem je vyřešení akutního nedostatku energie.

Zdroj: BNPP Paribas, Ecowin, Factset, Bloomberg, Trustedsources

PŘEHLED VÝKONNOSTÍ

Net of fees performance 28/09/2007	Performance							Volatility		Tracking error
	Q3 2007	Q2 2007	YTD	1Y	3Y*	5Y*	Since inception**	1Y	3Y*	3Y*
GLOBAL EMERGING										
Parvest BRIC (USD)	21.7%	19.5%	41.3%	76.6%	-	-	47.2%	17.4%	-	-
25% MSCI BRAZIL/RUSSIA/INDIA/CHINA	22.7%	21.4%	43.2%	76.6%	-	-	48.4%	17.4%	-	-
Out/Under performance	-1.0%	-1.9%	-1.9%	0.0%	-	-	-1.2%	0.0%	-	-
EMERGING EUROPE										
Parvest EM Europe (EUR)	7.4%	4.9%	11.0%	29.5%	-	-	37.6%	14.0%	-	-
MSCI EM EUROPE 10/40 (NR) > 01/02/06 (v)	4.2%	6.2%	13.4%	33.6%	-	-	40.3%	12.3%	-	-
Out/Under performance	3.1%	-1.3%	-2.4%	-4.0%	-	-	-2.7%	1.6%	-	-
Parvest Converging Europe (EUR (XEU))	-3.8%	13.8%	11.6%	31.7%	35.1%	31.3%	5.5%	15.0%	20.9%	-
NOMURA C E EUROPE X.RUSSIA >07/00	-4.8%	14.2%	18.8%	41.7%	39.1%	34.3%	7.0%	15.0%	19.2%	4.3%
Out/Under performance	0.9%	-0.4%	-7.2%	-10.0%	-4.0%	-2.9%	-1.5%	0.0%	1.7%	-
Parvest Turkey (EUR)	15.5%	14.6%	47.5%	61.9%	-	-	49.7%	25.1%	-	-
ISTANBUL STOCK EXCHANGE (ISE 100)	17.5%	15.2%	49.8%	62.8%	-	-	52.2%	24.3%	-	-
Out/Under performance	-2.0%	-0.6%	-2.3%	-0.9%	-	-	-2.5%	0.8%	-	-
EMERGING ASIA										
Parvest China (USD)	35.1%	30.1%	60.0%	117.7%	48.8%	37.3%	25.3%	21.3%	21.1%	-
MSCI CHINA 10/40>01/07/05>CLSA (v)		35.6%	72.8%	136.5%	53.2%	44.0%	10.5%	22.6%	21.8%	4.1%
Out/Under performance	-6.0%	-5.5%	-12.8%	-18.8%	-4.4%	-6.7%	14.9%	-1.4%	-0.7%	-
Parvest India (USD)	21.3%	25.9%	36.9%	58.4%	-	-	47.1%	24.1%	-	-
MSCI INDIA $ (NR)	20.2%	25.1%	40.4%	63.2%	-	-	54.9%	21.8%	-	-
Out/Under performance	1.1%	0.8%	-3.5%	-4.8%	-	-	-7.8%	2.3%	-	-
EMERGING LATIN AMERICA										
Parvest Latin America (USD)	8.3%	20.4%	35.2%	65.5%	52.3%	51.2%	14.0%	16.1%	21.8%	-
MSCI EM LATIN AMERICA 10/40 (NR)>0905	8.6%	21.4%	38.1%	68.2%	53.2%	54.0%	18.3%	15.2%	21.3%	2.2%
Out/Under performance	-0.3%	-1.0%	-2.9%	-2.8%	-0.9%	-2.8%	-4.3%	0.9%	0.5%	-
Parvest Brazil (USD)	14.4%	26.7%	47.2%	-	-	-	53.3%	-	-	-
MSCI Brazil 10/40	13.4%	29.0%	50.4%	-	-	-	57.3%	-	-	-
Out/Under performance	1.0%	-2.4%	-3.2%	-	-	-	-4.1%	-	-	-

(*) Annualized

VYLOUČENÍ ODPOVĚDNOSTI

Tento dokument má pouze informativní povahu a nepředstavuje nabídku na prodej či upisování akcií společnosti PARVEST ani žádnou jinou výzvu k prodeji či upisování akcií společnosti PARVEST, není součástí žádné takové nabídky či výzvy ani za takovou nabídku či výzvu nesmí být považován. Společnost PARVEST (dále jen „investiční společnost“) získala povolení jako subjekt kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) v Lucembursku. Její akcie mohou být nabízeny a prodávány v Bahrajnu, Belgii, České republice, Finsku, Francii, Hongkongu, Itálii, na ostrově Jersey, v Jižní Koreji, Libanonu, Lichtenštejnsku, Lucembursku, Maďarsku, na Maltě, v Německu, Nizozemsku, Norsku, Portugalsku, Rakousku, Řecku, Španělsku, Švédsku, Švýcarsku, na Tchaj-wanu, v Turecku a ve Velké Británii. Nebyly podniknuty žádné kroky, které by umožňovaly veřejné nabízení akcií v dalších zemích, kde takové kroky musejí být podniknuty, zejména pak ve Spojených státech amerických a americkým občanům. Před upisováním akcií v zemích, v nichž je společnost Parvest registrována, by si měli investoři ověřit, které podfondy a které třídy akcií mohou být v dané zemi nabízeny k prodeji a zda s upisováním, nákupem, držbou či prodejem akcií investiční společnosti nejsou spojeny nějaké zákonné podmínky či omezení. Investoři, kteří uvažují o upsání akcií, by si měli nejprve důkladně prostudovat aktuální prospekt a finanční výkazy investiční společnosti. Upisování akcií je možné pouze za podmínek uvedených v prospektu. Prospekt a aktuální pololetní a výroční zprávu je možné získat ve společnosti BNP Paribas, u místních zprostředkujících bank, byly-li určeny, nebo od společností zajišťujících prodej akcií investiční společnosti. Před investováním do investiční společnosti by se měli investoři také poradit se svými právními a daňovými poradci. S ohledem na ekonomická a tržní rizika není možné zaručit, že investiční společnost splní své investiční cíle. Hodnota akcií může klesat i stoupat. Údaje o výkonnosti jsou uváděny po odečtení poplatků za správu, avšak nezahrnují vstupní poplatky ani daně. Výkonnost dosahovaná v minulosti není zárukou budoucích výsledků. Výsledky mohou být ovlivněny výkyvy devizových kurzů.