

**Bankovní krize USA se šíří do Evropy. Bojíte se? Není divu, u neznámého nebezpečí jsou obavy přirozené. Co s tím lze dělat? Prvním krokem spočívá v nahrazení strachu z neznámého realistickým očekáváním. Toho lze docílit pochopením příčin, vývoje a vzájemných souvislostí, což sice zabere dost času (nebo s trochou nadsázky si stačí přečíst tento článek), ale vyplatí se. Druhým krokem pak je nalézt na tom špatném i dobré stránky, finančními slovy „profitovat z toho“.**

Příčiny krize sahají až do roku 2002. Tehdejší rekordně nízké sazby 1% nastartovaly:

- **oslabení dolaru**, jehož pokles byl dále tažen deficitem obchodní bilance a vysokým růstem peněžní zásoby. Jedním z negativních důsledků slabého dolaru pak byl růst cen komodit, mimo to tažený silnou celosvětovou poptávkou a geopolitickým napětím na Blízkém východě. Vysoké ceny komodit pak postupně oslabily finanční situaci domácností a promítnuty do inflace donutily centrální banku zvýšit sazby až na 5%, což mimo jiné domácnostem skokově zvýšilo splátky hypoték a přispělo k prasknutí nemovitostní bubliny.

- **boom nemovitostního trhu**, který se později odpoutal od fundamentů, neboť hypotéku tehdy dostal prakticky každý bez ohledu na bonitu (např. tzv. NINJA loans = no income, no job, no assets). Jak je to možné? Hypotéční banky v USA totiž fungují jinak než v ČR (kde banky hypoteční úvěry nechávají ve svých aktivech, takže jim na bonitě klienta záleží) a to tak, že hypotéční úvěry (+ úvěry z kreditních karet, studentské půjčky, spotřebitelské půjčky, atd.) poskládají do koše, který zastřeší cenným papírem a nechají ořejtovat ratingovou agenturou, které za to dobře zaplatí. Takto vytvořené cenné papíry buď prodají globálním investorům (banky, fondy, ...) nebo je zkombinují s deriváty a pákovými nástroji pro dosažení vyššího výnosu, což po dobu růstu nemovitostí fungovalo, ale po prasknutí nemovitostní bubliny se otočilo proti bankám.

**Prasknutí nemovitostní bubliny** – začalo nesplácením nízkobonitních (tzv. subprime) hypoték, na něž byly navázané cenné papíry v objemu pře tisíc mld. USD a většinu ztrát z nich odnesly americké a evropské banky. **Banky** aby si udržely likviditu:

- úpisem nových vlastních akcií hledaly kapitál od cizích investorů, což zpočátku fungovalo, ale s poklesem jejich cen důvěra investorů v banky přestala;
- prodávaly svá likvidní aktiva, tzn. akcie a firemní dluhopisy, čímž nastartovaly medvědí trh, který do teď investorům odmazal biliony dolarů;
- prodávaly propadlé zástavy hypoték, což dále akcelerovalo pokles cen nemovitostí;
- prakticky přestaly poskytovat úvěry (tzv. Credit Crunch), čímž své problémy přenesly i do firemního sektoru;
- výrazně zvýšily hypotéční sazby, čímž se dále zvýšil podíl nesplácených úvěrů a to i z řad bonitních klientů;

Poklesy cen dalších aktiv (akcie, firemní dluhopisy), nárůst defaultů firem, pokles cen propadlých hypotéčních zástav, zvýšení neplatičů jiných bankovních půjček, aj. v kombinaci s pákovými deriváty dále bankám navýšily ztráty do takové míry, že mnoho z nich dospělo k nesolventnosti (a muselo být převzato silnější bankou, dostaly státní pomoc, nebo zbankrotovaly) a ostatní z nich si vzájemně nevěří, takže mezibankovní trh krátkodobých

cenných papírů a půjček zamrzl. Nepomohla ani výrazná a postupně navyšovaná pomoc centrálních bank ve formě dodávání likvidity.

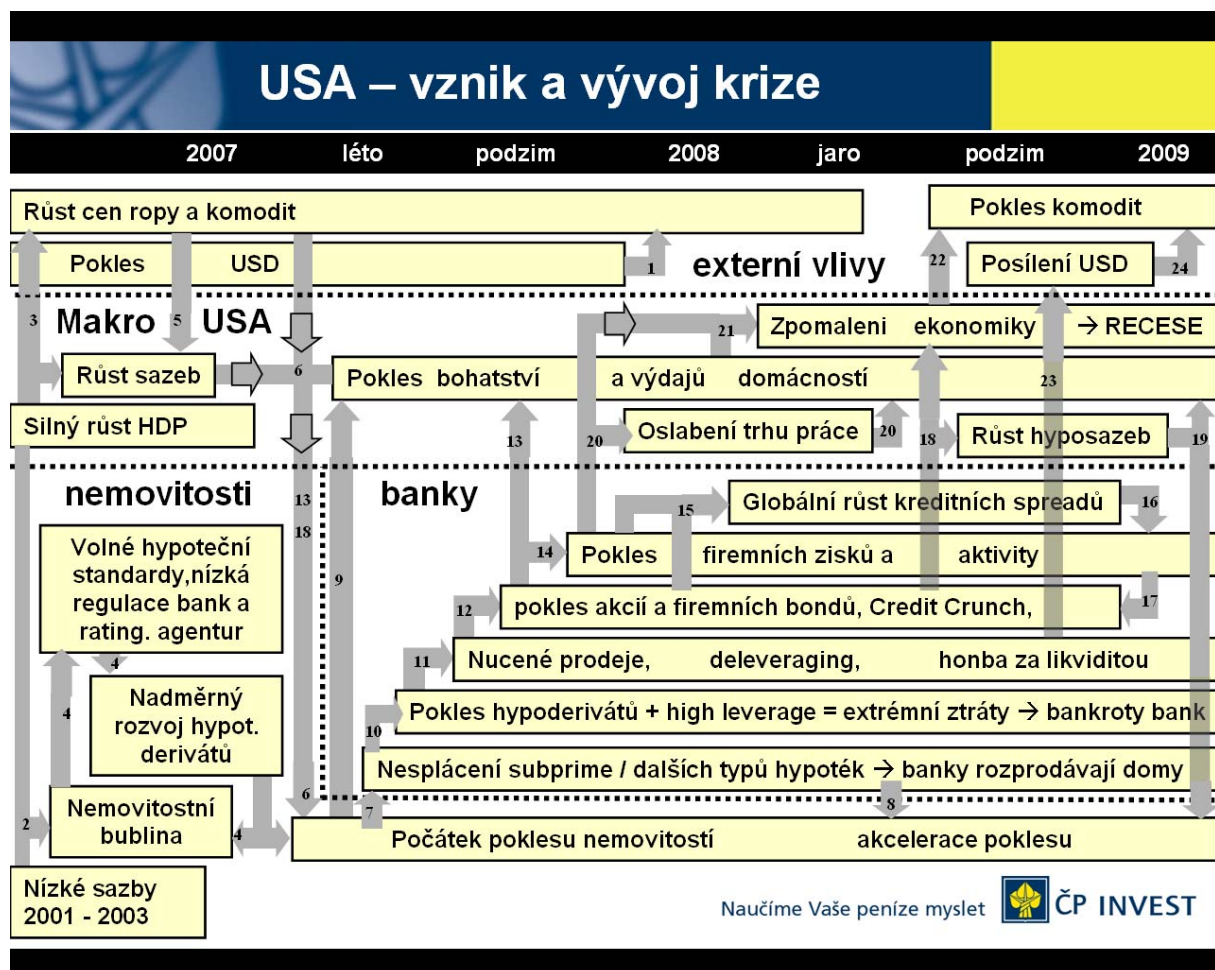
Důsledky se přenesly do **firemního sektoru**, a to ve formě

- nedostatku bankovních úvěrů;
- extrémně vysokých úroků z vlastních dluhopisů (např. 11% p. a. u firmy General Electric s nejvyšším ratingem AAA);
- poklesu poptávky od spotřebitelů;
- poklesu firemních zisků;

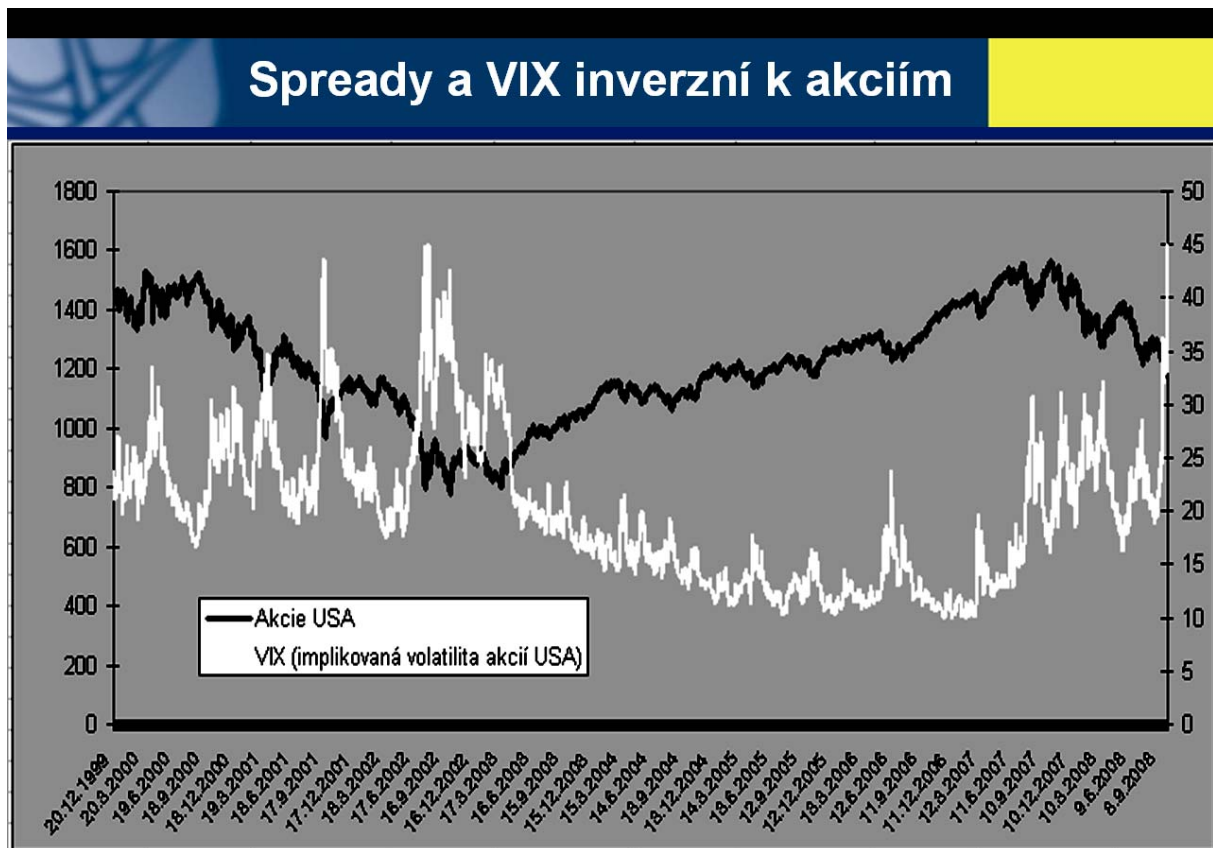
**Situace domácností v USA** se rovněž zhoršuje, a to vlivem:

- poklesu bohatství (nemovitosti, akcie);
- nárůstu výdajů (úroky z půjček, vysoké ceny benzínu);
- poklesu příjmů (prudké oslabení trhu práce);

Všechny tyto a další vlivy výrazně přispěly k zpomalení ekonomické aktivity a USA s vysokou pravděpodobností projde v roce 2009 bolestnou recesí, které se pravděpodobně rozšíří i do EU. Rozvíjející se regiony (včetně ČR) budou postiženy méně, neboť disponují interním motorem růstu (v ČR je to konvergence k EU a konkurenční výhody, v Asii růst domácí poptávky a výhody levné pracovní síly).



**Lze vůbec nalézt na této rozvíjející se krizi něco dobrého? Ano, nízké ceny aktiv**, třeba nyní je možno pořídit byt na Floridě výrazně levněji, než tak učinil bývalý premiér Gross loni. Serioznější a pro tuzemské investory s vyšší rizikovou averzí a delším investičním horizontem přístupnější příležitostí je nákup cenných papírů – akcií a/nebo firemních dluhopisů.



Naučíme Vaše peníze myslet  ČP INVEST

Graf – míra pesimismu (riziková averze) (bíle) bývá inverzní k ceně akcií a nyní již přesahuje úroveň z minulé krize v roce 2002

## Doba trvání a hloubka poklesu akcií



Naučíme Vaše peníze myslet  ČP INVEST

Graf – současná délka a hloubka poklesu akcií již přesahuje průměr z poválečné historie amerického trhu

### Obsah

[Ekonomika USA – úrokové sazby a inflace](#)

[Ekonomika USA – sektor průmyslu](#)

[Ekonomika USA – sektor domácností](#)

[Vývoj akciových trhů](#)

[Indikátory sentimentu trhu](#)

[Fundament akciových trhů](#)

[Akciové trhy – očekávaný vývoj](#)

[Ekonomika ČR](#)

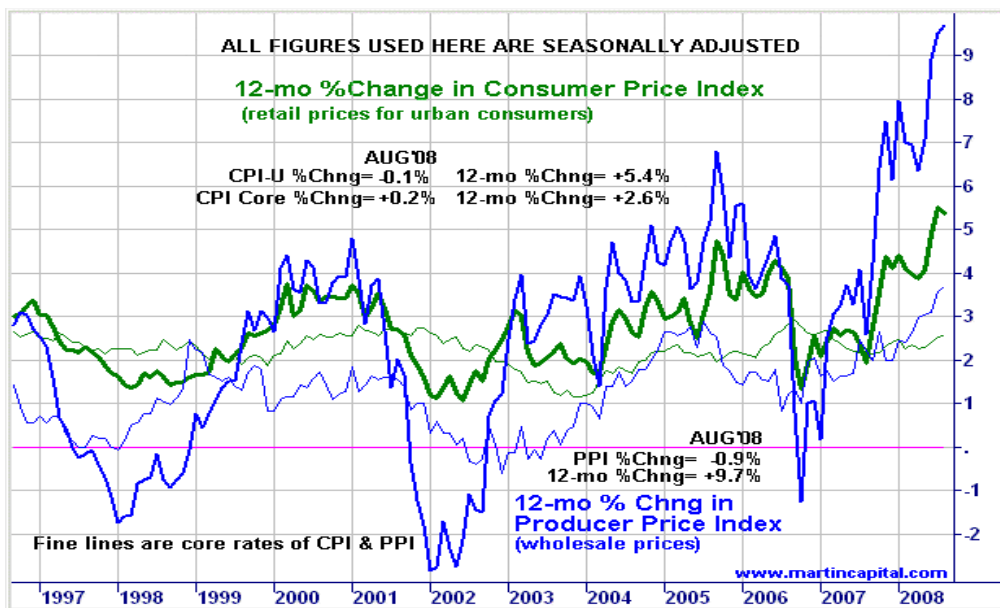
[Peněžní a dluhopisový trh ČR](#)

[Výnosové spready korporátních dluhopisů](#)

[Měny](#)

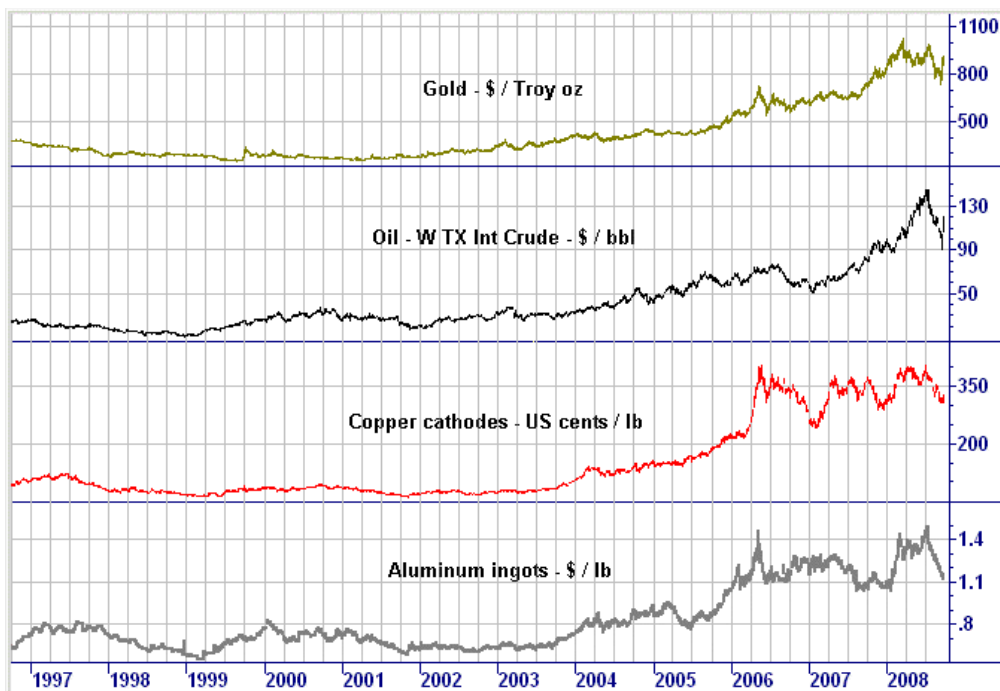
### Ekonomika USA – inflace a úrokové sazby

Produkční ceny (PPI) prudce vzrostly.



**Graf 1 – indexy PPI a CPI v USA (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

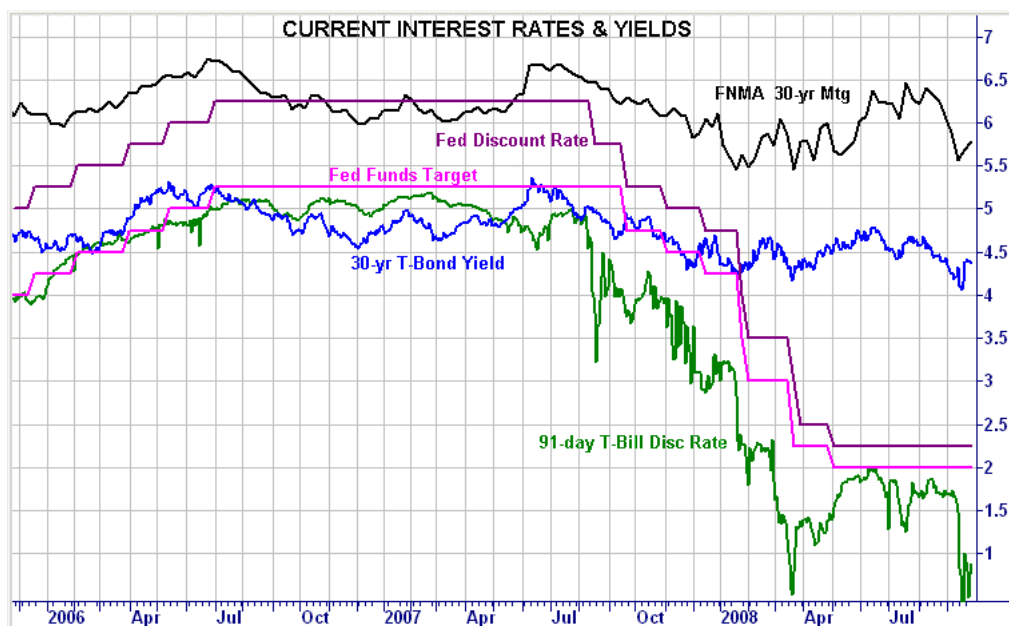
Mezi hlavní důvody růstu patří opožděná reakce na vysoké ceny komodit v čele s ropou v létě 2008. Vzhledem k poklesu cen komodit v posledních 2 měsících (z důvodu celosvětového poklesu poptávky následkem zpomalení světových ekonomik), očekáváme postupný pokles inflace.



**Graf 2 – ceny vybraných komodit (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

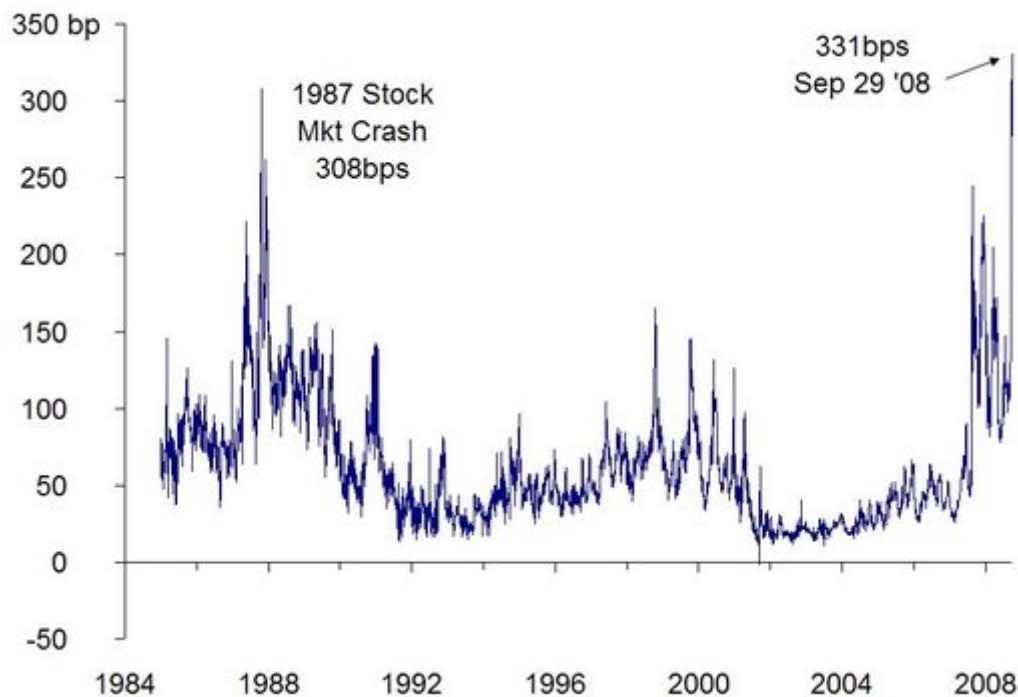
Úrokové sazby v USA jsou na svém minimu 2%. Vzhledem k prudkému zpomalení ekonomiky a problémům bankovního sektoru roste pravděpodobnost dalšího snížení sazeb, zejména pak diskontní sazby. Nutno však dodat, že samotné snížení sazeb by ekonomice moc nepomohlo, neboť zásadním problémem je, že reálné sazby na mezibankovním trhu jsou o cca 3% vyšší v důsledku nedostatku likvidity bankovního sektoru a zejména pak nedůvěry vůči sobě v tom směru, že v důsledku ztrát z hypotéčních a jiných derivátů hrozí mnoha bankám default a ty ostatní kumulují likviditu pro pokrytí

vlastních ztrát a udržení kapitálové přiměřenosti. Dodávání likvidity centrální bankou funguje nedostatečně.



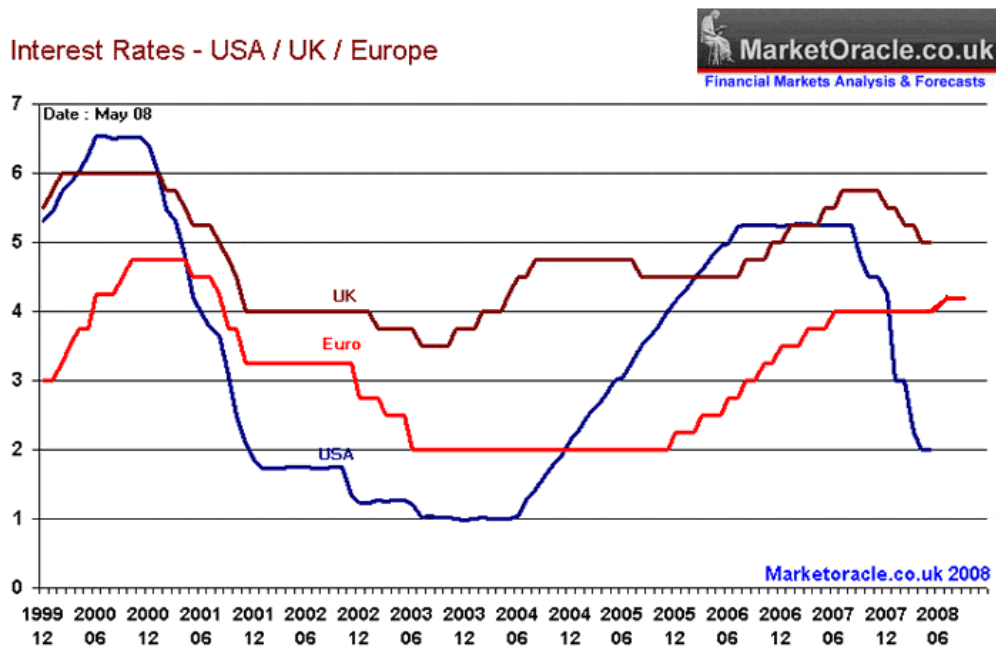
**Graf 3 - krátkodobé a dlouhodobé úrokové sazby v USA (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

- Světle fialová – REPO sazba*
- Tmavě fialová – diskontní sazba*
- Zelená – výnos 3 měsíčních pokladničních poukázek*
- Modrá – výnos 30 ti letých státních dluhopisů*
- Černá – průměrné sazby hypotéčních úvěrů*



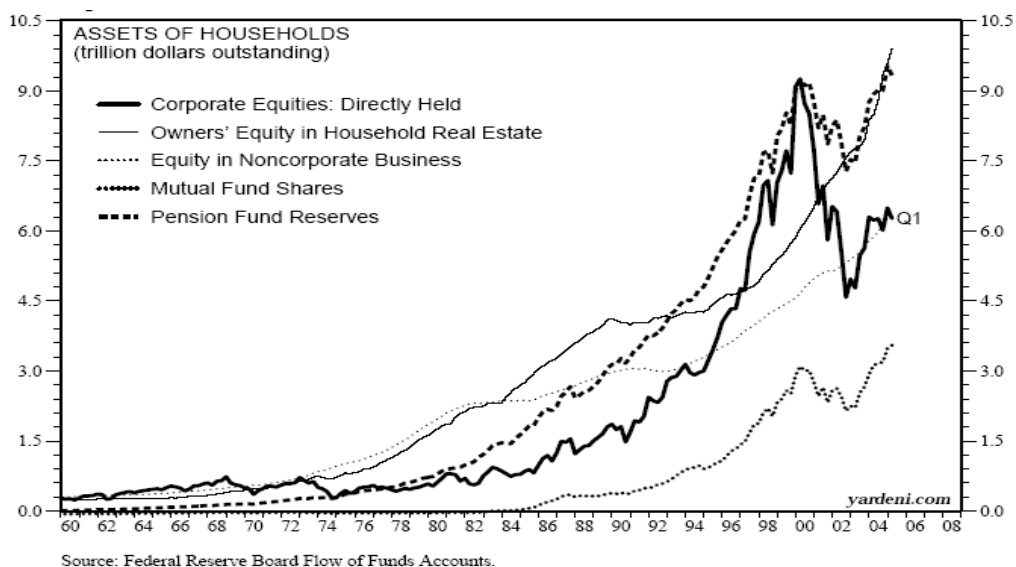
**Graf 4 – TED spread , tj. rozdíl mezi sazbou LIBOR (za kterou si banky mezi sebou půjčují na overnight) a výnosem krátkodobých pokladničních poukázek**

Evropská centrální banka přes zpomalení ekonomiky EU kvůli inflaci se snížení zatím vyčkává.

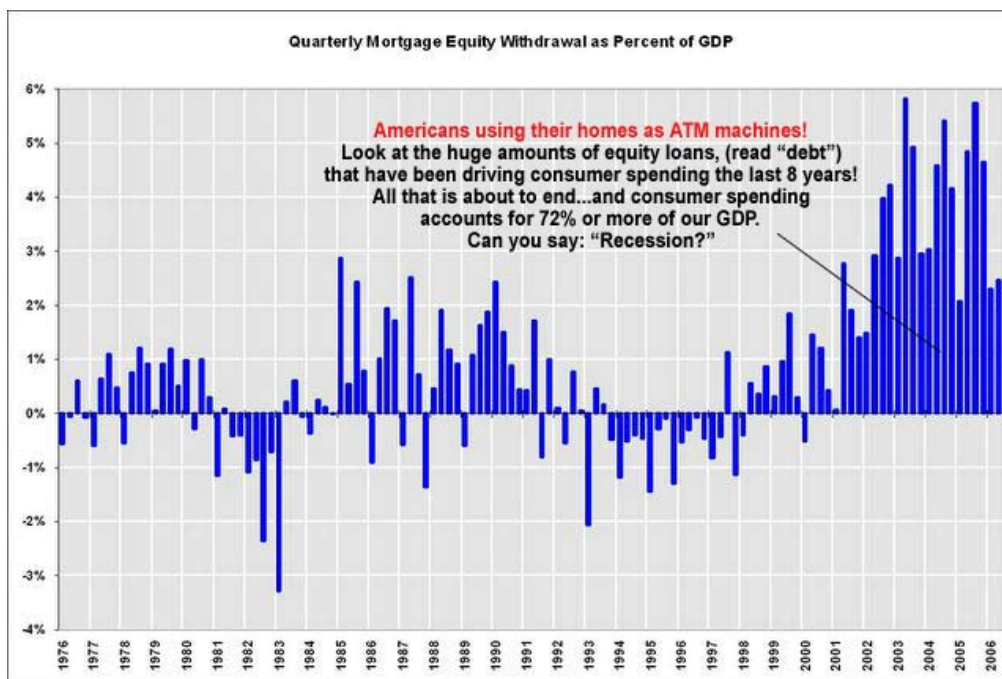


Graf 5 - krátkodobé úrokové sazby v USA, EU a Velké Británii

Situace domácností (jejichž spotřeba tvoří 70% HDP) se zhoršuje. Rostoucí ceny domů (které tvoří více než třetinu aktiv domácností) v minulých letech totiž byly pro domácnosti výrazným zdrojem finančních prostředků. S růstem cen domů si domácnosti navyšovali hypotéční úvěr a inkasované peněžní prostředky zčásti utratili.

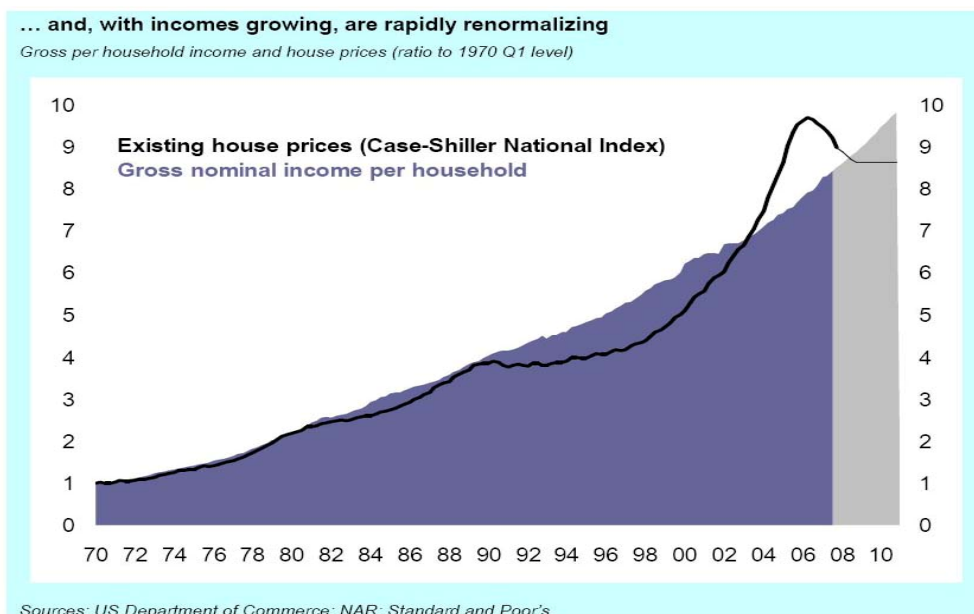


Graf 5 – majetek domácností v jednotlivých aktivech (zdroj: Yardeni, OAK ASSOCIATES, ltd.)



**Graf 6 – objem dodatečných finančních prostředků domácností z nemovitostí**

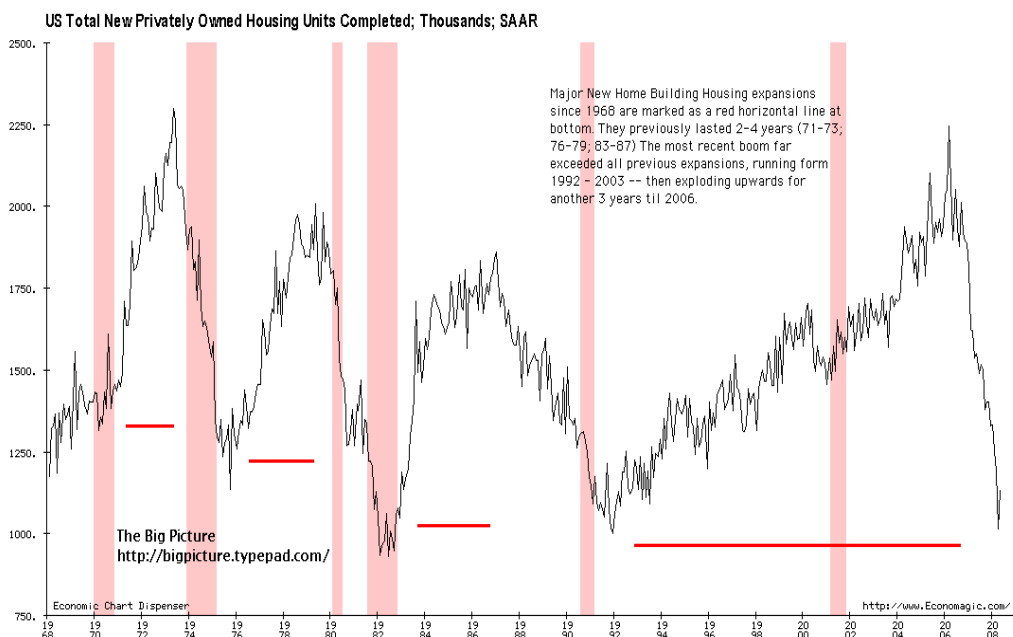
Nyní s poklesem cen nemovitostí (který bude nejspíš ještě minimálně rok pokračovat), růstem hypotéčních sazeb a zpřísněním úvěrových podmínek je lehkovážnému utrácení konec. Domácnosti s nízkým příjmem (cca 10% z celkového objemu hypoték) již nejsou schopny splácet hypotéční úvěr a přes plánovanou pomoc vlády mnozí o nemovitost přijdou. Zvýšená nabídka nemovitostí pak bude dále tlačit na pokles cen...



**Graf 7 – ceny rezidentních nemovitostí v USA**

Pokles cen nemovitostí se mimo jiné i silně promítl do poklesu zájmu o nové domy.



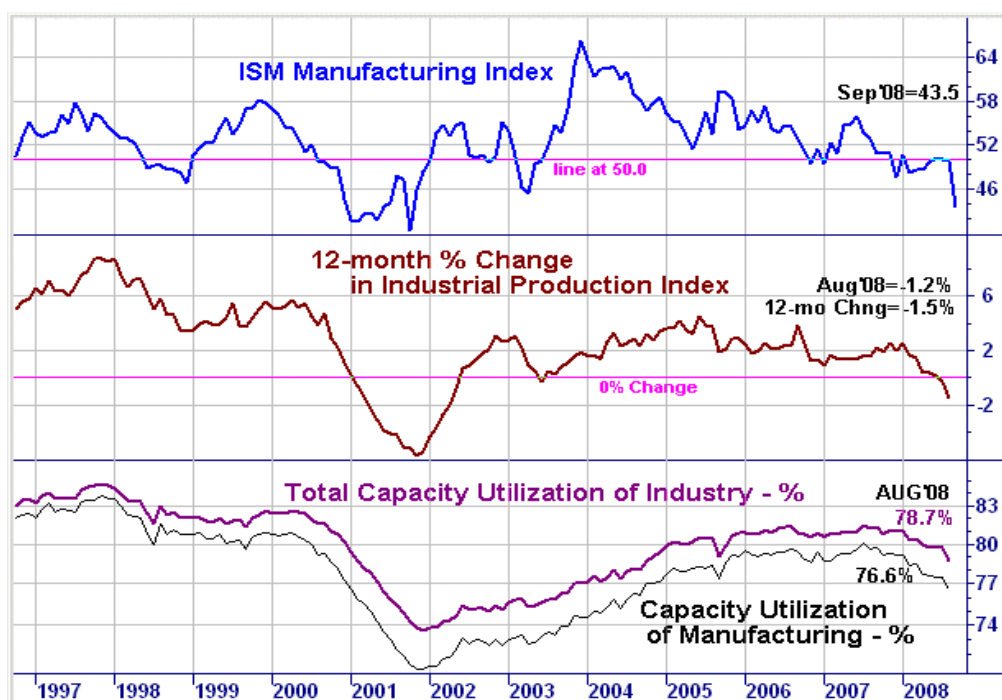


**Graf 8 – počet stavebních povolení, nových staveb a stavební výroba (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

Očekáváme že pokles cen nemovitostí může pokračovat minimálně do konce roku 2009 a nepříznivě ovlivní jak domácnosti (ve formě nuceného omezení výdajů), tak banky a další sektory na nemovitostní sektor navázané.

### **Ekonomika USA – sektor průmyslu**

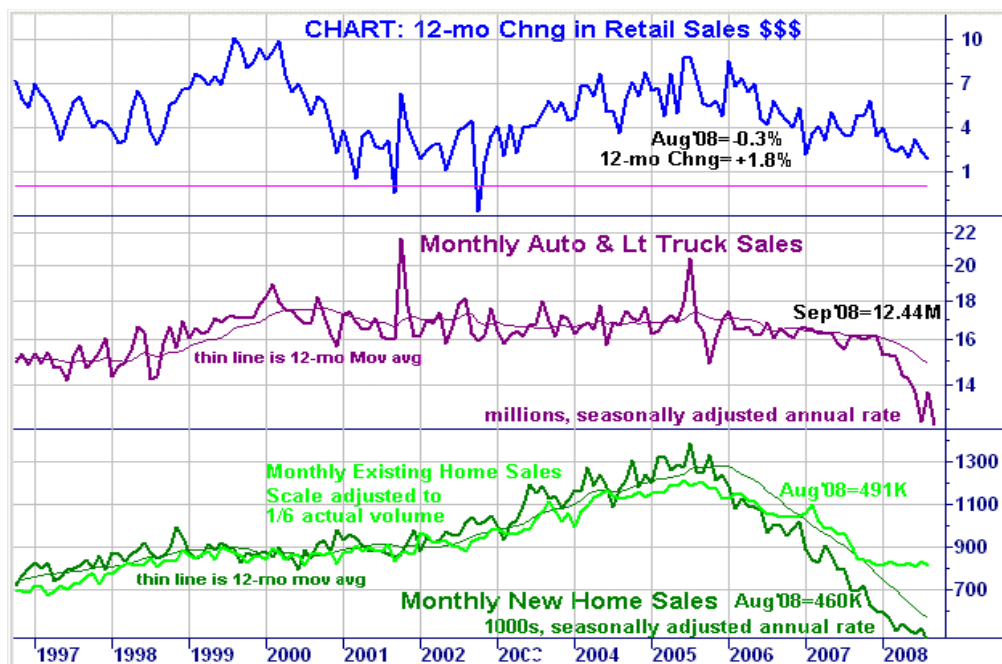
Sektor průmyslu zpomaluje růst tak, jak firmy přizpůsobují svou produkci oslabující poptávce domácností. Do budoucna očekáváme další zpomalení sektoru průmyslu. Využití výrobních kapacit začalo rovněž klesat, takže firmy si již nebudou moci dovolit zvyšovat ceny, což bude příznivé pro inflaci.



**Graf 9 – investiční aktivita, průmyslová produkce, využití výrobních kapacit (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

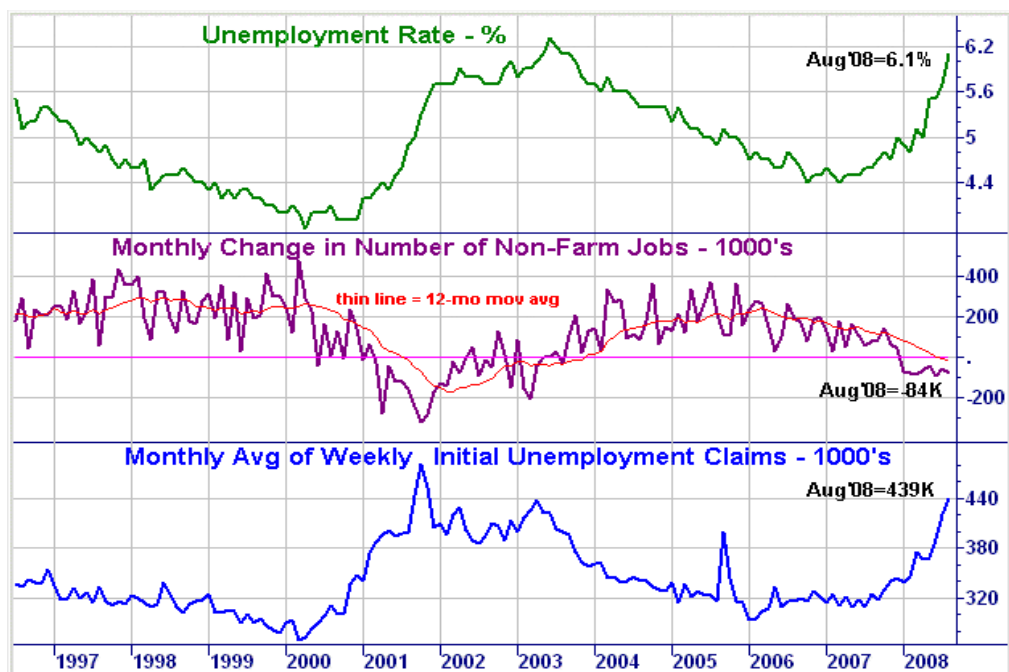
### Ekonomika USA – sektor domácností

Kvůli poklesu bohatství (akcie, nemovitosti) a zhoršování na trhu práce zaznamenaly maloobchodní tržby prudký pokles dynamiky. Mírný pokles cen pohonných hmot je jen slabou náplastí. V příštích měsících očekáváme další snížení poptávky domácností.



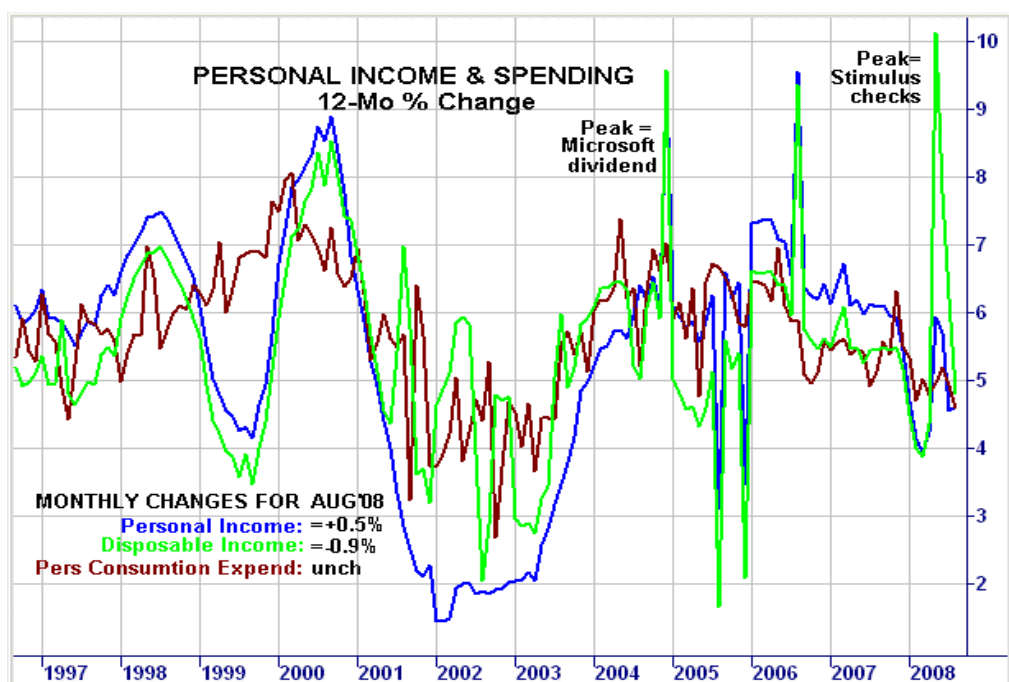
**Graf 10 – spotřeba domácností v USA (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)**

Rovněž pracovní trh se zhoršuje, pokles žádostí v nezaměstnanosti poste, tvorba nových pracovních míst je v minusu a nezaměstnanost roste. Do budoucna očekáváme další zhoršení.



Graf 11 – trh práce v USA (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)

Naproti tomu příjmy domácností ze zaměstnání zatím rostou slušným tempem, a krátkodobě pomohla (jak je ve volebním roce zvykem) vláda ze svého rozpočtu.



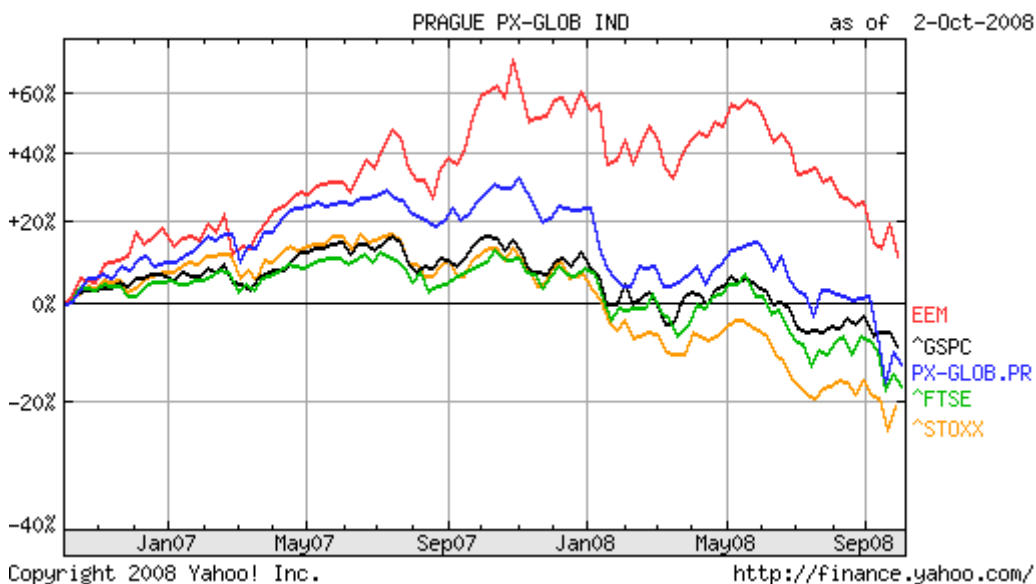
Graf 12 – příjmy a výdaje domácností v USA (zdroj: Martin Capital Advisors, LLP)

### Vývoj akciových trhů

V 3. kvartálu akciové trhy zrychlily pokles. Příčinou je kombinace faktorů: růst inflace, pokles růstu ekonomiky, pokles firemních zisků a zejména pak likvidní problémy bankovního sektoru s nepříznivým vlivem na ekonomiku. Relativně lepší výkonnost za poslední 2 roky rozvíjejících se tržích jejich

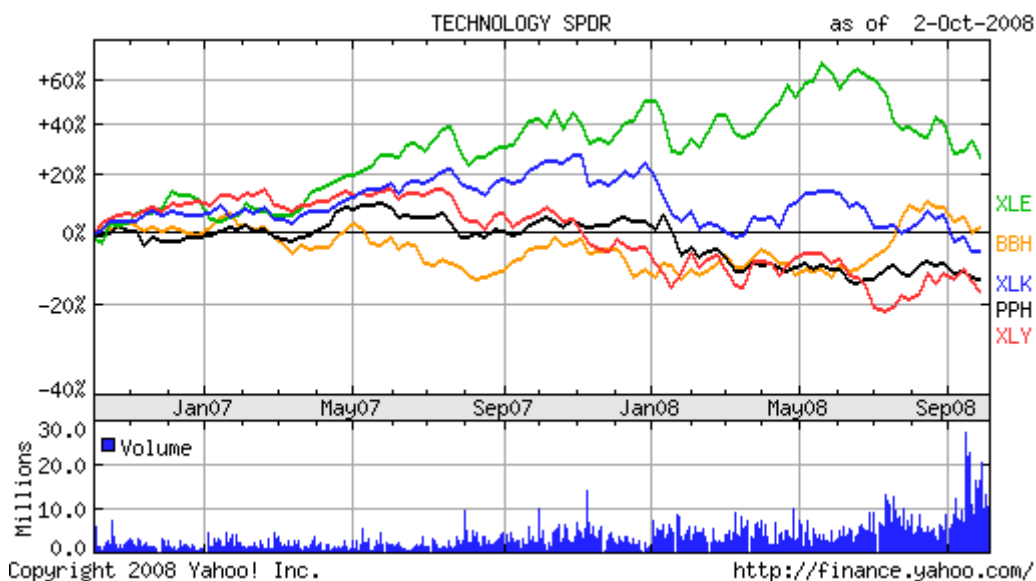
ekonomiky jsou většinou zdravé, kvůli poklesu cen komodit (které mají cca třetinovou váhu v tamních akciových indexech) se zmenšuje.

Centrální banky v USA a EU samozřejmě rychle přispěchaly ekonomice a bankám, které byly postiženy nejvíce na pomoc a poskytly jim likvidní prostředky v neomezené míře. Pro zvýšení účinku centrální banka USA výrazně snížila sazby – účinek se zpravidla dostavuje se zpožděním cca 9 měsíců, čili během léta 2008. Rovněž vláda USA realizuje pomoc postiženým domácnostem. Pořád je to však málo, řetězová reakce bankrotů bank a jejich tvorba likvidních rezerv na ztráty z nemovitostních a jiných derivátů odčerpává likviditu z trhu do takové míry, že financování firem bankami ze prakticky zamrzlé. Naděje spočívá v přijetí 700mld. vládní pomoci USA bankovnímu sektoru.



**Graf 13 – vývoj akciových trhů (zdroj: Yahoo)**

Červeně – Rozvíjející se trhy  
 Zeleně – Velká Británie  
 Modře – Česká republika  
 Černě – USA  
 Žlutě - EMU



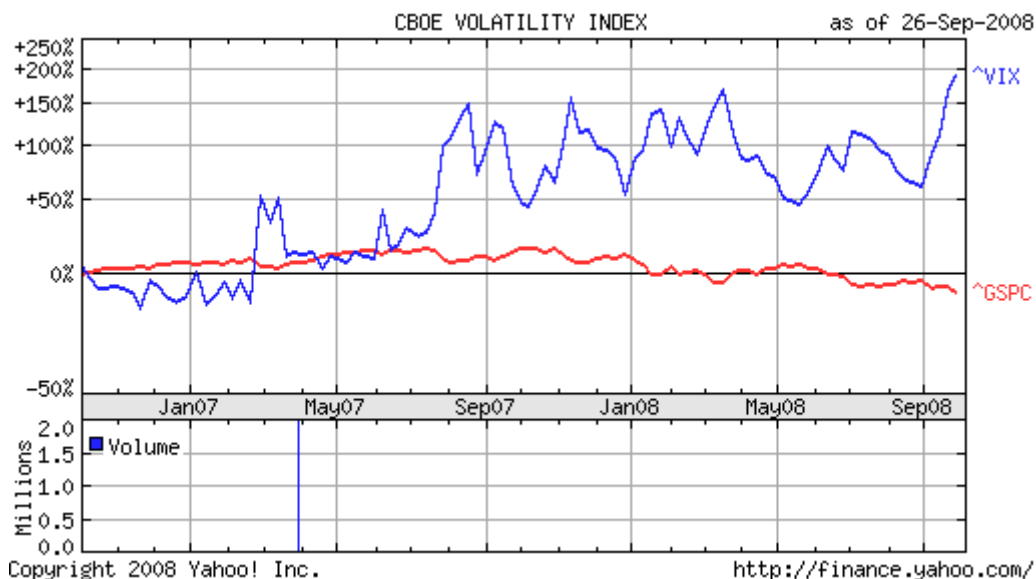
**Graf 14 – vývoj akciových sektorů USA (zdroj: Yahoo)**

Červeně – Sektor spotřebního zboží a služeb  
 Zeleně – Sektor ropy  
 Modře – Sektor technologií  
 Černě – Sektor farmacie  
 Žlutě – Sektor biotechnologie

## Indikátory sentimentu trhu

Pozn.: Bližší interpretace indikátorů je v sekci „Investování v kostce / Investiční univerzita“

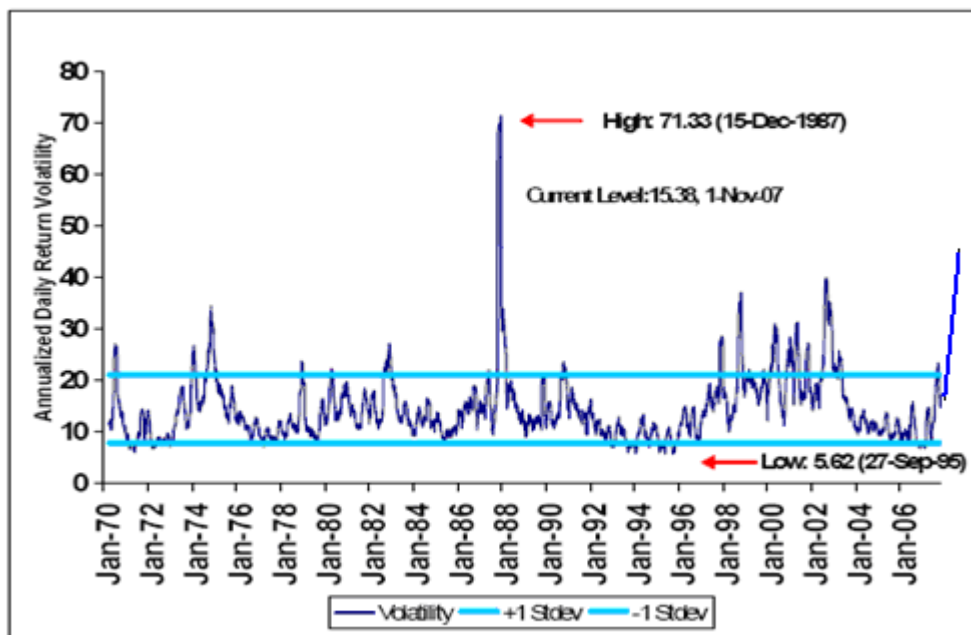
Indikátor VIX (implikovaná volatilita) zjednodušeně vypovídá o tom, jak jsou drahé akciové opce, které investoři mimo jiné používají k zajištění proti poklesu. Vysoká úroveň VIX (v po porovnání s dlouhodobým průměrem) vypovídá o zvýšeném zájmu investorů o zajišťovací opce v důsledku pesimistického výhledu, což bývá zpravidla po poklesu akciových trhů. Z krátkodobého pohledu lze indikátor využít pro „trading“ – prodat akcie při implikované volatilitě VIX blízko spodní hranice střednědobého (nyní rostoucího) pásma (nebo při protnutí krátkodobého klouzavého průměru zespondu) a koupit při úrovni blízko horní hranice střednědobého (nyní rostoucího) pásma (nebo při protnutí krátkodobého klouzavého průměru shora). *Odkaz na aktuální graf indikátoru implikované volatilitě VIX je uveden v sekci „Kapitálové trhy v reálném čase“, vysvětlení indikátoru v sekci „Investiční univerzita“.*



**Graf 15 – implikovaná volatilita VIX (modře) a akciový index S&P 100 (červeně) (zdroj: Yahoo!)**

Ke konci září 2008 s poklesem akcií vzrostla hodnota VIX na extrémní úrovně. Podobný vývoj v minulosti býval nákupní příležitostí.

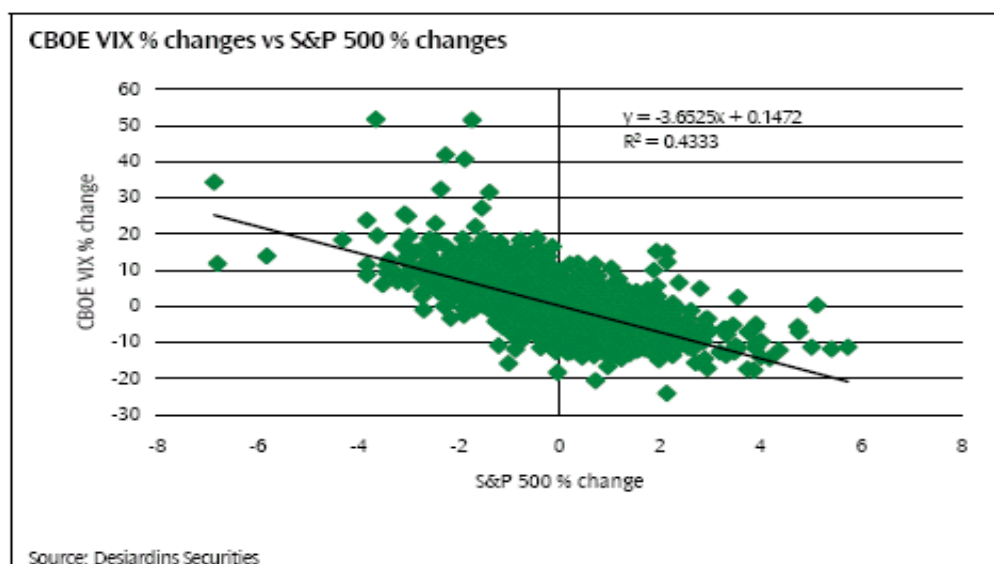
### S&P 500 3-Month Standard Deviation of Returns



Source: Merrill Lynch Market Analysis, Bloomberg

**Graf 16 – implikovaná volatilita VIX se z dlouhodobého pohledu pohybuje v kanálu mezi 10 a 20 (k 1.10.2008 je okolo úrovně 45) (zdroj: Merrill Lynch)**

Statistický „důkaz“, že využití implikované volatility k časování trhů je přínosné ukazuje následující graf.



Source: Desjardins Securities

**Graf 17 – index implikované volatility VIX a akciové trhy se pohybují opačným směrem (zdroj: Desjardins Securities)**

Indikátor monitorující procentní podíl investorů s pozitivním výhledem na akciový index Standard & Poors 500 se pohybuje okolo dlouhodobého průměru neutrální úrovně 60. Z tříleté historie je patrné, že lokální vrchol růstu akcií nastával v okamžiku, kdy indikátor dosahuje hodnot nad 70 a krátkodobé dno poklesu akcií nastávalo v okamžiku, kdy indikátor poklesl k hodnotě 50. K časování trhu je dále

užitečné využít krátkodobý klouzavý průměr – protne-li indikátor svůj klouzavý průměr zespodu, indikuje to nákupní příležitost a naopak. Indikátor je nyní v úrovni hlubokého pesimismu – tzn. spíše vhodná doba na nákup akcií, než na jejich prodej. *Odkaz na aktuální graf indikátoru je uveden s sekci „Kapitálové trhy v reálném čase“, vysvětlení indikátoru v sekci „Investiční univerzita“.*

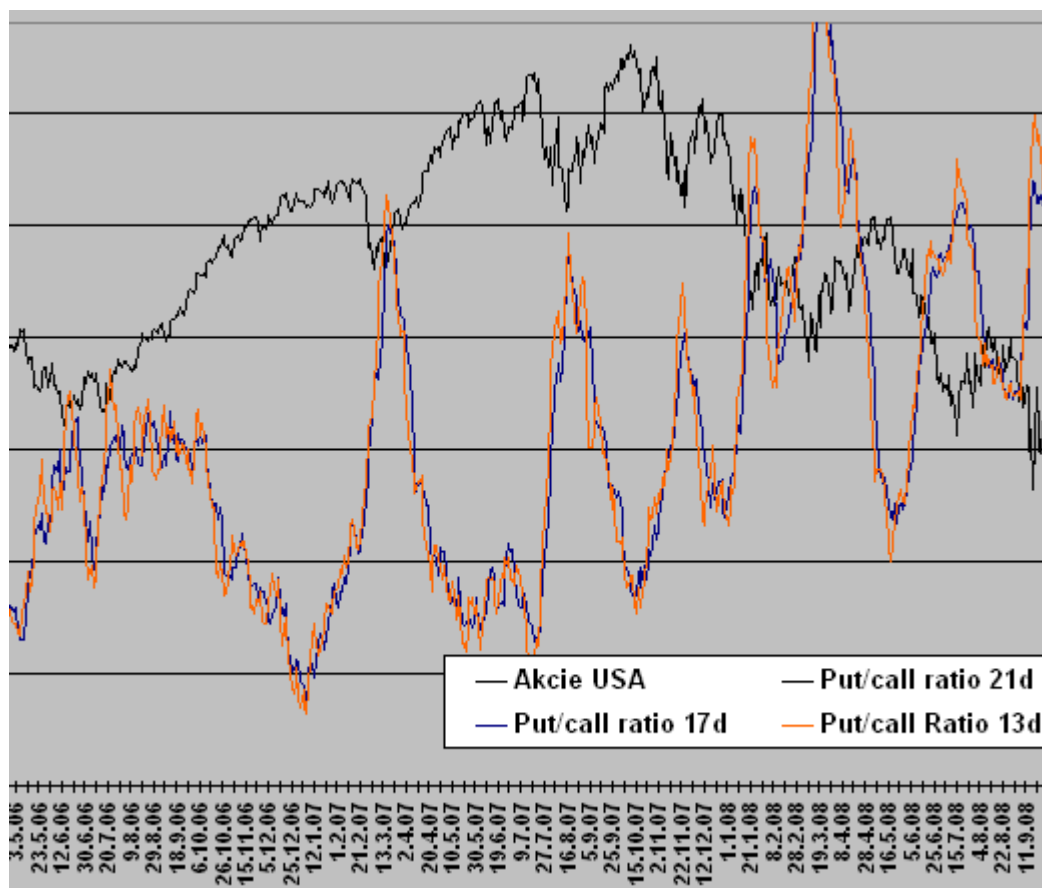


**Graf 18 – podíl investorů s pozitivním výhledem na vývoj indexu S&P 500 (zdroj: [www.stockcharts.com](http://www.stockcharts.com) )**



**Graf 19 –vývoj indexu S&P 500 (zdroj: [www.stockcharts.com](http://www.stockcharts.com) )**

Indikátor „Put/Call ratio“ měří podíl zobchodovaného objemu put (opce z zajištění proti poklesu) a call (opce ke spekulaci na růst) opcí. Pokud je hodnota indikátoru vzhledem k dlouhodobým průměrům vysoká, investoři preferují opce typu put k zajištění proti poklesu, což značí jejich pesimismus (bývá to zpravidla po poklesu akciových trhů.) a naopak. Koncem září 2008 indikátor rostl a blíží se do horní úrovně charakteristické jako krátkodobá nákupní příležitost. *Odkaz na aktuální graf Put/Call ratia je uveden v sekci „Kapitálové trhy v reálném čase“, vysvětlení indikátoru pak v sekci „Investiční univerzita“.*

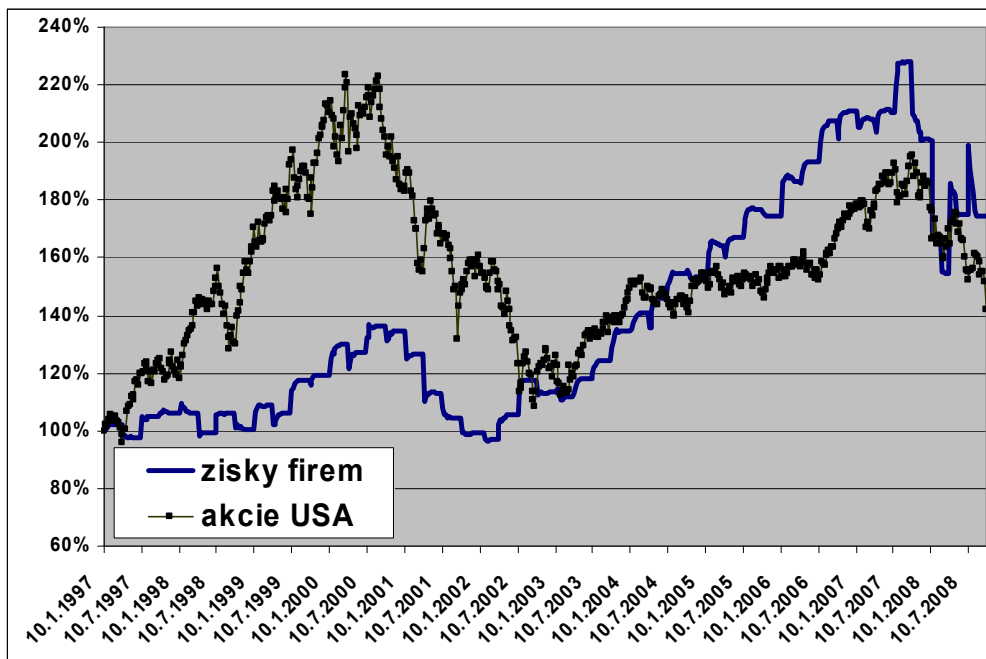


Graf 20 – Put/Call Ratio a akciový index S&P 500 (zdroj: ČP INVEST)

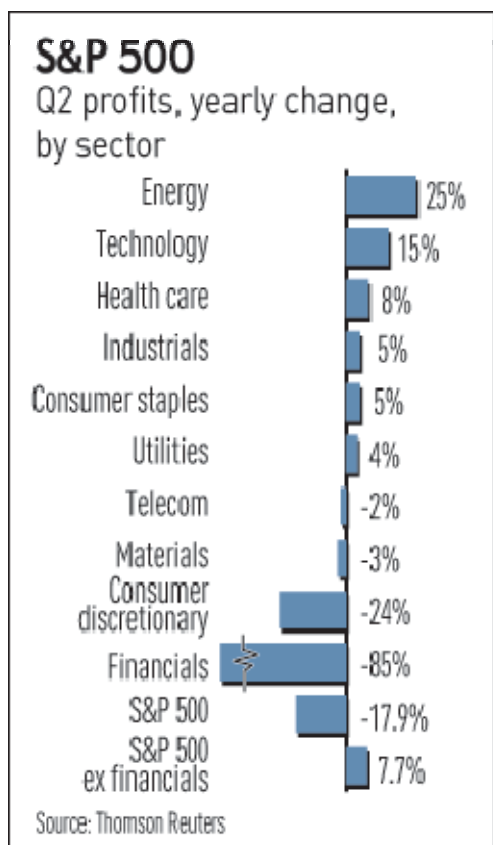
### Fundament akciových trhů

Z pohledu firemních zisků dopadl rok 2Q 2008 nepříznivě. Zisky meziročně poklesly o 18%. Nutno však dodat, že hlavní vinu na špatném výsledku mají banky, které v důsledku ztrát z cenných papírů navázaných na nízkobonitní hypotéky byly nuceny realizovat vysoké odpisy a sektory závislé na domácí spotřebitelské poptávce, zatímco komoditní firmy (zásluhou vysokých cen komodit) a firmy s výrazným podílem exportů si (zásluhou slabého dolaru a růstu světových ekonomik) vedly velmi dobře.





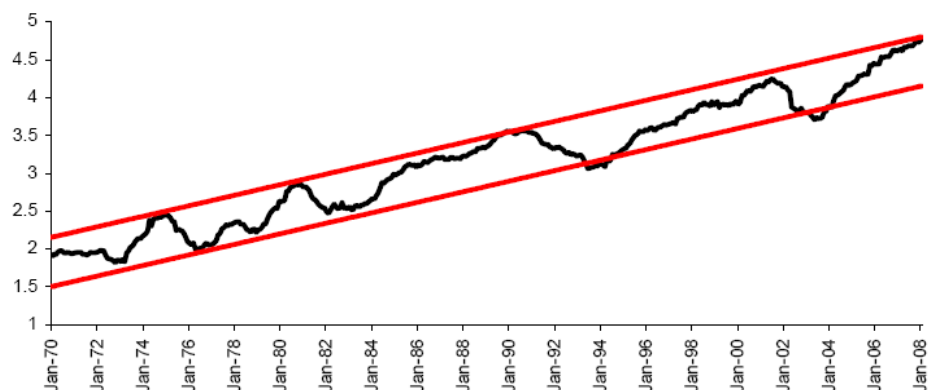
Graf 21 – vývoj ziskovosti firem v indexu S&P 500 (zdroj: Bloomberg)



Graf 22 – ziskovosti firem v indexu S&P 500 v rozdělení podle sektorů (zdroj: Bloomberg)

V roce 2009 se očekává opětovné zlepšení firemních zisků, nutno však dodat, že v důsledku problémů bankovního sektoru (srdce ekonomiky) může pokles zisků pokračovat i v příštím roce, zejména pak komoditních firem (v důsledku poklesu cen komodit) a spotřebního sektoru.

### Log MSCI Europe earnings and 7% growth channels



Source: SG Equity Research

### Graf 23 – Průměrný růst akcií činí 7% ročně

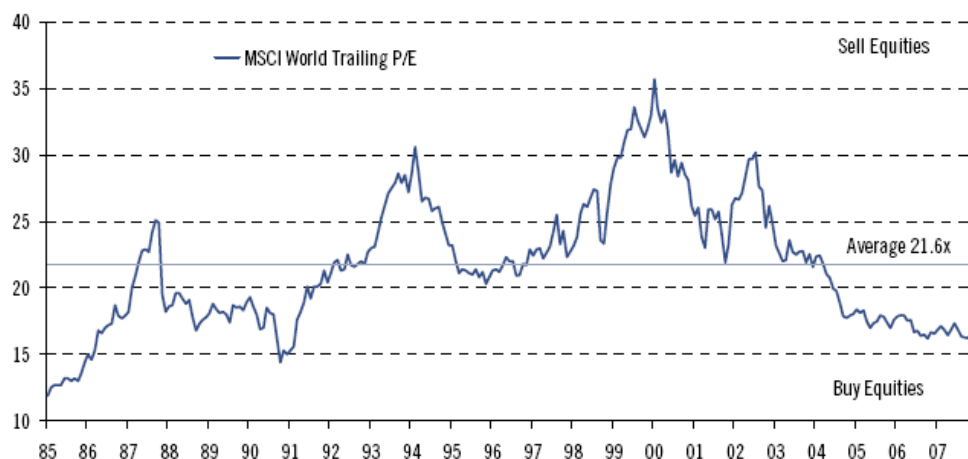
Ceny akcií (měřeno ukazatelem P/E) jsou na příznivých úrovních (mírně pod dlouhodobým průměrem). Pozn. ukazatel P/E je poměr ceny akcie a zisku připadající na jednu akcii celkově pak průměr za všechny akcie dohromady.



### Graf 24 – P/E akcií USA

Totéž platí pro světové akcie

Figure 13. MSCI World Trailing PE

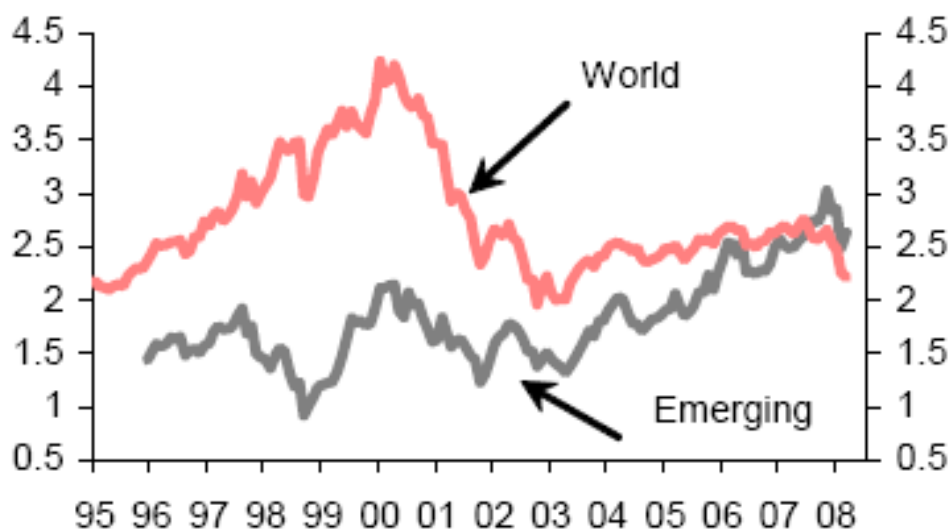


Source: Citi Investment Research, FactSet

Graf 25 – P/E světových akcií (zdroj: Citibank)

Další metodou ocenění akcií je poměr jejich ceny k majetku připadající na jednu akcii. Tento poměr je nyní v blízkosti spodní úrovně, tedy akcie jsou relativně levné.

## Price to book value

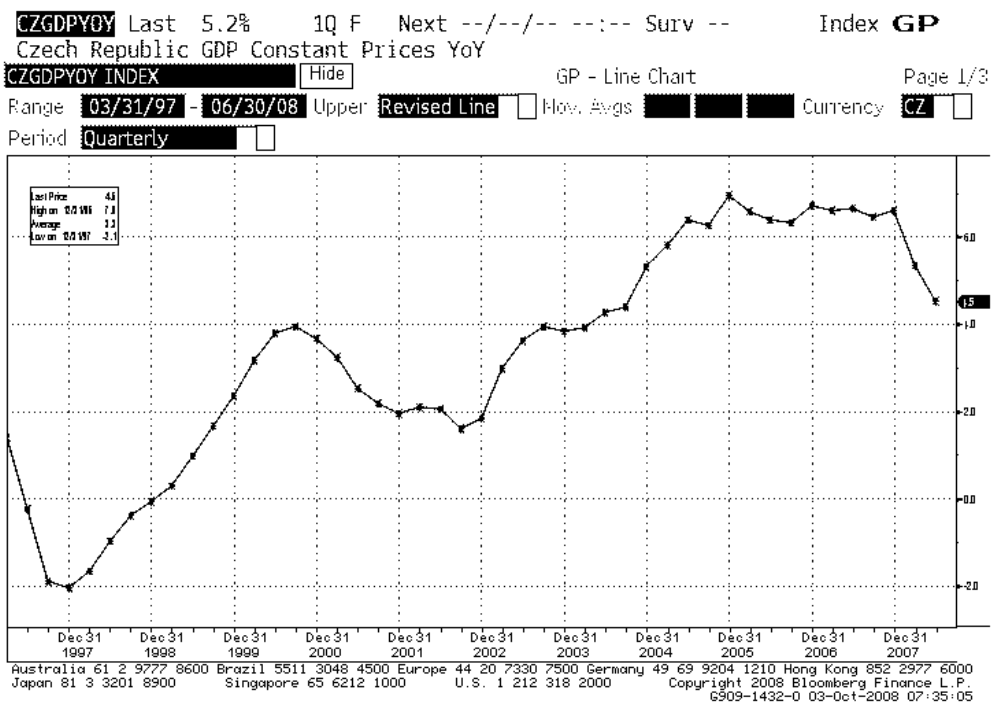


Source: SG European Equity & Cross Asset Strategy

Graf 26 – Price to Book světových akcií (zdroj: SG European Equity)

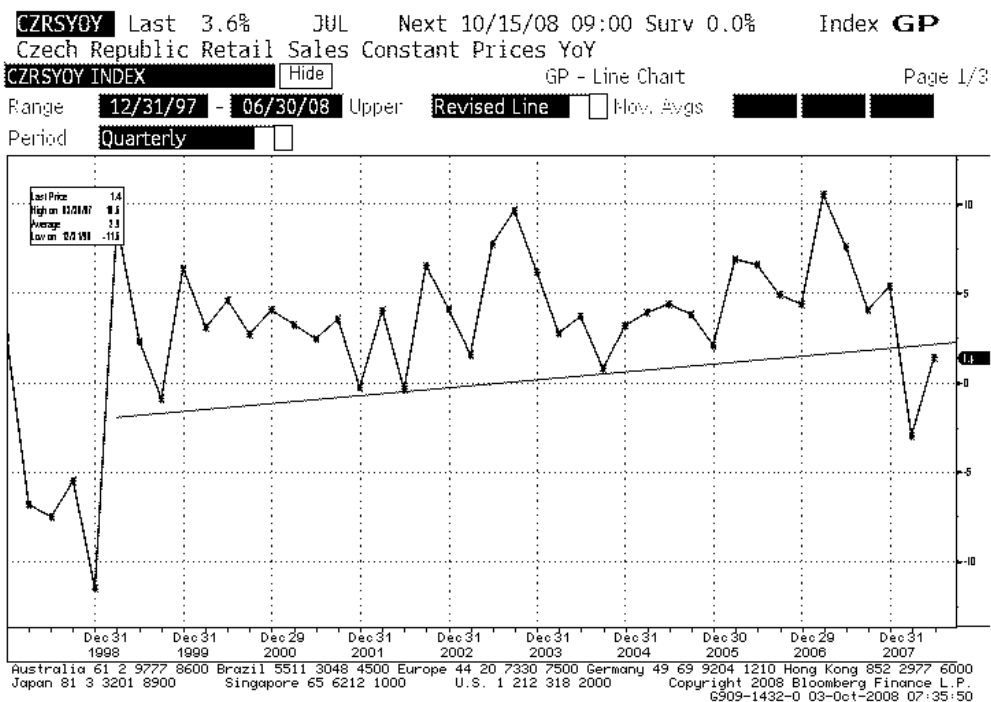
Ekonomika ČR

Ekonomika ČR zpomaluje růst. Příčiny jsou zejména externí – zpomalení světových ekonomik, na nichž je ČR prostřednictvím exportu silně závislá. Celkově čekáme na rok 2008 zpomalení tempa růstu HDP České republiky k úrovni 4%, což je však nadále výrazně nad EU.



Graf 27 – hrubý domácí produkt v ČR (zdroj: Bloomberg)

Maloobchodních tržby (jako další výrazná složka HDP) rovněž prudce zpomaluje.



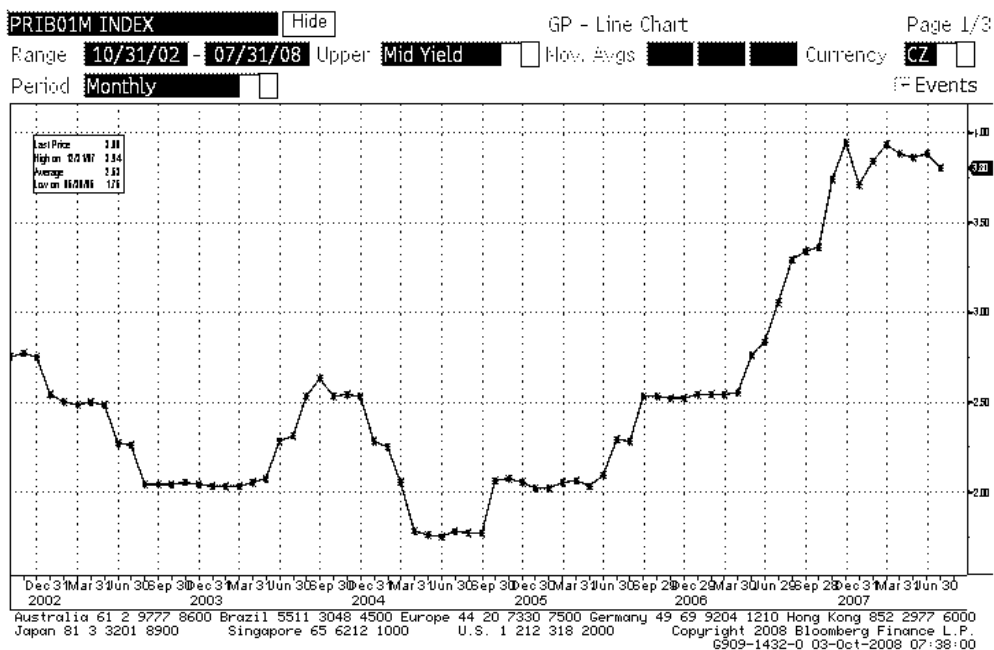
Graf 28 – maloobchodní tržby v ČR (zdroj: Bloomberg)



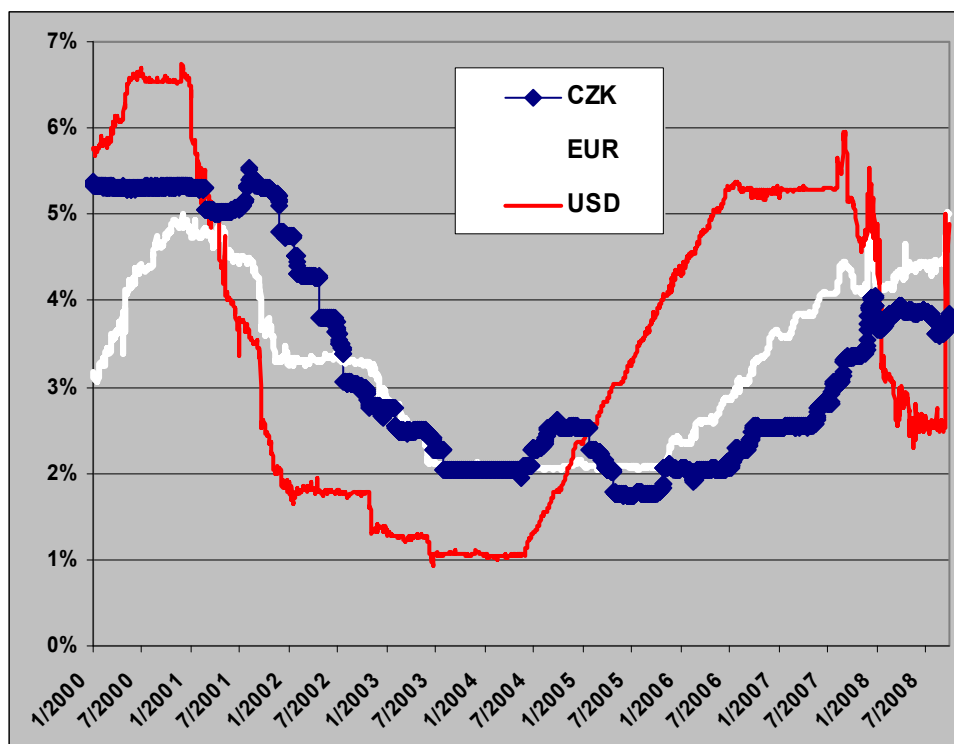


PRIB01M 3.82Y as of close 10/ 2

Index GP



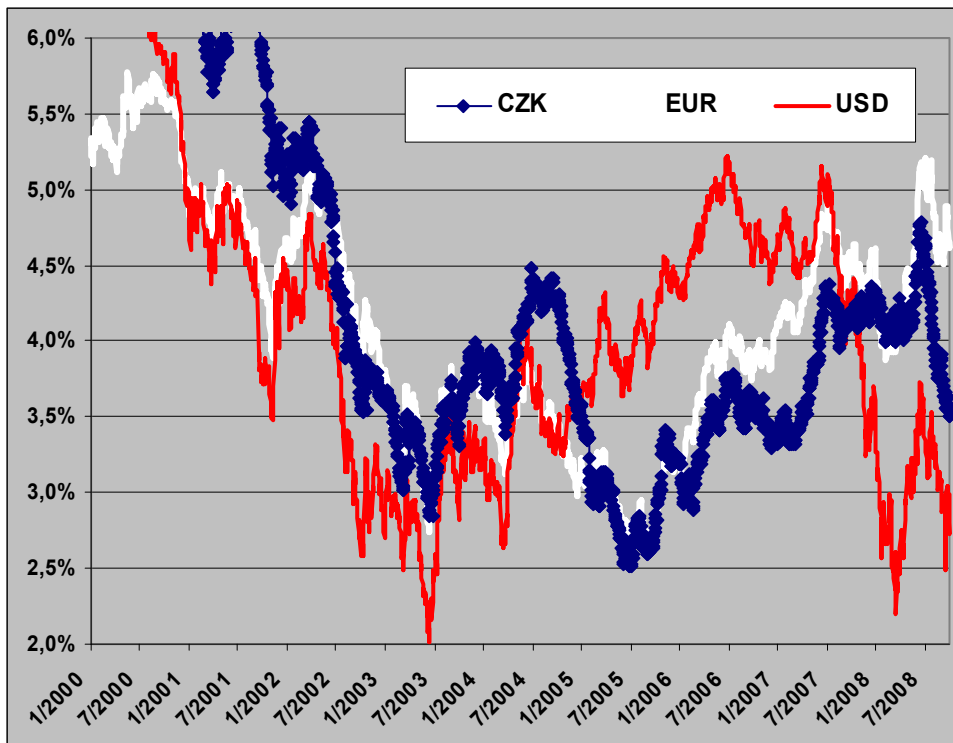
Graf 32 – krátkodobé úrokové sazby PRIBOR 1M (zdroj: Bloomberg)



Graf 33 – porovnání jednoměsíčních depozitních sazeb v USA, EU a ČR (zdroj: ČP INVEST)

Pozn. Prudký nárůst sazeb na mezibankovním trhu v USA a EU během září 2008 má na svědomí nedostatek likvidity bankovního sektoru a zejména pak nedůvěry vůči sobě v tom směru, že v důsledku ztrát z hypotečních a jiných derivátů hrozí mnoha bankám default a ty ostatní kumulují likviditu pro pokrytí vlastních ztrát a udržení kapitálové přiměřenosti. Dodávání likvidity centrální bankou funguje nedostatečně.

Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů prudce poklesly v důsledku zpomalení ekonomika útěku investorů do bezpečí.



Graf 34 – vývoj výnosu do splatnosti pětiletých státních dluhopisů ČR, EU a USA (zdroj: ČP INVEST)

### Výnosové spready korporátních dluhopisů

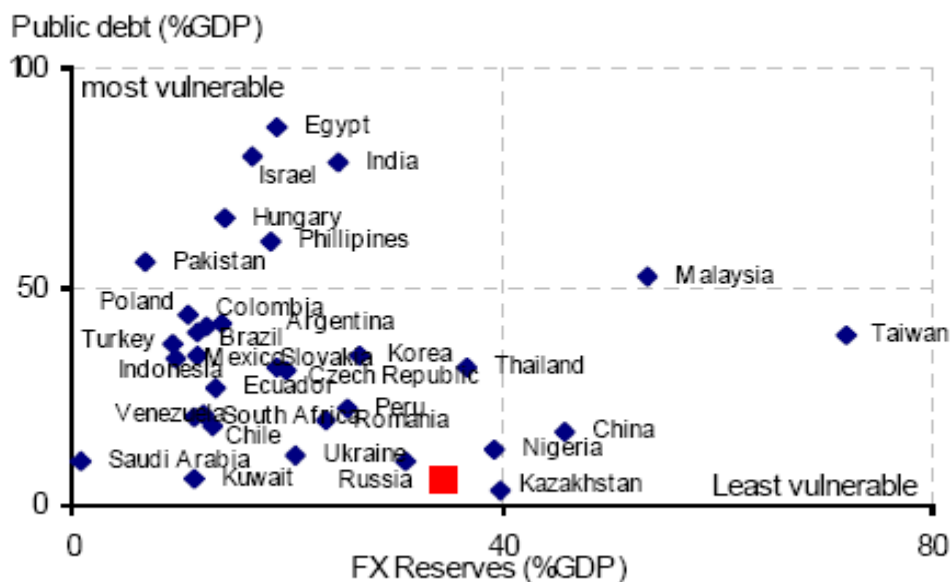
Výnosové spready ve 3. čtvrtletí extrémně vzrostly





nečekáváme, že v další fázi kreditního cyklu, což bude zhoršování růstu ekonomiky, dojde k výraznému zvyšování defaultů.

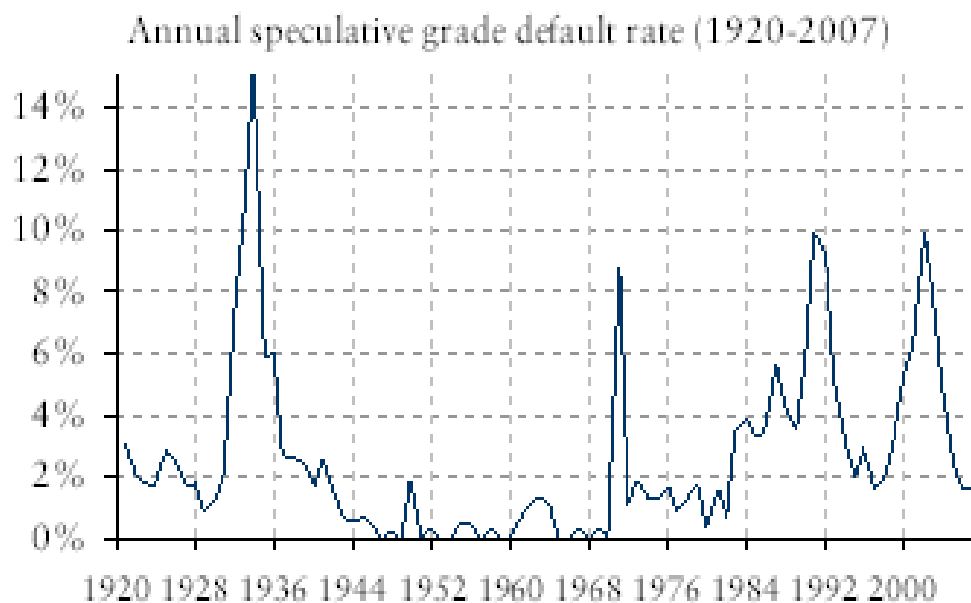
### Sovereign balance sheet one of strongest in EM



Source: Deutsche Bank

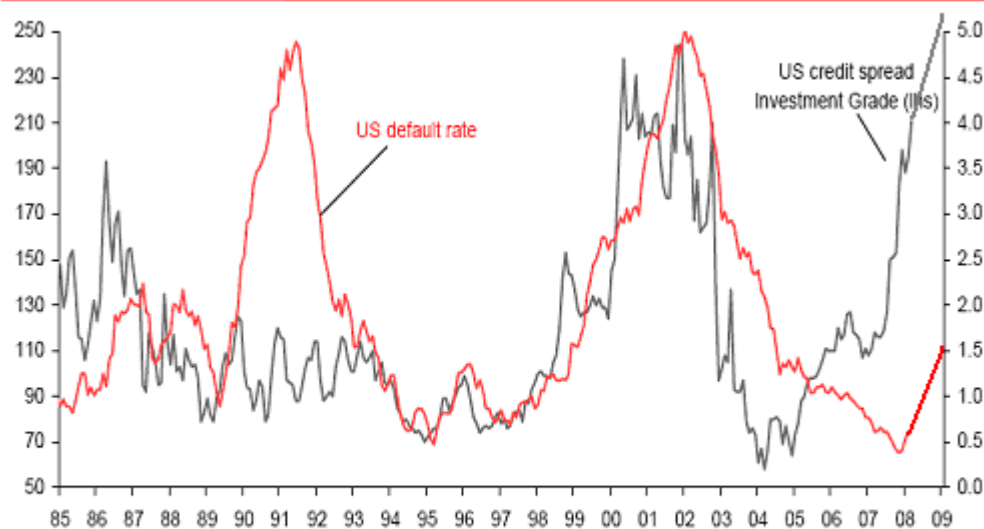
Graf 36 – finanční situace Emerging Markets (zdroj: Deutsche Bank)

Kreditní spready ve světě se nacházejí na úrovni srovnatelné s minulým ekonomickým cyklem a to i přesto, že fundamenty většiny firem lze stále považovat za poměrně zdravé a defaultní míry, přestože rostou, jsou na historicky nízkých úrovních. – odhad JP Morgan je, že pro Emerging Markets míra defaultů nepřekročí 3% v příštím roce, což je velmi nízké číslo oproti očekávanému nárůstu globálních (včetně rozvinutých zemí) defaultních měr High Yield sektoru na 7,4% v roce 2009.



**Graf 37 – defaultní míry dluhopisů neinvestičního ratingu (zdroj: Deutsche Bank)**

#### Default Rate & Credit Spread: this time the credit market is ahead of events



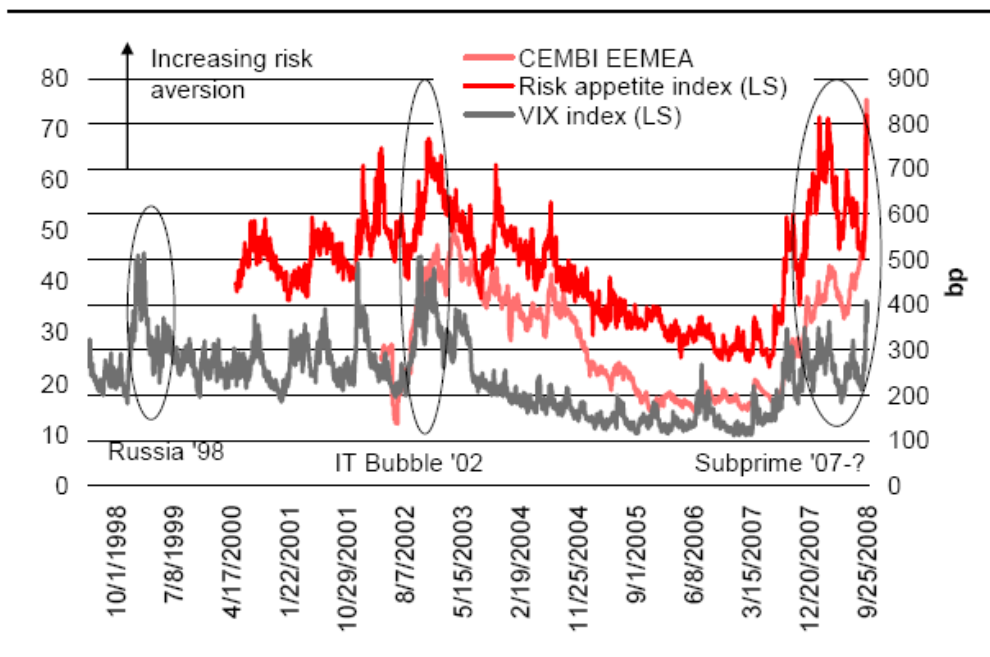
US default rate: US Speculative Grade: Trailing 12 month Issuer, Weighted Moody's Investors Service

Source: SG European Equity & Cross Asset Strategy

Source: Merrill Lynch Market Analysis, Bloomberg

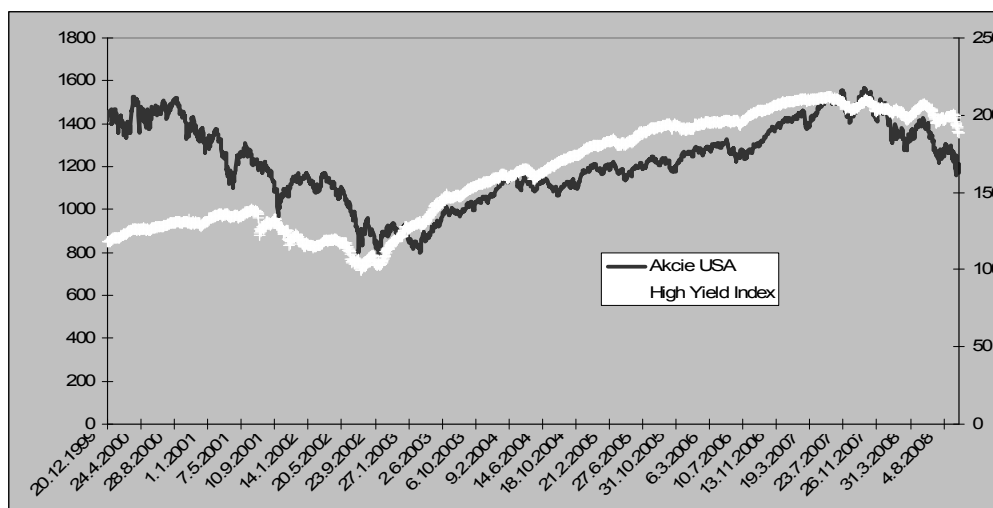
**Graf 38 – míra neplnění závazků firem (červeně) a kreditní spready (šedě) (zdroj: Merrill Lynch, Moody's)**

## RISK APPETITE AT LEVELS NOT SEEN SINCE THE 2002 CRISIS



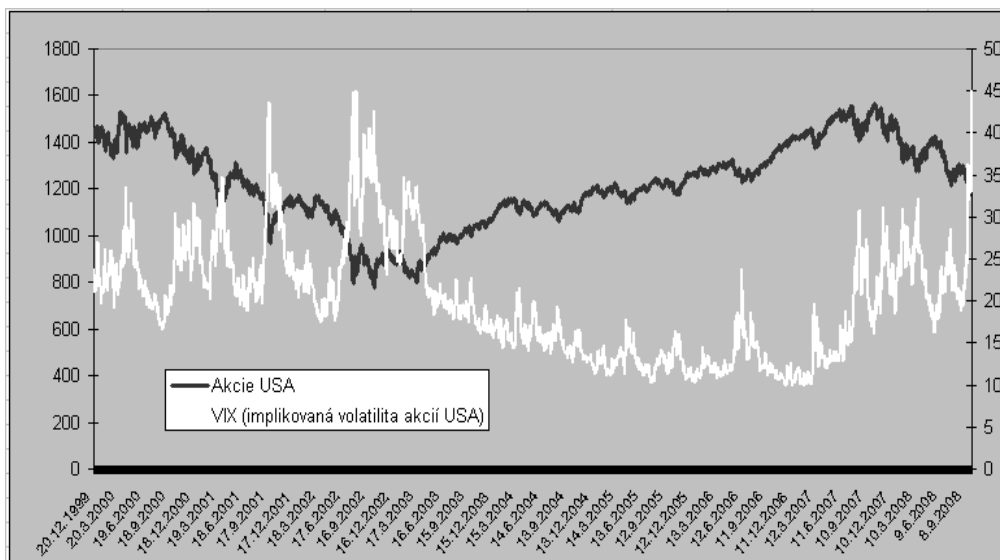
Source: Bloomberg, JPM, UniCredit Global Research

**Graf 39 – korelace implikované volatility VIX (jako měřítka rizikové averze investorů) a defaultních měř (zdroj: JPM, Unicredit)**



**Graf 40 – korelace akcií a korporátních dluhopisů (zdroj: ČP INVEST)**

Samotná implikovaná volatilita je na extrémních úrovních srovnatelných s rokem 2002 a bráno jako kontrariánský indikátor (který v minulosti poměrně dobře fungoval) to znamená že akcie (a tedy i korporátní dluhopisy) jsou blízko dna.



**Graf 41 – inverzní korelace akcií a indikátoru VIX (zdroj: ČP INVEST)**

Důležitým faktorem pro další vývoj kreditních fundamentů je jednoznačně hloubka a délka ekonomické recese. Dále lze říci, že předpokladem pro zdravý ekonomický růst a uspokojivý vývoj fundamentů korporátního sektoru je stabilizovaný a fungující finanční sektor (hlavně pokud jde o schopnost/ochotu bank půjčovat), což zatím neplatí. Ve střednědobém horizontu lze očekávat postupné zhoršování fundamentů firem i nárůst defaultních měr. Nicméně to je vývoj, který kreditní trhy již více, než dostatečně očekávají a je podle našeho velmi pesimisticky zohledněn i v ocenění trhů.

V následujícím období očekáváme uklidnění situace a stabilizaci kreditních trhů. Pokud však bude docházet k dalšímu nepříznivému makroekonomickému vývoji nebo budou opět akcelarovat nepříznivé zprávy z finančního a korporátního sektoru (například v podobě defaultů významnějších společností), další roztahování kreditních spreadů nelze vyloučit.

## Měny

Koruna vůči euru prudce oslabila po snížení sazeb ČNB v létě 2008.

**EURCZK 24.804 +.026** BBLC 24.781/24.827 BBLC CurncyGP  
 At 07:39 Op 24.780 Hi 24.823 Lo 24.754 Prev 24.778 Value 10/ 7/08  
 EURCZK CURRENCY  Hide GP - Line Chart Page 1/52  
 Range 01/04/00 - 10/01/08 Upper Market Price  How. Avgs    Currency CZ   
 Period Daily  Source CMPL   Events



**Graf 42 – měnový kurz CZK/EUR (zdroj: Bloomberg)**

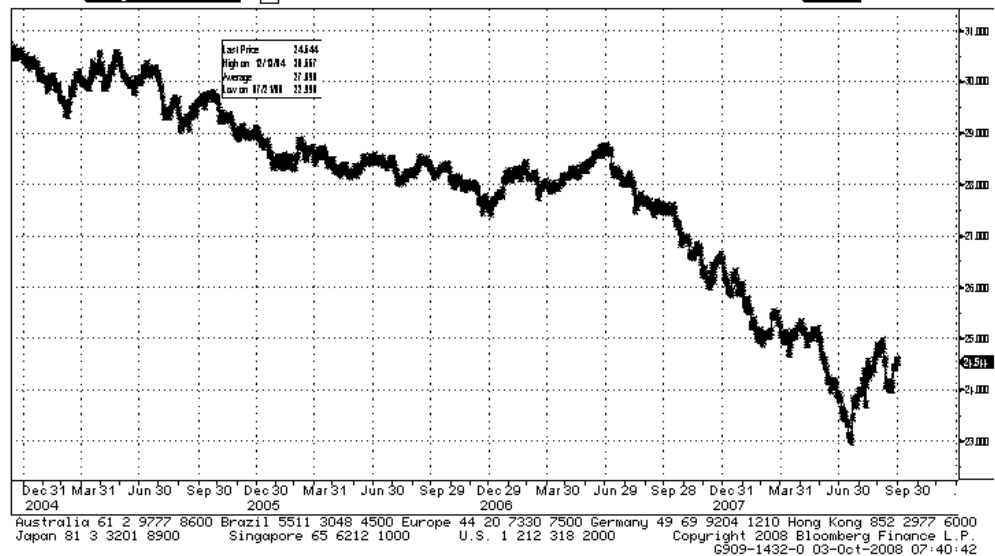
Vůči dolaru koruna oslabila ještě výrazněji, neboť dolar posílil v důsledku útěku investorů z rizikových aktiv do USD peněžních prostředků.

**CZK ↓ 17.8706 - .0434** ANON 17.8394/17.9019 ANON  
 At 7:40 Op 17.9200 Hi 18.0070 Lo 17.8547 Prev 17.9140 Value 10/ 7/08  
 CZK CURRENCY  Hide GP - Line Chart Page 1/52  
 Range 01/04/00 - 10/01/08 Upper Market Price  How. Avgs    Currency CZ   
 Period Daily  Source CMPL   Events



**Graf 43 – měnový kurz CZK/USD (zdroj: Bloomberg)**

**EURCZK 24.807 +.029** BBLC 24.781/24.833 BBLC CurncyGP  
 At 07:40 Op 24.780 Hi 24.823 Lo 24.754 Prev 24.778 Value 10/ 7/08  
 CKEU CURRENCY  GP - Line Chart Page 1/52  
 Range 01/04/00 - 10/01/08 Upper Market Price  Mov. Avgs    Currency CZ   
 Period Daily  Source CMPL   Events



Graf 44 - měnový kurz EUR / USD (zdroj: Bloomberg)