







# Měsíční zpráva klientům

## Prosinec 2006

-  **Rekordně nízká nezaměstnanost v ČR**
-  **ECB zvýšila úrokové sazby na 3,50 %**
-  **Akcie ČEZu překonaly magickou hranici 900 korun**
-  **Energie na počátku zimy rostou**



Atlantik - Kilcullen  
Asset Management

**Atlantik**  
FINANČNÍ TRHY

# EKONOMIKA A MĚNY - vyspělé země

Spojené státy - revize růstu HDP za 3Q výrazně nahoru, ale výhled nezměněn

Růst americké ekonomiky za třetí čtvrtletí byl revidován na 2,2 % (q/q anualizovaně) z původně oznámených 1,6 %. Revize zlepšila výsledky zahraničního obchodu a také posílila růst investic včetně zásob. Nicméně pohled na ekonomiku se nemění - růst nadále táhne spotřeba domácností a její nižší přírůstek je hlavním důvodem zpomalení růstu HDP. Růst by měl oslabovat i příští rok díky vyšším sazbám a drahým vstupům (energie, kovy apod.). V druhé polovině listopadu se vystupňoval prodejní tlak na dolar, kurz eura k dolaru posílil až na 1,5-letá maxima. Britská libra se k americké měně obchoduje dokonce nejvýše za posledních 14 let. Investoři reagují na zprávy o zpomalení americké ekonomiky a na další očekávaný vývoj úrokových sazeb.

Dolar klesá na dlouhodobá minima

Propad bytové výstavby byl hlavním faktorem zpomalení ekonomiky ve třetím čtvrtletí. Ovšem i přes pokles na 6-letá minima poslední výsledky nadále ukazují, že pokles nemusí být u konce, protože propad nezpomaluje a ceny nemovitostí se stále drží vysoko.

Propad bytové výstavby stále nekončí

Spotřebitelský sentiment domácností zůstává silný

Spotřebitelská důvěra amerických domácností zůstává stále relativně vysoko, což je jeden z indikátorů, že americká ekonomika nemá před sebou velký propad, ale spíše mírné zpomalení, tzv. "soft landing".

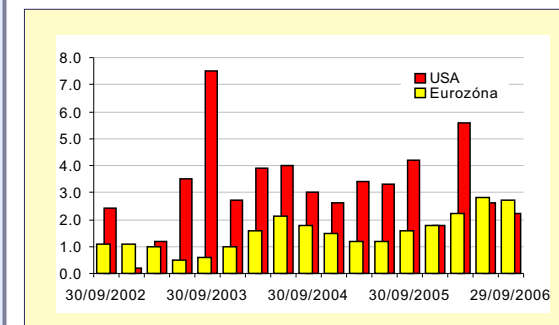
Eurozóna - ECB zvýšila sazby na 3,50 %

Evropská centrální banka podle očekávání zvýšila úrokové sazby o 25 bps na 5-leté maximum 3,50 %. Přes prudké posilování eura si ECB udržela jestřábí komentáře, i když již nebyly tak ostré jako v průběhu třetího čtvrtletí. I přes pokles cen ropy vnímá ECB nadále rizika zvýšené inflace díky rychlému růstu peněžní zásoby a ekonomickému oživení.

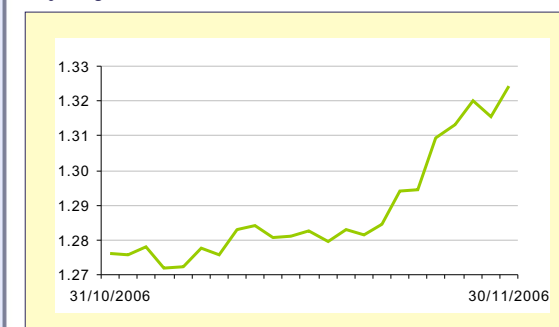
Eurozóna drží růst ekonomiky

Meziroční růst hrubého domácího produktu v zemích Eurozóny ve třetím čtvrtletí zpomalil na 2,7 % z 2,8 % ve čtvrtletí druhém. Růst ekonomiky táhl i ve třetím čtvrtletí růst exportu, ale také lepší se spotřeba domácností. Z hlediska tvorby HDP zpomalil růst v průmyslu a ve službách. Celkově výsledky vyznívají příznivě, protože zpomalení je vůči očekávání velmi malé. Příští rok by měl přinést další zpomalení kvůli působení přísnější monetární politiky, silnějšího eura a také kvůli zvyšování DPH v Německu od ledna 2007.

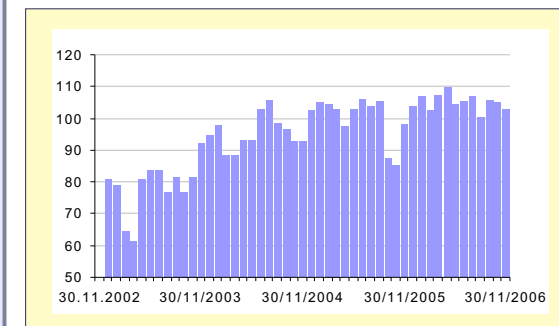
## Vývoj HDP: USA vs. Eurozóna (v %)



## Vývoj kurzu USD k EUR



## USA - spotřebitelská důvěra amerických domácností



Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

# EKONOMIKA A MĚNY - střední Evropa a rozvíjející se trhy

**Ekonomika drží vysoké tempo**

Hrubý domácí produkt ve 3. čtvrtletí meziročně vzrostl o 5,8 %. Ekonomika si drží silný růst, který je rozložen mezi domácí a zahraniční poptávku. Výraznější růst investic (7,2 %) doplnila silná tvorba zásob, tyto položky vytvořily téměř dvě třetiny růstu. Růst investic je tak příslibem dalšího růstu. Spotřeba domácností (4,0 %) si udržela tempo z první poloviny roku. Nárůst exportu (11,4 %) opět předstihl importy (10,6 %), a to především díky vývozu zboží (12,8 %).

**Slovenská ekonomika s rekordní růstem posiluje pozici ekonomického tygra střední Evropy**

Slovenská ekonomika ve 3. čtvrtletí dosáhla rekordního růstu 9,8 % meziročně. Klíčovou položkou se stala tvorba zásob, ale také spotřeba domácností (6,5 %) a investice (6,7 %) rostly silně. Kromě toho zrychlil export (23,8 %) a i při silném dovozu (22,9 %) se stále více stává významnější prvkem celkového růstu. Slovensko posiluje svoji pozici rychle rostoucí ekonomiky před ČR a Polskem. S mírným odstupem následuje Maďarsko, které by navíc mělo dále zpomalit díky stabilizaci veřejných financí.

**Nová maxima regionálních měn**

Na začátku prosince česká koruna posunula historické maximum na 27,84 CZK/EUR. Letos nejrychleji posiluje slovenská koruna, která má nové maximum 35,11 SKK/EUR a od začátku roku 2006 zpevnila k euru o 7,3 %. Maďarský forint dosáhl „jen“ devítiměsíčního maxima. Oslabující dolar vede investory k opětovnému zájmu o emerging markets. Navíc díky propadům amerického dolaru dobývají regionální měny historická maxima k dolaru, v případě české koruny je to úroveň 20,96 CZK/USD.

**Centrální banky nezvyšují sazby kvůli posilování regionálních měn**

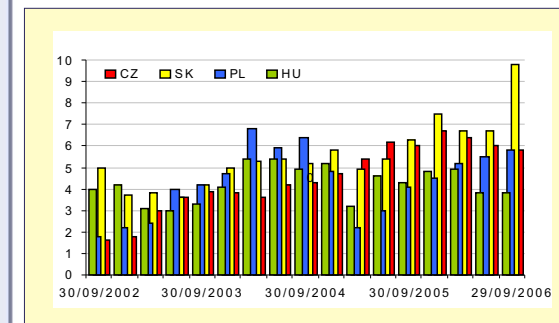
Maďarská centrální banka v listopadu ponechala úrokové sazby překvapivě beze změny na úrovni 8,00 %. Trh očekával šesté zvýšení sazeb v řadě o 25 bps. HMB odůvodnila svoje rozhodnutí posilujícím forintem, který vedle vyšších sazeb tlumí část inflačních tlaků. ČNB i NBS nezvyšují poslední dva měsíce sazby, navzdory původnímu očekávání a hlavními argumenty v obou případech jsou posilující měny.

**Rekordně nízká nezaměstnanost v ČR**

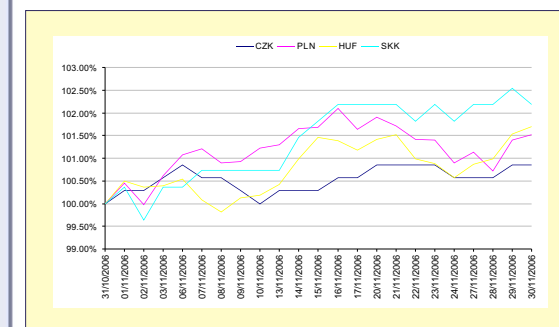
Nezaměstnanost v listopadu poklesla na letos nejnižší úroveň 7,3 %. Bohužel vzhledem k změně metodiky nelze srovnávat údaje starší než rok 2004, ale počty nezaměstnaných ukazují na nejnižší úroveň za posledních 5,5 let. Současný pokles nezaměstnanosti je na první pohled příznivý, nicméně vzhledem k růstu ekonomiky je spíše zklamáním. Výraznějšímu poklesu nezaměstnanosti brání štedré sociální dávky, malá flexibilita pracujících a rigidní pracovní právo. Agentura S&P potvrdila rating ČR na stupni "A-" s výhledem ratingu "pozitivní". Ovšem pokud nedojde k nezbytným reformám (sociální stát), je agentura připravena příští rok snížit výhled ratingu na stabilní. Výhled ratingu je přitom jemnější škála hodnocení.

**Rating od S&P s podmínkou**

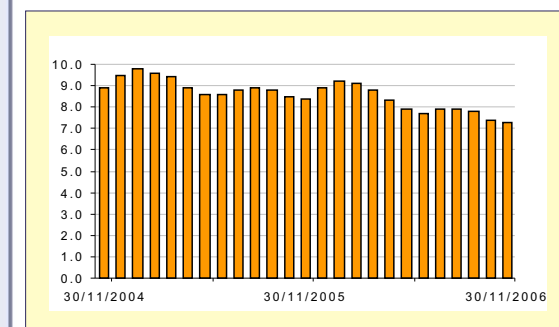
## Vývoj HDP zemí střední Evropy



## Vývoj středoevropských měn k EUR



## Nezaměstnanost ČR v %



Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

# DLUHOPISY

Americké dluhopisy již pět měsíců rostou

Americké dluhopisy zahájily měsíc poklesem i přes pozitivní zprávu o téměř polovičním objemu emitovaných státních dluhopisů (pouze 63 mld. USD oproti plánovaným 104 mld. USD). Mezi hlavní data z USA se zařadil vyšší růst mezd ve třetím čtvrtletí a nižší počet nově vytvořených pracovních míst mimo sektor zemědělství ve srovnání s očekáváním. Naopak revize nově vytvořených pracovních míst za září a říjen ve výši 139 tisíc byla překvapením. Druhá polovina měsíce přinesla americkým dluhopisům růst, který znamenal pro listopad slušných 1,1 %. Za těmito výsledky stály především informace o nižší inflaci (pokles o 0,5 %). V listopadu rovněž poklesl americký index cen výrobců (o 1,6 %) a jádrová inflace (o 0,9 %), u níž analytici původně očekávali dokonce růst. O 0,5 % pak poklesl také index amerických spotřebitelských cen. Pokles úrokových sazeb v průběhu příštího roku je tedy opět pravděpodobnější. Od začátku roku americké dluhopisy přinesly investorům již 4,0 %, avšak pro korunové investory hraje negativní roli posílení CZK k USD o 16,6 % od začátku roku. Oslabení dolaru tak letos udělalo z dolarových investic nepříliš atraktivní aktivum.

ECB pravděpodobně zvedne základní úrokovou sazbu

Evropské dluhopisy se na začátku listopadu mírně propadly, avšak do konce měsíce stihly poporůst o 0,5%, tj. o 1,0 % od začátku roku. Mezi hlavní faktory, které působily na pohyb cen dluhopisů patřila zpomalující inflace (v září z 1,7 % na 1,6 %), jejíž dopad však byl snížen prohlášením zástupců ECB o pravděpodobném zvyšování sazeb na prosincovém zasedání. Hlavním důvodem tohoto kroku jsou rostoucí ceny nemovitostí, které prozrazují inflační riziko. Růstu pomohl také slabší index podnikatelského klimatu německého průmyslu, avšak po pozitivních číslech indexu německé podnikatelské důvěry Ifo reagovaly dluhopisy poklesem. Za zmínku stojí invertování výnosové křivky u níž poprvé za šest let má desetiletý dluhopis výnos nižší než dvouletý dluhopis. Na rozdíl od USA je evropská ekonomika stále ve fázi mírného růstu a tak lze očekávat další zvýšení sazeb ECB ze současných 3,5 % na očekávaných 3,75 % - 4 %.

Listopad českým dluhopisům přál

Českým dluhopisům se v listopadu dařilo - připsaly si 1,0 % a od začátku roku tak vzrostly o 0,8 %. Z českého dluhopisového trhu stojí za zmínku první emise státního dluhopisu se splatností 30 let. Rating českých vládních závazků od společnosti Standard & Poor's byl potvrzen na stupni A u korunových závazků a A- u závazků v cizí měně. Zmíněna byla nutnost nápravy veřejných rozpočtů, v opačném případě by hrozilo zhoršení výhledu českého ratingu.

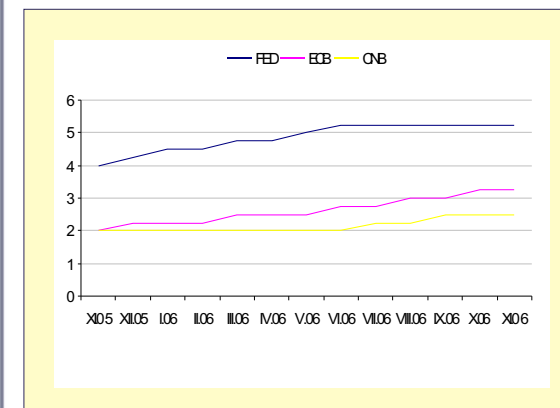
## Dluhopisy

Výnos do splatnosti	USA	EU	ČR
<b>1 rok</b>	<b>5.1</b>	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.1	0.0	-0.1
<b>5 let</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.1	-0.1	-0.2
<b>10 let</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.1	-0.1	-0.2
<b>30let/ 15let ČR</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.2	0.0	-0.1

Výnos do splatnosti	HUF	PLN	SK
<b>1 rok</b>	<b>8.0</b>	<b>4.3</b>	
<i>měsíční změna</i>	-0.3	-0.1	
<b>3 let</b>	<b>7.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.3	0.0	-0.2
<b>5 let</b>	<b>7.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.3	-0.1	-0.2
<b>10let (SK 8let)</b>	<b>6.9</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>
<i>měsíční změna</i>	-0.3	-0.1	-0.2

Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

## Vývoj klíčové úrokové sazby



Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006



# AKCIE

Americké akcie pokračovaly v listopadu v růstu

Akciové trhy v listopadu posilovaly a index Dow Jones tak v listopadu stoupl o 1,2 %, index Nasdaq o 2,8 %. Důvody pro růst akcií v USA jsou v zásadě dva: a) ceny ropy se drží téměř na ročních minimech b) výsledky ekonomiky - ty jsou sice slabší, ale tím zároveň nedovolují FEDu pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb; FED může sazby v budoucnu dokonce i snížit, a to v případě, že bude pokračovat pokles inflace. Nejvíce posílil v USA sektor výrobců stavebních materiálů, index S&P Construction stoupl o 11 % m/m. Výrazněji posílily i ropné společnosti a index S&P Oil tak vzrostl o 8,1 % m/m. Značně stouply i ceny akcií výrobců telekomunikačních zařízení – index S&P Telecom.

Ekonomika EU roste silně, akcie posilovaly jen mírně

Ekonomika Eurozóny v posledních měsících pokračuje v růstu, což potvrdily i výsledky HDP SRN a Eurozóny. Index DAXv listopadu přidal 0,6 % m/m. Na druhou stranu index londýnské burzy FTSE 100 v listopadu oslabil o 1,3 %. Celkový index evropských akcií BE 500 (BE500 Index) v listopadu stagnoval (+0,2 % m/m). Z jednotlivých sektorů nejvíce v listopadu přidaly energetické společnosti, a index BE500 Electric tak v listopadu posílil o 3 % m/m. Celkově pozitivní sentiment v tomto sektoru byl způsoben ohlášenými fúzemi v sektoru a dobrými hospodářskými výsledky společností. Posílily i výrobci chemických výrobků – index BE500 Chemicals stoupl o 1,6 % m/m.

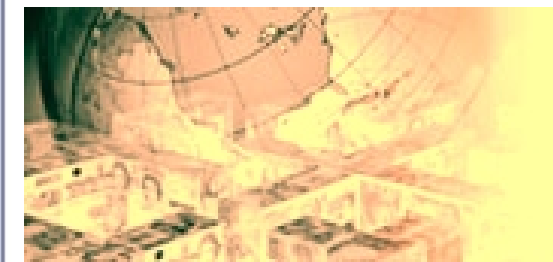
ČEZ překonal magickou hranici 900 Kč za akcii

V měsíci listopadu došlo k dalšímu posilování výkonnosti na pražské burze a index PX tak posílil o 2,1% m/m na 1570,6 bodů. Za růstem výkonnosti pražské burzy stojí především růst akcií ČEZu, Unipetrolu a Erste Bank. Celkově pozitivní sentiment na akciových trzích tak stále pokračoval. Také ostatní trhy pokračovaly v růstu, index maďarské burzy BUX posílil o 2,2 % m/m a index polské burzy posílil v listopadu dokonce o 6,0 % m/m.

Největší posílení zaznamenaly v měsíci listopadu akcie Unipetrolu (+8,5% m/m). Unipetrol oznámil v listopadu své výsledky. Výsledky byly sice negativně ovlivněny jednorázovými položkami (prodej Spolany a daňová vratka). Po zohlednění tohoto vlivu však byly výsledky lepší než očekávání trhu. Druhé největší posílení zaznamenaly akcie ČEZu, které uzavřely měsíc na historickém maximu 939,4 Kč (+7,9 % m/m). ČEZ zveřejnil své výsledky v polovině měsíce. Výsledky byly v souladu s očekáváním trhu, ale trh je vyhodnotil jako silné a ČEZ tak poprvé překonal hranici 900 Kč. Výrazněji posílily i akcie Erste Bank (+3,9 % m/m). Erste oznámila, že v příštím roce dojde ke změně struktury ve skupině. Na druhou stranu popřela informaci o oddělení východoevropské části.

## Vývoj hlavních světových indexů

Region	Index	1 měsíc	od poč. roku
USA	S&P 500	1.6%	12.2%
	Russel 2000	2.5%	16.8%
Evropa	FTSE Eurotop	-1.3%	9.3%
Velká Británie	FTSE	-0.8%	1.0%
Japonsko	Nikkei	-0.8%	1.0%
Rozvíjející se trhy	Morgan	7.3%	23.7%



## Globální vývoj jednotlivých sektorů

Sektor	1 měsíc	od poč. roku
Energie	5.6%	18.0%
Materiály	3.3%	22.7%
Průmysl	3.0%	13.9%
Ostatní spotř. zboží	2.0%	15.9%
Zboží denní spotř.	1.2%	15.1%
Zdravotnictví	-0.1%	8.3%
Finance	1.3%	17.2%
IT	3.2%	8.8%
Telekomunikace	1.7%	23.0%
Služby	4.6%	28.2%

Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

# KOMODITY - REALITY

## Evropské reality zpomalily

Už šestý měsíc v řadě nezná evropský realitní trh jiný směr než vzhůru. V listopadu sice šplhal pomaleji (+2,4%) než v předchozích měsících, stále to však s přehledem stačilo na indexy dluhopisové i akciové. Od května, kdy sestoupily nemovitosti v Evropě do základního tábora, stačily už dobýt historické maximum. Odvrácenou stranou mince je však fakt, že jsou evropské reality v současnosti obchodované s historicky nejvyšší premií (investoři jsou ochotni platit vyšší cenu, než je hodnota portfolia těchto realitních společností).

## Nemovitosti v Americe i v listopadu překonaly Evropu

Americký trh srovnal krok s evropským. Důvodem je velké množství kapitálu tekoucího z penzijních fondů, které do REITs ukládají velké objemy peněz také kvůli jejich zvyšující se závislosti na pohybu cen dluhopisů. Z hlediska oborů si nejlépe vedla kancelářská centra (+8%), která nemají problém najít nové nájemníky a jejich obsazenost stále stoupá. Naopak ceny rezidenčních nemovitostí poklesly (-0,1%), přestože se potvrdilo, že index dostupnosti domů má své dno za sebou - to však hlavně díky příznivému vývoji dlouhodobých sazeb.

## ECM na burze - zajímavá realitní investice

Událostí měsíce na domácím trhu byl vstup na burzu realitní společnosti ECM. Tomu předcházela aukce, která zpřístupnila akcie veřejně obchodované společnosti i pro drobné investory. To se stalo poprvé od kupónové privatizace. O nováčka byl podle očekávání obrovský zájem. Odhadovaná hodnota portfolia ECM pro rok 2009 je 750 mil. EUR, což je cca o 200% více než jeho aktuální cena. Investiční část portfolia (zajišťuje pravidelný příjem z pronájmů) je sice jen 14%, což je ve srovnání s částí developerskou výrazně méně, toto vyšší riziko jde však ruku v ruce s vyšším potenciálem výnosu.

## Energie na počátku zimy rostou

Ceny ropy pokračovaly v růstu, a to až na úroveň 64.4 USD/barel. I přes zvýšení produkce mimo země OPEC nestačila nabídka pokrýt výjimečně vysokou poptávku. Nízké ceny pro spotřebitele vedly letos k vysoké spotřebě, a tedy k vyčerpávání zásob. Příští rok očekávají energetické agentury další zvýšení nabídky, která bude proudit z nových těžebních projektů. Reálný dopad těchto projektů je však již zapracován v dnešních cenách. Nové projekty těžby v Brazílii a Sudánu byly nastartovány letos v říjnu, těží se také nová pole v Rusku a Ázerbajdžánu. Studené počasí v Severní Americe je příznivé pro ceny zemního plynu a topného oleje.

## Výroba biopaliv táhne poptávku po zemědělských plodinách vzhůru

Kukuřice a pšenice jsou stále na vzestupu, neboť zásoby v USA i jinde ve světě jsou na rekordně nízké úrovni a čeká se jejich další snižování. Poptávku po kukuřici zvyšuje spotřeba výrobců bionafty. Sója, třetí nejdůležitější plodina, má dosud zásoby relativně bohaté.

## Realitní trh (REITs)

	Index	za měsíc	od poč. roku
<b>Evropský trh</b>	EPRA	2.4%	37.3%
<i>Roční dividendový</i>		2.6%	
<b>Americký trh</b>	FNERTR	4.7%	37.2%
<i>Roční dividendový</i>		3.6%	
<b>Japonský trh</b>	EPRA Japan	-1.0%	17.8%

## Evropský realitní trh dle zemí

Země	změna za měsíc	od počátku roku
Španělsko	13.8%*	100.2%*
Francie	3.8%	54.9%
Holandsko	-0.3%	29.6%
Švédsko	3.7%	74.9%
Velká Británie	1.6%	37.7%
Německo	4.3%	42.5%
Belgie	-2.8%	13.5%

\*listopadové hodnoty jsou z technických důvodů uvedeny za GPR index

## Komoditní trh

Komodity	Kurz/cena	za měsíc	od poč. roku
Celý trh	629.3	5.1%	-12.5%
Ropa Brent	64.3	8.9%	9.0%
Zemní plyn	8.8	17.4%	-21.2%
Zlato	646.9	6.6%	24.7%
Stříbro	13.9	13.5%	57.9%
Zemědělské plodiny	659.1	8.2%	15.0%

Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

# TRHY V ČÍSLECH

Index/hodnota		1 měsíc	od začátku roku	12 měsíců	3 roky p.a.	
MĚNY	CZK k USD	21.06	4.7%	16.6%	16.7%	8.2%
	CZK k EUR	27.89	0.9%	4.3%	3.8%	4.7%
	USD k EUR	1.32	-3.6%	-10.5%	-11.0%	-3.2%
	JPY k USD	115.80	1.0%	1.7%	3.5%	-1.8%
DLUHOPISY	USA		1.1%	4.0%	5.2%	3.9%
	Evropa		0.5%	1.0%	1.9%	5.1%
	Rozvíjející se trhy		1.3%	9.2%	11.2%	11.6%
	Česká republika		1.0%	0.8%	1.6%	3.9%
AKCIE	USA	<i>S&amp;P 500</i>	1.6%	12.2%	12.1%	9.8%
	Evropa	<i>FTSE Eurotop 100</i>	-1.3%	9.3%	12.4%	13.6%
	Japonsko	<i>Nikkei</i>	-0.8%	1.0%	9.4%	17.2%
	Rozvíjející se trhy	<i>Morgan Stanley</i>	7.3%	23.7%	30.9%	28.4%
REALITY	Amerika	<i>FNERTR</i>	4.6%	37.2%	36.9%	28.0%
	Evropa	<i>RPRA</i>	2.4%	37.3%	42.6%	35.9%
KOMODITY	Ropa	<i>Brent</i>	2.5%	16.8%	16.1%	12.9%
	Komoditní index	<i>GSCIER</i>	-1.3%	7.7%	11.5%	11.7%

Pramen: Bloomberg data k 30.11.2006

## 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