







Měsíční zpráva klientům

Březen 2007

-  **HDP České republiky vzrostl v minulém roce o 6,1 %**
-  **Dluhopisy zaznamenaly v únoru slušný růst**
-  **Stabilizace trhu rezidenčních nemovitostní v USA bude delší než se zdálo**
-  **Čína dramaticky zvyšuje výrobu hliníku**



Atlantik - Kilcullen
Asset Management

Atlantik
FINANČNÍ TRHY

EKONOMIKA A MĚNY - vyspělé země

Spojené státy - ekonomika zpomaluje

Americké HDP odhadujeme na 2,3 %

Problémy na trhu s nemovitostmi

Eurozóna - přes očekávání ECB sazby nezměnila

Eurozóna nadále roste

Inflace pod kontrolou

Očekáváme zpomalení růstu v Eurozóně

Série makroekonomických dat potvrdila oslabení růstu ekonomické aktivity a pokles inflačních tlaků. Především překvapivě výrazně oslabily investice a pokračoval propad na trhu rezidenčních nemovitostí. Aktivita průmyslu nadále stagnuje. Aktivita služeb, maloobchod a trh práce si v posledním čtvrtletí a začátkem roku zachovaly stále solidní růst. Čekáme, že růst ekonomiky letos zpomalí na 2,3 % z 3,4 % loni. Tím by se měl vylepšit příznivý inflační výhled, Fed by neměl úrokové sazby měnit do 2.Q, poté čekáme jejich snižování.

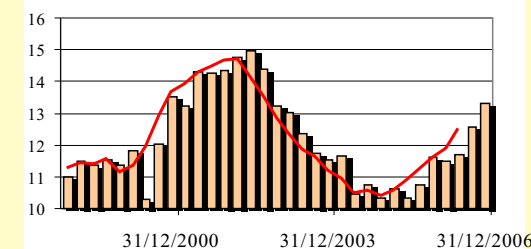
Hromadné prodeje na akciových trzích odstartovaly ke konci měsíce obavy z dopadů nižší spotřeby domácností v americké ekonomice. Další impuls, který je k vidění nyní, upozornil na vliv minulého poklesu na trhu rezidenčních nemovitostí. Ve čtvrtém čtvrtletí výrazně vzrostl počet nesplacených hypoték a na trhu vzrůstají obavy ohledně krachu některých poskytovatelů hypoték.

ECB úrokové sazby v únoru nezměnila a naznačila jejich zvýšení, ke kterému počátkem března také došlo. ECB stále upozorňuje na nebezpečí zvýšení inflace. Příští měsíce reflektující nižší globální ekonomický růst a nízkou inflaci přinesou pro ECB dilema nastavení monetární politiky. Data ekonomické aktivity (indexy ZEW a Ifo) v posledních měsících potvrzují akceleraci ekonomického růstu, což potvrdily i výsledky HDP Německa a Eurozóny. Ten byl tažen především zahraniční poptávkou. Poněkud se zvýšila i spotřeba domácností. K růstu ekonomiky přispívá průmysl, služby a po delší době i stavebnictví. Maloobchodní tržby Eurozóny rostou stále slabě, na druhou stranu míra nezaměstnanosti klesá.

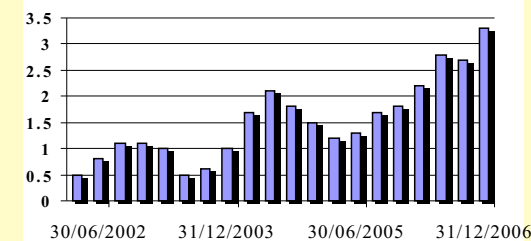
Spotřebitelská inflace Eurozóny na meziroční bázi je nízká. Relativně nízké ceny energií drží její meziroční tempo pod 2,0 %. Růst spotřebitelských cen očištěných o potraviny a ceny energií se však za únor zvýšil na 1,9 %.

Ekonomické oživení Eurozóny zůstává silné také na přelomu roku, letos by měl růst ekonomiky zpomalit, zejména kvůli zpomalení v USA. Čekáme letos zpomalení růstu HDP Německa na 2,0 % z loňských 2,9 %, růst HDP Eurozóny by měl klesnout na 1,8 % z 2,7 % loni; inflační výhled je příznivý, jádrová inflace by měla zůstat nízká.

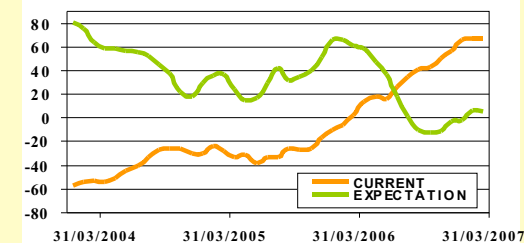
USA - % nesplacených hypotečních úvěrů (Subprime Loans)



Eurozóna - meziroční růst HDP



USA - index ek. sentimentu ZEW



Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

EKONOMIKA A MĚNY - střední Evropa a rozvíjející se trhy

ČR - sazby beze změny

Bankovní rada ČNB ponechala podle očekávání úrokovou sazbu beze změny, tj. 2T repo na 2,50 %. Hlasování bylo jednoznačné 7:0. Na tiskovce guvernér Tůma uvedl, že prognózy na inflační rizika jsou stále vyrovnaná. Nižší lednovou inflaci vyrovnává aktuálně slabší kurz a i mírně lepší ekonomický výhled (růst a následně inflace) v zahraničí. Tůma také upozornil, že centrální banka bude sledovat, jak změny spotřebitelského koše ovlivní vývoj inflace. Bankovní rada se také rozhodla změnit cílování inflace ze 3 % na 2 % s jednocentním pásmem s účinností od roku 2010. Od příštího roku se bude scházet méně často, bankéři hodlají zveřejňovat, kdo a jak při zasedáních hlasoval.

Rekordní růst HDP podruhé v řadě

Hrubý domácí produkt vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí roku 2006 o 5,8 %, když se na konečném výsledku projevilo také oživení spotřeby domácností. Výsledek je mírně horší než v jednotlivých čtvrtletích loňského roku, růst importů totiž ke konci roku překonal růst exportů. Při celkovém pohledu je ale růst za celý rok 2006 na úrovni 6,1 % lepší než očekávání a potvrzuje nastolený trend.

Obchodní bilance zklamala

Obchodní bilance skončila v lednu s přebytkem 11,0 mld. korun, což zklamalo očekávání trhu i naši projekci (shodně 13,5 mld.). Podle očekávání se příznivě projevil lednový propad cen ropy na 1,5-letá minima a obchod s ropou vykázal pokles přebytku o 1,4 mld. korun. Naopak překvapením je poprvé po třech letech snížení přebytku obchodu se stroji a auty o 1,4 mld.

Počasi pomáhá poklesu nezaměstnanosti

Nezaměstnanost v únoru klesla o 0,3 % na 7,7 %, což bylo více než očekával trh a naše projekce (shodně 7,8 %). Ekonomický růst a teplé počasí se příznivě projevuje na statistikách a na úřadech práce se registruje méně uchazečů a současně stále vysoký počet lidí nachází nové zaměstnání.

Střední Evropa - nižší HDP v Maďarsku

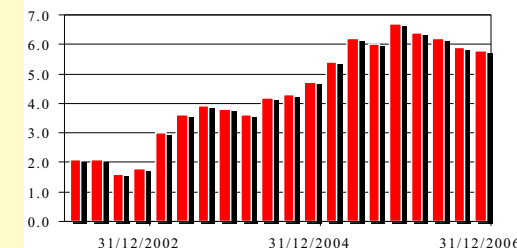
Predikce růstu maďarského HDP za 4Q minulého roku skončila hůře, než se očekávalo. Po růstu o 3,8 % ve třetím kvartálu, vzrostl produkt v posledním čtvrtletí roku 2006 o 3,2 %. To je nejméně od začátku roku 2005. Na vině jsou důsledky snahy vlády o narovnání rozpočtového schodku. Klesla domácí poptávka i vládní investice. V Polsku zůstává stejně jako na domácí scéně nižší úroveň inflace. V lednu vzrostly ceny na meziroční bázi o 1,7 %, březnová data únorového růstu hovoří o mírném zvýšení na 1,9 %. V Polsku zůstává nadále silná úroveň maloobchodních tržeb, které v lednu vzrostly o 16,5 %.

V Polsku sílí spotřeba

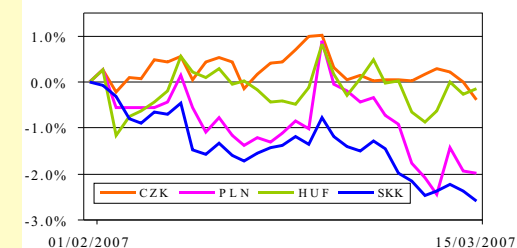
Svět - v Číně zrychluje růst cen

Čínská ekonomika hlásí po rekordním růstu HDP také vyšší čísla inflace. Index CPI se po růstu o 2,2 % v lednu dostal v únoru až k 2,8 %, což by již mohlo nutit centrální banku přemýšlet o zvyšování sazeb.

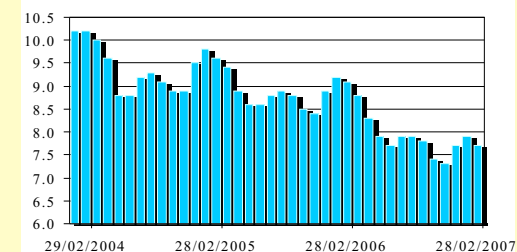
ČR - růst HDP (v %)



Posílení středoevropských měn vůči euru



ČR - míra nezaměstnanosti (v %)



Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

DLUHOPISY

Americké dluhopisy vykázaly v únoru slušný růst

Přestože inflace v USA byla v lednu mírně vyšší, než se předpokládalo, trh stále očekává příští pohyb úrokových sazeb směrem dolů. Očekávání poklesu sazeb podpořil i bývalý šéf Fedu Alan Greenspan ve svém prohlášení.

Dalším faktorem, který přál americkým dluhopisům, byla revize HDP ve čtvrtém čtvrtletí. Namísto očekávaných 2,3 % byl růst pouze 2,2 %, ačkoliv před revizí byla uváděna hodnota dokonce 3,5 %. Během posledních dnů února došlo k silnému poklesu akciového trhu v souvislosti s globálním vývojem akcií, a právě tento fakt sehrál hlavní roli v růstu cen dluhopisů, které se staly opět bezpečným přístavem pro finance investorů. Americké dluhopisy si tak za únor připsaly slušných 1,8 %. Od začátku letošního roku však svým investorům přinesly zatím pouze 1,6 %.

Pokles cen akcií ovlivňoval i evropské dluhopisy

Stejně výraznou roli sehrál globální pokles akciových trhů i v případě evropských dluhopisů. Ty v únoru přinesly investorům 1,1 %, což znamená růst cen evropských dluhopisů od začátku roku o 0,6 procentního bodu. Sazby ECB byly v únoru ponechány na 3,5 %, k očekávanému zvýšení na 3,75 % došlo začátkem března.

ČNB chystá změny

Česká národní banka ohlásila přípravu velkých změn: s platností od ledna 2010 vyhláší ČNB nový inflační cíl jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2 % s tolerančním pásmem +/- 1 %. Současný cíl je stanoven na 3 % (platný od ledna 2006). Další změna je chystána ve zveřejňování prognóz úrokových sazeb. ČNB bude od roku 2008 zveřejňovat trajektorii sazeb konzistentní s prognózou v číselné podobě. ČNB také bude zveřejňovat jmenovitě hlasování členů bankovní rady o změně úrokových sazeb. V roce 2008 přejde ČNB od měsíčních měnově-politických jednání bankovní rady k osmi za rok.

Očekáváme růst sazeb v ČR

V současné době očekáváme růst sazeb v druhé polovině tohoto roku až na 3,0 % (2x o 0,25 p.b.) a další mírný růst v roce 2008.

Pokles cen akcií, který zasáhl i český trh způsobil výrazný růst cen českých dluhopisů, které vzrostly o 1,0 % za únor. Od začátku roku tak dluhopisový trh vzrostl o 0,9 %.

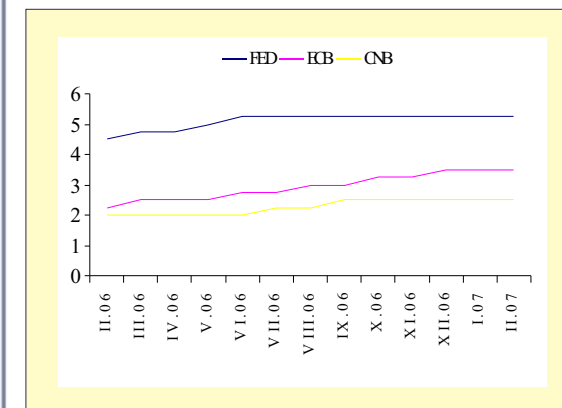
Dluhopisy

Výnos do splatnosti	USA	EU	ČR
1 rok	5.2	3.9	2.7
<i>měsíční změna</i>	-0.1	-0.9	-0.1
5 let	4.5	3.9	3.2
<i>měsíční změna</i>	-0.3	0.1	-0.2
10 let	4.6	4.0	3.7
<i>měsíční změna</i>	-0.2	-0.1	-0.2
30let/ 15let ČR	4.7	4.1	4.0
<i>měsíční změna</i>	-0.2	-0.1	-0.2

Výnos do splatnosti	HUF	PLN	SK
1 rok	8.2	4.4	
<i>měsíční změna</i>	0.0	0.1	
3 let	7.8	4.7	4.3
<i>měsíční změna</i>	-0.2	0.1	0.0
5 let	7.5	5.0	4.3
<i>měsíční změna</i>	-0.1	0.1	0.0
10let (SK 8let)	7.0	5.2	4.4
<i>měsíční změna</i>	-0.1	0.1	0.1

Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

Vývoj klíčové úrokové sazby



Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

AKCIE

Poklidný vývoj v únoru byl narušen na konci měsíce

Pokles začal v Číně a ostatní burzy se přidaly

Pražská burza v únoru oslabila po vzoru burz světových

Akcie ECM silně posílily

Nejvíce oslabily akcie Pegas

Americké akcie v první polovině měsíce února pokračovaly v růstu, který byl podporován silným spotřebitelským sentimentem. Ve druhé polovině měsíce se však na trhu objevila nepříznivá makrodata (vyšší než trhem očekávaná inflace) a akcie se dostávaly do červených čísel. Investoři také očekávali rozhodnutí o výši sazeb. Ty ponechal Fed beze změny, avšak v následujících měsících se očekává jejich pokles. V Eurozóně pokračoval silný růst HDP, který byl tažen zejména poptávkou. ECB nezvýšila sazby, ale naznačila jejich růst v tomto roce (stalo se tak už na začátku března).

Nejdůležitější událost na akciových trzích nastala ke konci února (27.2.), kdy došlo k masivnímu výprodeji akcií na světových burzách. Impulsem byla informace, že čínské úřady zakročí proti nelegálnímu obchodování s cennými papíry. To vedlo k pádu burzy v Šanghaji o 9 % v jednom dni a ostatní světové burzy nezůstaly pozadu. Investoři začali realizovat své zisky a poslali většinu indexů strmě dolů. Dow Jones index v březnu smazal své zisky a celkově ztratil 2,8 % m/m. Index technologických firem na burze Nasdaq poklesl o 1,9 % m/m. V Evropě propadl jak německý index DAX o 1,1 %, tak i index londýnské burzy FTSE 100 o 0,5 %.

Stejně jako světové burzy, tak i ta pražská byla poznamenána masivními výprodeji na konci měsíce února, které poslaly index PX na závěrečných 1 628 bodů (-2,1 % m/m). Nejúspěšnějším titulem se staly realitní akcie ECM, které i přes absenci kurzotvorných zpráv posílily o 8,8 % na 1 602 Kč. Důvodem byl jednak přechod investorů z akcií Orca, tak i dvě nová doporučení s cílovými cenami nad 1 900 Kč. Pozadu nezůstala ani Komerční banka, která přidala 8,5%. K příznivému vývoji titulu pomohl slušný výsledek hospodaření v roce 2006 a navrhovaná dividenda 150 Kč (dividendový výnos 4,1 %). Vyšší než očekávanou dividendou (50 Kč vs. oček. 40 Kč) upoutala rovněž Telefonica O2, která svými výsledky za rok 2006 splnila tržní očekávání. Akcie Telefoniky O2 v únoru posílily o 4,8 % na 554 Kč. Naopak nepříznivému vývoji podlely akcie firmy Pegas (-9,2 % na 679 Kč), které se tak stále obchodují pod cenou primární emise. Akcie postrádají kurzotvorné zprávy a navíc první doporučení mělo nízkou cílovou cenu (650 Kč). Další doporučení již ale byla optimističtější (cílové ceny nad 800 Kč). Akcie ČEZu se stále nemohou vzpamatovat z lednového poklesu a dále oslabily o 6,8 %, i když zveřejněné výsledky za rok splnily očekávání a management revidoval výhled na další rok směrem nahoru. Akcie CME korigovaly svá předchozí maxima a poklesly o 7,5 %, a to přesto, že zveřejněné výsledky za čtvrté čtvrtletí 2006 byly mírně lepší než očekávání. Významný pokles zaznamenaly i akcie Zentivy, Unipetrolu a Erste Bank (-7,5 %, -6,2 % a -5,2 %).

Vývoj hlavních světových indexů

Region	Index	1 měsíc	od poč. roku
USA	S&P 500	-2.2%	-0.8%
	Russel 2000	-0.9%	0.7%
Evropa	FTSE Eurotop	-2.3%	-0.6%
Velká Británie	FTSE	-0.5%	-0.8%
Japonsko	Nikkei	1.3%	2.2%
Rozvíjející se trhy	Morgan	-0.7%	-1.9%



Globální vývoj jednotlivých sektorů

Sektor	1 měsíc	od poč. roku
Energie	-1.8%	-4.3%
Materiály	3.0%	4.9%
Průmysl	0.4%	2.9%
Ostatní spotř. zboží	-0.6%	1.3%
Zboží denní spotř.	-0.1%	1.2%
Zdravotnictví	-1.2%	0.6%
Finance	-1.4%	-0.4%
IT	-2.3%	-1.3%
Telekomunikace	-0.2%	2.3%
Služby	2.1%	2.0%

Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

KOMODITY - REALITY

Rušná doba posledních dní nepostihla všechny realitní reality stejně

Spekulativní hra s největším španělským REIT je u konce

Američanům se nové domy stále zdají drahé

Zásoby zemědělských plodin na nových minimech

Poptávka po energiích stále vysoká i přes očekávané zpomalení ekonomik

Čína dramaticky zvyšuje výrobu hliníku

Investoři sledující poslední vývoj si nemohli nevšimnout korekce na kapitálových trzích, kterou spustily výprodeje v Číně a podpořila i špatná čísla z americké ekonomiky. Nevyhnuly se tomu ani realitní trhy. Pokud bychom dohlédli pouze na konec února, nešlo o nijak významný posun směrem na jih. Z pohledu jednotlivých regionů šlo spíše o období stagnace, kde výraznější zisk zaznamenala pouze Asie díky růstu REITs v Japonsku. Pokud však zahrneme i první březnové týdny, zjistíme, že posledními únorovými dny korekce nekončila. Trhy v Evropě i Asii oslabily o 10 %, resp. o 11 %. V celkovém kontextu však mají realitní trhy z čeho rozdávat, vzhledem k ziskům z posledních dvou let. Regionem, který poslednímu vývoji na trzích odolal, byla východní Evropa, což potvrdilo naše očekávání, že je zde potenciál z pohledu nevýrazných výsledků v předchozím roce.

Prudký propad zaznamenaly španělské REITs. Příčinou je konec "hry" kolem největšího REIT ve Španělsku Metrovacesa. Oba majoritní akcionáři se totiž dohodli, jakým způsobem si společnost rozdělí a ukončili tak spekulace, které hnaly cenu strmě vzhůru.

Pokud jsme se na začátku zmínili o špatných makrodatech v Americe, šlo především o signál, který naznačuje, že proces stabilizace amerického trhu nemovitostí bude mít daleko pomalejší průběh než se mohlo na přelomu roku zdát. V lednu oslabily meziměsíčně prodeje nových domů o 16 %.

Zemědělské plodiny jsou stále velkým tématem v oblasti komodit. Zejména u kukuřice a pšenice jsou zásoby na nových minimech. To je dáno stálým zvyšováním poptávky vlivem spotřeby potravin a výroby ethanolu. V 70. letech, kdy byly zásoby takto nízké, vyskočila cena pšenice a kukuřice do rekordních výšin. Podmínky tehdy byly jiné, ekonomiky Číny a Indie nerostly dvouciferným růstem, okrajová byla produkce ethanolu.

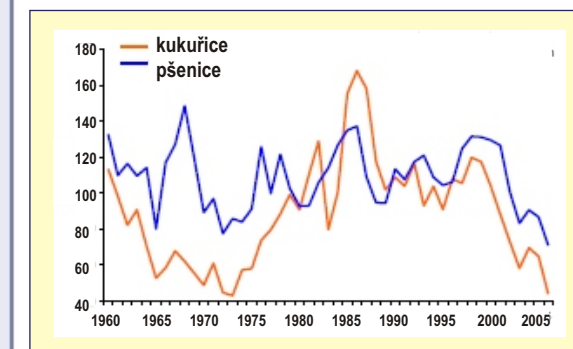
Komoditní index Deutsche Bank v únoru posílil o 5,1 %. Od počátku letošního roku je silným tahounem právě cena kukuřice (+10,3 %). Cenám energií se také dařilo, neboť poptávka po ropných produktech je v letošním roce stále velmi silná. Zásoby benzínu jsou velmi nízké pro toto roční období. Poptávka rostla díky obecně nižším cenám v průběhu letošní zimy a také díky tomu, že zatím nijak neodráží očekávané zpomalování americké ekonomiky.

Cena zlata je ovlivňována pozicemi spekulativních investorů, kteří drží dlouhé pozice. Díky tomu cena zlata více kolísala. Cena hliníku, která za jeden rok vzrostla o 31 %, bude v letošním roce ovlivněna vysokou produkcí čínských výrobců. Čína zvýšila už v průběhu roku 2006 svou výrobu o 60 %, jelikož její vlastní spotřeba tvoří čtvrtinu celkové světové produkce.

Realitní trh (REITs)

	Index	za měsíc	od poč. roku
Evropský trh	EPRA	-0.6%	-1.0%
<i>Roční dividendový</i>		2.5%	
Americký trh	FNERTR	-2.2%	6.0%
<i>Roční dividendový</i>		3.6%	
Japonský trh	EPRA Japan	5.7%	17.4%

Světové zásoby kukuřice a pšenice



Komoditní trh

Komodity	Kurz/cena	za měsíc	od poč. roku
Celý trh		5.1%	2.6%
Ropa Brent	60.9	7.8%	1.7%
Zemní plyn	6.3	-4.8%	15.9%
Zlato	638.0	3.1%	5.4%
Stříbro	12.8	3.9%	10.0%
Zemědělské plodiny		3.2%	1.2%

Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007

TRHY V ČÍSLECH

		Index/hodnota	1 měsíc	od začátku roku	12 měsíců	3 roky p.a.
MĚNY	CZK k USD	21.34	1.1%	-2.4%	11.3%	6.8%
	CZK k EUR	28.23	-0.4%	-2.6%	0.4%	4.9%
	USD k EUR	1.32	-1.5%	-0.2%	-9.9%	-1.9%
	JPY k USD	118.56	1.8%	0.4%	-2.4%	-2.7%
DLUHOPISY	USA		1.8%	1.6%	4.9%	3.0%
	Evropa		1.1%	0.6%	0.8%	3.7%
	Rozvíjející se trhy		1.7%	1.4%	7.7%	11.0%
	Česká republika		1.0%	0.9%	0.8%	4.0%
AKCIE	USA	<i>S&P 500</i>	-2.2%	-0.8%	9.9%	7.1%
	USA	<i>Russell 2000</i>	-0.9%	0.7%	8.6%	10.7%
	Evropa	<i>FTSE Eurotop 100</i>	-2.3%	-0.6%	7.4%	11.5%
	Velká Británie	<i>FTSE 100</i>	-0.5%	-0.8%	6.6%	11.2%
	Japonsko	<i>Nikkei</i>	1.3%	2.2%	8.6%	16.8%
	Rozvíjející se trhy	<i>Morgan Stanley</i>	-0.7%	-1.9%	14.5%	23.3%
REALITY	Amerika	<i>FNERTR</i>	-2.2%	6.0%	31.1%	25.8%
	Evropa	<i>RPRA</i>	-0.6%	-1.0%	30.7%	33.8%
KOMODITY	Ropa	<i>Brent</i>	7.8%	1.7%	0.2%	24.3%
	Komoditní index	<i>GoldmanSachs</i>	3.9%	1.0%	-12.2%	2.2%
	Komoditní index	<i>DeutscheBank</i>	5.1%	2.6%	11.5%	24.1%

Pramen: Bloomberg data k 28.2.2007



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