








Uplynulý týden byl ve znamení inaugurace nového amerického prezidenta. Obama se snaží přinést změnu na kterou všichni čekají a očekávání jsou vskutku obrovská. Bohužel stav, ve kterém přebírá ekonomiku USA, je nejhorší za posledních několik desítek let. Pochvalu určitě zaslouží za to, že neskrývá stav věcí a hodlá s nejpálčivějšími problémy bojovat. Realita však bude mnohem drsnější.



Souhrn toho nejdůležitějšího v tomto týdnu:

- Obama, nový prezident USA, se ujímá úřadu
- Akciové indexy nadále klesají, pravděpodobně se budou testovat minima z listopadu 2000 (jaro 2009?), pokud se tak nestane půjde o pozitivní signál
- Trh korporátních dluhopisů vykazuje známky zlepšení (uvolnění napětí)
- Zlato a drahé kovy v silném růstovém trendu
- Státní dluhopisy – delší splatnosti vykazují růst výnosů (pokles cen)
- Euro – měna eurozóny „prochází“ testem – riziko některých států se totiž zvyšuje
- Trh nemovitostí – nadále pod vlivem negativních zpráv
- Britská libra pod intenzivním prodejním tlakem
- Bankovní sektor v Británii se ocitá pod těžkou palbou, hrozí znárodnění klíčových institucí

Přehled základních úrokových sazeb

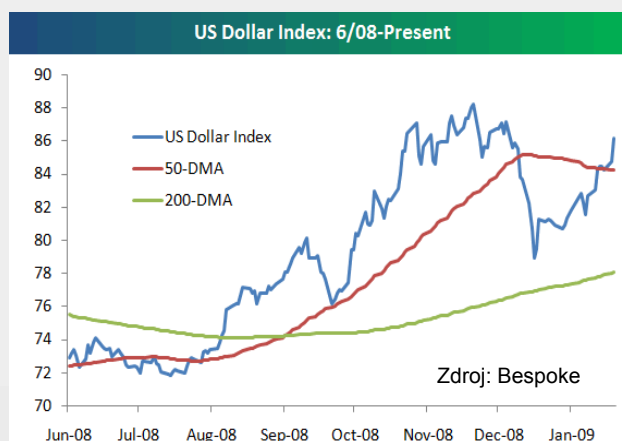
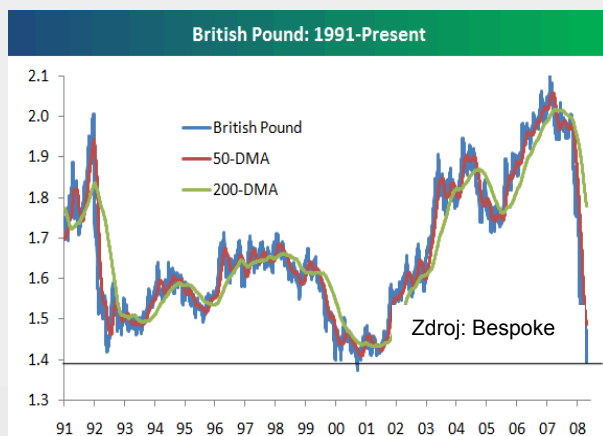
		%	Pohyb	Datum změny
	EMU	2	-50	15.1.2009
	USA	0,25	-75	16.12.2008
	GB	1,5	-50	8.1.2009
Střední a východní Evropa				
	ČR	2,25	-50	18.12.2008
	HU	10,5	-50	9.12.2008
	PL	5,75	-25	27.11.2008
	SK	2,5	-75	10.12.2008

Zdroj: ČP INVEST

- Saudská Arábie - tamní centrální banka snížila svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,5 % na 2 %
- Centrální banka v Brazílii snížila úrokové sazby o 1 % na 12,75 %, důvodem je prudký propad ekonomické aktivity a pokles inflace
- Ruské devizové rezervy klesly v tomto týdnu o 30,3 mld. USD, což je druhý největší pokles v historii. Důvodem je snaha centrální banky brzdit pád rublu
- Zdá se, že v USA budou mít obdobu naší Konsolidační banky - má vzniknou tzv. Aggregator Bank, která bude skupovat problematická aktiva
- Americká centrální banka již začala v rámci programu ve výši 500 mld. USD kupovat cenné papíry garantované Fannie Mae a Freddie Mac a Ginnie Mae, cílem je snížit sazby hypoték

Devizový trh

- Pohyby měn v tomto týdnu - největší pokles zaznamenala britská libra o 6,3 %, švýcarský frank o 3,2 % australský dolar o 2,7 %. Naopak americký dolar a japonský jen posilovaly o cca 2 %
- Britská libra se proti americkému dolaru obchoduje nejnižší za posledních 25 let, jen za 12 měsíců poklesla o 30 %, proti jenu dokonce o neuvěřitelných 42 %. Důvodem je dramatický propad ekonomické aktivity a nestabilní finanční systém. Slavný investor JIM ROGERS dokonce tvrdí, že nezná jedinou velkou banku, která by byla v Británii zdravá.



Měny k 23.1.09

	Stav	Změna 5D	YTD
EURUSD	1,2919	-2,39%	-7,41%
USDCZK	21,5385	3,69%	12,08%
EURCZK	28,056	1,40%	4,67%
USDJPY	88,83	-1,74%	-2,16%

Zdroj: ČP INVEST

- I česká koruna se zařadila ke klesajícím měnám v regionu a přehoupla se přes 28 Kč za euro, banka JPM očekává v letošním roce pohyb až k 29 za euro

Makroekonomická data

USA

- Zatímco podniky v USA snižují stavy svých zaměstnanců, státních zaměstnanců se to netýká – došlo k jejich navýšení o 161 tis. v roce 2008 a pokud Obama spustí svůj program na podporu ekonomiky, jejich počet se navýší o dalších až 600 000!!!
- Situace ve stavebnictví v USA se nelepší. Počet započatých staveb nových domů v prosinci poklesl o 16 % na ročních 550 000, nejméně od počátku sledování tohoto ukazatele v roce 1959

Británie

- Ekonomika Velké Británie se potápí do hlubokého záporu. HDP za poslední čtvrtletí loňského roku se propadl o 1,5 % proti 3Q. Zaznávají hlasy, že pokud se tento trend bude opakovat další 2 až tři kvartály, nezačne se hovořit o recesi, ale o depresi
- Británie měla v prosinci rekordní rozpočtový deficit 20,5 mld. USD, druhý největší od roku 1993

Asie

- HDP Číny za 4Q rostl o „pouhých“ 6,8 %, ve 3Q o 9 %. V případě Číny se hovoří již o blížící se recesi
- Oficiální míra nezaměstnanosti v Číně poprvé od roku 2003 vzrostla, a to na 4,2 %
- Japonské exporty v prosinci klesly meziročně o 35 %, největší pokles od 1980
- Japonská produkce oceli v prosinci klesla o 28 %, což je největší pokles za 60 let
- Japonští spotřebitelé jsou nejvíce pesimističtí za posledních 26 let
- Jižní Korea zaznamenala propad HDP ve 4Q o více než očekávaných 5,6 %, což je nejvíce od finanční krize v Asii před 10 lety
- HDP Singapuru podle vládních odhadů může v letošním roce klesnout až o neuvěřitelných 5 %, spekuluje se, že po vzoru jiných zemí dojde ke zvýšeným vládním výdajům na podporu ekonomiky

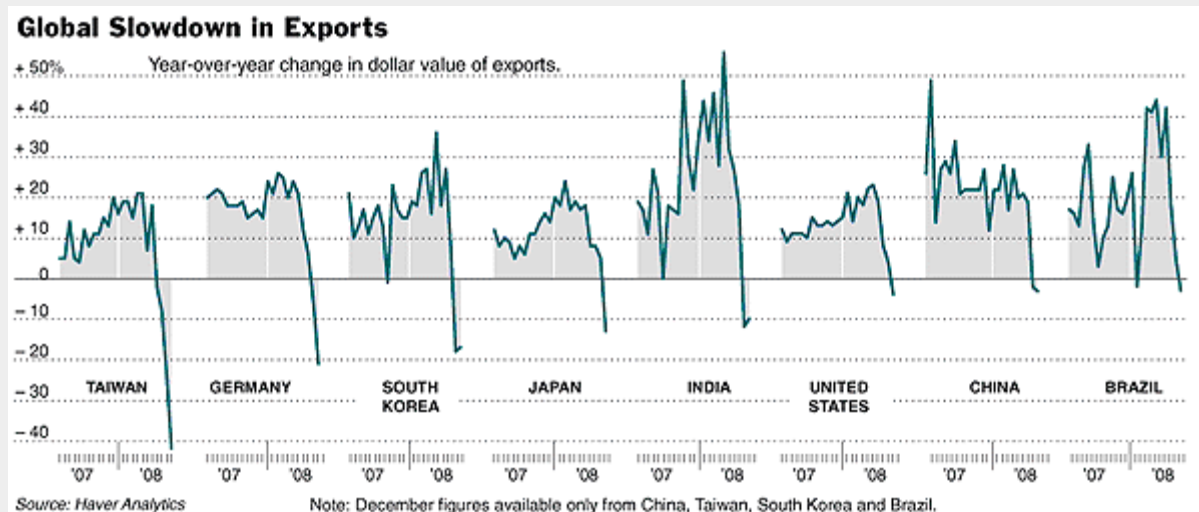
EU

- Ekonomika eurozóny podle odhadů evropské komise klesne o 1,9 % v letošním roce
- Německá centrální banka nevidí známky omezeného přístupu k úvěrům (credit crunch) i přes zpřísnění úvěrových standardů, v zahraničí jsou podmínky mnohem horší
- V Itálii hrozí nejhorší recese za posledních 30 let
- Ekonomika Švédska v letošním roce pravděpodobně poklesne o 1,5 %

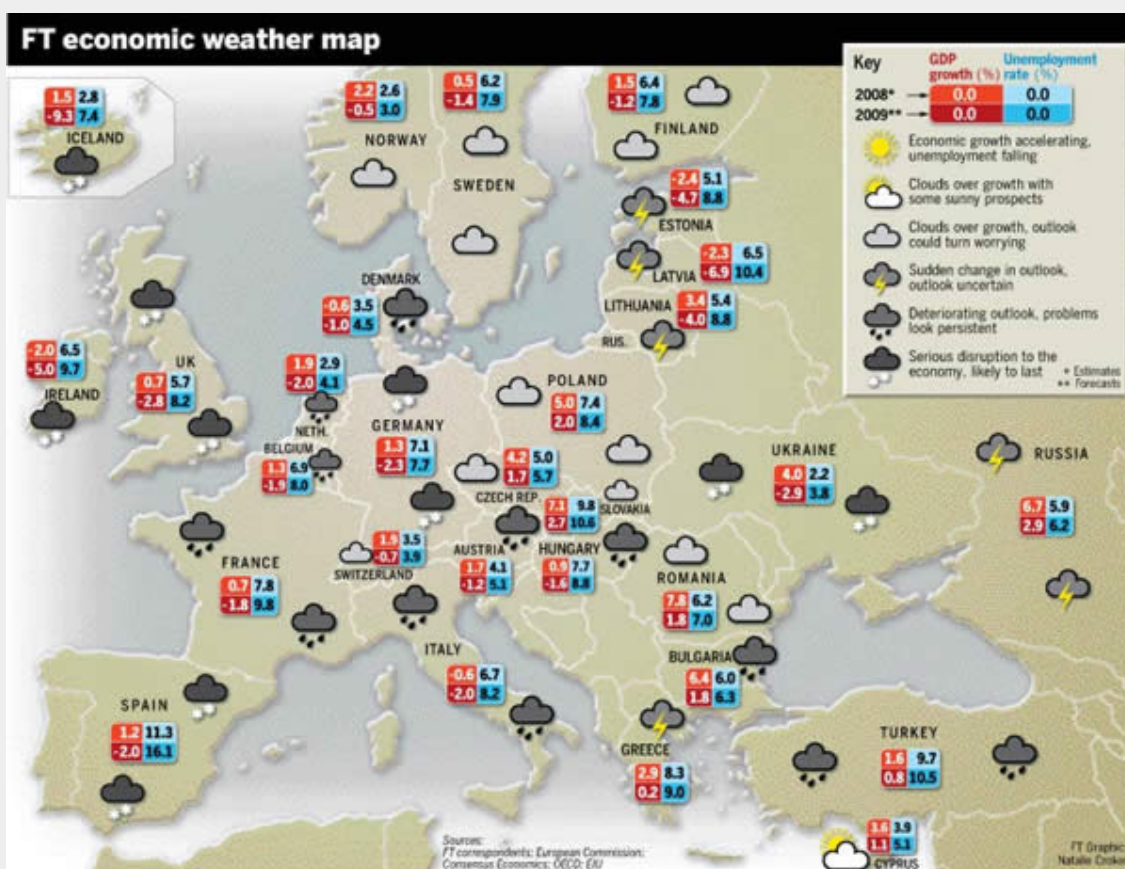
Ostatní

Ruská vláda po předchozí kritice prezidenta hodlá uvolnit 40 mld. USD na podporu bankovního systému

Propad světových exportů je patrný níže



Stav ekonomik v Evropě zobrazuje mapka uveřejněná ve FT, nutno podotknout, že se některá čísla budou nadále zhoršovat



Dluhopisy

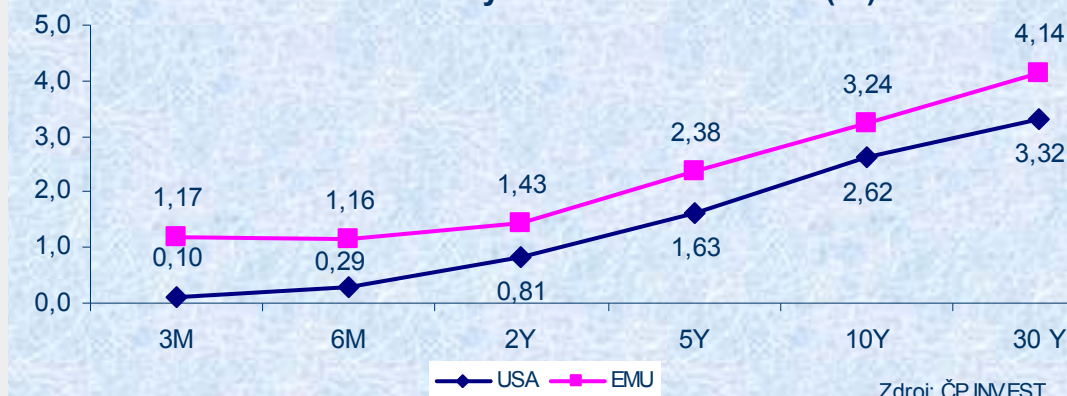
- I dluhopisy nemusí znamenat bezpečný přístav při poklesu akcií – to dokazují dlouhé US dluhopisy, které od počátku roky klesly o 6 %
- Největší investor z Jižní Koreje (National Pension Service) se nechal slyšet, že růst amerických státních dluhopisů, které v roce 2008 zaznamenaly nejlepší výsledek od roku 1995, se blíží ke konci. Je čas k prodeji....i to zaznělo z jeho úst
- Růst výnosů britských dluhopisů stál za všeobecným růstem výnosů v ostatních regionech
- Španělsko plánuje zvýšit objem vydaného státního dluhu o 59 % v tomto roce, což ohrožuje jejich AAA rating
- V tomto týdnu jsme pozorovali opětovné odlišné chování krátkých a dlouhých splatností, v prvním případě se výnosy stále drží na rekordně nízkých hodnotách či nadále klesají (výrazně je to patrné v EMU, v USA jsou již blízké 0), naopak 30leté dluhopisy poměrně výrazně výnosově rostly o 0,45 % v USA a 0,35 % v EMU

Výnosy státních dluhopisů k 23.1.09

	USA		EMU	
	%	5D změna	%	5D změna
3M	0,096	-0,02	1,170	-0,20
6M	0,295	0,01	1,164	-0,14
2Y	0,810	0,09	1,429	-0,05
5Y	1,629	0,16	2,380	0,19
10Y	2,617	0,30	3,237	0,31
30 Y	3,321	0,45	4,142	0,35

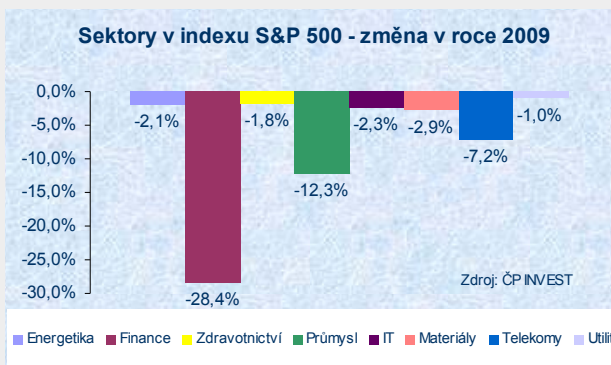
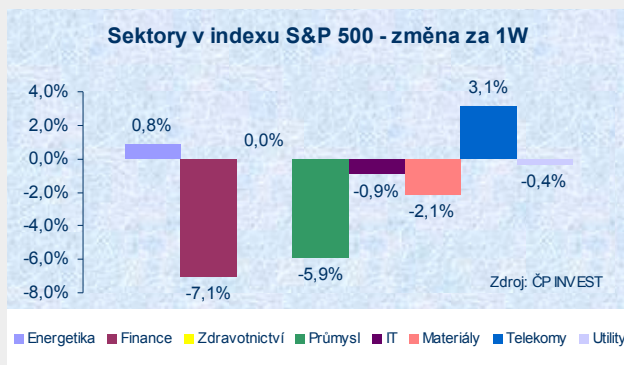
Zdroj: ČP INVEST

Srovnání výnosů státních bondů (%)



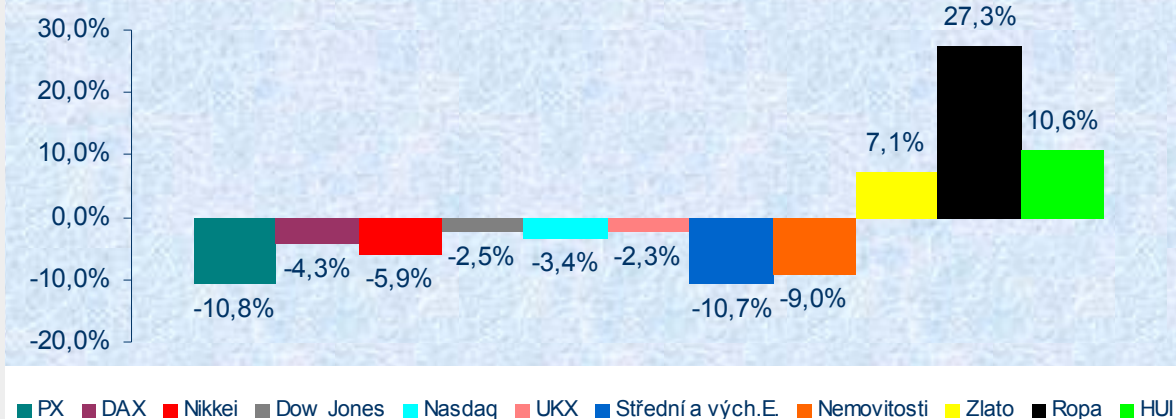
Akciové trhy

- Uplynulý týden byl pro akciové trhy negativní, indexy klesaly od několika procent až po 16 % v regionu střední a východní Evropa (zde se ekonomická aktivita propadá velmi intenzivně)
- Nejhorší sektory od počátku roku jsou finance (-28 %) a průmysl (-12 %)



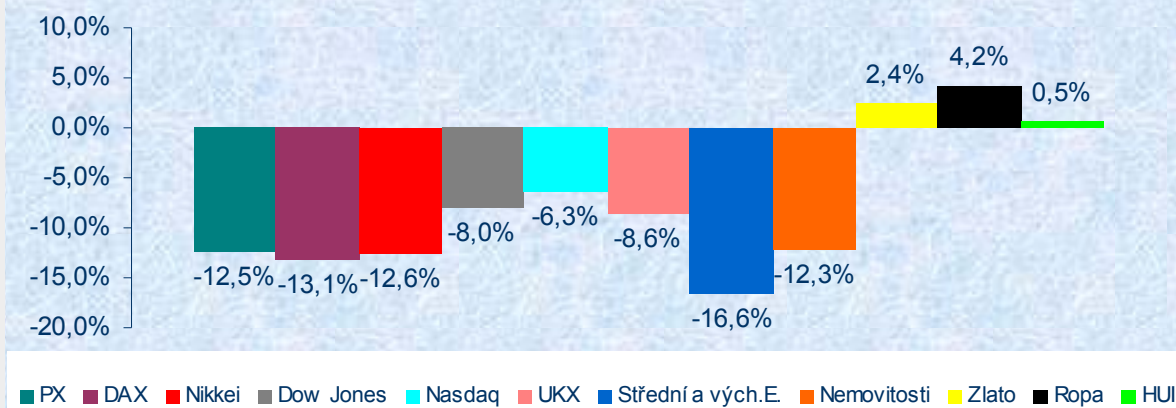
Zdroj: ČP INVEST

Vybrané indexy - změna za 1W

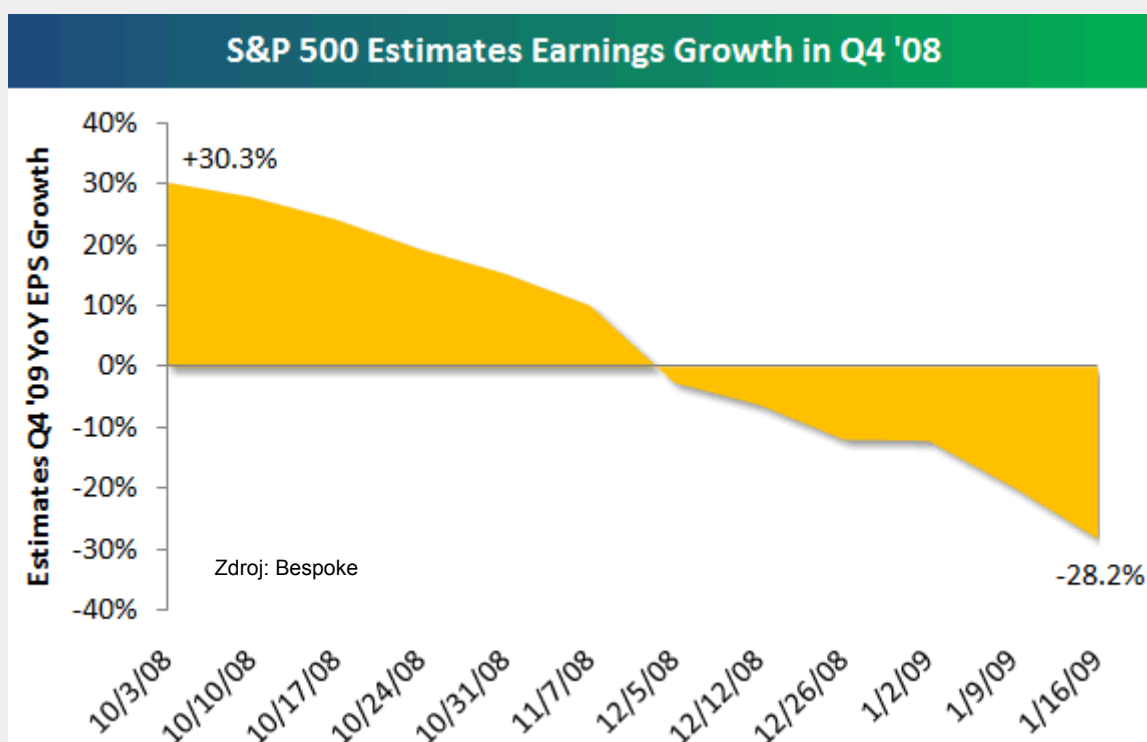


Zdroj: ČP INVEST

Vybrané indexy - změna v roce 2009



- Americké společnosti redukují dividendy největším tempem za posledních 50 let poté, co se zisky propadly nejvíce od roku 2001
- Výkonnost akciových indexů odráží vývoj bankovního indexu, který klesá na nova minima
- Je těžké v této situaci hledat nějaké extrémně pozitivní zprávy pro růst indexů, jedna však stojí za zmínku: Index Dow Jones a Dow Jones Transportation se pohybují v tandemu a případné odchylky mohou naznačovat změny trendu. V současné době je index Dow Jones Transportation na nových minimech, zatímco Dow Jones se stále drží. Čím déle, tím lépe z pohledu budoucího růstu. To ve svém pravidelném komentáři tvrdí věhlasný guru Richard Russell
- Některé indexy jsou na nových minimech – Německo, Francie, Belgie, Irsko, Finsko, ...
- I takto se dají měnit předpovědi analytiků ohledně zisků za 4Q 2008 pro index S&P 500. Ještě v březnu 2008 očekávali růst o 30 %, dnes jsme blízko stejnému výsledku, ale s opačným znaménkem!!! Realita však může být ještě horší, a to nezapomeňme na skutečnost, že srovnávací základna byla nízká díky finančního sektoru



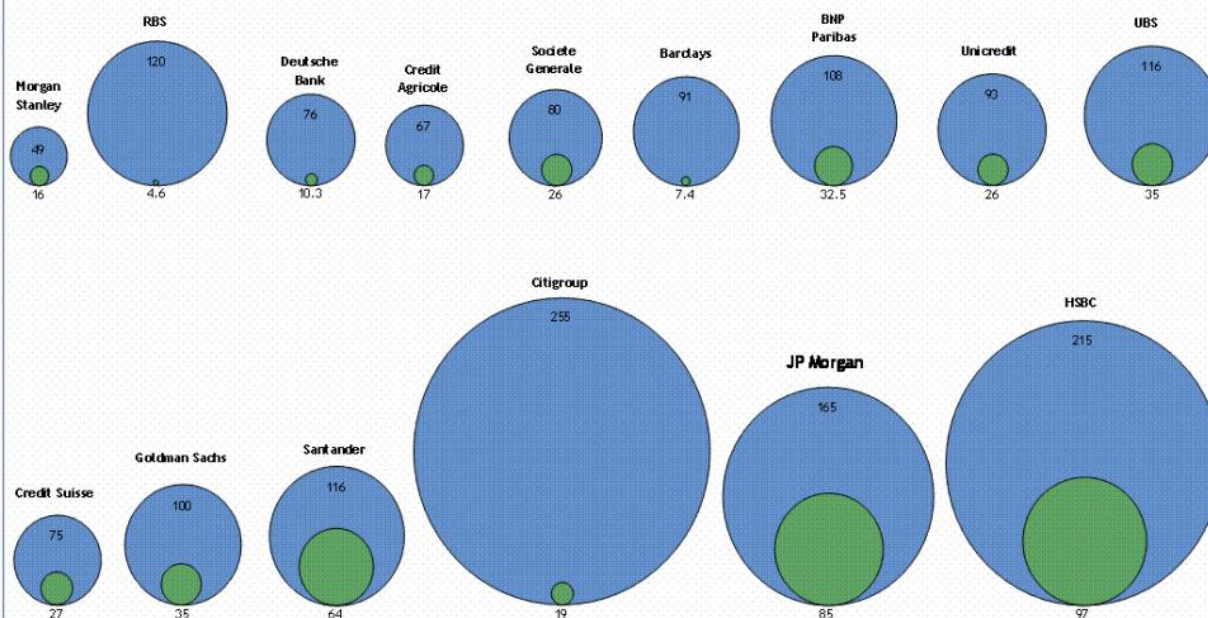
- Bolívijský prezident znárodnil ropnou společnost Espresa Petrolera Chaco, která byla kontrolována BP
- Hypoteční agentura Freddie Mac žádá vládu o další pomoc ve výši až 35 mld. USD, 13,8 mld. činila poslední pomoc v listopadu

Finanční sektor

Následující dva obrázky zachycují stav finančního sektoru, k tomu netřeba komentáře, v budoucnu si budeme muset zvyknout, že řada bank nakonec skončí ve vládních rukou, proto se mnozí akcionáři bank bouří a bojí se o své investice

Banks: Market Cap

- Market Value as of January 20th 2009, \$Bn
- Market Value as of Q2 2007, \$Bn

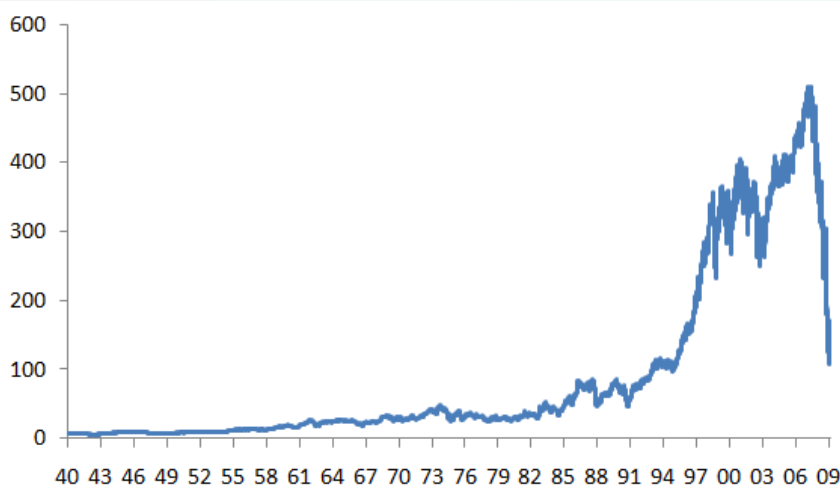


J.P.Morgan

While JPMorgan considers this information to be reliable, we cannot guarantee its accuracy or completeness

Source: Bloomberg, Jan 20th 2009

S&P 500 Financial Sector: 1940-Present

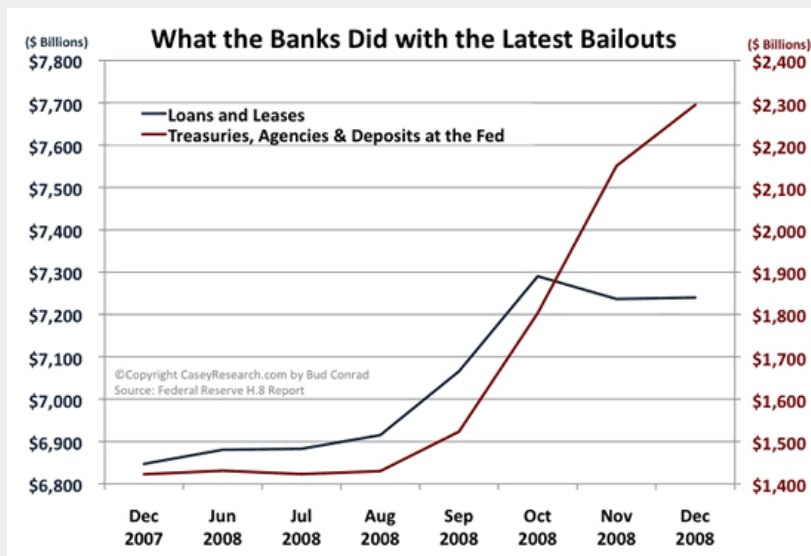


Proč v ekonomice dochází ke zhoršenému přístupu k úvěrům dokládá následující obrázek. Mezníkem vývoje je srpen 2008, kdy začínáme pozorovat několik zajímavých skutečností:

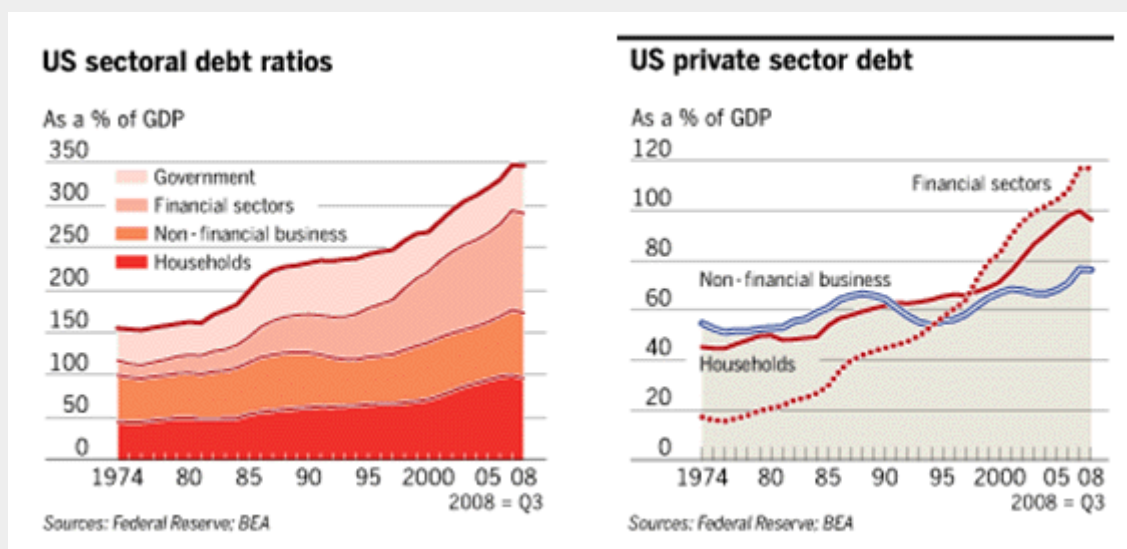
Červená čára (státní dluhopisy, depozita u americké centrální banky a cenné papíry státních hypotečních agentur) vrostly o 865 mld. USD

Modrá čára – leasing a úvěry – od srpna nárůst o pouhých 325 mld. USD

Jaký je závěr? Peníze, které banky dostaly v rámci programu TARP, neproudí do ekonomiky v podobě nových úvěrů, ale slouží bankám k tomu, aby si vylepšily svou bilanci

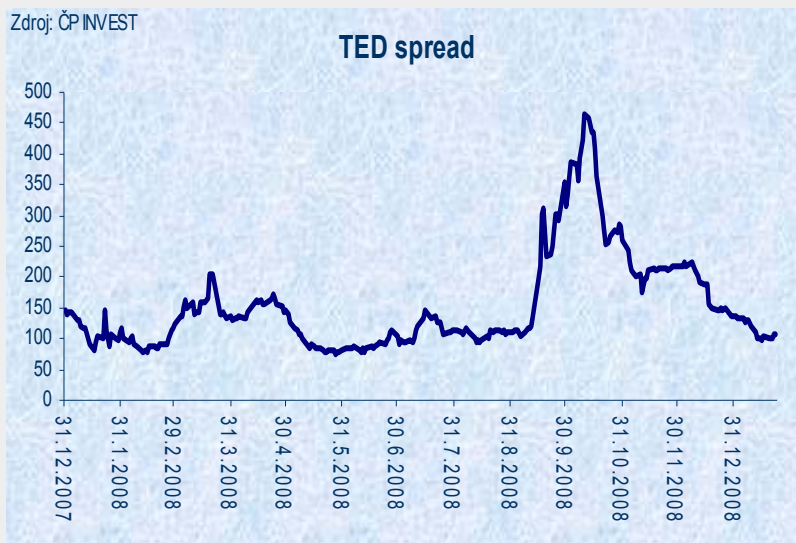
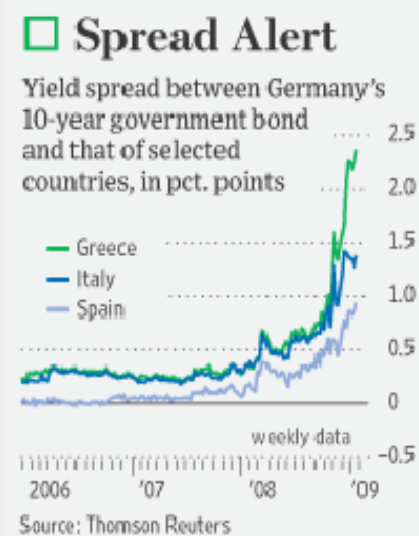


- Proces znárodnění britského finančního systému pokračuje. Od října jde již o třetí akci na jejich podporu. Souběžně s tím však narůstá vliv státu v klíčových institucích. Posledním příkladem je Royal Bank of Scotland, kde stát vlastní již 70 % akcií
- Příklad toho, jakou formu může mít znárodnění je Citigroup a Bank of America. Tyto dvě instituce budou muset americkému ministerstvu financí pravidelně na měsíční bázi předávat reporty o tom, jak jsou aktivní v půjčování peněžních prostředků na úkor dividend. Když vláda řekne dost dividendám, je asi jasné, kdo má v této instituci největší vliv
- Rozsah kreditních problémů v USA, potažmo i v Británii, ukazuje srovnání objemu kreditních instrumentů ve vztahu k HDP. Až 350 % HDP!!!! Nikdy v historii USA toto číslo nedosahovalo takových hodnot. Splasknutí kreditní bubliny znamená, že se musí použít nástroje, které povedou ke snížení dluhu nebo posílení růstu HDP. Vzhledem k tomu, že bankroty jsou politicky nepřijatelné, objevuje se ještě varianta vysoké inflace, které je tolerovatelná (podle nás nejpravděpodobnější varianta). Budoucí inflace pak může výrazným způsobem přehodnotit stávající objem dluhu



Kreditní trhy

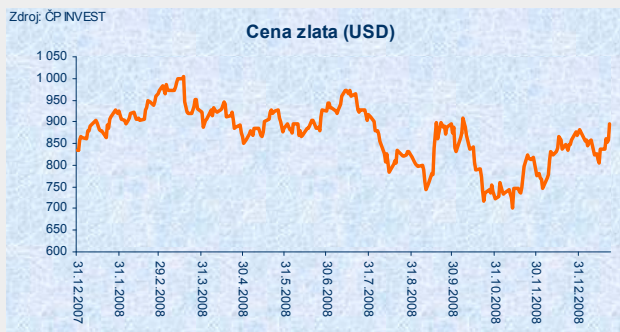
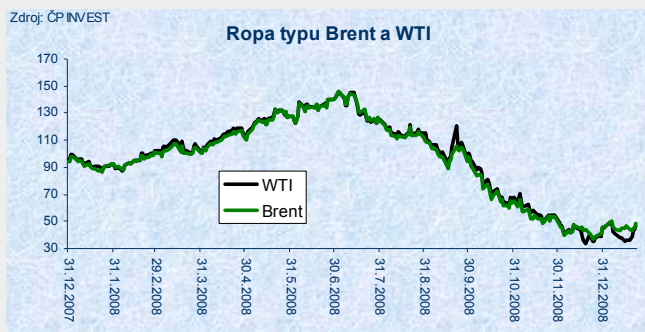
- Náklady na zajištění proti defaultu vládních dluhopisů nadále rostou – v Británii o 9 bodů na 134, ve Španělsku o 11,5 bodu na 154. pokud to půjde tímto tempem dále a státní pomoc domácím ekonomikám bude růst, je možné, že bude velký problém s jeho financováním
- To, že se riziko států dramaticky zvýšilo dokládá i skutečnost, že náklady na zajištění státního dluhu Bahrajnu (nejmenší ze šesti arabských zemí v perském zálivu) vzrostlo rekordně o 25 bodů na 465. Hlavním důvodem jsou nízké ceny ropy
- V USA se oživuje trh podnikových dluhopisů v segmentu high-yield. Emise dosáhly v tomto týdnu 1,83 mld. USD (minulý týden cca 1 mld. USD), nejlepší výsledek od července 2008
- TED spread vykazuje rezistenci na hranici 100 bodů, aktuálně 107



Zdroj: New York Times

Komodity

- Produkce zlata v JAR v roce 2008 klesla o 14 %, nejvíce od 1901
- George W. Bush ve svém úřadu skončil a během 8 let jeho vlády se cena zlata téměř ztrojnásobila a cena ropy zůstala nezměněna. Zlato má skvělé výsledky proto, že jsme prošli etapou geopolitických problémů, inflace a naposledy se ukázalo jako nástroj pro uchování hodnoty
- Ropa (především typu WTI, protože proti typu Brent byla laciná o několik desítek %!!!) a zlato výrazně rostly, investoři směřují k reálným aktivům



Nemovitosti

- Cena nájmu kancelářských prostor v Číně v tomto roce naváže na pokles z roku 2008 (poprvé za posledních 8 let), protože trh bude zaplaven dalšími cca 10 mil. m² nových kancelářských prostor
- Ceny nemovitostí v Dubaji v letošním roce mohou klesnout až o 60 % z maxim z července 2008
- Ceny nemovitostí ve 4Q v Norsku poklesly mezikvartálně o 6,2 %
- Index EPRA klesl v tomto týdnu o silných 9 %



Milan Tomášek
Hlavní investiční stratég
ČP INVEST

Vysvětlivky

YTD	změna od počátku roku
SPREAD	rozdíl mezi koupí a prodejem
TED	rozdíl mezi bezrizikovou sazbou (v tomto případě 3M americké státní dluhopisy) a sazbou mezibankovní (LIBOR)
EPRA	index evropských realitních společností
D	den
M	měsíc
Y	rok
CDS	credit default swap, derivát mezi dvěma protistranami, kupující platí určitou částku za zajištění, naopak prodejce platí v případě defaultu kreditního instrumentu (dluhopis, úvěr,...) plnou cenu podkladového aktiva, rozdíl proti pojištění je ten, že kupující nemusí držet kreditní instrument
DEFLACE	záporné tempo růstu cen v ekonomice