



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

**Pavel Kysilka**  
hlavní ekonom  
+420/261 073 489  
pkysilka@csas.cz

**Viktor Kotlán**  
+420/224 995 217  
vkotlan@csas.cz

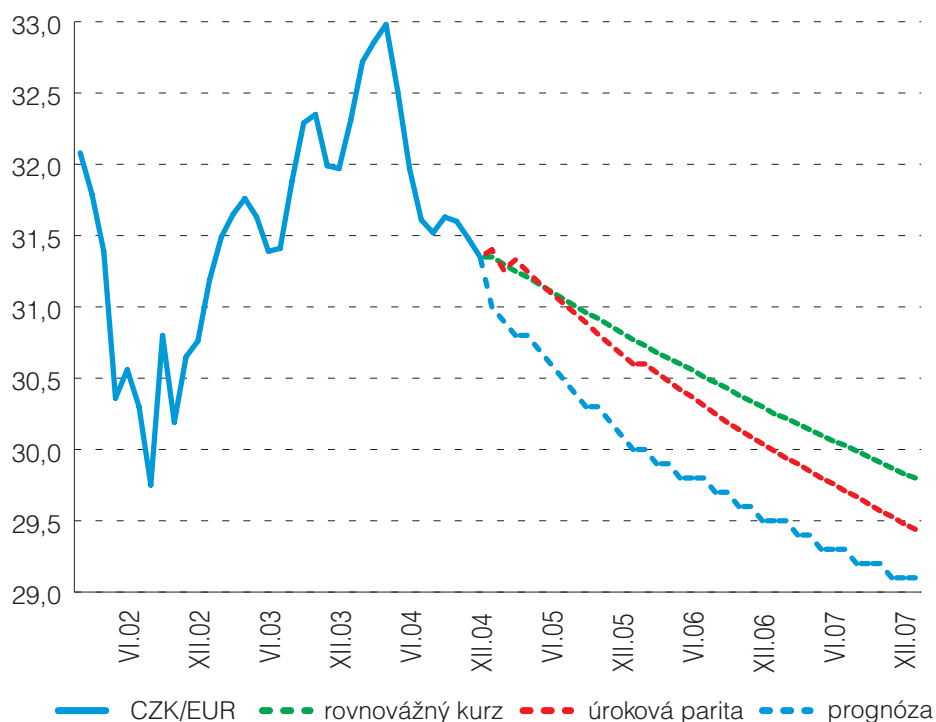
**Ján Hájek**  
+420/224 995 324  
janhajek@csas.cz

**Luboš Mokráš**  
+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

**David Navrátil**  
+420/224 995 439  
dnavratil@csas.cz

**Miroslav Plojhar**  
+420/224 995 232  
mplojhar@csas.cz

**Libor Vinklát**  
+420/224 995 340  
lvinklata@csas.cz



## HLAVNÍ TÉMA:

### DLOUHODOBÁ PROGNÓZA KURZU KORUNY

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Naše očekávání vývoje úrokových sazeb Fedu se nemění. Nadále počítáme s jejich postupným růstem ke 3,0% a poté s dalším pomalejším zvyšováním. V tomto názoru nás podporuje jak vývoj americké ekonomiky (dostatečně silný růst, oslabování dolaru, stabilní ceny) tak výroky činitelů Fedu. ECB pravděpodobně příští rok ponechá úrokové sazby beze změny, přestože signalizuje spíše jejich růst. Předpokládáme, že vývoj kurzu eura k dolaru, relativní slabost evropských ekonomik a spíše pozitivní vývoj inflace jim k tomu nedá možnost. Na druhé straně ECB kategoricky vylučuje snížení sazeb. K tomuto kroku by ji mohla donutit pouze kombinace extrémního posílení dolaru, velmi pozitivního vývoje inflace (pokles meziročního růstu CPI pod 1,5%) a stagnace evropských ekonomik. V ČR nadále předpokládáme mírné zvyšování sazeb odpovídající očekávanému rychlému růstu české ekonomiky. ČNB by měla zvýšit úrokové sazby v roce 2005 celkem dvakrát na cílovou úroveň 3%. Proti zvýšení sazeb v ČR by mohla působit především rychle posilující koruna.

## Dluhopisy

Dluhopisy v USA by se měly v prosinci po růstu v listopadu stabilizovat. Náladu na trhu by měla určovat zejména slabá data z trhu práce zveřejněná na začátku prosince. Hlavním rizikem je vývoj kurzu dolaru. Pokud by pokračoval propad kurzu mohly by výnosy dále růst. Předpokládáme, že s dalším zvyšováním sazeb trh počítá. V EMU a ČR lze počítat s dalším tlakem na mírný pokles výnosů. Přispět by k němu měla kombinace silného eura, slabého růstu a lepších se inflačních údajů. Stejně jako u dolarových dluhopisů představuje hlavní riziko vývoj kurzu dolaru k euru. Silnější korekce by se měla přenést i na dluhopisové trhy. V tomto případě by mohlo dojít k růstu výnosů.

## Měny

Předpokládáme, že v prosinci by měl vydržet tlak proti dolaru. Zvrátit by ho mohlo pouze úsilí centrálních bank (především ECB a BoJ) a nebo sada mimořádně nepříznivých údajů o vývoji evropských ekonomik. Zásah centrálních bank by byl pravděpodobný, pokud by oslabování dolaru nezmírnilo svoje tempo. Jakmile by se centrálním bankám podařilo zvrátit trend, došlo by patrně k silné korekci, protože poměrně značná část tlaku na oslabování dolaru má spekulativní charakter. U koruny očekáváme krátkodobé posílení k 30,50 za euro a poté návrat do okolí 31,0. Současné tempo jejího posilování pokládáme za fundamentálně neopodstatněné a dlouhodobě neudržitelné

## Akciové trhy

U zahraničních i českých akcií čekáme do konce roku spíše stagnaci. Hlavním důvodem pro stagnaci na zahraničních trzích je oslabování dolaru vůči euru, zhoršená data z amerického trhu práce, případně obavy ze slabší dynamiky růstu firemních zisků v příštím roce. U českých akcií bychom po velmi silném listopadu očekávali stabilizaci a možné vybírání zisků před koncem roku.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	7
<b>Střední Evropa</b>	<b>9</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	9
<b>Česká republika</b>	<b>11</b>
Politický a makroekonomický vývoj	11
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	14
Český akciový trh	15
Hlavní téma - Dlouhodobá prognóza kurzu koruny	17
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	19
Makroekonomické prognózy	22
Kalendář - makro	23
Kalendář - akcie	24
Slovníček pojmů	25
Kontakty	27

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (30.11.)	Prognóza	
USA	3M: 2,20% 6M: 2,37% 2Y: 3,00% 5Y: 3,70% 10Y: 4,35% 30Y: 5,00%	→	Předpokládáme, že výnosy do konce roku budou kolísat zhruba na současných úrovních. Aktivita by měla ke konci roku klesat a trh by měl čekat jakým způsobem se bude americká ekonomika vyvíjet na začátku příštího roku. Proti sobě by měl působit růst sazeb Fedu spolu s oslabováním dolaru na jedné straně a poněkud slabší výkonnost americké ekonomiky na druhé straně.
EU	3M: 2,18% 6M: 2,17% 1Y: 2,20% 5Y: 3,04% 10Y: 3,79% 15Y: 4,07%	→ ↘	Kombinace velmi silného eura, slabé výkonnosti evropských ekonomik a inflace kolísající v okolí 2,0% by měly podporovat pokračující tlak na pokles výnosů. Tento trend by měla mírnit především politika ECB. ECB stále signalizuje úmysl zvýšit v příštím roce úrokové sazby a trh toto zvýšení započítává do výnosové křivky.
ČR	3M: 2,59% 6M: 2,69% 1Y: 3,19% 5Y: 3,65% 9Y: 4,36% 15Y: 4,73%	→ ↘	Po nečekaně prudkém poklesu výnosů v listopadu by se měla v prosinci situace postupně zklidňovat. Pokles ze začátku měsíce se pravděpodobně udrží, na začátku příštího roku by však mělo dojít k alespoň částečnému návratu výnosové křivky na vyšší úroveň. Podle našeho názoru je současný pokles výnosů přehnaný a způsobují jej především technické faktory.
Polsko	3M: 6,68% 6M: 6,75% 1Y: 6,77% 2Y: 6,74% 5Y: 6,75% 10Y: 6,42%	↘	Ceny polských dluhopisů by měly nadále růst. Výnosy v segmentu 2-5 let by měly v dalších týdnech klesnout k 6,30%. Na poklesu polské výnosové křivky bude mít lví podíl definitivní vymazání očekávání dalšího růstu úroků NBP z cen dluhopisů. Během jara by NBP měla změnit výhled na měnovou politiku z restriktivního na neutrální. Trhy potom pravděpodobně začnou masivně započítávat první snižování úrokových sazeb.
Mad'arsko	3M: 9,51% 6M: 9,32% 1Y: 9,09% 5Y: 8,50% 10Y: 7,73%	↘	Snižování vysokého úrokového diferenciatu by mělo být i v prosinci hlavním příběhem na mad'arském dluhopisovém trhu. Očekáváme, že NBH sníží úrokové sazby o 50 bps, což by mělo vést k podobnému poklesu celé výnosové křivky.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (30.11.)	Prognóza	
USD / EUR	1,3279	→ ↘	Psychologicky a technicky podmíněný tlak proti dolaru by měl pokračovat i v prosinci. Při současném tempu oslabování a náladě na trhu je možné dosažení hladiny 1,40. S oslabováním dolaru bude růst pravděpodobnost zásahu centrálních bank (ECB nebo BoJ). Nejprve by pravděpodobně došlo ke slovním intervencím, pokud by nepomohly lze počítat i s přímými. Pokud by centrální banky zasáhly, je pravděpodobná velmi ostrá korekce.
CZK / EUR	31,010	→	Kurz koruny k euru by se mohl dočasně dostat do okolí hladiny 30,50 k euru, nepočítáme však s tím, že by se na ní udržel. Před koncem roku by podle našeho názoru měl kurz oslabit zpět do okolí 31,00. Současné posilování je podle našeho názoru příliš rychlé a neodpovídá vývoji fundamentálních ukazatelů.
HUF / EUR	245,596	→	Vysoký úrokový diferenciat by měl i v prosinci udržet mad'arský forint na jeho fundamentálně nadhodnocené úrovni blízko 245 HUF/EUR. Ve střednědobém výhledu roste riziko skokového oslabení forintu.
PLN / EUR	4,1847	→ ↗	Nadále držíme pozitivní výhled na polskou měnu (makro fundamenty, klid na politické scéně, úrokový diferenciat, příliv investic do IPO a peněz z EU fondů). I přes možnou technickou korekci očekáváme v prosinci celkově mírné posílení zlotého. Ve střednědobém výhledu se pravděpodobně naplní náš dříve velmi optimistický scénář pod 4 PLN/EUR. Polská měna pravděpodobně přestřelí úroveň, která by byla pro ekonomiku optimální. K obratu na zlotém by nemělo dojít dříve než NBP začne cyklus snižování úrokových sazeb (tj. ne dříve než v létě 2005).
SKK / EUR	39,300	→ ↗	Pozitivní makro fundamenty by měly nadále podporovat kurz slovenské koruny. V prosinci bude asi úspěšně testovat hladinu 39 vůči euru. Proti tomu se pravděpodobně postaví centrální banka a bude působit efekt zavírání pozic na středoevropských trzích. Během příštího roku bude koruna testovat hladinu 38 SKK/EUR.

## Akciové trhy

	Kurz (30.11.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 11 73,8	→	Na americké akcie nyní působí negativně současný silný pokles dolaru vůči euru. Pozitivní vliv mají naopak klesající světové ceny ropy. Obavy z dalšího poklesu dolaru ale nyní spíše převažují. Naopak nečekáme žádnou silnější reakci trhu na očekávané zvýšení úrokových sazeb 14.prosince o dalších 25 bp. Na ceny akcií mohou mít spíše negativní vliv obavy z mnohem slabšího růstu firemních zisků v příštím roce, slabší data z trhu práce a také možné obavy z další eskalace terorismu po pondělním (6.12.) útoku na americký konzulát v Saúdské Arábii. Předpokládáme stagnaci cen akcií do konce roku.
	DJ Stoxx 50: 2 737,7		
ČR	PX-D: 2 505,8	→	Po silném růstu během listopadu spíše předpokládáme, že akcie budou do konce roku stagnovat. Výjimkou by mohly být akcie ČEZu a Zentivy a v případě nějaké pozitivní zprávy z Evropské komise také akcie Unipetrolu. Velmi volatilní mohou být také akcie Českého Telecomu po rozhodnutí vlády o zahájení tendru na prodej většinového podílu.
	PX 50: 1 010,9		

## České akcie

	Kurz (31.10.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	346,60 Kč		Vzhledem k tomu, že Česká spořitelna se stala jedním z poradců při privatizaci Českého Telecomu, nebudeme na tomto místě zatím zveřejňovat měsíční predikce vývoje kurzu akcií Českého Telecomu a náš komentář o očekávanému vývoji ceny akcie v následujícím měsíci.
ČEZ	334,60 Kč	→ ↗	Předpokládáme, že růstový trend vydrží nejméně do konce roku. Podhodnocenost akcie vůči západoevropské konkurenci již sice není tak jednoznačná jako dříve, přesto se ale domníváme, že akcie může ještě do konce roku nabrat několik procent. Důvody jsou stále stejné: očekávaný růst cen elektřiny (a to nejen v příštím roce, ale rozhodně i v dalších letech), stabilně rostoucí poptávka po elektřině, další akvizice v balkánském regionu, synergické efekty, plánované úspory nákladů
Komerční banka	3.365 Kč	→	Růst celého trhu táhl vzhůru během listopadu i akcie Komerční banky. Akcie se tak dostala na dohled svého maximu z dubna 2004. Předpokládáme, že v prosinci se tento trend zastaví a akcie bude kolísat okolo ceny 3.400 Kč.
Philip Morris CR	15.541 Kč	→	Předpokládáme stagnaci mezi 15.500 a 16.000 Kč.
Unipetrol	91,04 Kč	→	Dokud se u Evropské komise nazahájí proces notifikace a dokud nebude jasné, že EK vydá souhlasné stanovisko s akvizicí Unipetrol polskou PKN Orlen, bude akcie stagnovat okolo ceny 90 Kč. V případě souhlasu EK může akcie rychle vystřelit zpět do intervalu 95 - 100 Kč.
Zentiva	678,30 Kč	→ ↗	Akcie po příznivých tříčtvrtletních výsledcích posílila až téměř na 740 Kč, v závěru měsíce ale oslabilo zpět pod 700 Kč. Předpokládáme ale, že pokles pod hranici 700 Kč byl spíše dočasný a akcie se nejspíš vrátí zpět nad tuto hranici. Pražský trh nenabízí mnoho růstových titulů, vedle akcií ČEZ (paradoxně) jsou to už jenom akcie Zentivy. Pokud firmě poroste její objem prodeje na zahraničních trzích a bude pravidelně zlepšovat svoje provozní výsledky, může se rychle stát nejoblíbenějším českým titulem.

Pozn.: Tato krátkodobá prognóza se vztahuje pouze k současnému měsíci. Výchozím stavem je úroveň daného aktiva na konci minulého měsíce. V případě dluhopisů znamená ↗ růst výnosů dluhopisů, v případě měn znamená ↗ posílení první měny vůči druhé měně a v případě indexů / akcií znamená ↗ růst cen indexů / akcií.

# GLOBÁLNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

V listopadu se pozornost soustředila na propad dolaru

Nejsledovanější událostí na finančních trzích bylo v listopadu oslabování dolaru. Na toto základní téma navazovala celá řada souvisejících: jaký bude mít síla eura, vůči kterému především dolar posiloval, dopad na výkonnost evropských ekonomik; zda asijské státy přistoupí na uvolnění kurzů svých měn a sníží tak tlak na kurz eura k dolaru; zda USA budou podporovat politiku silného dolaru i jinak než opakovanými prohlášeními ministra financí. Poněkud na vedlejší kolej se dostal vývoj cen ropy. Vedle soustředění trhu na vývoj kurzu eura k dolaru k tomu přispělo i zastavení růstu její ceny.

Proti dolaru působí očekávání pokračujících vysokých schodků státního rozpočtu a běžného účtu

Tlak proti dolaru zřetelně zesílil po tom co byl ve funkci amerického prezidenta potvrzen na druhé volební období G. W. Bush. Jak jsme již uvedli v minulém čísle našeho měsíčníku, zvolení Bushe zvýšilo pravděpodobnost konzervace vysokých rozpočtových schodků, vysokých schodků běžného účtu, relativně nízké ochrany proti dovozům z asijských států a politiky nezasahování do vývoje kurzu dolaru. Politika Bushovi administrativy bude pro vývoj dolaru důležitá i v dalších měsících. Je pravděpodobné, že USA nebudou reagovat na výzvy, které se ozývají především od představitelů EU, k aktivní podpoře dolaru. Naznačuje to například i tvrzení ekonomického poradce prezidenta G. Hubbarda, že oslabení dolaru je jediným způsobem jak vyřešit problém vysokých schodků amerického běžného účtu.

Zpřesnění odhadu růstu amerického HDP přineslo jeho další mírné zvýšení

První upřesnění odhadu vývoje amerického HDP ve třetím čtvrtletí přineslo mírné zrychlení jeho růstu z 3,7% na 3,9%. Revize se pozitivně projevila zejména u zahraničněobchodní výměny. K mírnému zlepšení došlo i u spotřeby domácností a investic. Pozitivní struktura HDP z prvního odhadu nejen zůstala zachována, ale ještě se mírně zlepšila. Předstihové ukazatele typu indexů nákupních manažerů, stejně tak jako silný růst investic, ukazují na pozitivní vývoj i v prvním čtvrtletí příštího roku. S tím je ale v rozporu několik měsíců klesající index předstihových ukazatelů. Nejpravděpodobnější variantou je pokračování růstu HDP mezi 3,0-4,0%.

Ceny v USA zůstávají nadále stabilní, přes negativní vliv cen ropy

Inflace v USA nadále zůstává pod kontrolou a k výraznějšímu růstu tlaku na zvyšování cen nevedl ani prudký růst cen ropy. Pozitivní je především vývoj jádrové inflace (bez cen energií a potravin), která se stabilně podle většiny ukazatelů drží mezi 1-2%. Fed nejvíce sleduje cenový PCE index, který dynamicky zohledňuje změny ve spotřebním koši a je proto oproti tradičnímu CPI přesnější. Jádrová složka tohoto ukazatele se drží na 1,5%. Přes pozitivní vývoj inflace nepřestávají představitelé Fedu zdůrazňovat potřebu bdělosti a pozorného sledování vývoje cen. Pojistkou proti možným sekundárním efektům z cen ropy a oslabování ropy bude tedy další růst úrokových sazeb. Zvyšování sazeb souvisí také s uspokojivým růstem ekonomiky, který nevyžaduje podporu od měnové politiky. Konečně vyšší úrokové sazby a s nimi související vyšší úrokový diferencál vůči euru pomáhají tlumit příliš prudké oslabování dolaru.

Fed bude pokračovat v postupném zvyšování úrokových sazeb

Podle našeho názoru nejpravděpodobnějším scénářem zůstává pokračující postupný růst úrokových sazeb o 25bp na každém zasedání FOMC až do dosažení 3,0%. Nad touto úrovní by mohlo dojít ke zpomalení dalšího zvyšování. Důležité budou jak aktuální stav hospodářství v tomto období, tak jeho vyhlídky a především vývoj cen. Ještě stále nelze vyloučit, že kombinace vlivu dozvuků vysokých cen ropy a oslabování dolaru může vést k nastartování inflační spirály. Nepochybujeme, že v takovém případě by Fed sáhl k razantnímu zvyšování sazeb.

Úrokové sazby ECB patrně zůstanou dlouhodobě beze změny

ECB zůstává pevně na svých pozicích. Podle jejího názoru převažují rizika pro cenovou stabilitu nad riziky pro růst hospodářství a uvažuje proto nadále o zvyšování úrokových sazeb v příštím roce a naopak vůbec neuvažuje o možnosti jejich snížení. ECB spoléhá na pozitivní vývoj domácí poptávky a příliš se neobává negativního vlivu silného eura na evropské exporty. Podle našeho názoru je však optimismus ECB nadměrný. Z toho plyne, že neočekáváme, že ECB bude mít dostatek důvodů (a už vyšší inflaci nebo silnější růst ekonomiky) pro zvýšení úrokových sazeb. Naopak se domníváme, že zpřísňování měnových podmínek vyvolané posílením eura (pokud se udrží) spolu s pozitivním vlivem poklesu cen ropy (opět pokud se udrží) na cenovou hladinu bude působit stále více směrem k úvahám o snížení sazeb. ECB však patrně nebude ochotna k takovému kroku přistoupit a bude argumentovat růstem agregátu

### Podnikatelský sentiment EMU negativně ovlivňuje silné euro

měnové zásoby M3 a s ním souvisejícím rychlým růstem půjček.

Optimismu ECB ohledně růstu evropských ekonomik v příštím roce zasadily poměrně silný úder listopadové indexy nákupních manažerů, které nečekaně ostře klesly. Reagovaly tak především na posilování eura k dolaru a obavy z dalšího prodlužování tohoto trendu. Evropští výrobci se obávají jak na očekávaný negativní vliv silného eura na exporty tak na zostřenou konkurenci levných dovozů, které pocházejí především z asijských států. Ze strany evropských představitelů sice zaznívají obavy, ale snaha řešit problémy spojené se silným eurem se zatím omezila především na výzvy k USA, aby snížily deficit státního rozpočtu a běžného účtu. Na finančních trzích se objevují spekulace o možné intervenci, která by se mohla uskutečnit ve spolupráci ECB a BoJ. ECB takové spekulace zatím nekomentovala, podle představitelů BoJ se už jedná v tomto směru uskutečnila. Předpokládáme, že ECB by se před případnou přímou intervencí ještě snažila zastavit posilování eura pomocí slovních intervencí.

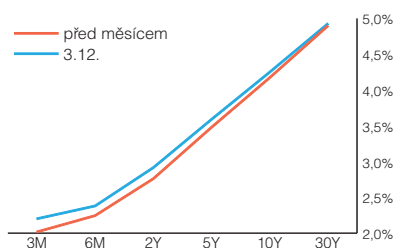
### Cena ropy v listopadu prudce klesla

U cen ropy došlo v listopadu ke zlomu. Z maxim v okolí 55 USD/brl se ceny na přelomu listopadu a prosince propadly až ke 40 USD/brl (pro lehké typy ropy). K poklesu cen ropy přispělo především zvyšování zásob v USA, které je částečně ovlivněno zatím mírnou zimou a částečně pokračující vysokou produkcí zemí OPEC. Vzhledem k tomu, že spekulanti začínají otáčet svoje pozice a počítají tedy s dalším poklesem cen je možné, že se dočkáme přestřelení opačným směrem a propadu cen až ke 30 USD/brl. Předpokladem je pokračování mírné zimy na severní polokouli a klid v problémových produkčních oblastech. Velmi důležitý bude vývoj poptávky Číny a Indie. Pokud by především v Číně v souvislosti se snahou stabilizovat přehřátou ekonomiku došlo ke zpomalení růstu dovozů ropy, dále by to podpořilo pokles jejích cen.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

#### Americká výnosová křivka



V listopadu pokračoval trend k postupnému růstu výnosů, který začal ve druhé polovině října. Tento trend přerušila pouze jedna významnější korekce v polovině měsíce. K růstu výnosů přispěla řada faktorů: asi nejdůležitějším bylo prudké oslabování dolaru, dále obavy z pokračování politiky vysokých rozpočtových schodků po znovuzvolení prezidenta Bushe, utvrzení očekávání dalšího růstu úrokových sazeb a obavy z možného prodeje dolarových dluhopisů z rezerv některých centrálních bank. Výnos desetiletého dluhopisu v průběhu listopadu vzrostl z 4,05% na 4,40%.

Prosinec by měl přinést částečné uklidnění a přinejmenším zpomalení růstu výnosů. Zda k tomu dojde bude záležet především na vývoji kurzu eura k dolaru. Pokud bude dolar dále rychle oslabovat měl by se zvětšovat rozdíl mezi výnosy amerických a evropských dluhopisů a to by mělo tlačit americké výnosy směrem nahoru. Slabá makroekonomická data zveřejněná na začátku prosince však tento tlak pravděpodobně do značné míry eliminují.

Střednědobě bude záležet především na tom na jakých úrovních se ustálí rovnováha mezi kurzem dolaru a rozdílem ve výnosech evropských a amerických dluhopisů, která zaručí dostatečné financování amerických schodků. Důležité budou také údaje o vývoji inflace a růstové ukazatele americké ekonomiky. Pokud by došlo ke zrychlení růstu cen byl by tlak na další zvyšování výnosů silnější. Naopak slabé růstové ukazatele (především trh práce) by tlak na zvyšování výnosů oslabovaly (jednak kvůli menšímu očekávání zvyšování úrokových sazeb a jednak by nižší poptávka implikovala nižší poptávku a tedy nižší deficity běžného účtu, což by podpořilo dolar).

### EMU

#### Výnosy v EMU se v listopadu držely na nízkých úrovních

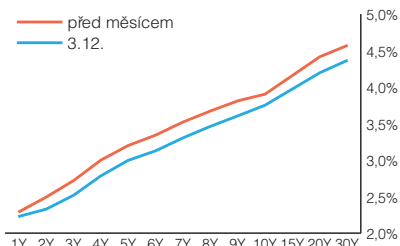
Výnosy dluhopisů na trzích EMU v průběhu listopadu driftovaly směrem dolů. Podobně jako v USA byl trh silně ovlivněn vývojem na měnových trzích. K tomu se přidalo nižší očekávání zvyšování úrokových sazeb ECB, později doplněné zatím nesmělými a ECB popíranými spekulacemi o možném snížení sazeb v příštím roce. Dalším faktorem tlačícím na pokles výnosů byly spíše slabé růstové ukazatele v EMU.

#### Tlak na pokles výnosů v EMU by měl přetrvávat i v prosinci

Podobně jako v USA i v EMU bude pro dluhopisový trh i v prosinci důležité chování kurzu eura k dolaru. Váha tohoto faktoru však bude podstatně nižší než v případě USA. Pokud by se potvrdily zvěsti o zvyšování podílu eura na devizových rezervách



### Německá výnosová křivka



Očekávaný slabý růst a stabilní inflace by měly držet výnosovou

některých centrálních bank (zejména čínské) podstatně by to přispělo k tlaku na snižování výnosů. Dalšími faktory s vlivem na dluhopisový trh v eurozóně budou údaje o inflaci a růstové ukazatele. Nižší inflace a slabší růst by opět podpořily tlak na další pokles výnosů. Hlavní brzdou poklesu výnosů bude jejich z historického hlediska nízká současná úroveň, která by trh měla ovlivňovat především psychologicky.

Pokud se naplní scénář pomalého růstu, stabilní inflace a silného eura měly by se výnosy dluhopisů na svých současných nízkých úrovních udržet i ve střednědobém výhledu. ECB bude patrně důsledně držet úrokové sazby na jejich současné úrovni a pokud by měla inflace tendenci draftovat směrem vzhůru, mohla by přistoupit i k jejich zvýšení, což by posunulo vzhůru celou výnosovou křivku. Tuto možnost však pokládáme za málo pravděpodobnou. Další málo pravděpodobnou možností, která by mohla posunout výnosy vzhůru by byl prudký obrat kurzu eura k dolaru. I ve střednědobém výhledu mohou hrát významnou roli posuny v složení devizových rezerv centrálních bank.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Kurz dolaru k euru se propadl přes 1,30

### Kurz USD / EUR



V měsíčním horizontu pravděpodobně tlak proti dolaru vydrží

Kurz dolaru k euru, který se začal propadat po potvrzení zvolení G. W. Bushe do funkce prezidenta, vydržel oslabovat po většinu listopadu. Až na přelomu listopadu a prosince se oslabování zastavilo a kurz přešel do volatilní konsolidace. Vůdčím motivem tlaku proti dolaru, který se netýkal pouze jeho kurzu k euru ale i k dalším měnám, byly obavy z neudržitelných schodků amerického běžného účtu. Tyto obavy podporovala prohlášení amerických činitelů (například představitelů Fedu), podle kterých je jedinou možností jak dostat schodek do rovnováhy oslabení dolaru. Skupina G20, jejíž zasedání proběhlo v průběhu měsíce, se omezila na konstatování, že asijské státy by měly uvolnit své směnné kurzy. Nejdůležitější stát v tomto ohledu – Čína – však tento krok odsouvá do neurčitě vzdálené budoucnosti, a tlak proti dolaru se proto do značné míry koncentruje na euro.

Důvody pro oslabování dolaru z listopadu by měly zůstat v platnosti i v prosinci. Změnu by mohly přinést intenzivní slovní intervence ECB. K reálným intervencím by patrně ECB mohl donutit jen skutečně katastrofický vývoj, například pokud by kurz rychle překonal hladinu 1,40 s tendencí k dalšímu oslabování dolaru. Tlak na posilování eura by mohly částečně zmírnit intervence Bank of Japan proti posilování jenu, které by euru částečně obřemenily od jeho role hlavního ventilu slabosti dolaru.

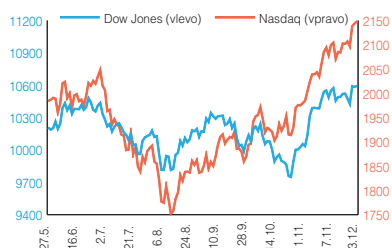
Střednědobě je vývoj kurzu eura k dolaru velmi nejistý

Kurz eura k dolaru je nyní ve fázi hledání rovnováhy a zároveň je pod velmi silným psychologickým tlakem. Mezi panujícími nejistotami je snad nejvýznamnější politika asijských států, respektive jejich ochota nebo neochota uvolnit směnné kurzy svých měn. Pokud by například Čína povolila revaluaci své měny k dolaru mohlo by to tlak na posilování eura k dolaru podstatně zeslabit. Situaci navíc komplikuje, to, že není jasné nakolik je současný pohyb kurzu fundamentálně podložen a nakolik jde pouze o výsledek intenzivního spekulativního tlaku. To, že spekulace ve vývoji kurzu hraje významnou roli ukazuje vývoj počtu otevřených pozic v měnových futures zaměřených na oslabování dolaru. Podle našeho názoru by se trend mohl zlomit ke konci prvního pololetí příštího roku. Na jaké to bude hladině si však netroufáme odhadnout.

## Akciové trhy

Očekáváme postupné snižování odhadů meziročního růstu zisku pro rok 2005 v sektoru spotřebitelského zboží a služeb

### Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



	Hodnota indexu		% změna za			
	30.11.	29.10.	1M	3M	12M	rok 2004
S&P500	1 173.8	1 130.2	3.9%	6.3%	10.9%	5.6%
Dow Jones	10 428.0	10 027.5	4.0%	2.5%	6.6%	(0.2%)
Nasdaq	2 096.8	1 975.0	6.2%	14.1%	7.0%	4.7%
DJ Stoxx 50	2 737.7	2 692.1	1.7%	4.5%	6.6%	2.9%
FTSE 300	1022.81	998.13	2.5%	5.4%	9.8%	6.8%

Firmy zvýšily svoje zisky za 3Q o 16,8%, což bylo více, než očekával trh

Podle očekávání se ve třetím čtvrtletí nepodařilo americkým společnostem zahrnutým v indexu S&P 500 navázat na více než 20-ti procentní meziroční růst zisku, kterého dosáhly v předchozích čtyřech čtvrtletích. Přesto lze předběžný 16,8% meziroční růst zisku (v příštích dnech ještě 12 společností bude zveřejňovat svoje výsledky) považovat za dobrou zprávu, protože konsensuální odhad meziročního růstu zisků pro toto čtvrtletí byl na začátku října 14,8%.

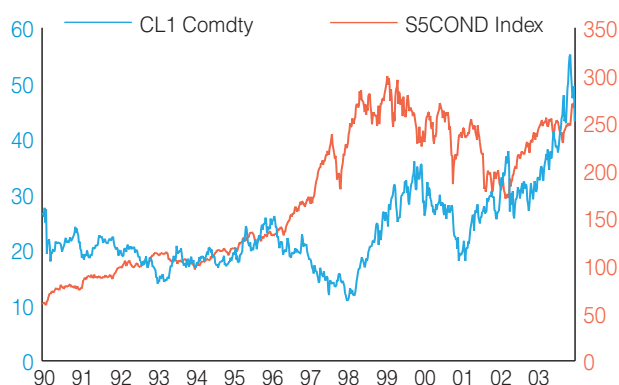
Změnily se také odhady analytiků na firemní zisky v roce 2005

Současné s reportovanými výsledky se měnily i odhady analytiků ohledně meziročního růstu zisku v 1. pololetí příštího roku. K největším změnám došlo v sektoru firem vyrábějících základní suroviny a materiály (Materials), kde došlo k dalšímu zvýšení očekávaného meziročního růstu zisků na 42% pro 1. čtvrtletí a na 17% pro 2. čtvrtletí a v sektoru firem vyrábějících spotřební zboží nebo poskytujících služby, které podléhají cyklické poptávce ze strany obyvatelstva (Consumer Discretionary), kde naopak došlo v důsledku nevýrazných prodejů na začátku předvánočního období (prodloužený víkend během svátku Díkuvzdání) ke snížení konsensuálního očekávání meziročního růstu zisku z 18% na 9% pro první čtvrtletí příštího roku a ze 14% na 9% pro druhé čtvrtletí.

Sektor spotřebního zboží = neatraktivní investice

V posledně jmenovaném sektoru zůstává zatím konsensuální odhad meziročního růstu zisku pro rok 2005 na úrovni 15%, což v sobě implicitně zahrnuje očekávání výrazně lepšího 2. pololetí 2005. Domníváme se, že v případě dlouhodobého přetrvávání současných negativních faktorů ovlivňujících spotřebitelské výdaje (zejména přetrvávající vysoká cena ropy a dalších energetických surovin, vyčerpání dodatečných stimulů podporujících spotřebu v podobě daňových úlev a nízkých úrokových sazeb) bude v příštích měsících docházet k dalším úpravám očekávaného meziročního růstu zisku pro 2. pololetí a pro celý rok 2005 směrem dolů. Historická zkušenost (viz graf) ukazuje, že v obdobích, kdy se ceny energetických surovin pohybovaly na výrazně vyšších úrovních než v obdobích jim předcházejících, docházelo častokrát k poklesu, případně stagnaci sektorového indexu. I s ohledem na současné neatraktivní relativní ohodnocení tohoto sektoru (očekávané P/E na rok 2005, které zohledňuje 15% meziroční růst zisku je v současnosti 20,5 oproti 15,9 pro celý index S&P 500 při očekávaném meziročním růstu zisku 10,7% pro rok 2005) bychom proto doporučovali tento sektor ve svých investicích spíše podvázat.

Vztah kurzu ropy a indexu sektoru spotřebního zboží



Maloobchodní řetězce, hotely, restaurace, zábavní podniky a také výroba automobilů zažívá silné tlaky na pokles marží

Z jednotlivých podsektorů výše zmiňovaného sektoru očekáváme nejrychlejší pokles odhadů meziročního růstu zisku v segmentu maloobchodních řetězců (Non-food Retailing), v segmentu řetězců hotelů, restaurací a zábavních podniků (Hotels, Restaurants & Leisure), ve kterém kromě výše zmiňovaných faktorů ovlivňujících spotřebu přetrvávají nadále i tlaky na pokles provozních marží v důsledku rostoucích vstupních nákladů, a také v segmentu výroby aut a jejich komponentů (Autos & Components), kde trojice amerických výrobců aut pokračuje ve ztrátě svého tržního podílu v USA ve prospěch japonských výrobců (za poslední rok souhrnný podíl společností GM, Ford a Chrysler klesl z 59,5% na 56,6%, zatímco podíl japonských výrobců aut vzrostl ve stejném období z 32,3% na 35,8%). V podsektoru prodeje zboží trvalé povahy a oblečení (Consumer Durables & Apparel) by očekávaný pokles růstu meziročního zisku mohl být částečně kompenzován příznivějším relativním ohodnocením, zatímco v podsektoru medií (Media) jako v jediném podsektoru neočekáváme větší úpravy



Fed, oslabování dolaru a pokles cen ropy hlavními tématy pro prosincové obchodování

odhadu meziročního růstu zisku směrem dolů.

Akcioví investoři budou tento měsíc sledovat především Fed, který 14. prosince nejspíš opět zvýší úrokové sazby o dalších 25bp na 2,25bp. Trhy toto zvýšení sazeb již předpovídají, záležitostí tedy bude hlavně na tom, jakou rétoriku tentokrát Fed zvolí. Předpokládáme ale, že se Fed nijak neodchýlí od svého kurzu, tzn. že naznačí další postupné zvyšování sazeb v příštím roce. Dalším z faktorů bud oslabující kurz dolaru. Slabý dolar sice pomůže americkým exportérům, americké akcie ale budou pro zahraniční investory při klesajícím dolaru stále méně atraktivní. Tento trend se ale může obrátit, pokud se ECB a Bank of Japan domluví na společné intervenci. Podle některých názorů akcie nebudou posilovat, dokud se trend poklesu dolaru vůči euru a jenu nezastaví. Další komentář k dolaru lze nalézt v kapitole Devizové trhy. Nezanedbatelným faktorem mohou být obavy z výprodeje akcií před koncem roku pro účely uvolnění financí na platby daně z příjmu. Také makroekonomická data zveřejněná v posledních dnech nejsou tím faktorem, který byl hnal ceny akcií vzhůru. Zvláště počet nových pracovních míst za listopad (zveřejněný 3. prosince) byl výrazně nižší než se všeobecně očekávalo. Jediným světlým bodem se tak zdá být cena ropy, která v posledních dnech klesla na tříměsíční minimum, což je pro akcie pozitivní informace. Nikdo si ale není jistý tím, zdali jde o dočasný pokles nebo nový trend. Pro pokles cen ropy zatím hraje mírná zima na severní polokouli a snaha Číny utlumit hospodářský růst a tím i poptávku po této surovině. Momentálně na akciových trzích spíše převládají obavy z dalšího poklesu kurzu dolaru než uspokojení z nižších cen ropy. Za této situace spíše očekáváme, že ceny akcií budou do konce roku stagnovat.

## STŘEDNÍ EVROPA

### Dluhopisové a peněžní trhy

#### Maďarsko

Snižování úrokových sazeb povede k dalšímu poklesu výnosové křivky (až o 50 bps během prosince)

Maďarský dluhopisový trh bude podle našeho názoru i v prosinci růst. Hlavním příběhem zůstane snižování vysokých úrokových sazeb centrální bankou (NBH). Kvůli klesající inflaci a fundamentálně nadhodnocenému forintu centrální bankéři sníží na svém zasedání 20. prosince úrokové sazby o 50 bazických bodů na 9,50%. Díky tomu by měla v přibližně stejném rozsahu poklesnout celá maďarská výnosová křivka. Trh tak bude nadále ignorovat nepříznivou fiskální situaci, riziko výrazného oslabení forintu i snahy vládní Socialistické strany přinutit NBH k rychlejšímu snížení úroků pomocí nového zákona o centrální bance. Připomeňme, že Parlament tento kontroverzní zákon v druhé polovině listopadu schválil, avšak prezident Mádl ho nepodepsal.

Další pokles křivky v roce 2005, forint hlavní riziko

Ve střednědobém výhledu bude pokračovat výše nastíněný scénář – i přes vysoké makroekonomické nerovnováhy bude maďarská křivka klesat spolu s poklesem úrokových sazeb NBH. Očekáváme, že dojde k poklesu až o dalších 100-150 bazických bodů. S klesajícími úroky však poroste riziko měnové turbulence na forintu, která by velmi negativně ovlivnila i výnosy.

#### Polsko

Výnosy polských dluhopisů budou dále klesat (o 20-30 bps během prosince)

Cyklus zvyšování úrokových sazeb v Polsku je pravděpodobně definitivně u konce, výnosy dluhopisů mohou pokračovat v poklesu. Nadále preferujeme střed výnosové křivky (tj. 2-5 let). I v prosinci ponechá polská centrální banka (NBP) úrokové sazby beze změny kvůli výhledu na klesající inflaci, mírně zpomalující ekonomický růst, otazníky ohledně dalšího vývoje v Německu (hlavní destinace polských exportérů), absence nebezpečných poptávkových tlaků a v neposlední řadě posilující zlotý. Očekáváme, že NBP do jara změní svůj výhled na měnovou politiku z restriktivního na neutrální. Kromě vývoje očekávání dalšího chování měnové politiky polské dluhopisy podpoří rovněž nižší objem emitovaných dluhopisů díky lepšímu plnění rozpočtových příjmů (daňových i z privatizací). Trh by měl zatím ignorovat problémy se schvalováním zákonů reformy veřejných financí.

Snižování úrokových sazeb NBP již v příštím roce?

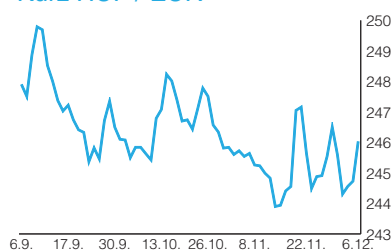
Střednědobý vývoj polské výnosové křivky bude nejvíce ovlivňovat měnová politika NBP. Pravděpodobnost dalšího pohybu úrokových sazeb nahoru i dolů se dnes jeví

jako vyrovnaná. S posilujícím zlotým však začíná převažovat alternativa začátku snižování úrokových sazeb. V případě, že zlotý prolomí hladinu 4 vůči euru a objeví se následky kurzového vývoje na ekonomickém výkonu, banka může přijít s prvním snížením již v polovině roku. Připomeňme, že odhadovaná hladina kurzu podle Min-Fin či NBP, která je pro polské exportéry únosná, se posunuje s posilováním měny. V létě je ministr hospodářství Hausner odhadoval na 4,35 PLN/EUR, dnes činí 4,10 PLN/EUR. V horizontu šesti měsíců bude polské bondy podporovat i příznivý vývoj rozpočtových příjmů. Hlavním rizikem tohoto scénáře je kromě chování NBP, politická situace a opětovné vynoření fiskálních problémů v případě zpomalení ekonomiky.

## HUF / EUR

V krátkém výhledu bude forint nadále ignorovat fundamenty (nad hladinou 245 HUF/EUR)

Kurz HUF / EUR



Během příštího roku zažije forint těžké chvíle

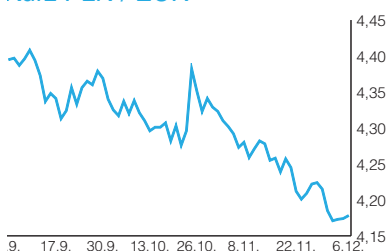
Během prosince by měl forint zůstat relativně stabilní v pásmu 245-250 HUF/EUR. Úrokový diferenciál je stále natolik atraktivní, že převáží přísun makro dat o vysokých nerovnováhách maďarské ekonomiky – letošní deficit státního rozpočtu překoná dříve zvýšený celoroční plán 5,1-5,3% HDP a běžný účet přesahuje 9% HDP. V krátkém výhledu podle našeho názoru ještě nenastal čas pro vytvoření krátkých pozic na forintu s očekáváním jeho prudké oslabení. Podobně jako v listopadu je možné, že kurz forintu začne opět posilovat a bude testovat hladinu 240 vůči euru, tedy hranici kurzového pásma NBH. Je otázkou, jak se v takovém případě zachová centrální banka. Podle našeho názoru NBH zrychlí snižování úroků, bude verbálně intervenovat a v krajním případě nechá forint dočasně posílit pod tuto hladinu. Vzhledem k trpkým zkušenostem z roku 2003 však asi nebude s tímto pohybem bojovat radikálním snížením úroků (tj. o 3 a více procentních bodů) jako tomu bylo v lednu 2003.

Vzhledem k tomu, že není pravděpodobné výrazné napravení makroekonomických nerovnováh, roste riziko výrazného propadu kurzu forintu. Toto riziko roste s tím, jak NBH postupně „ufukuje“ polštář úrokového diferenciálu. Při postupném snížení úrokových sazeb o další 2-3 procentní body se vynoří silné tlaky poslat forint k „fundamentální hodnotě“, tj. ke 260 HUF/EUR či více.

## PLN / EUR

„Trend is friend“ (4,15 PLN/EUR na konci roku, pod 4 PLN/EUR během příštího roku)

Kurz PLN / EUR



Obrat rychlého posilování zlotého do konce roku 2005?

I přes výrazné zisky, kterých polská měna letos dosáhla, považujeme zlotý i nadále za favorita mezi středoevropskými měnami. Na konci roku by kurz měl dosáhnout 4,15 vůči euru. V příštím roce prolomí psychologickou hladinu 4 PLN/EUR, což jsme dříve považovali za hodně optimistický scénář. Polský zlotý bude i nadále podporován silnými makro fundamenty (růst HDP o 4-5%, nízký schodek běžného účtu a příliv PZI a prostředků z fondů EU), relativní politickou stabilitou, úrokovým diferenciálem, již dokončenými i připravovanými IPO (hovoří se o PZU a PKN), snižování spreadu vůči německým bundům, a v neposlední řadě velmi silným trendem. V prosinci pravděpodobně dojde k technické korekci, která však podle našeho názoru nebude mít dlouhého trvání.

Trendový vývoj polské měny dosahuje stejně jako cyklus ekonomiky značné volatility. Je otázkou kam až může zlotý v posilování dojít a co způsobí obrat v tomto posilování. Vzhledem k silnému trendu a výše zmíněným faktorům zlotý v první polovině roku může dosáhnout hodnot hluboko pod 4 PLN/EUR, které se dnes jeví jako sci-fi. Podle našeho názoru zlotý přestřelí úroveň, která by byla pro ekonomiku únosná a přinutí centrální banku k akci. Vzhledem k názorům guvernéra Balcerowicze na efektivitu kurzových intervencí je taková akce až snižování úrokových sazeb. K tomu by však nemělo dojít dříve než v létě.

## SKK / EUR

Slovenská koruna se probudila...

Pozitivní makroekonomická data, odvážné hospodářské reformy a příchod zahraničních investorů (naposledy to bylo oznámení o investici automobilky Ford) bude nadále živit očekávání ohledně dalšího posilování slovenské měny. Během prosince se koruna pokusí atakovat hladinu 39 SKK/EUR. Tam však již pravděpodobně zasáhne centrální banka (NBS). Do konce roku by slovenská koruna měla zůstat nad úrovní 39 SKK/EUR kvůli centrální bance i efektu zavírání devizových pozic na středoevropských trzích.

... další posilování v roce 2005 (až ke 38 SKK/EUR)

Tlak na posilování koruny však bude v příštím roce pokračovat díky výše zmíněným důvodům a během roku 2005 bude atakovat hladinu 38 SKK/EUR. Proti tomu bude

## Kurz SKK / EUR



působit jednak dočasné zhoršení běžného účtu platební bilance (vyšší domácí spotřebitelská poptávka, dovoz investičních zařízení), riziko politických problémů (vzpomeňme na potrátový zákon v roce 2003) a stále i centrální banka. Od začátku ledna začne působit obměněná Bankovní rada NBS. Vzhledem k vyjádření nově jmenovaných členů rady i doporučení např. MMF centrální banka asi postupně přesune více pozornosti od cílování kurzu k cílování inflace. Nicméně, podle našeho názoru nelze čekat významný obrat v chování centrální banky, a to ze dvou hlavních důvodů. Dva z nově jmenovaných členů jsou zaměstnanci NBS a guvernérem bude pravděpodobně jmenován dnešní viceguvernéř Ivan Šramko na doporučení současného guvernéra Mariána Juska. Názorová linie tedy bude podobná. I při politice cílování inflace bude muset NBS velmi pečlivě sledovat vývoj devizového kurzu (viz zkušenosti ČNB).

## ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

## Co přinese prosinec...?

Přestože se situace na finančních trzích v prosinci obvykle podobá zimnímu spánku, informace, které prosinec přinese, mohou mnoho napovědět o budoucím vývoji úrokových sazeb a kurzu. Ze statistických čísel zveřejněných tento měsíc bude nejdůležitější odhad vývoje HDP za třetí čtvrtletí a listopadová inflace. Očekáváme, že HDP rostl ve třetím čtvrtletí o 3,6 % a inflace v listopadu dosáhla 3 %. Následující tabulka shrnuje celou naši krátkodobou prognózu pro prosinec. Dolní sněmovna v polovině října schválila v prvním čtení návrh zákona o státním rozpočtu na příští rok (tedy hlavní propozice rozpočtu jako objem celkových příjmů, výdajů, předpoklady naplnění rozpočtu). Schodek státního rozpočtu by měl v příštím roce dosáhnout 83,6 mld. Kč.

	Za období	Naše prognóza	Konsensus trhu	Zveřejnění
Obchodní balance	Říjen	-1 mld.	-3 mld.	6.prosinec
CPI Inlace (meziměsíčně)	Listopad	0%	0%	8.prosinec
CPI Inlace (meziročně)	Listopad	3%	3%	8.prosinec
Nezaměstnanost (Eurostat)	Listopad	8.80%	8,9%	8.prosinec
Stavební výroba (mzr.)	Říjen	4.50%	2%	8.prosinec
Průmyslová výroba (mzr.)	Říjen	7%	4.70%	10.prosinec
Průmyslové tržby (mzr.)	Říjen	6.40%	4.50%	10.prosinec
HDP (mzr.)	3Q	3,6%	3.80%	10.prosinec
Běžný účet	Říjen	-8 mld.	-13,8 mld.	13.prosinec
PPI (meziměsíčně)	Listopad	0.50%	0.30%	14.prosinec
PPI (mzr.)	Listopad	8.70%	8.50%	14.prosinec
Maloobchod	Říjen	2%	1%	16.prosinec
Repo sazba	Prosinec	2.50%		22.prosinec
CZK/EUR (konec měsíce)	Prosinec	31		31.prosinec

## ...a jak budou reagovat sazby a kurz?

Náš předpoklad chování centrální banky vychází z naší dlouhodobé prognózy inflace a ekonomického růstu a nikoliv z aktuálních čísel. Avšak zveřejněná aktuální čísla mohou mnohé naznačit o budoucích tendencích v ekonomice a rizika, kterým bude čelit bankovní rada. V našem základním scénáři stále očekáváme, že ČNB přistoupí ke zvýšení úrokových sazeb o 25 b.b. na 2,75 % až ve druhém čtvrtletí příštího roku. Tento odhad vychází z postupného uzavírání mezery výstupu v následujícím roce a růstu poptávkových tlaků, které se začnou promítat do inflace. Nicméně vyšší čísla za inflaci (3,3 % a více) a ekonomický růst (5 % a více) by znamenala, že poptávka roste rychleji a centrální bankéři by mohli zvýšit úrokové sazby již na svém lednovém zasedání.

Ovšem ekonomický vývoj ovlivňují měnové podmínky jako celek, nejen jejich úroková složka. A aktuální měnové podmínky zpřísňuje současné posilování devizového kurzu vůči euru i dolaru. ČNB již na toto posilování reagovala a uvedla, že v případě nadměrného posilování koruny je připravena reagovat svými nástroji. Neočekáváme sice stejnou kurzovou bublinu jako v roce 2002, ale rychlejší posilování než jaké očekáváme by mohlo naopak vést minimálně k odkladu růstu úrokových sazeb, v mezním případě k devizovým intervencím. V našem základním scénáři očekáváme, že by

kurz měl pokračovat v dalším posilování průměrným tempem 3 % až na úroveň 30 CZK/EUR na konci roku 2005.

#### Ekonomiku táhnou investice a export...

Odhadujeme, že meziroční růst HDP zpomalil ze 4,1 % ve druhém čtvrtletí na 3,6 % ve třetím čtvrtletí. Tahounem ekonomického růstu zůstanou i nadále investice a export. Ve třetím čtvrtletí průmysl rostl i vysokým tempem, i když došlo ke zpomalení ze 12,8 % ve druhém čtvrtletí na 7,6 %. Také export rostl vysokým i když mírně nižším tempem než ve druhém čtvrtletí. Přesto se obchodní bilance dále postupně zlepšovala, což podle našeho názoru odráží změny na nabídkové straně ekonomiky a nižší importní náročnost investic a exportu. Myslíme si, že vysoký růst investic a exportů odráží očekávání ekonomického oživení v Německu a uvolněné měnové podmínky v minulosti jak v úrokové, tak v kurzové složce. Naopak očekáváme, že růst spotřeby domácností tento rok zůstane na relativně nízkých úrovních (3,3 %) ve srovnání s předchozím rokem (4,9 %). Reálné mzdy rostou pomaleji (1,6 % ve druhém a 4 % ve třetím čtvrtletí) a vývoj tržeb maloobchodu a služeb indikují, že za třetí čtvrtletí domácnosti utrácí méně (1,7 %, resp. 1,9 %). Náš odhad růstu HDP je v souladu s konjunkturálními průzkumy v podnicích a domácnostech. V porovnání s trhem (3,8 %) a ČNB (4 %) je náš odhad mírně pesimistický.

#### ...a růst potenciálního výstupu se zvyšuje

Struktura ekonomického růstu taženého investicemi zároveň implikuje rychleji rostoucí kapitálovou zásobu a tudíž vyšší růst potenciálního produktu. Vysoký příliv přímých zahraničních investic a restrukturalizace nabídkové strany ekonomiky se tak odrazí nejen ve vyšších tempech aktuálního ekonomického růstu, ale i ve vyšších tempech růstu v budoucnosti. Proto také ČNB přehodnotila v říjnové zprávě odhadu růstu potenciálního výstupu z 2,5-3,0 % nad 3 %.

#### Očekáváme další urychlení ekonomického růstu v příštím roce

Data zveřejněná v průběhu listopadu nenaznačují zpomalení ekonomického růstu ve čtvrtém čtvrtletí a předpokládáme, že struktura ekonomického růstu pozorovaná v tomto roce zůstane zachována. Náš názor potvrzují data z průmyslu, nezaměstnanost, obchodní bilance a na ní navazujícího běžného účtu. Ve čtvrtém čtvrtletí očekáváme růst HDP ve výši 3,8 %. V roce 2005 očekáváme další urychlení růstu HDP na průměrnou úroveň 4,5 %, vyšší růst reálných mezd (4,5 %) podpoří i růst spotřeby domácností.

#### Průmysl i přes zpomalení silně roste...

Průmyslová produkce pokračovala v září v silném růstu, i když vlivem menšího počtu pracovních dnů zpomalilo ze srpnových 8,7 % na 6,6 %. Vývoj tržeb (8 %) se vyvíjí nad produkcí, což znamená, že firmy nevyrobí na sklad. Růst průmyslu byl tažen hutnictvím, papírnictvím a výrobou dopravních prostředků a zařízení. Meziroční růst nových zakázek celkem (16,5 %) slibuje silnou dynamiku průmyslu i v příštích měsících. Rostly i zakázky do zahraničí (20 %) a zatím se tak nepotvrzuje riziko utlumení oživení u našich obchodních partnerů. Za listopad očekáváme růst výroby o 7 %, urychlení odráží růst průmyslu v Německu a stabilní reálný efektivní kurz v minulých měsících.

#### ...naopak vývoj tržeb maloobchodu byl slabý

V září vzrostly tržby v maloobchodě reálně pouze o 0,6 %, pod vlivem počtu pracovních dnů a vysoké loňské základny především (vliv zákona o DPH a nákup aut pro firemní účely). Po očištění o sezónní vlivy se tržby zvýšily o 2 %, z toho v motoristickém segmentu o 0,5 % a ve zbývajícím maloobchodě o 2,7 %. Tržby za služby ve třetím čtvrtletí vzrostly meziročně jen o 1,9 % (sezónně očištěné o 3 %). I když odhlédneme od motoristického segmentu, je růst tržeb slabý a vyplývá z něj riziko směrem dolů pro odhad růstu spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí. Za listopad očekáváme růst tržeb ve výši 2 %.

#### Nezaměstnanost následuje ekonomické oživení

Míra nezaměstnanosti podle metodiky konzistentní s Eurostatem poklesla v říjnu o 0,2 p.b. a dosáhla 8,9 % (podle staré metody pak 9,9 %) a vývoj nezaměstnanosti tak potvrzuje rostoucí domácí a zahraniční poptávku a restrukturalizaci nabídkové strany ekonomiky. Faktorem zmírňujícím větší pokles nezaměstnanosti je sílící konkurenční prostředí, ale i daňové změny realizované v tomto roce, které vedly k poklesu počtu podnikatelů. Detailní pohled na nezaměstnanost prozrazuje přetrvávající strukturální problémy (dlouhodobá nezaměstnanost, regionální disproporce), rizikem pro vyšší nezaměstnanost je přetrvávající vysoká přezaměstnanost u domácích podniků ve srovnání s podniky pod zahraniční kontrolou, které dosahují dvojnásobné produktivity práce. Strukturální nezaměstnanost je tak stále vysoká a benevolentní sociální politika nepodporuje její pokles. Očekáváme, že díky růstu průmyslu v listopadu nezaměstnanost dále poklesla na úroveň 8,8 %, což je i náš odhad průměrné míry nezaměstnanosti v roce 2005.



Inflace v říjnu vyskočila na 3,5 %, ale ve zbytku roku bude klesat

V říjnu spotřebitelské ceny meziměsíčně vzrostly o 0,5 %, což je nejvyšší meziroční růst od března 2002 a meziroční míra inflace povyskočila ze zářijových 3 % na 3,5 %. Nárůst inflace způsobilo především zvýšení cen zemního plynu o 11,0 %, ceny pohonných hmot vzrostly o 2,6 % v reakci na rostoucí ceny ropy na světových trzích a ceny oděvů a obuvi v souvislosti se začátkem zimní sezóny. Ceny potravin a nealkoholických nápojů stagnovaly po tříměsíčním poklesu cen. Zvýšení inflace je tak převážně determinováno nákladovými faktory a nejsou patrné silné poptávkové tlaky plynoucí ze silného ekonomického růstu. Tento fakt potvrzuje ideu o zrychlujícím růstu potenciálního výstupu ekonomiky a také odráží strukturu ekonomického růstu neboť růst je tažen investicemi a exporty, které příliš neovlivní ceny ve spotřebitelském koši. Za listopad očekáváme pokles inflace zpátky na 3 %, pokles bude odrážet meziměsíční pokles cen potravin, alkoholu a pohonných hmot. V roce 2005 stále očekáváme průměrnou inflaci na úrovni 3 %.

Inflace cen průmyslových výrobků je stále vysoká

Průmyslové ceny v říjnu pokračovaly v růstu (8 %), meziměsíční růst (1,1 %) byl především ovlivněn sezónním nárůstem cen v souvislosti se začátkem zimní sezóny (ceny uhlí, elektřiny, plynu a vody) a také průsakem vysokých cen ropy. Naopak růst cen základních kovů, hutních a kovodělných výrobků se výrazně zmírnil na 0,8 % ve srovnání s předešlými měsíci. Ceny zemědělských výrobců se zvýšily meziměsíčně o 1,9 % a meziročně tak dosáhly 1,1 %, přičemž rostly ceny živočišných výrobků (vliv cen dovozů), naopak ceny rostlinných výrobků se snížily o 4,3 % (vliv dobré úrody). Za listopad očekáváme další akceleraci na 8,5 %.

Obchodní bilance v přebytku...

Obchodní bilance skončila v září přebytkem 3,2 mld. Kč, což je o 2,7 mld. lepší výsledek než v září 2003 a nejvyšší zářijový přebytek za poslední desetiletí. Výrazně se zvýšil přebytek bilance zejména v obchodě se stroji a dopravními prostředky (o 6,4 mld. Kč). Naopak značně vzrostlo pasivum obchodu s minerálními palivy (o 2,7 mld. Kč), především díky ropě. Meziročně se v běžných cenách zvýšil vývoz o 20,8 % a dovoz o 18,7 %. Růst Německého průmyslu a pokračující efekt přímých zahraničních investic povede k dalšímu dlouhodobému zlepšování obchodní bilance, za říjen očekáváme deficit ve výši pouze 1 mld.

...a deficit běžného účtu se také zlepšil

Deficit běžného účtu platební bilance dosáhl v září 6,3 mld. Kč. Negativní roli opět sehrál schodek bilance výnosů (výplaty dividend a reinvestované zisky), který stabilně vykazuje zhoršující se tendenci, což souvisí s další fází investičního cyklu: investoři vybírají zisky. Jeho výše - 11,6 mld. byla však nižší než v minulých měsících, které byly jednorázově ovlivněny daňovými podmínkami po vstupu do EU. Obchodní bilance a bilance služeb byla aktivní v rozsahu 5,1 mld. Kč. V září do ČR přiteklo 9,5 mld. Kč investic, z toho 15,6 mld. v podobě přímých zahraničních investic. Tyto investice a bilance výnosů jsou ale z velké části ovlivňovány reinvestovaným ziskem (6,1 mld), který nepředstavuje skutečný pohyb peněz. V případě portfoliových investic naopak došlo k odlivu ve výši 7,6 mld. Kč, důvodem je zvýšení investic domácích subjektů v zahraničí do majetkových i dluhových cenných papírů. Vláda přispěla k pohybu na finančním účtu splátkami EIB a čerpáním úvěru od EIB na dostavbu dálničního obchvatu Plzně. Nárůst devizových rezerv ČNB po vyloučení kurzových rozdílů činil cca 1 mld. Kč. Pro říjen očekáváme deficit běžného účtu ve výši 8 mld.

ČNB vidí stále proinflační rizika

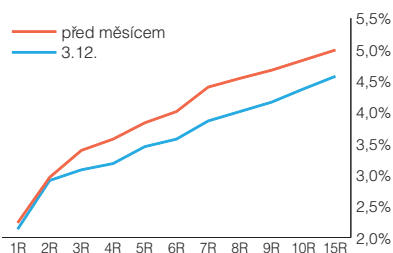
Na svém listopadovém měnověpolitickém zasedání bankovní rada rozhodla podle očekávaní ponechat úrokové sazby beze změny na úrovni 2,5 %. Na následné tiskové konferenci jsme se od guvernéra Zdeňka Tůmy dozvěděli, že v říjnu zveřejněná inflační prognóza ČNB je stále aktuální, avšak bankovní rada nadále cítí spíše její proinflační rizika. Na straně proinflačních rizik působí především vývoj cen potravin. Ceny potravin v říjnu ČNB překvapily neboť očekávala jejich meziměsíční pokles, zatímco jejich ceny stagnovaly. Dalším proinflačním rizikem je vývoj cen komodit, především ropy. Z výčtu jednotlivých proinflačních rizik ale vidíme, že se jedná především o krátkodobá nákladová rizika, a proto v případě jejich realizace by ČNB neměla proti nim bojovat se stejnou razancí jako v případě poptávkové inflace. Uvedeným rizikem pro nižší než budoucí inflaci je možné zpomalení ekonomického oživení v Evropě, především v Německu a kurzový vývoj, který zpřísňuje aktuální měnové podmínky. Guvernér uvedl, že i přes optimistický výhled růstu české ekonomiky není nadměrné zhodnocování kurzu CZK/EUR udržitelné a ČNB nebude váhat použít své nástroje.



## Dluhopisové a peněžní trhy

Výnosy dluhopisů v listopadu silně klesaly

### Česká výnosová křivka



Tlak na pokles výnosů bude pravděpodobně pokračovat

Ze střednědobého hlediska je pravděpodobně současný pokles výnosů přehnaný

V průběhu listopadu pokračoval trend k poklesu výnosů z října. Zatímco však v říjnu bylo chování trhu určeno především obratem očekávání o rychlosti růstu úrokových sazeb v příštím roce, byl pohyb v listopadu dán kombinací setrvačnosti trendu, vlivu očekávaného posilování koruny (který jednak kvůli zpřísnění měnových podmínek snižuje pravděpodobnost růstu sazeb a jednak zvyšuje atraktivitu českých dluhopisů pro zahraniční investory), nízkých výnosů na trzích EMU a nečekaně nízkého objemu emisí státních dluhopisů v příštím roce.

Právě posledně zmíněný faktor, který zapůsobil na trh až na začátku prosince, by měl podstatně ovlivnit obchodování v tomto měsíci. Řada českých investorů se stabilním přílivem prostředků (např. stavební spořitelny a penzijní fondy) bude muset nakupovat a bude tak tlačít ceny dluhopisů stále výše a jejich výnosy stále níže. Lze očekávat, že pokles českých výnosů opět překoná pokles evropských a dojde tak k dalšímu zúžení rozdílu mezi nimi pod 50 bp. Tendenci k poklesu výnosů by mohlo ještě podpořit případné další posílení koruny. Dalším faktorem, který může významně ovlivnit obchodování bude nižší likvidita ke konci roku, která by mohla vést k silnému tlaku na růst cen.

V střednědobém horizontu by měla být nejdůležitějším faktorem obviňujícím očekávání trhu měnová politika ČNB. V této souvislosti bude trh sledovat tři základní parametry: inflaci, rychlost růstu hospodářství a vývoj kurzu koruny. Na současných úrovních by se výnosy mohly udržet pouze pokud bude pokračovat tlak na posilování koruny, ekonomika roste pomaleji než se nyní očekává a inflace byla velmi nízká (růst CPI pod 2,5% meziročně). Za těchto okolností by ČNB mohla ponechat po většinu příštího roku úrokové sazby beze změny. Podle našeho názoru je rizikem především pravděpodobně velmi rychlý růst HDP v příštím roce, který bude ČNB nutit k preventivnímu zvyšování úrokových sazeb. Naopak nejsilnějším faktorem brzdícím zvyšování sazeb by měl být silný kurz koruny a riziko vytvoření nebezpečného trendu k jejímu dalšímu posilování.

## Devizový trh

Koruna po dvou letech prolomila hladinu 31,00

### Kurz CZK / EUR



Příští rok by měl přinést postupné posilování koruny

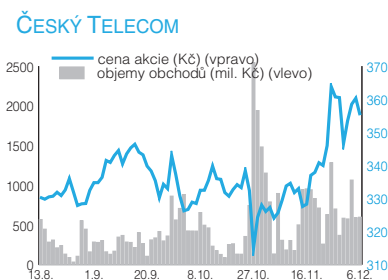
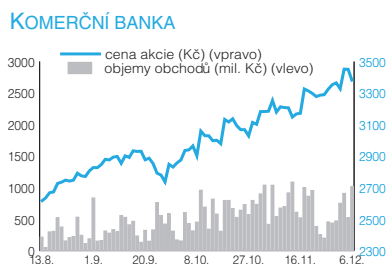
V průběhu listopadu pokračoval tlak na posilování koruny. V první polovině měsíce vycházel především z předpokládaného pozitivního vývoje české ekonomiky v příštím roce, ve druhé polovině byl hlavním motivem posilování očekávaný příliv prostředků z privatizace Českého Telecomu. Oslabit tlak na posilování koruny nepomohla ani opakovaná prohlášení členů bankovní rady, ve kterých zdůrazňovaly, že k výraznějšímu posilování koruny nejsou důvody. Prostředky z případné privatizace Telecomu by podle dohody mezi vládou a ČNB totiž byly sterilizovány. Posilování koruny bylo dále taženo přílivem portfoliových investic počítajících s růstem cen dluhopisů. Po proražení důležité technické hladiny 31,20 se kurz jen krátce zdržel na psychologické hladině 31,00 a posílil dále k 30,80. Vzhledem k všeobecnému prudkému oslabování dolaru se kurz koruny k dolaru dostal na historická maxima pod 23,00.

Předpokládáme, že tlak na posilování vytlačí kurz koruny k euru k 30,50. Na této hladině by mělo dojít ke konsolidaci. Podle našeho názoru by se tím měl spekulativní tlak vyčerpat a poté by se kurz měl vrátit k 31,00. Tomuto vývoji by mělo napomoci obvykle klidnější období na konci roku.

Střednědobě je pravděpodobné udržení kurzu v okolí 31,00 s tendencí k posilování. Intenzita posilování bude záležet na tom nakolik se podaří trh přesvědčit o tom, že privatizace Českého Telecomu, ale také například další emise eurobondů skutečně nebudou mít vliv na kurz koruny. Posilování koruny by mohlo podpořit i očekávané zlepšování obchodní bilance. Dá se očekávat i pokračující pozitivní vliv regionu. Z regionu však také pochází hlavní riziko jímž je potenciálně nestabilní situace na maďarském devizovém trhu. Pokud by zde došlo k měnové krizi mohl by být krátkodobě negativně ovlivněn i kurz koruny.

## Český akciový trh

### Akcie ČEZ táhly trh dál vzhůru během listopadu



Pražská burza během listopadu dále zrychlila svůj růst, a to i přes to, že indexy byly na konci října na svých desetiletých maximech. Tahounem růstu byly jako obvykle akcie ČEZ, které během listopadu vyskočily o 22% díky velmi příznivým výsledkům za tři čtvrtletí i pozitivním zprávám z energetického sektoru, kde se očekává v příštích letech další růst cen elektřiny. Trh navíc obecně očekával, že ČEZ získá po Bulharsku také distribuční síť na jihu Rumunska a dále posílí svůj vliv na Balkáně. Rozhodnutí bylo sice několikrát odloženo, nakonec rumunská vláda ale rozhodla podle očekávání. S výjimkou Unipetrolu ale v listopadu silně rostly i další české blue chips podpořené pozitivními tříčtvrtletními výsledky (Erste Bank, Zentiva) či obecně silným přílivem prostředků do regionu střední Evropy. Na druhé straně výsledky Komerční banky za tři čtvrtletí sice nijak pozitivně nepřekvapily, posilující trh včetně akcií Erste Bank ale dal akciím Komerční banky silný prorůstový impuls. Akcie stabilně rostou již od konce července, kdy se propadly až těsně nad 2.400 Kč. Akcie Zentivy se díky dobrým tříčtvrtletním výsledkům definitivně odpoutaly od hranice 600 Kč a těsně před koncem listopadu dokázaly výrazně prorazit i hranici 700 Kč. Na těchto cenách ale byly akcie podle mínění řady analytiků přeci jenom příliš drahé. Korekce přišla poslední dva listopadové dny, přičemž k poklesu akcií přispěly i později vyvrácené spekulace, že většinový akcionář Warburg Pincus hodlá po 20. prosinci prodávat svoje akcie Zentivy. Akcie Unipetrolu byly jediným titulem, který během listopadu mírně ztratil. Je evidentní, že někteří investoři již ztrácejí trpělivost s procesem akvizice Unipetrolu polskou PKN Orlen a akcií se zbavují. Zvýšenou nervozitu mohla vyvolat i cesta ministra financí Sobotky do Varšavy, kam se jel osobně ujistit, že PKN má stále zájem akvizici dokončit.

Akcie Českého Telecomu v zásadě kopírovaly občas protichůdné informace týkající se nadcházející privatizace většinového balíku akcií. Akcie v prvních dvou dekádách stagnoval, když investoři vyčkávali na schválení metody privatizace. Ke konci měsíce s tím, jak média zveřejnila údajný zájem společností Swisscom a Telecom Austria o privatizaci se akcie Telecomu posunuly výš a skončily tak měsíc se ziskem 6,9%. Zástupci Swisscom se podle ČTK těsně před zásadním rozhodnutím vlády setkali s premiérem Grossem a opět vyjádřili údajně silný zájem o privatizaci společnosti. Vláda následně odsouhlasila prodej akcií pomocí časově omezeného tendru (do 31. března 2005) s tím, že pokud nebude dostatečný zájem ze strany investorů, akcie budou prodány na trhu. Akcie na poslední události ale v zásadě nijak výrazně nereagovaly a udržely si i po rozhodnutí vlády svoji úroveň nad 350 Kč.

#### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	30.11.	29.10.	1M	3M	12M	2004
PX 50	1010.9	911.9	10.9%	23.9%	62.0%	53.4%
PX-D	2505.8	2256.2	11.1%	23.5%	62.1%	52.5%
Český Telecom	346.60	324.30	6.9%	4.2%	31.9%	19.0%
ČEZ	334.60	273.90	22.2%	62.4%	147.0%	129.6%
Erste Bank	1 186	1 095	8.3%	17.5%	54.4%	48.6%
Komerční banka	3 365	3 114	8.1%	19.9%	46.9%	39.2%
Philip Morris ČR	15 541	14 490	7.3%	3.9%	8.3%	(1.2%)
Unipetrol	91.04	91.90	(0.9%)	10.2%	44.3%	37.0%
Zentiva	678	624	8.6%	13.8%	--	39.9%

Objemy obchodů byly v listopadu rekordní

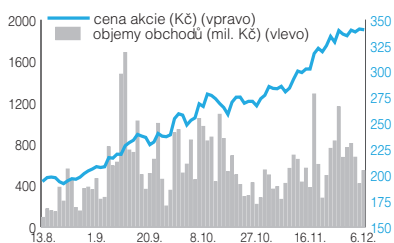
Objemy obchodů v listopadu byly nejvyšší v letošním roce a překonaly tak i doposud rekordní objem tržeb letos v dubnu. Oproti říjnu vzrostly objemy obchodů se všemi tituly na trhu SPAD, akcie Komerční banky ale opět převzala pozici lídra trhu. Za celý měsíc se zobchodovaly akcie za 53,6 mld. Kč. Denní průměr se zvýšil z říjnových 2,1 mld. Kč na 2,55 mld. Kč.

## OBJEMY OBCHODOVÁNÍ

	listopad 2004		říjen 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	14.2	26.5	11.4	26.7
Český Telecom	14.2	26.4	11.5	26.9
ČEZ	12.6	23.6	12.2	28.5
Erste Bank	4.2	7.8	2.3	5.3
Zentiva	3.8	7.2	2.5	5.9
Philip Morris ČR	2.8	5.3	1.9	4.5
Unipetrol	1.5	2.8	0.8	1.9

ČEZ již není jednoznačně podhodnocenou akcií vůči západoevropské konkurenci ...

## ČEZ



... přesto jeho mimořádná provozní výkonnost a nízký CAPEX ospravedlňují pokračování růstového trendu

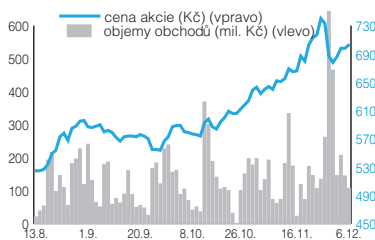
V minulé měsíční zprávě jsme předpovídali další růst akcií ČEZ, Komerční banky a Zentivy. Skutečnost ale výrazně překonala naše očekávání, když akcie ČEZu vyskočily během měsíce o více jak 22%. Podle našeho názoru jsou akcie ČEZu již velmi blízko svojí férové ceně a jejich diskont vůči západoevropským titulům se už takřka smazal. Když jsme 9.listopadu při ceně 285,60 Kč vydávali analýzu na společnost ČEZ s doporučením 'Akumulovat' a cílovou cenou 328 Kč, nepředpokládali jsme, že akcie překoná naši cílovou cenu během dvou týdnů. Jak jsme již uvedli, silný růst ceny akcie v posledních dnech výrazně zredukoval podhodnocenost ČEZu vůči západoevropské konkurenci. ČEZ má stále oproti svým rivalům o 40% vyšší marži EBITDA, což vypovídá o optimálním složení výrobního portfolia a silnému tlaku firmy na provozní náklady. Z hlediska marže provozního zisku se ale ČEZ pohybuje jen těsně nad průměrem, což naopak svědčí o vysoké úrovni odpisů díky nedávnému uvedení JE Temelín do provozu. Z hlediska EV/EBITDA je ČEZ stále mírně (10 - 15%) pod benchmarkem, ale z hlediska EV/EBIT je již mírně nad průměrem. O čem ale vlastně vypovídá mírně nižší poměr EV a EBITDA? Díky výrazně vyšší marži EBITDA ČEZu stačí oproti konkurenci nižší tržby a současně nižší objem celkového kapitálu k vytvoření srovnatelné EBITDA (tj. provozní zisk před odpisy). Nebo jinými slovy, tržní kapitalizace ČEZu je oproti průměrné západoevropské společnosti nižší při dané úrovni dluhu a hodnoty EBITDA. Jak již bylo řečeno, toto srovnání vychází hůře u provozního zisku, protože ale odpisy jsou jen účetní nákladovou položkou (a nikoliv skutečnými výdaji), jejich velký objem svědčí o tom, že ČEZ bude mít velký objem provozního cash flow v porovnání s tržbami. Tomu nahrává i vysoká marže čistého zisku, která je opět oproti konkurenci výrazně nadprůměrná. Z hlediska poměru ceny akcie a očekávaného zisku (ukazatel P/E) je sice ČEZ již dražší než průměrný západoevropský podnik (u ČEZu odhadujeme P/E 2004 ve výši 17,3, průměr je 14,8), pokud bychom ale vzali v potaz cenu akcie vůči součtu zisku a odpisů (P/CE), je ČEZ opět mírně pod průměrem, což potvrzuje mimořádně vysoký objem odpisů. Jaký je tedy závěr? Provozní výkonnost ČEZu je nadprůměrná. Vysoké odpisy snižují čistý zisk, což ale z hlediska provozního cash flow nijak nevadí. Samozřejmě, že tato malá analýza neberu do úvahy jeden důležitý faktor a tím je velikost nutných investičních výdajů (CAPEX), který podstatně ovlivňuje hodnotu každé společnosti. Neznáme sice předpověď CAPEXu pro letošní a příští rok pro naše srovnávací portfolio 15 největších evropských výrobců elektřiny, předpokládáme ale, že investiční výdaje ČEZu budou do roku 2010 jedny z nejnižších vzhledem k tomu, že ČEZ nyní nemusí obměňovat či modernizovat svoje portfolio jaderných a uhelných elektráren a má tudíž prostor pro silnou tvorbu volného cash flow. Z toho srovnání vyplývá, že ČEZ sice již není jednoznačně podhodnocenou akcií jako dřív, při bližším srovnání ale dojdeme k závěru, že jistý prostor pro další růst ceny akcie stále existuje, i když z hlediska ukazatele P/E se zdá již být drahý. Samozřejmě, že po 22% růstu by bylo logické očekávat korekci, příp. několikaměsíční stabilizaci ceny akcie na nové úrovni. Cena akcie již v sobě zahrnuje vítězství v tendru na prodej rumunských distribučních společností a další výsledky tendrů (na prodej bulharských elektráren či rumunských distribučních společností a elektráren) lze očekávat nejdříve příští rok na jaře. Ještě před tím by se ale mohl český ÚOHS vyjádřit k žádosti ČEZ o změnu verdiktu v případě povinného prodeje SČE. Trh (i ČEZ) již počítá s tím, že antimonopolní úřad ČEZu vyhoví. Pokud by náhodou vydal opačné stanovisko, byla by to samozřejmě pro ČEZ nečekaná rána a velmi negativní zpráva. Tuto možnost ale považujeme za méně pravděpodobnou. Očekáváme proto, že trend růstu akcií ČEZ vydrží nejméně do konce roku. Pokud jde o naši cílovou cenu 328 Kč, která je v současnosti již nižší než tržní cena akcie, předpokládáme v příštích několika dnech po vydání měsíční

zprávy její další zvýšení. Důvodem je především předpoklad silnějšího růstu velkoobchodních cen elektřiny po roce 2005 (o 5 až 8%) tak, jak jej nastínil finanční ředitel Petr Vobořil během naší schůzky v ČEZu 26.listopadu.

#### PŘEHLED INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ NA ČESKÉ AKCIE

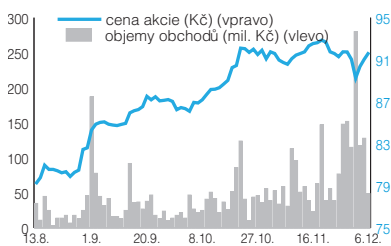
Akcie	Doporučení	Cílová cena	Datum reportu
Český Telecom	--	--	--
ČEZ	akumulovat	v revizi	9.11.
Komerční banka	akumulovat	v revizi	4.10.
Zentiva	držet	688 Kč	6.12.
Unipetrol	držet	95,60 Kč	4.10.

#### Zentiva



Velmi povzbudivé výsledky Zentivy za devět měsíců (zveřejněné 1.listopadu) daly investorům jistotu, že firma je zdravou dlouhodobou investiční příležitostí. To se také odrazilo na silném růstu ceny akcie v posledních týdnech, která překročila naši cílovou cenu 688 Kč. Snížili jsme proto naše investiční doporučení z 'akumulovat' na 'držet' a ponechali cílovou cenu beze změny. Akcie přesto v prvních listopadových dnech po korekci na 678 Kč na konci listopadu opět roste nad 700 Kč. Podle našeho názoru by se stejně jako u akcií ČEZ mohl trend mírného růstu do konce měsíce udržet. Akcie podle našeho názoru skončí na konci roku na ceně vyšší než 700 Kč.

#### UNIPETROL



V minulé měsíční zprávě jsme komentovali třičtvrtletní výsledky Komerční banky a předpověděli jsme, že i přes spíše mírně negativní hodnocení těchto výsledků půjdou akcie během listopadu spíše nahoru, protože budou dohánět silně rostoucí zbytek trhu. Akcie nakonec přidala více jak 8% na 3.365 Kč. Počátkem prosince akcie dokonce překonala svoje maximum z 13.dubna letošního roku ve výši 3.428 Kč. Podle našeho názoru nyní nejsou žádné zvláštní důvody pro další růst ceny akcie. Dokud banka jasně nezlepší svoje provozní ukazatele, lze jen těžko očekávat další významnější růst ceny akcie. Listopadový osmiprocentní nárůst bychom považovali za adekvátní odpověď na třičtvrtletní výsledky a celkový růst trhu. Domníváme se, že úroveň cenu okolo dubnového maxima bude pro akcie dočasnou hranicí odporu. V prosinci proto očekáváme stagnaci.

Akcie Unipetrolu budou zcela jistě stagnovat do té doby, dokud se nevyřeší problém akvizice polskou PKN Orlen u Evropské komise. Celý proces má nyní již značné zpoždění. Není ani jasné, zdali již PKN zahájil proces notifikace a zdali bude tento proces bude trvat pouhý měsíc či se dále opozdí. V případě souhlasu EK s akvizicí předpokládáme rychlý návrat ceny akcie zpět do pásma 95 - 100 Kč. Nečekáme ale, že to nastane do konce roku.

## HLAVNÍ TÉMA:

### DLOUHODOBÁ PROGNÓZA KURZU KORUNY

Koruna by měla koncem roku 2005 znovu testovat 30 CZK/EUR

Fundamentální analýza vývoje české ekonomiky nás vede k názoru, že koruna je v současnosti zhruba na své rovnovážné hodnotě. Do budoucna přesto očekáváme její posilování o 2-3% meziročně a na konci roku 2005 by mohla testovat 30 CZK/EUR, resp. 24 CZK/USD. V průběhu roku 2006 koruna dále posílí k euru, zatímco k dolaru by mohla vlivem sílící americké ekonomiky mírně oslabit.

	4Q/04	1Q/05	2Q/05	3Q/05	4Q/05	1Q/06	2Q/06	3Q/06	4Q/06
CZK/EUR	31,3	30,8	30,6	30,3	30,1	29,9	29,8	29,7	29,5
CZK/USD	24,2	22,7	22,7	23,2	23,4	23,6	23,7	23,8	23,9
USD/EUR	1,30	1,36	1,35	1,31	1,28	1,27	1,26	1,25	1,24

Koruna bude v budoucnosti podléhat dvěma hlavními tendencím. Za prvé rovnovážnému posilování postupným přibližováním výkonnosti české ekonomiky zahraničí. Za druhé cyklickou oscilací kolem tohoto rovnovážného trendu.

## Rovnovážné posilování...

Naše představa o rovnovážném posilování koruny vychází z výpočtů tzv. BS efektu, představě o postupném narovnávání regulovaných cen a zlepšování terms of trade. Vycházíme z postupného poklesu tempa apreceie rovnovážného reálného kurzu koruny z 3% meziročně nyní na cca 2% na konci dekády. Při rozdílu mezi evropskou a domácí inflací cca 1 procentní bod znamená toto tempo reálné apreceie kurzu cca 1-2 procentní rovnovážné nominální posilování. Kupní síla domácí měny bude reálně posilovat i poté, co vyměníme korunu za eura (podle nás nejdříve v r. 2011) a to vyšší inflací u nás než v zahraničí.

## ...bude zesilováno cyklickým vývojem ekonomiky.

Výše uvedené posilování koruny (viz také graf) je rovnovážným jevem. Ekonomický cyklus může způsobovat kolísání hodnoty měny kolem tohoto trendu. Například v roce 2002 posilovala koruna až o 15% meziročně, naopak v roce 2003 meziročně až o 4% oslabovala. Cyklické faktory lze souhrnně odhadovat pomocí prognózy platební bilance.

## Přilivem investic díky úrokovému diferenciálu....

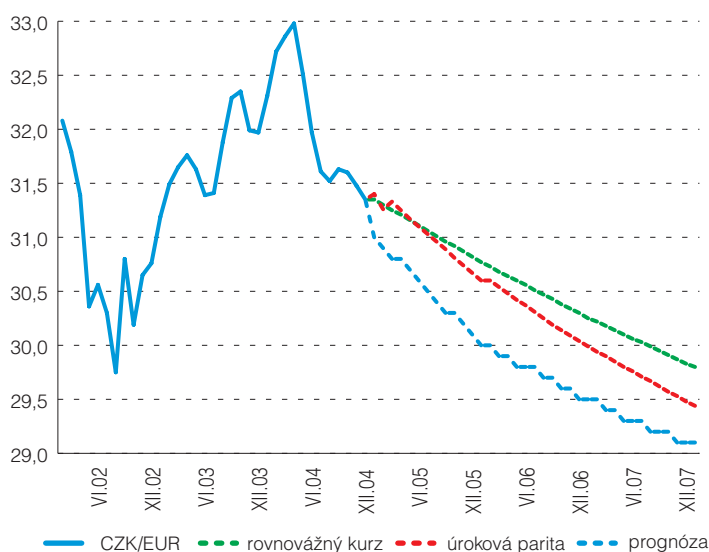
Soustřed'me se v rámci celé platební bilance nejprve na portfoliové investice, které by měly být navázány na vývoj úrokových sazeb doma a ve světě. To vyžaduje tzv. podmínka nekryté úrokové parity. Podle ní závisí současná hodnota kurzu na rozdílu mezi domácími a zahraničními úrokovými sazbami (úrokovém diferenciálu), očekávané budoucí hodnotě kurzu a rizikové prémii.

Představa o úrokovém diferenciálu vychází z naší prognózy vývoje domácích a zahraničních sazeb v budoucnu. U očekávání předpokládáme, že účastníci trhu extrapolují minulý trend, tedy vycházejí z námi odhadované rovnovážné apreceie. Nejobtížnější je odhad vývoje rizikové prémie. Náš přístup staví na jejím postupném poklesu k nule na konci dekády s tím, jak se bude blížit přijetí eura. Stávající hodnotu rizikové prémie kolem 3% jsme získali aplikací rovnice nekryté úrokové parity na minulost (kurzová očekávání dle ankety ČNB). Trajektorii devizového kurzu podle podmínky nekryté úrokové parity, rovnovážného kurzu a konečnou prognózu CZK/EUR ukazuje následující graf.

## ...a příznivou platební bilanci

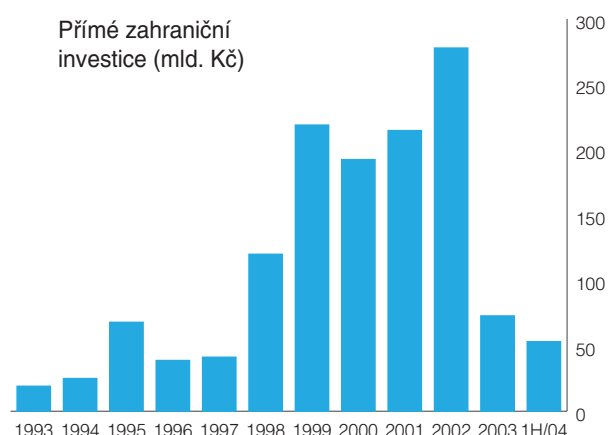
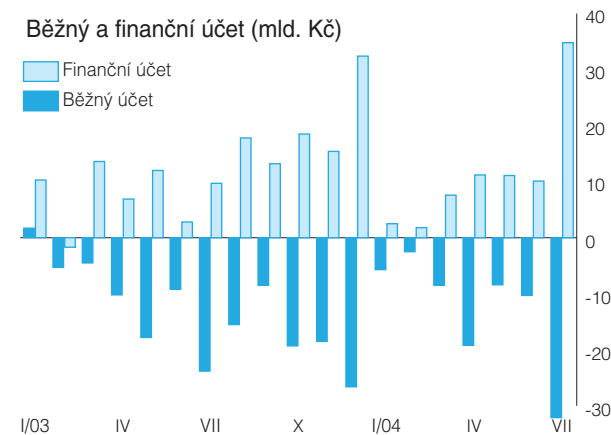
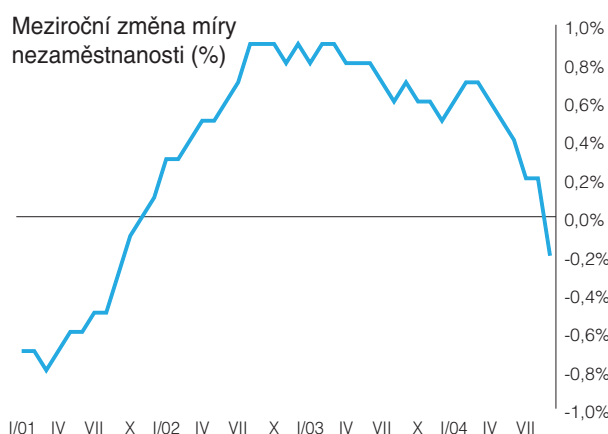
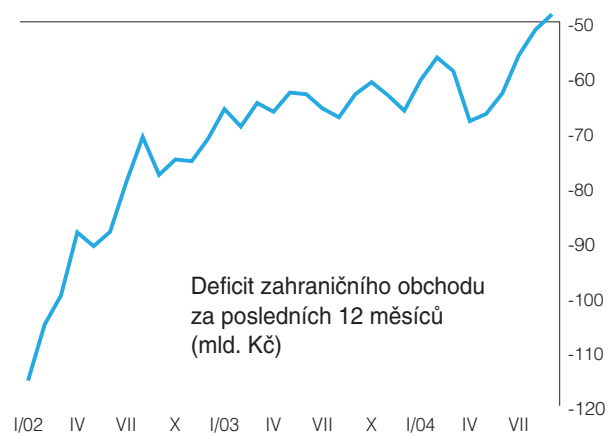
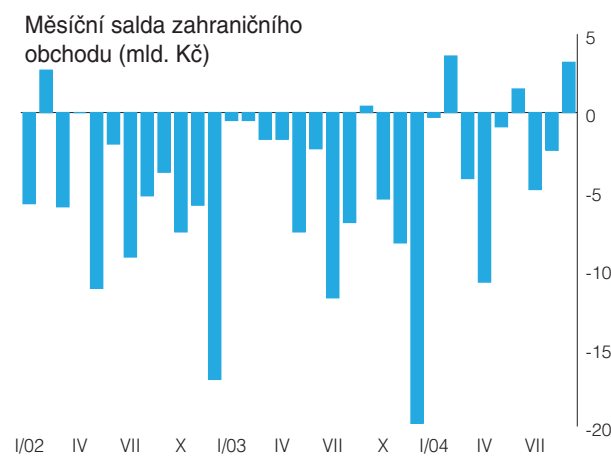
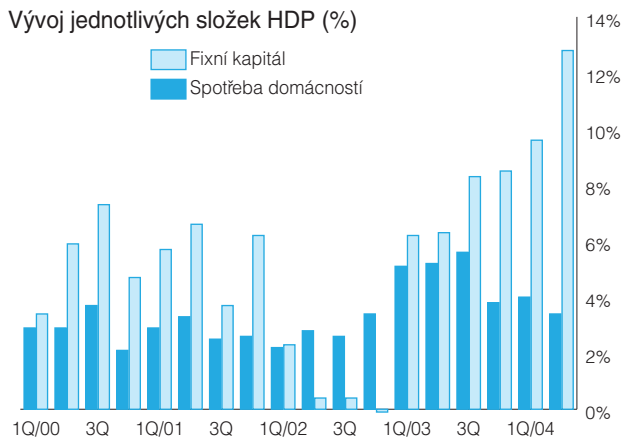
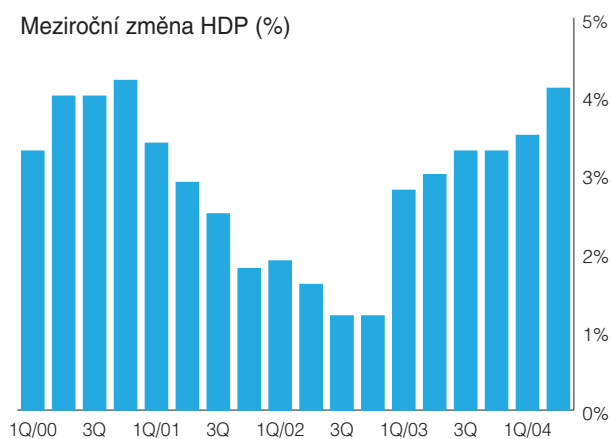
Konečná prognóza se vyznačuje ještě silnějším kurzem než by napovídala rovnovážná apreceie a podmínka nekryté úrokové parity. Důvodem je naše představa vývoje zbývajících částí platební bilance. Především předpokládáme pokračující zlepšování obchodní bilance vlivem nastartované investiční aktivity a rozjezdu automobilky TPCA v Kolíně. Vycházíme rovněž z dodatečného přílivu přímých zahraničních investic – at' už formou privatizace (Telecom, ČSA a další) nebo investic na zelené louce. Tyto faktory by měly převážit negativní vliv repatriace zisků výplatou dividend zahraničních vlastníkům.

GRAF: PROGNOZA CZK/EUR DLE RŮZNÝCH METOD



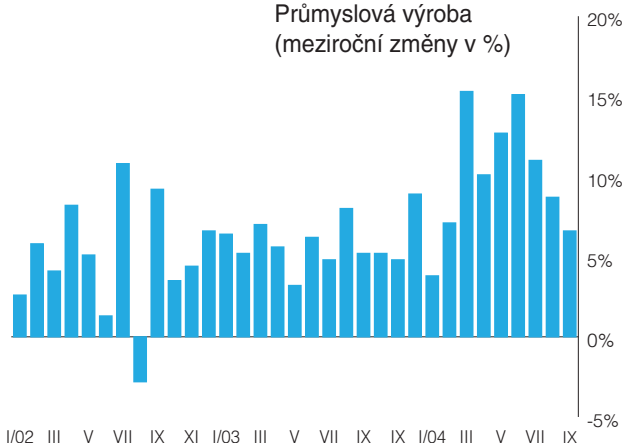


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

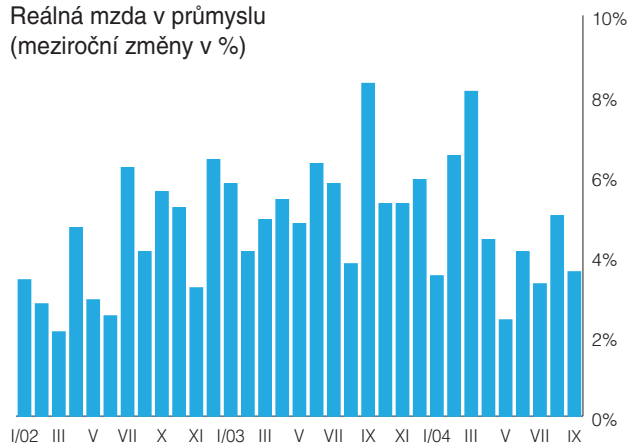


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

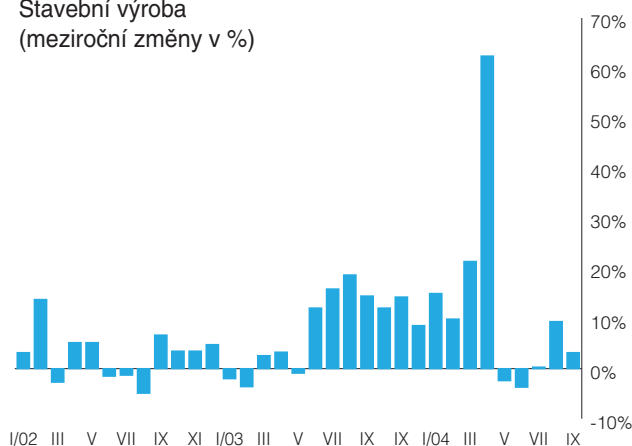
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



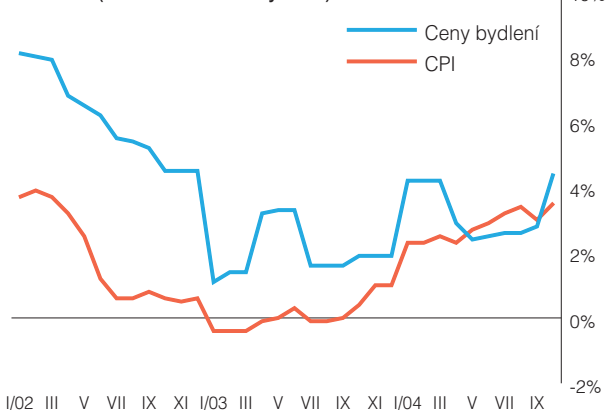
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



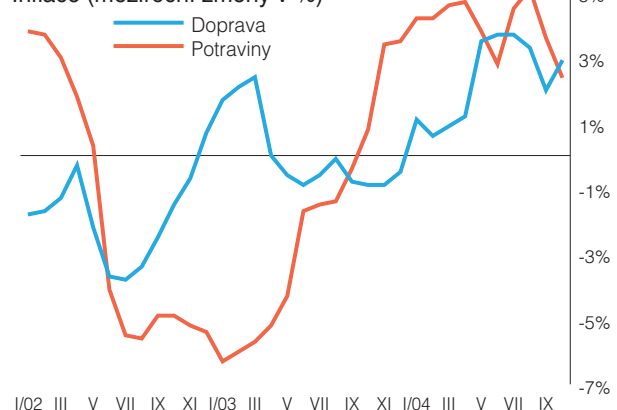
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



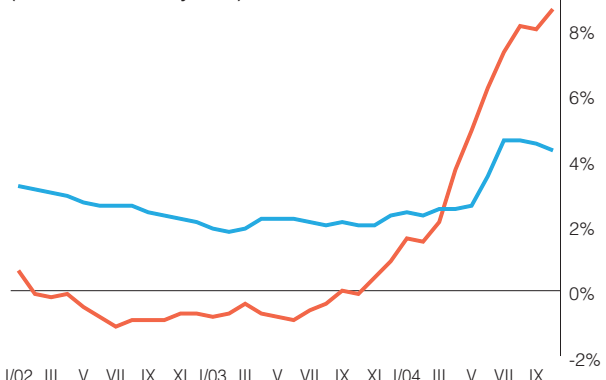
Inflace (meziroční změny v %)



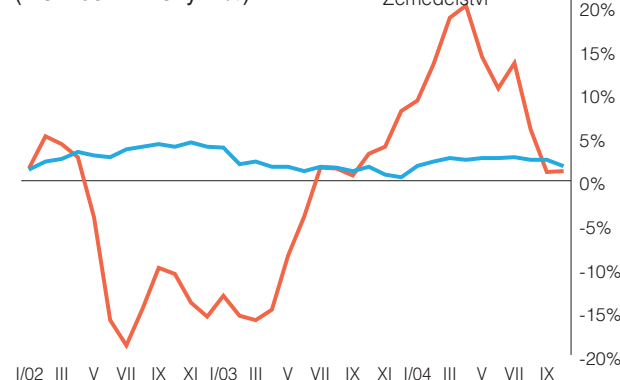
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)





# MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	2.6	1.5	3.1	3.8	4.5	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.3	4.9	3.3	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	3.4	7.4	8.5	7.0	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	6.0	7.5	7.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.0	3.0	4.5	4.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.5	4.8	5.8	10.0	12.0	6.0
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	4.1	0.6	1.0	3.2	3.0	2.8
Nezaměstnanost	(%)	8.9	9.8	10.3	9.4	8.8	8.5
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.0	-3.0	-2.7	-2.2	-1.9	-1.3
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.8	38.0	41.0	46.2	49.2
Běžný účet	(% z HDP)	-5.4	-5.6	-6.2	-6.4	-5.5	-4.4
Státní rozpočet	(% z HDP)	-2.9	-1.9	-4.2	-4.6	-3.7	-3.3
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.3	-0.5	-5.1	-4.7	-3.8	-3.0
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-4.8	-6.4	-5.1	-5.0	-4.7	-3.8
Repo sazba	(%)	4.75	2.75	2.00	2.50	3.00	3.50
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	5.1	3.5	2.2	2.3	2.8	3.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	6.4	4.9	4.2	4.8	5.3	5.5
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	25.8	23.0	23.7
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	23.4	23.9	24.0
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	32.0	30.5	29.7
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	31.0	30.0	29.5

## Česká republika - měsíční prognóza

		období	prognóza	datum zveřejnění	předch.
Obchodní bilance	(mld. Kč)	říjen	-1,0	6.12.	+3,1
CPI	(meziroční růst v %)	listopad	0,0%	8.12.	+0,5%
	(meziroční růst v %)	listopad	3,0%	8.12.	+3,5%
Nezaměstnanost (ILO)	(%)	listopad	8,8%	8.12.	8,9%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)	říjen	4,5%	8.12.	3,2%
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	říjen	7,0%	10.12.	6,6%
Průmyslové tržby	(meziroční růst v %)	říjen	6,4%	10.12.	8,0%
HDP (stálé ceny)	(meziroční růst v %)	3Q	3,6%	10.12.	4,1%
Běžný účet	(mld. Kč)	říjen	-8,0	13.12.	-6,3
PPI	(meziroční růst v %)	listopad	0,5%	14.12.	1,1%
	(meziroční růst v %)	listopad	8,7%	14.12.	8,6%
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	říjen	2,0%	16.12.	0,6%
Repo sazba		prosinec	2,5%	22.12.	2,5%
CZK / EUR	konec měsíce	prosinec	31,00	31.12.	30,98

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2002	2003	2004e	2005e	CPI (%)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	1,5%	3,1%	3,8%	4,5%	Česká republika	0,6%	1,0%	2,8%	3,0%
Maďarsko	3,5%	2,9%	3,8%	3,9%	Maďarsko	4,8%	5,7%	5,9%	4,2%
Polsko	1,4%	3,7%	5,5%	5,0%	Polsko	0,7%	1,7%	4,3%	3,4%
Slovensko	4,4%	4,2%	5,0%	5,2%	Slovensko	3,4%	9,3%	6,6%	3,5%
Běžný účet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e	Rozpočet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	-5,6%	-6,2%	-6,4%	-5,5%	Česká republika	-1,9	-4,2	-4,6	-3,9
Maďarsko	-7,0%	-8,9%	-8,6%	-8,0%	Maďarsko	-9,3	-5,8	-4,5	-4,1
Polsko	-3,4%	-1,9%	-1,7%	-2,5%	Polsko	-4,0	-3,9	-5,4	-4,9
Slovensko	-8,2%	-0,9%	-2,8%	-3,3%	Slovensko	-5,7	-3,5	-3,9	-3,8

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Průmyslová výroba (meziročně)	10/2004	10.12.	9:00	4.6%	6.6%
HDP (meziročně)	3Q/2004	10.12.	9:00	3.7%	4.1%
Běžný účet	10/2004	13.12.	10:00	-13,8 mld. Kč	-6,3 mld. Kč
PPI (meziměsíčně)	11/2004	14.12.	9:00	0.1%	1.1%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	10/2004	16.12.	9:00	1.3%	0.6%
Zasedání ČNB		22.12.			2,50%
Obchodní bilance	11/2004	5.1.	9:00		
<b>Polsko</b>					
HDP (meziročně)	3Q/2004	9.12.	16:00		6.1%
Peněžní zásoba - M3	11/2004	14.12.	16:00		5.6%
CPI (meziměsíčně)	11/2004	14.12.	16:00		0.6%
PPI (meziměsíčně)	11/2004	17.12.	16:00		0.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	11/2004	17.12.	16:00		3.3%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2004	21.12.	10:00		4,0
Nezaměstnanost	11/2004	21.12.	10:00		18.7%
Běžný účet	10/2004	30.12.	16:00		
<b>Maďarsko</b>					
Průmyslová výroba (meziročně)	10/2004	7.12.	9:00	5,6%	6,7%
Obchodní bilance	10/2004	8.12.	9:00	-450 mil. eur	-329 mil. eur
HDP (meziročně)	3Q/2004	9.12.	9:00		4,0%
CPI (meziměsíčně)	11/2004	14.12.	9:00		0.5%
Zasedání centralní banky	12/2004	20.12.	14:00		10.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	10/2004	21.12.	9:00		5,0%
Běžný účet	3Q/2004	31.12.	8:30		-2,1 mld. EUR
<b>EU</b>					
GE: běžný účet	10/2004	9.12.	8:00	4,8 mld. eur	5,1 mld. eur
GE: obchodní bilance	10/2004	9.12.	8:00	10,8 mld. eur	12,0 mld. eur
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	10/2004	9.12.	12:00	1.7%	3,8%
EMU: CPI (meziměsíčně)	11/2004	16.12.	11:00		
GE: IFO	12/2004	17.12.	10:00		
EMU: obchodní bilance	10/2004	17.12.	11:00		
EMU: běžný účet	10/2004	22.12.	10:00		
EMU: M3 (meziročně)	11/2004	30.12.	10:00		
GE: nezaměstnanost	12/2004	4.1.	9:55		
EMU: PPI (meziročně)	11/2004	5.1.	11:00		
EMU: nezaměstnanost	11/2004	5.1.	11:00		
<b>USA</b>					
PPI (meziměsíčně)	11/2004	10.12.	14:30	0.2%	1.7%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	12/2004	10.12.	15:45	95.0	92.8
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	11/2004	13.12.	14:30		0.2%
Zásoby	10/2004	13.12.	14:30		0.1%
Obchodní bilance	10/2004	14.12.	14:30		-51,6 mld. USD
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	11/2004	14.12.	15:15		0.7%
Využití průmyslových kapacit	11/2004	14.12.	15:15		77.7%
FOMC	12/2004	14.12.	20:15	2.25%	2.00%
Bilance běžného účtu	3Q/2004	16.12.	14:30		-166,2 mld. USD
Philadelphia Fed	12/2004	16.12.	18:00		20.7
CPI (meziměsíčně)	11/2004	17.12.	14:30		0.6%
Předstihové indikátory	11/2004	20.12.	16:00		-0.3%
HDP - anualizovaný	3Q/2004	22.12.	14:30		3.9%
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	11/2004	23.12.	14:30		-0.4%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	11/2004	23.12.	14:30		0.6%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	11/2004	23.12.	14:30		0.7%
Spotřebitelská důvěra	12/2004	28.12.	16:00		90.5
Chicagský PMI	12/2004	30.12.	16:00		65.2
ISM (dříve NAPM) - výrobní	12/2004	3.1.	16:00		57.8



## KALENDÁŘ - AKCIE

---

	společnost	událost
Prosinec		
8.12.	Český Telecom	MF by mělo předložit vládě časový harmonogram a podmínky plánované soutěže na prodej 51% balíku akcií
konec pros.	Český Telecom	Vláda by měla zahájit soutěž na prodej 51% balíku akcií

---

## SLOVNÍČEK POJMŮ

EU	Evropská unie
EMU	Hospodářská a měnová unie (Economic and Monetary Union)
ECB	Evropská centrální banka
Fed	Federální rezervní systém - americká centrální banka
FOMC	Výbor pro operace na otevřeném trhu - ekvivalent bankovní rady ve Federální rezervní bance
MMF	Mezinárodní měnový fond
SEC	Securities Exchange Commission - americká komise pro cenné papíry
PMI	Purchasing Management Index - index zpracovatelského průmyslu USA
ISM	Institut of Supply Management - soukromá amer. organizace, která vyčísľuje index PMI
Dow Jones	Nejstarší americký akciový index sdružující 30 akciových titulů
Nasdaq	Americký akciový index sdružující přes 6000 technologických titulů
S&P500	Americký akciový index sdružující 500 největších amerických firem
HDP	Hrubý domácí produkt
FDI	Foreign Direct Investments - přímé zahraniční investice
CPI	Index spotřebitelských cen - měří inflaci pomocí změn cen zboží ve spotřebitelském koši
PPI	Producer Price Index (index výrobních cen) měří ceny průmyslových výrobců
FRA	Forward Rate Agreement - dohody o budoucích úrokových sazbách
IRS	Interest Rate Swap (úrokový swap)
PRIBOR	Mezibankovní záplůjční úroková sazba v ČR
M2	Peněžní agregát obsahující vklady na viděnou a krátkodobá depozita
Repo sazba	Dvoutýdenní repo sazba - hlavní měnově politická sazba, kterou ČNB vyhláľuje a za kterou mohou komerční banky u centrální banky deponovat volné finanční zdroje
SPAD	Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů - obchodní systém pražské burzy založený na využití funkce tvůrců trhu
PX 50	Index pražské burzy obsahující v současné době 36 nejlíkvidnějších emisí pražské burzy
PX-D	Index pražské burzy obsahující pouze emise trhu SPAD
ČNB	Česká národní banka
FNM	Fond národního majetku
REAS	Regionální energetické společnosti (Severočeská energetika, atd..)
ČTÚ	Český telekomunikační úřad
ÚOHS	Úřad pro ochranu hospodářské soutěže
SÚJB	Státní úřad pro jadernou bezpečnost
EBIT	Earnings before Interest and Tax - Zisk před daní a úroky
EBITDA	Earnings before Interest, Tax and Depreciation - Zisk před daní, úroky a odpisy
ŘVH	Řádná valná hromada
MVH	Mimořádná valná hromada

# POZNÁMKY

# KONTAKTY

<b>Úsek Treasury – ředitel</b>	<b>Pavel Kráčmar</b>	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
<b>Odbor Obchodování - ředitel</b>	<b>Robert Novotný</b>	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	<u>Jan Strakoš</u>	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
Peněžní trhy	<u>Jaroslav Jiskra</u>	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	<u>Radek Prokop</u>	tel. +420/224 995 570	raprokop@csas.cz
	Petr Kašpar	tel. +420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	Tomáš Kroužel	tel. +420/224 995 572	tkrouzel@csas.cz
	Dan Maděra	tel. +420/224 995 583	dmadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	<u>Jan Došek</u>	tel. +420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	tel. +420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Martin Urban	tel. +420/224 995 554	murban@csas.cz
<b>Odbor Kapitálové trhy a finanční instituce</b>			
- ředitel	<b>Jan Brabec</b>	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jana Daňková	tel. +420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz
	Danuše Koutková	tel. +420/224 995 399	dkoutkova@csas.cz
	Karin Minichbauer	tel. +420/224 995 133	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	tel. +420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Barbora Procházková	tel. +420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
	Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Ivana Šnajdrová	tel. +420/224 995 246	isnajdrova@csas.cz
	Soňa Vlasáková	tel. +420/224 995 832	svlasakova@csas.cz
<b>Úsek Prodej produktů FT – ředitel</b>	<b>Petr Witowski</b>	tel. +420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
<b>Co-head Corporate Finance services</b>	<b>Jiří Hrbáček</b>	tel. +420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
<b>Odbor Prodej produktů treasury - ředitel</b>	<b>Pavel Křivonožka</b>	tel. +420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Large Corporations & Fin. Institutions	<u>Jan Maňák</u>	tel. +420/224 995 505	jmanak@csas.cz
	Tomáš Pícek	tel. +420/224 995 511	tpicek@csas.cz
Large Corporations	<u>Petr Vnuk</u>	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
	Vít Horník	tel. +420/224 995 530	vhornik@csas.cz
SME	<u>Martin Quant</u>	tel. +420/224 995 571	mquant@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/224 995 584	tkosutova@csas.cz
	Lukáš Macháček	tel. +420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Richard Matyščák	tel. +420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
Odbor Prodej produktů kapitálového trhu	<b>Emil Št'áva</b>	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
Akcie	<u>Michal Března</u>	tel. +420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
	Pavel Krabička	tel. +420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
	Michal Řízek	tel. +420/224 995 537	mrizek@csas.cz
	Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Dluhopisy	<u>Ondřej Čech</u>	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
<b>Odbor Správa aktiv – ředitel</b>	<b>Radek Urban</b>	tel. +420/224 995 809	radek.urban@csas.cz
Investiční poradenství	<u>Daniel Drahotský</u>	tel. +420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/224 995 453	pholecek@csas.cz
<b>Odbor Analýza finančních trhů – ředitel</b>	<b>Viktor Kotlán</b>	tel. +420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Analýza instrumentů s fixním výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza (ČR)	David Navrátil	tel. +420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomická analýza (Stř. Evropa)	Miroslav Plojhar	tel. +420/224 995 232	mplojhar@csas.cz
Zahraniční akciové trhy	Ján Hájek	tel. +420/224 995 324	janhajek@csas.cz
Český akciový trh	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklat@csas.cz
<b>Erste Bank Vídeň - Strategy &amp; Sector Group CEE</b>			
Equity Research Co-Head Henning Esskuchen (IT, média)		tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head Günther Artner		tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekomunikace)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tamas.pletser@erstebank.com
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/224 995 940	vurbankova@csas.cz

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Tento dokument není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů.

[www.csas.cz](http://www.csas.cz)

**ČESKÁ **  
**SPOŘITELNA**