





# Měsíční zpráva klientům

## Leden 2007

-  **Podnikatelské očekávání v Německu na maximu**
-  **Slovenská koruna je nejrychleji posilující měnou roku 2006**
-  **Pokles cen ropy pomohl akciovým trhům k růstu**
-  **V roce 2007 budou zajímavou investicí zemědělské plodiny a zlato**



Atlantik - Kilcullen  
Asset Management

**Atlantik**  
FINANČNÍ TRHY

# EKONOMIKA A MĚNY - vyspělé země

Spojené státy - pokles deficitu obchodní bilance

Obchodní bilance vykázala v listopadu deficit 58,2 mld. dolaru - což je nejnižší schodek do července 2005. Z letních maxim deficit klesá díky propadu cen ropy. Současně oslabují celkově dovozy jako přímý důsledek zpomalení americké ekonomiky. Vedle toho se ukazuje i mírné oživení amerických exportů, které jistě vidatně těží z oslabení dolaru. Obchodní bilance zaznamenává první meziroční snížení deficitu od roku 2001.

Dolar se stabilizoval, ale výhled nadále negativní

Na začátku prosince se zastavil propad dolaru a jeho kurz k euru se stabilizoval kolem úrovně 1,31 USD/EUR. Nicméně výhled americké měny zůstává spíše negativní a během 1Q trhy předpokládají další oslabení dolaru vůči světovým měnám kvůli očekávanému nižšímu růstu ekonomiky a možnosti poklesu sazeb.

Stále velmi silný trh práce

Trh práce v prosinci vytvořil 167tis. pracovních míst, což bylo o polovinu více než se očekávalo. Navíc byly revidovány směrem nahoru výsledky za předchozí měsíce. Trh práce tedy ukázal, že je stále ve velmi dobré kondici a zpomalení ekonomiky nemusí být tak velké, jak se předpokládá. Výsledky zaměstnanosti proto výrazně oslabily očekávání, že FED již v 1Q přistoupí ke snížení sazeb.

Eurozóna - podnikatelské očekávání v Německu na maximu

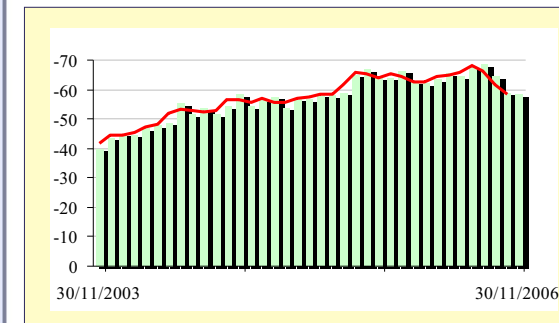
Index podnikatelského klimatu IFO vzrostl na 16-leté maximum a to především díky velmi pozitivnímu hodnocení současné situace. Německé firmy těží ze silné zahraniční poptávky (USA, Čína) a oživené domácí poptávky, které pomohlo předzásobování před zvýšením DPH. Na druhou stranu firmy aktuálně očekávají menší zpomalení letošního růstu než tomu bylo v minulosti.

Velká Británie - ekonomika zrychluje

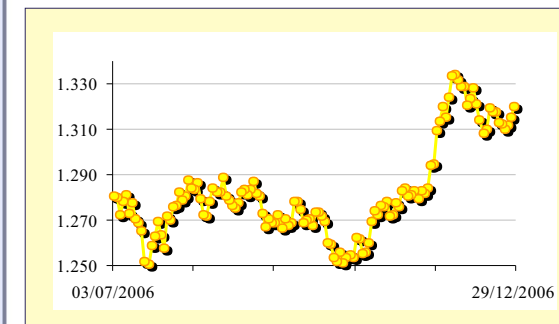
Britská ekonomika ve 3 čtvrtletí podle revidovaných výsledků vzrostla o 2,9 % (původně 2,7 %) - což je nejvyšší meziroční růst za poslední 2 roky. Růst táhly služby, a to především ve finančním sektoru. Dále ekonomiku ovlivnil růst cen nemovitostí umožňující zrychlení spotřeby domácností. Následně Bank of England zaskočila finanční trhy a v lednu zvýšila úrokové sazby o 25 bps. na 5-leté maximum 5,25 % . Banka jako důvody pro své rozhodnutí uvedla silný růst ekonomiky a obavy z inflačních tlaků, když v listopadu inflace dosáhla 9-letého maxima 2,7 %.

Bank of England překvapivě zvyšuje sazby

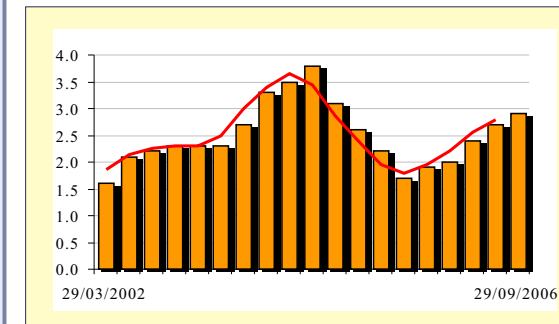
## USA - obchodní bilance



## Vývoj měnového páru EUR-USD



## Velká Británie - vývoj HDP



Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006

# EKONOMIKA A MĚNY - střední Evropa a rozvíjející se trhy

Inflace zůstává nízká

Spotřebitelské ceny v prosinci v průměru vzrostly o 0,2% m/m a meziroční inflace zrychlila z 1,5 % na 1,7 %. V prosinci rostly především ceny potravin (1,4 % m/m) jako je ovoce a zelenina. Naopak pokles cen opět vykazaly pohonné hmoty (-1,2 % m/m), které klesaly čtvrtý měsíc v řadě a jsou jedním z hlavních faktorů současné mírné inflace. Průměrná inflace za celý rok 2006 dosáhla 2,5 % (1,9 % v roce 2005).

Rekordní přebytek obchodní bilance díky ropě

Zahraniční obchod v listopadu vykázal vysoký přebytek 6,4 mld. CZK - nejvyšší listopadový přebytek v historii ČR. Přebytek byl ve srovnání s listopadem 2005 vyšší o 3,9 mld. a to díky pokračujícímu vývozu strojírenství v čele s automobilovým průmyslem a nižším dovozem ropy (schodek snížen o 2,4 mld.). Kromě nižšího objemu dovezené ropy se projevil i pokles cen ropy a posílení koruny k dolaru. Státní dluh na konci roku 2006 dosáhl rekordní úroveň 802,5 mld. CZK a za posledních 12 měsíců vzrostl o 111 mld. Hlavním faktorem růstu dluhu byl i druhý nejvyšší schodek státního rozpočtu v historii ČR ve výši 97,3 mld.

Státní dluh překonal 800 mld. korun

Slovenská koruna - nejrychleji posilující měna roku 2006

Slovenská koruna k euru v roce 2006 posílila o 9,3 % na 34,45 SKK/EUR a vystřídala na pomyslném trůnu nejrychleji posilující měny na světě českou korunu. Druhé je rumunské leu a česká koruna zaznamenala čtvrté největší posilování. Na konci roku se slovenská koruna dokonce přiblížila hranici 34 korun za euro a Slovenská centrální banka začala intervenovat proti koruně. Koruna těží z předchozích reforem, které stabilizovaly veřejné finance, ekonomický růst se přiblížil úrovni 10%. Navíc Slovensko směřuje k přijetí eura v roce 2009 a má nejvyšší rating v regionu.

Historické minimum slovenské nezaměstnanosti

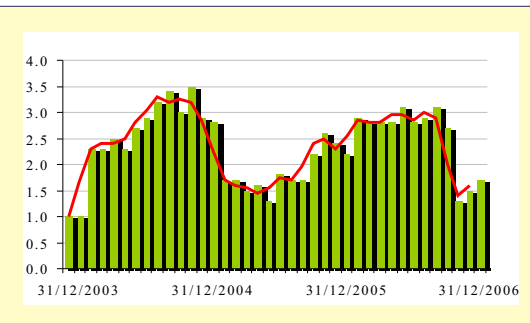
V listopadu míra nezaměstnanosti na Slovensku klesla na historické minimum 9,1 %, přitom ještě začátkem roku 2002 bez práce bylo téměř 20 % Slováků. Klíčovým faktorem jsou reformy předchozí vlády, které zvýšily pružnost trhu práce, který při vysokém růstu ekonomiky rychle snižuje počet nezaměstnaných.

Maďarský rozpočet ve schodku 10 % HDP

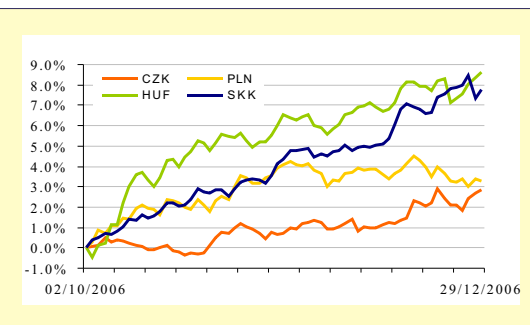
Podle předběžných výsledků maďarský státní rozpočet dosáhl za loňský rok schodku 2,03 bilionu forintu, což je nepatrně méně než byl vládou stanovený cíl (2,04 bil.). Celkový schodek veřejných rozpočtů by měl tak odpovídat vládou plánované výši 10,1 % HDP. Maďarsko má nejvyšší schodek rozpočtu v EU, který plánuje letos snížit na 6,4 % HDP. Podle očekávání ratingová agentura Moody's na konci prosince zvýšila rating Maďarska z A2 na A1. Reakce trhu nebyla zásadní, protože se jednalo o očekávaný krok, který jen doplnil předchozí snížení hodnocení agentur Fitch i S&P. Všechny agentury kritizují kromě samotné výše astronomického deficitu i vládní plán na jeho snížení jako málo odvážný a nedostatečný.

Moody's snížil rating Maďarsku

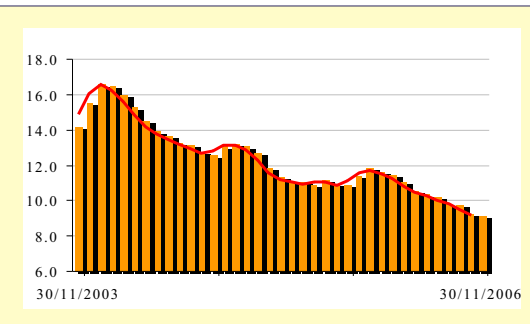
## ČR - vývoj míry inflace (v %)



## Posílení středoevropských měn k EUR



## Slovensku - nezaměstnanost (v %)



Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006

# DLUHOPISY

Americké dluhopisy posílily v roce 2006 o 3,1 %

Měsíc prosinec zahájily americké dluhopisy mírným poklesem. Následně snížení spotřebitelské důvěry a také pokles zakázek dlouhodobé spotřeby působily na ceny dluhopisů pozitivně. Negativními zprávami však opět byly revize amerického HDP a výsledky výrobních cen a rezidenčního stavebnictví, které byly horší ve srovnání s očekáváním. Rétorika Bena Bernankeho byla ve shodě s jeho předchozími prohlášeními, pouze v propadu realitního trhu vidí potencionální riziko, které by mohlo dostat ekonomiku do problémů. Americké dluhopisy zakončily prosinec poklesem o 0,9 %. Rok 2006, ve kterém americké dluhopisy v první polovině roku mírně oslabovaly a následně ve druhé polovině roku relativně silně rostly, celkově skončil posílením o 3,1%. Tato hodnota je ve shodě s dlouhodobým trendem, což dokresluje průměrný roční výnos amerických dluhopisů za tři roky na úrovni 3,3 % p.a.

Evropské dluhopisy během roku 2006 ztratily 0,3 %

Evropské dluhopisy v prosinci poklesly o 1,2%, především v důsledku zvýšení základní úrokové sazby ECB na 3,5 %. Prosincový pokles dluhopisových trhů nedovolil, aby postupný růst v druhém pololetí roku 2006 vymazal ztráty naakumulované v první polovině roku. Rok 2006 celkově znamenal pro evropské dluhopisy pokles o 0,3 %.

Posilování koruny bylo příčinou růstu českých dluhopisů

České dluhopisy se v prosinci vydaly zcela nezvykle opačným směrem než dluhopisy americké a evropské. Hlavním důvodem prosincového růstu o 0,6 % bylo posilování CZK vůči hlavním měnám. Za rok 2006 tedy dluhopisy vzrostly o 1,4 % a to i přes poměrně nepříznivý vývoj v průběhu roku. Očekávané zvyšování základní úrokové sazby, které by mohlo v polovině roku 2007 dospět až na 3,0 % určitě nebude do budoucna dluhopisům přát. Výrazný růst tržní ceny dluhopisů tudíž nelze příliš očekávat, avšak přesto mohou být dluhopisy vhodnou alternativou při případné korekci jiných typů aktiv.

Riziková prémie dluhopisů rozvíjejících se trhů je na dlouhodobém minimu

Dluhopisy rozvíjejících se trhů pokračovaly v dlouhodobém růstu, přičemž za prosinec si připsaly 0,7 %. Za celý rok 2006 tak vzrostly o 9,9%. Při pohledu na tříletou historii vzrostly rozvíjející se trhy průměrně 10,8 % p.a. Riziková prémie dluhopisů rozvíjejících se trhů dlouhodobě klesá. V současné době je již tak nízká, že by bylo možné očekávat výnosy posledních let pouze za těžce dosažitelné.

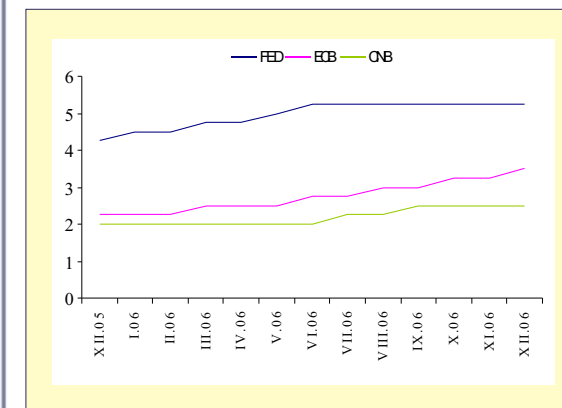
## Dluhopisy

Výnos do splatnosti	USA	EU	ČR
<b>1 rok</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>27</b>
<i>měsíční změna</i>	0.1	0.3	-0.2
<b>5 let</b>	<b>47</b>	<b>39</b>	<b>33</b>
<i>měsíční změna</i>	0.3	0.3	0.0
<b>10 let</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>37</b>
<i>měsíční změna</i>	0.2	0.3	0.1
<b>30let/ 15let ČR</b>	<b>48</b>	<b>41</b>	<b>40</b>
<i>měsíční změna</i>	0.3	0.2	0.1

Výnos do splatnosti	HUF	PLN	SK
<b>1 rok</b>	<b>80</b>	<b>43</b>	
<i>měsíční změna</i>	0.0	0.0	
<b>3 let</b>	<b>76</b>	<b>47</b>	<b>44</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.2	-0.1	-0.1
<b>5 let</b>	<b>72</b>	<b>50</b>	<b>44</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.1	0.0	0.0
<b>10let (SK 8let)</b>	<b>67</b>	<b>52</b>	<b>44</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.2	0.1	0.0

Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006

## Vývoj klíčové úrokové sazby



Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006



# AKCIE

Růstu světových burz pomohla i makrodata

V prosinci zaznamenaly americké akcie protichůdný trend. Zatímco index Dow Jones posílil o téměř dvě procenta, index Nasdaq o 0,7 % oslabil. Za celý rok však oba indexy zaznamenaly velice slušný růst. Akciové trhy v USA příznivě přijaly rozhodnutí Fedu na prosincovém zasedání ponechat sazby beze změny jako důsledek poklesu inflačních tlaků a ochlazování ekonomického růstu. Ještě lepších výsledků dosáhly evropské burzy. Pozitivní vliv na ně měl silný ekonomický růst eurozóny v posledních měsících a vysoké zisky v prosinci neovlivnilo ani očekávané zvýšení úrokových sazeb o 0,2-5 % na 3,5 %.

Pokles ceny ropy pomohl akciovým trhům k růstu

Celkově pozitivním faktorem pro světové akciové trhy byl další pokles cen ropy. Důvodem je letošní mírná zima spolu s vyššími zásobami ropy. Z jednotlivých sektorů za minulý měsíc posílily nejvíce akcie poskytovatelů telekomunikačních služeb. Tyto akcie budí celosvětový nákupní zájem pramenící z optimistických komentářů sektoru od investičních bank. Vysoké zisky zaznamenaly také akcie finančních institucí. Investiční banky Goldman Sachs a Lehman Brothers překonaly očekávání analytiků v oblasti čistého zisku ve 4.Q. Německé zajišťovně Munich Re byla zvýšena cílová cena od Credit Suisse Group. Naopak pokles ceny ropy se podepsal na obchodování s energetickými společnostmi, které tak uzavíraly meziměsíční obchodování se ztrátou.

Hospodářské výsledky pomohly sektoru financí

Pražská burza pokračovala v posledním měsíci roku 2006 v posilování. V prosinci překonala burza poprvé i hranici 1600 bodů a v polovině měsíce dosáhla historického maxima 1626 bodů.

Pražská burza pokořila hranici 1600 bodů

Dvě nové IPO na pražské burze

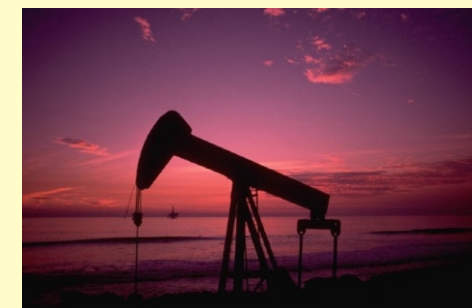
V prosinci se započaly na burze obchodovat poprvé i dvě nové společnosti: realitní ECM a výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens. Doposud jediným IPO v Praze byly akcie Zentivy. Oba nováčci vzbudily i díky pozitivní náladě na trhu zájem investorů a první den obchodování výrazně posílily. V druhé polovině měsíce však došlo celkově k vybírání zisků, což se projevilo i na těchto titulech.

ČEZ poprvé nad hladinou 1000 Kč na akcii

Nejvíce v prosinci posílily akcie Orca, jejichž obchodování ovlivňoval všeobecný pozitivní sentiment na realitní společnosti. Další výrazný přírůstek zaznamenaly v prosinci akcie Unipetrolu. Pozitivní vývoj výrazně nezvrátilo ani neplánované odstavení kralupské rafinérie na jeden týden. Zvýšená doporučení vedla k nákupnímu zájmu o akcie Erste Bank. Akcie ČEZu v polovině měsíce prolomily psychologickou hranici 1000 Kč/akcii. I když tuto hranici dlouhodobě neudržely, jedná se o důležitý signál pro investory. Za růstem stojí především silný zájem zahraničních investorů tážený informacemi z oblasti akvizic. Největší pokles naopak zaznamenaly akcie CME následované akciemi Komerční banky, která je dle poměrových ukazatelů nejlevnější bankou v regionu střední Evropy.

## Vývoj hlavních světových indexů

Region	Index	1 měsíc	od poč. roku
USA	S&P 500	1.3%	13.6%
	Russel 2000	0.2%	17.0%
Evropa	FTSE Eurotop	2.9%	12.4%
Velká Británie	FTSE	2.8%	10.7%
Japonsko	Nikkei	5.8%	6.9%
Rozvíjející se trhy	Morgan	4.4%	29.2%



## Globální vývoj jednotlivých sektorů

Sektor	1 měsíc	od poč. roku
Energie	-1.8%	15.8%
Materiály	2.8%	26.2%
Průmysl	2.5%	16.8%
Ostatní spotř. zboží	3.0%	19.3%
Zboží denní spotř.	2.5%	18.0%
Zdravotnictví	0.7%	9.0%
Finance	3.2%	20.9%
IT	-0.1%	8.6%
Telekomunikace	3.9%	27.8%
Služby	2.6%	31.5%

Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006

# KOMODITY - REALITY

Konec roku v Evropě ve velkém stylu

Od květnového pádu táhne realitní kočár západní Evropy splašený kůň, který se zastavil na konci roku jen těsně pod magickou 50. To je výnos realitního indexu od začátku roku. Přispěl k tomu výrazným způsobem poslední měsíc loňského roku, když výrazně zpevnily téměř všechny západní trhy. Již obehnanou písničkou je důvod těchto dostihů - poptávka globálních penzijních fondů, které vzhledem k jejich dlouhodobým strategiím příliš nehledí na to, že kupují za 150 aktivum, které má hodnotu 100. Taková je totiž prémie nad hodnotu majetku realitních společností. Také je pro tyto velké investory jednodušší naplnit pozici v realitách likvidní formou REITs, než hledat konkrétní nemovitosti. V příštím roce lze předpokládat, že v popředí zájmu investorů budou realitní trhy Velké Británie a Německa, kde od začátku roku 2007 začal platit statut REIT. Černým koněm realitního spřežení bude pravděpodobně východní Evropa, která v loňském roce šetřila síly.

Přes prosincový pokles uzavřely americké reality rok překvapivě vysoko

V cílové rovince sice americkým realitám došel dech, ale nic to nezměnilo na tom, že byly z pohledu celého loňského roku překvapením pro nejednoho investora. Pokud byste na začátku roku 2006 předpověděli americkým REITs roční výnos větší jak 35 %, byli byste považováni minimálně za přehnaného optimistu. Jenomže stalo se, a to i přesto, že současně s tím došlo v USA ke splasknutí bubliny na trhu rezidenčních nemovitostí. Jedním z důvodů překvapivého výsledku amerických realitních společností je pokles dlouhodobých sazeb, které tak zůstaly na úrovni roku 2005. Uplynulý rok tak dává pravděpodobnější obrysy odvážným úvahám, že i v roce 2007 může být výnos amerických realit dvouciferný.

Rok 2006 záporný pro ceny energií, rostly ceny budoucích kontraktů

Roční výnos indexu Goldman Sachs, který je tvořen ze 70 % energiemi, byl záporných -19 %. Byl to první záporný rok v energiích od recese v roce 2001. Naopak to byl rok růstu sektoru zemědělských komodit, průmyslových a drahých kovů. Hlavní příčinou poklesu cen energií byla slabší než očekávaná poptávka spotřebitelů, světové zásoby tak zůstaly na relativně vysoké úrovni. Důvody nízké poptávky lze hledat především ve výjimečně teplém počasí v USA. Názory na vývoj cen energií v roce 2007 se shodují na tom, že ceny by mohly přiměřeně růst.

Zajímavé bude zlato a zemědělské plodiny

V letošním roce je možné očekávat další růst ceny zlata, které se pohybuje proti kurzu amerického dolaru. Největší naději na růst v letošním roce však mají zemědělské komodity, zejména kukuřice a soja. Rychle rostoucí poptávka po biopalivech a spotřeba Číny způsobí letos rekordně nízké zásoby kukuřice i při relativně dobré úrodě. Americká poptávka po ethanolu se má letos zvýšit o 25 %.

## Realitní trh (REITs)

	Index	za měsíc	od poč. roku
<b>Evropský trh</b>	EPRA	<b>8.8%</b>	<b>49.4%</b>
<i>Roční dividendový</i>		<b>2.6%</b>	
<b>Americký trh</b>	FNERTR	<b>-1.6%</b>	<b>35.1%</b>
<i>Roční dividendový</i>		<b>3.7%</b>	
<b>Japonský trh</b>	EPRA Japan	<b>6.8%</b>	<b>25.8%</b>

## Evropský realitní trh dle zemí

Země	změna za měsíc	od počátku roku
Španělsko	<b>8.5%</b>	<b>109.8%</b>
Francie	<b>8.1%</b>	<b>67.4%</b>
Holandsko	<b>9.1%</b>	<b>41.4%</b>
Švédsko	<b>9.0%</b>	<b>90.6%</b>
Velká Británie	<b>9.6%</b>	<b>50.9%</b>
Německo	<b>7.7%</b>	<b>53.5%</b>
Belgie	<b>3.5%</b>	<b>17.5%</b>

## Komoditní trh

Komodity	Kurz/cena	za měsíc	od poč. roku
Celý trh	582.2	<b>-7.5%</b>	<b>-19.1%</b>
Ropa Brent	60.9	<b>-5.3%</b>	<b>3.2%</b>
Zemní plyn	6.3	<b>-28.8%</b>	<b>-43.9%</b>
Zlato	638.0	<b>-1.4%</b>	<b>23.0%</b>
Stříbro	12.8	<b>-8.0%</b>	<b>45.3%</b>
Zemědělské plodiny	649.7	<b>-1.4%</b>	<b>13.4%</b>

Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006

## TRHY V ČÍSLECH

Index/hodnota			1 měsíc	od začátku roku	12 měsíců	3 roky p.a.
MĚNY	CZK k USD	20.83	1.1%	17.9%	17.9%	7.3%
	CZK k EUR	27.49	1.4%	5.8%	5.8%	5.6%
	USD k EUR	1.32	0.3%	-10.2%	-10.2%	-1.5%
	JPY k USD	119.07	-2.7%	-1.1%	-1.1%	-3.4%
DLUHOPISY	USA		-0.9%	3.1%	3.1%	3.3%
	Evropa		-1.2%	-0.3%	-0.3%	4.2%
	Rozvíjející se trhy		0.7%	9.9%	9.9%	10.8%
	Česká republika		0.6%	1.4%	1.4%	3.8%
AKCIE	USA	<i>S&amp;P 500</i>	1.3%	13.6%	13.6%	8.5%
	USA	<i>Russell 2000</i>	0.2%	17.0%	17.0%	12.2%
	Evropa	<i>FTSE Eurotop 100</i>	2.9%	12.4%	12.4%	13.3%
	Velká Británie	<i>FTSE 100</i>	2.8%	10.7%	10.7%	11.6%
	Japonsko	<i>Nikkei</i>	5.8%	6.9%	6.9%	17.3%
	Rozvíjející se trhy	<i>Morgan Stanley</i>	4.4%	29.2%	29.2%	27.3%
REALITY	Amerika	<i>FNERTR</i>	-1.6%	35.1%	35.1%	25.8%
	Evropa	<i>RPRA</i>	8.8%	49.4%	49.4%	38.7%
KOMODITY	Ropa	<i>Brent</i>	-5.3%	3.2%	3.2%	26.4%
	Komoditní index	<i>GSCI</i>	-7.5%	-19.1%	-19.1%	4.4%
	Komoditní index	<i>DBYEHTOY</i>	-2.5%	13.4%	13.4%	27.2%

Pramen: Bloomberg data k 31.12.2006



## Použité zkratky:

ECB	Evropská centrální banka
FED	Federal Reserve System
BOJ	Bank of Japan
HDP	Hrubý domácí produkt
CPI	Index spotřebitelských cen
PPI	Index cen výrobců
BŮ	Běžný účet

Atlantik - Kilcullen Asset Management, a.s.  
Hilleho 6, 602 00  
Brno, Česká republika

Vinohradská 230  
Praha, České republika

Regus Business Centrum,  
Námestie 1.mája 11  
Bratislava, Slovenská republika

BRNO -Tel: +420 545 423 411  
Fax: +420 545 240 005

PRAHA - Tel: +420 225 010 264  
Fax: +420 225 010 266

BRATISLAVA - Tel: +421 259 396 156  
Fax: +421 259 396 200

Zelená linka: 800 122 676  
Email: info@atlantik-kilcullen.com  
www.atlantik-kilcullen.com



Atlantik - Kilcullen  
Asset Management

**Atlantik**  
FINANČNÍ TRHY

ATLANTIK finanční trhy, a.s.

Vinohradská 230  
100 00 Praha 10

Tel.: +420 225 010 222 Email: atlantik@atlantik.cz  
Fax: +420 225 010 221 www.atlantik.cz