



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

### Pavel Kysilka

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

### Libor Vinklát

+420/224 995 340  
lvinkl@csas.cz

### Helena Horská

+420/224 995 439  
hhorska@csas.cz

### Emília Zampieri

+420/224 995 217  
ezampieri@csas.cz

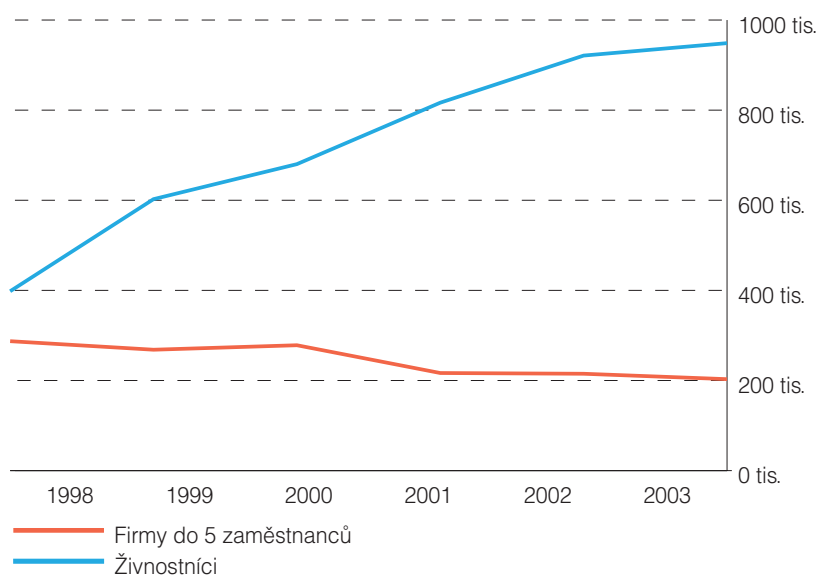
### Luboš Mokráš

+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

### Mojmír Hampl

+420/224 995 232  
mhampl@csas.cz

Vývoj počtu živnostníků a malých firem (1998-2003)



**Hlavní téma: JAK DLOUHO BUDE  
JEŠTĚ PŘIBÝVAT ŽIVNOSTNÍKŮ?**

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Přes drobnou změnu ve formulaci prohlášení po skončení zasedání FOMC se nemění naše očekávání, že úrokové sazby Fedu zůstanou po větší část roku stabilně na 1%. Ke zvýšení úrokových sazeb by Fed mohl přinutit jen náhlý a nečekaný projev inflačních tlaků. Vývoj v Evropě bude záviset na chování kurzu eura k dolaru. Pokračující tlak na posilování eura může přinutit ECB ke snížení sazeb, přestože se činitelé ECB zatím vyjadřují proti takové akci. Naopak kombinace oslabení eura vůči dolaru a silného růstu evropských ekonomik by mohla vést k obnovení spekulací na růst sazeb ECB. U ČNB se nemění naše očekávání mírného růstu úrokových sazeb ve druhém pololetí letošního roku.

## Dluhopisy

Americký dluhopisový trh by měl být ovlivňován především výkyvy spekulací o datu prvního zvýšení úrokových sazeb Fedu. Předpokládáme, že pokračující dobrá výkonnost ekonomiky bude podporovat spíše očekávání rychlejšího růstu sazeb, přestože sami pokládáme za pravděpodobné, že Fed sazby měnit nebude. Výnosy by tedy měly kolísat s tendencí k mírnému růstu. Evropské dluhopisy by měly sledovat vývoj kurzu eura k dolaru a postup ožívování evropských ekonomik. Protože v měsíčním horizontu pokládáme za pravděpodobný tlak na posílení eura a další příznaky oživení v Evropě, měly by se tyto vlivy kompenzovat a evropské výnosy by měly stagnovat.

## Měny

Vývoj kurzu eura k dolaru by měl být ovlivněn nejvíce výsledkem zasedání skupiny G7 na začátku února. Tento impuls by měl určit charakter obchodování ve zbytku měsíce. Podle našeho názoru nezaujme skupina G7 silné stanovisko k situaci na devizových trzích, protože jednotliví členové skupiny mají různé, navzájem neslučitelné, zájmy. Pokud se naše očekávání splní, mělo by dojít k obnovení tlaku na posilování eura. Po přiblížení kurzu k hladině 1,30 lze očekávat obnovení slovních intervencí proti euru ze strany evropských činitelů a pokud nebudou slovní intervence úspěšné a euro bude rychle posilovat k 1,35 může dojít k přímým intervencím. Nepředpokládáme, že by ECB bezprostředně reagovala na posilování eura snížením úrokových sazeb. U české koruny pokládáme za pravděpodobné zastavení trendu k oslabování koruny podmíněného využíváním úrokového diferenciálu mezi korunou a dalšími regionálními měnami a poměrně rychlé posílení koruny zpět pod 33,0.

## Akciové trhy

Po silném růstu amerických akcií v prosinci a lednu (taženém dobrými výsledky firem za 4Q) očekáváme v únoru mírnou korekci. V případě mimořádně dobrých makroekonomických dat by akcie mohly stagnovat. Na pražské burze mají stále růstový prostor akcie Českého Telecomu, ČEZu a Komerční banky. Firemní výsledky na konci měsíce ale mohou změnit trend.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	7
Devizové trhy	8
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>12</b>
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	15
Český akciový trh	15
Přehled zpráv z akciového trhu	20
<b>Hlavní téma: Jak dlouho bude ještě přibývat živnostníků?</b>	<b>22</b>
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	24
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	26
Makroekonomické prognózy	29
Kalendář - makro	30
Kalendář - akcie	31
Slovníček pojmů	32
Poznámky	33
Kontakty	35

## Vydává:

Česká spořitelna  
odbor Analýza finančních trhů  
Na Perštýně 1, 113 98 Praha 1  
tel. +420/224 995 177, LVinklat@csas.cz  
Uzávěrka: 4. února 2004

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.1.)	Prognóza	
USA	3M: 0,92% 6M: 1,00% 2Y: 1,83% 5Y: 3,15% 10Y: 4,14% 30Y: 4,96%	→ ↗	Předpokládáme, že se dluhopisy budou v následujícím měsíci pohybovat v intervalech ve kterých se držely v několika předchozích měsících. Pro desetiletý dluhopis to znamená kolísání výnosu v rozmezí 4,0 až 4,4%. Vzhledem k tomu, že na začátku února se výnosy pohybují na spodním okraji pásma a že očekáváme další pokračování silného růstu amerického hospodářství, pokládáme za pravděpodobné, že výnosy v průběhu měsíce mírně porostou.
EU	3M: 2,13% 6M: 2,08% 1Y: 2,15% 5Y: 3,40% 10Y: 4,24% 15Y: 4,67%	→	Evropské dluhopisy by měly pokračovat v kolísání v úzkém rozmezí. Důležité pro ně bude chování kurzu eura k dolaru a reakce ECB na případné posílení eura. Tendence k růstu výnosů pod vlivem podobného vývoje v USA by měla být kompenzována silnou evropskou měnou, proto očekáváme v průběhu února stagnaci výnosů.
ČR	3M: 1,97% 6M: 2,03% 1Y: 2,40% 4Y: 3,79% 10Y: 4,81% 15Y: 5,23%	→	Dominantním faktorem pro vývoj českých dluhopisů by mělo zůstat chování evropských trhů. Domácí události jako například údaje o vývoji inflace v lednu a aukce státních dluhopisů mohou český trh krátkodobě ovlivnit, ale neměly by vést k významným odchylkám od vývoje ve světě. Proto také v ČR očekáváme v průběhu února praktickou stagnaci výnosů.
Polsko	3M: 5,36% 6M: 5,46% 1Y: 5,89% 2Y: 6,21% 5Y: 6,91% 10Y: 6,90%	→	Neschopnost polské vlády řešit narůstající fiskální problémy a z toho plynoucí očekávání na růst čisté emise dluhopisů budou spolu s hospodářským oživením a změnou sentimentu na světových trzích nadále tlačit na růst strmosti křivky. V součtu předpokládáme v únoru stabilitu výnosů.
Maďarsko	3M: 12,3% 6M: 12,3% 1Y: 12,2% 5Y: 9,75% 10Y: 8,52%	→	Za stávající velmi nejisté fiskální situace a navíc v okamžiku, kdy Maďarsko čeká růst spotřebitelských cen, není možné očekávat příznivé impulsy pro dluhopisový trh. V únoru proto předpokládáme stabilitu výnosů.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (31.1.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2478	→ ↘	Po prudkém kolísání v lednu pokládáme za nejpravděpodobnější variantu vývoje v únoru obnovení tlaku na posilování eura. Zasedání skupiny G7 podle našeho názoru investory nepřesvědčí o odhodlání hlavních ekonomických velmocí působit intenzivněji na vývoj směnných kurzů. Osamocená Evropa bude mít pravděpodobně s bojem proti nadměrně silnému euru problémy, které mohou později vést k obratu trendu. Pokud by se nespĺnilo naše očekávání a skupina G7 by prezentovala silnou politiku zaměřenou na stabilizaci devizových trhů, mohl by být vývoj opačný než naše očekávání.
CZK / EUR	33,341	→ ↗	Očekáváme zastavení technicky podmíněného oslabování kurzu koruny k euru a přechod k posilování koruny. Obrat trendu by mohl být zpočátku díky zavírání části spekulativních pozic poměrně ostrý. Hlavními faktory ovlivňujícími kurz koruny v letošním roce by podle našeho názoru měly být příliv FDI, zlepšování exportní výkonnosti české ekonomiky a repatriace zisků zahraničních investorů.
HUF / EUR	263,40	→	Stejně jako v případě dluhopisového trhu ani u maďarského forintu nevidíme zatím žádný faktor, který by mu mohl v únoru přinést znatelné oživení a proto je naším základním scénářem pro únor stagnace forintu s rizikem krátkodobých depreciačních epizod.
PLN / EUR	4,8097	→	Vzhledem k tomu, že na základních faktorech ovlivňujících polskou měnu se v nejbližších týdnech nic nezmění a rizika (fiskální politika a hospodářské oživení tlačící na růst vnější nerovnováhy) mohou naopak nabývat na intenzitě, předpokládáme v únoru stagnaci zlotého.
SKK / EUR	40,841	→	Předpokládáme, že trend slovenské koruny k postupnému mírnému posilování se v únoru nakrátko pozastaví. Počítáme proto se stabilitou kurzu slovenské koruny. K posílení by jí mohlo pomoci rozhodnutí firmy Hyundai postavit její novou automobilku právě na Slovensku.

## Akciové trhy

	Kurz (31.1.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1131,13	→ ↘	Americké akcie silně rostly mezi 10.prosincem a 26. lednem. Hlavními důvody byla dobrá makro čísla, lednový efekt a očekávané úspěšné firemní zisky za 4Q. V únoru podle našeho názoru nastal čas na zdravou korekci. Akcie nyní zatím nemají další impuls pro růst, trhy spíše nervózně sledují makroekonomická čísla a pravděpodobnost, s jakou se přibližuje období, kdy Fed opět začne zvyšovat úrokové sazby. Rozhodující ještě bude zpráva z trhu práce zveřejněná 6.ledna. Pokud ale poroste počet pracovních míst, trhy si to vyloží negativně, protože se tím zvýší pravděpodobnost dřívějšího zvýšení úrokových sazeb. Žádný razantní pokles ale neočekáváme, spíše slabší korekci či stagnaci. Na jaře očekáváme pokračování růstového trendu.
	DJ Stoxx 50: 2696,28		
ČR	PX-D: 1726,9	→ ↗	Předpokládaný růst hlavních českých blue chips - Českého Telecomu, ČEZu a Komerční banky - by měl posouvat vzhůru i indexy pražské burzy. Obecné důvody pro růst jsou: optimismus na světových trzích, očekávaný růst zahraničních trhů, blížící se vstup ČR do EU a s tím spojený zvýšený zájem investorů o středoevropský region, nadcházející privatizace a podhodnocenost vybraných titulů vůči konkurenci.
	PX 50: 691,9		

## České akcie

	Kurz (31.1.)	Prognóza	
Český Telecom	288,30 Kč	→ ↗	Postupem času by měl slábnout vliv zvýšené nabídky akcií na trhu od krátkodobých investorů, kteří akcie nakoupili počátkem prosince za 255 Kč a kteří se rozhodli realizovat rychlý zisk. Akcie by se postupně měla vracet na původní úroveň nad 300 Kč, kde byla i před tím, než Telsource oznámil záměr prodat svůj 27% balík akcií na trhu. Riziko mimořádného odpisu aktiv a tím pádem i jednorázová ztráta za loňský rok může mít krátkodobý negativní dopad na cenu akcie, trend by obecně ale měl zůstat směrem vzhůru, protože akcie je obecně stále považována za podhodnocenou. Pozor na výsledky, které Telecom zveřejní 26. února.
České radiokom.	340,80 Kč	→	Momentálně akcie postrádá růstový impuls, i když je obecně považována za nejvíce podhodnocenou na domácím trhu (poslední posudek soudního znalce z poloviny 2003 ohodnotil akcie na cenu 604 - 705 Kč). Podnětem k opětovnému růstu by mohla být jakákoliv akce většinového vlastníka směrem k odkupu za vyšší cenu než nabízel loni v létě (tj. 245 Kč).
ČEZ	150,20 Kč	→ ↗	Akcie má stále růstový potenciál, vůči konkurenci je stále podhodnocená. Letošní rok by měl být pro ČEZ stejně jako loni velmi úspěšný. Kromě toho akcie může profitovat i ze zvýšeného zájmu investorů o region vlivem brzkého vstupu ČR do EU. Na konci měsíce by společnost měla předložit předběžné a nekonsolidované výsledky za minulý rok. Pokud firma vykáže zisk okolo 14 mld. Kč, nic by nemělo bránit tomu, aby akcie byla na konci února výš než v lednu. Stálým rizikem je možnost, že by vláda rozhodla o prodeji 16% akcií ČEZ na kapitálových trzích.
Unipetrol	68,20 Kč	→	Poté, co vláda vyřadila ze soutěže na koupi 62,99% balíku akcií bohaté společnosti z Ruska a Kazachstánu, jsou nabídky PKN Orlen, Mol a Royal Dutch/Shell podle našeho názoru nižší, než trh předpokládal. Tím se poněkud oslabily spekulace na vysokou cenu, za kterou bude nový majitel odkupovat akcie menšinových akcionářů. Podle našeho názoru bude akcie nyní stagnovat a investoři vyčkávat, zdali proces due diligence přinese nějaké novinky, které mohou zvýšit finální nabízené ceny.
Komerční banka	2611 Kč	→ ↗	Akcie je sice zatím v růstovém trendu, který by měl pokračovat i v únoru. Za růstem stojí technické faktory - akcie silně oslabila loni na podzim a za celý rok proto posílila ze všech hlavních českých titulů nejméně. Akcie banky ale také mohou reagovat na konsolidační tendence v bankovním sektoru, stejně jako na blížící se vstup ČR do EU. Pozor na 27. února, kdy banka zveřejní výsledky za minulý rok. Akcie jsou tradičně na tyto informace velmi citlivé.

**Pozn.:** Tato krátkodobá prognóza se vztahuje pouze k následujícímu měsíci. V případě dluhopisů znamená ↗ růst výnosů dluhopisů, v případě měn znamená ↗ růst kurzu první měny vůči druhé měně a v případě indexů / akcií znamená ↗ růst cen indexů / akcií.

# GLOBALNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

Do středu pozornosti finančních trhů se dostává růst deficitů amerického státního rozpočtu

V lednu se pozornost finančních trhů soustředila na dva navzájem související okruhy problémů: dvojitý deficit USA a postoje oficiálních činitelů EMU k vývoji na devizových trzích. Deficit státního rozpočtu USA v minulém fiskálním roce byl srovnatelný například s německým a francouzským deficitem, přesto budí podstatně větší pozornost a obavy. Příčinou je především nepoměr mezi růstem amerického zadlužení a nízkou mírou úspor, který vytváří nutnost financovat americké státní zadlužení zahraničními úsporami a vede k vysokému deficitu běžného účtu. Za této situace stačí relativně mírné snížení zájmu zahraničních investorů o americká finanční aktiva k výraznému tlaku proti dolaru. Protože domácí poptávka je v hlavních vývozních ekonomikách světa (EMU a Japonsko) stále slabá je následné oslabení dolaru vnímáno jako vážný problém. Japonsko ho řeší pomocí masivních intervencí na devizovém trhu, EMU zatím řešení hledá. K vyjasnění perspektiv dalšího vývoje by mohlo přispět zasedání skupiny hospodářsky nejvýznamnějších států G7. EMU se pravděpodobně bude snažit politicky vyjednat především rozložení oslabování dolaru i na asijské měny, Japonsko se bude této snaze bránit a Spojené státy budou naléhat na opatření ke zrychlení růstu v zaostávajících ekonomikách.

Vývoj na americkém trhu práce stále není uspokojivý

Nejpozorněji sledované ukazatele vývoje amerického hospodářství přinesly v lednu negativní překvapení. Na začátku ledna šokovala praktická stagnace počtu pracovních míst. Očekával se růst o zhruba 150000. Překvapení bylo o to větší, že se podobná situace opakovala už druhý měsíc po sobě. Míra nezaměstnanosti však klesla díky vysokému počtu osob vyřazených z kategorie pracovních sil na 5,7%. Počty žádostí o podporu v nezaměstnanosti se drží v okolí 350000, což naznačuje, že by mělo docházet k podstatně vyšší tvorbě pracovních míst. Podobně subindexy indexů nákupních manažerů indikují tvorbu pracovních míst. Jedním z možných vysvětlení tohoto rozporu je hypotéza, že dochází k dynamickému růstu počtu samostatně výdělečně činných osob. Pokud by tomu tak bylo, mohlo by to částečně vysvětlit i mimořádně vysoký růst produktivity práce.

Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku poněkud zaostal za očekáváním

Další negativní překvapení přišlo na konci ledna se zveřejněním údajů o vývoji amerického HDP ve třetím čtvrtletí. Zpomalení oproti rychlosti ve třetím čtvrtletí se všeobecně očekávalo, ale růst o 4% byl znatelně nižší než většina pozorovatelů předpokládala. Částečné zklamání však bylo vyváženo relativně příznivou strukturou HDP: méně než se očekávalo rostl především stav zásob a výdaje vlády. Pozitivní naopak bylo udržení vysoké dynamiky investic. Celková struktura HDP dává značné šance na pokračování rychlého růstu v letošním roce.

Silná aktivita v americkém výrobním sektoru je v rozporu s některými dalšími údaji

Lednový index nákupních manažerů potvrdil stabilně vysoké tempo růstu ve výrobním sektoru. Další údaje indikující stav výrobního sektoru zveřejněné v průběhu ledna však byly spíše slabší. Vzhledem k tomu, že například objednávky zboží dlouhodobé spotřeby jsou značně nestabilní bude nutné vyčkat na údaje zveřejňované v dalších měsících, zda budou lednové údaje potvrzeny nebo vyvráceny.

Ceny zůstávají prakticky stabilní

Jak údaje o vývoji CPI a PPI, tak deflátoři HDP potvrdily, že inflace nepředstavuje problém. Ani ve střednědobém horizontu by nemělo dojít k růstu inflačních tlaků kvůli trvajícím nízkému využití výrobních kapacit a tlaku dovozů ze zemí s nízkými náklady na pracovní sílu. Riziko dalšího nežádoucího poklesu míry inflace se však snižuje. Tendence k částečnému obnovení růstu cen se projevuje například v subindexech indexů nákupních manažerů. Trvá také postupný růst cen ve službách, zdravotnictví a školství díky kterému se v minulých dvou letech nedostaly ceny do plošného poklesu. Současný cenový vývoj v USA lze označit za praktickou cenovou stabilitu. V relativně malé míře se objevují obavy z návratu inflace. Jejím zdrojem by měla být kombinace rozpočtové a měnové stimulace a silného růstu hospodářství.

Změna formulace prohlášení po skončení zasedání FOMC vyvolala spekulace o blížícím se zvýšení úrokových sazeb

Pozornost se v lednu soustředila především na zasedání FOMC na konci měsíce. Úrokové sazby zůstaly podle všeobecného očekávání beze změny, ale překvapení způsobila změna formulací v prohlášení vydaném po skončení zasedání. To, že Fed nahradil slovní spojení „úrokové sazby mohou zůstat stimulační po značně dlouhou dobu“ slovním spojením „Fed si za současné situace může dovolit být trpělivý při odstraňování měnové stimulace“ vedlo řadu investorů k domněnce, že se výrazně

přiblížilo datum prvního zvýšení úrokových sazeb. Podle našeho názoru si sice Fed vytvořil prostor pro rychlou reakci v případě, že by se nečekaně objevily v ekonomice inflační tlaky, ale zároveň se nijak k brzkému zvýšení úrokových sazeb nezavázal. Pravdou je spíše opak, za současné situace zůstanou úrokové sazby pravděpodobně stabilní po zbytek roku. Rozhodující bude především to, jak se bude vyvíjet situace na trhu práce a zda bude pokračovat praktická cenová stabilita. Samotný fakt, že hospodářství podstatně zrychlilo tempo svého růstu podle všeho Fed ke zvýšení úrokových sazeb nepřiměje.

#### Letošní schodek státního rozpočtu USA se přiblíží k 5%

Dalším tématem, kterému byla věnována zvýšená pozornost byl silný růst schodku státního rozpočtu. Zatímco ve fiskálním roce 2003 (fiskální rok začíná v září předchozího roku) dosáhl deficit 347 mld USD (tj. zhruba 3,6% HDP) je jeho plánovaná výše pro letošní rok 512 mld USD (tj. zhruba 4,8% HDP při odhadovaném růstu o 4,4%). Schodek plánovaný pro letošní rok je rekordní z hlediska absolutní výše, ale z hlediska poměru na HDP nedosahuje úrovní ze začátku osmdesátých let. Výše schodku částečně souvisí s vysokými výdaji na obranu (války v Iráku a Afghánistánu a vnitřní bezpečnost) a částečně se zvýšením příspěvků na léky v rámci programu Medicare. Schodek způsobil vlnu kritiky jak u demokratické opozice tak u republikánů. Prezident Bush se zavázal k podstatné redukci schodku v příštích letech, ale zároveň usiluje o změnu svých daňových škrťů z dočasných na trvalé. Vývoj rozpočtového schodku podstatným způsobem ovlivní letošní prezidentské volby. Přestože budoucí vývoj schodku budí značné obavy, považujeme často uváděné katastrofické scénáře a z nich vyvozované dalekosáhlé závěry za značně unáhlené. Ještě v roce 2000 se očekávalo, že USA v tomto desetiletí budou dosahovat obrovských rozpočtových přebytků. Současné odhady jsou pravděpodobně stejně nepřesné jako byly tehdejší odhady.

#### Předstihové ukazatele nadále potvrzují nástup oživení v EMU

Evropské hospodářství v lednu také pokračovalo ve zveřejňování údajů naznačujících přechod k rychlejšímu růstu hospodářství. Zatím se však stále jedná prakticky výhradně o předstihové ukazatele. Pozitivní je, že se nijak výrazněji neprojevuje negativní vliv výrazného posílení kurzu eura k dolaru na konci minulého roku. Negativní je, že zatím nedochází k zřetelnějšímu zvýšení domácí poptávky a oživení v EMU je tak stále do značné míry závislé na růstu ve světě (především v USA a Číně).

#### Inflace v EMU se drží v okolí 2,0%

Růst cen zůstal i v lednu v okolí 2,0% a zatím vykazuje pouze velmi mírnou tendenci k zpomalení. ECB očekává, že se inflace v blízkosti 2,0% udrží i ve zbytku letošního roku. Posílení eura a trvající slabá poptávka by měly pomoci ke snížení inflace, ale rychlejšímu poklesu podle všeho brání strukturální strnulost evropských ekonomik. Situaci komplikuje odlišný cenový vývoj v jednotlivých státech EMU. Zatímco v Německu se inflace drží v okolí 1,0% meziročně rostou ceny například v Itálii o 2,5% meziročně a ve Španělsku o 2,6% meziročně. V prohlášení činitelů ECB se stále neprojevuje ochota reagovat na posílení eura snížením úrokových sazeb. Opakovaně je zdůrazňována historicky nízká a stimulující úroveň úrokových sazeb. Například podle holandského člena bankovní rady ECB N. Wellinka by nebylo vhodné reagovat na výkyvy kurzu eura změnou úrokových sazeb.

#### Na začátku února se pozornost soustředí na zasedání skupiny G7

Klíčovou událostí začátku února bude zasedání skupiny hospodářsky nejrozvinutějších států G7. Klíčové státy tohoto uskupení od něj očekávají různé výsledky. Spojené státy chtějí diskutovat o podpoře ekonomického růstu ve světě. Podle jejich názoru je hlavním zdrojem nerovnováhy ve světové ekonomice to, že se většina světa spoléhá na vysokou spotřebu v USA a Číně a málo usiluje o podporu vlastních vnitřních zdrojů růstu. Naopak podle evropských států je hlavním zdrojem problému ve světě dvojí schodek USA a Evropa se také negativně dívá na snahu asijských států udržet stabilní kurzy svých měn k dolaru. To vede k jednostrannému tlaku na posilování eura k dolaru. Japonsko se bude především snažit obhájit svoji politiku brždění posilování jenu proti tlaku na uvolnění směnných kurzů hlavních světových měn.

#### Krutá zima vedla k přechodnému růstu cen ropy

Cena ropy se v lednu dostala pod tlak kvůli silné zimě na severní polokouli a poklesu zásob ropných produktů v USA. Její cena se přechodně dostala až na 32 USD za barel (pro ropu brent), což bylo maximum od vypuknutí války proti Iráku. Ke konci ledna se však cena ropy dostala zpět pod 30 USD/brel a předpokládá se, že v nejbližších týdnech se bude držet v okolí této hladiny. Ve druhém čtvrtletí by pak mělo dojít k podstatnějšímu poklesu její ceny. Toho se obávají státy sdružené v kartelu OPEC a opakovaně proto pohrozily, že přistoupí k dalšímu omezení těžebních kvót. Na cenu ropy budou v blízké budoucnosti působit především situace v Iráku a na blízkém a



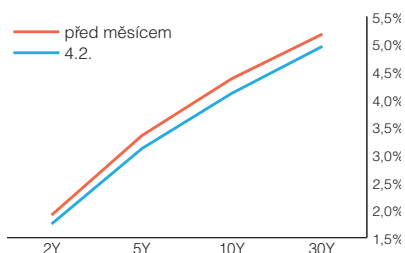
středním východě a vývoj poptávky ve světě. V této souvislosti je především důležitý rychlý růst spotřeby v Číně a Indii.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

Americké dluhopisy čekají na přechod k růstu úrokových sazeb

#### Americká výnosová křivka



Kolísání výnosů v úzkém rozmezí by mělo pokračovat i v únoru

Střednědobě bude pro trh kritickým faktorem výhled vývoje úrokových sazeb

Výnosy amerických dluhopisů v lednu pokračovaly v kolísání z předchozích měsíců. Po tom co na konci loňského roku skončil krátkodobý trend k růstu výnosů došlo k obratu. Výnos desetiletého dluhopisu v první polovině ledna postupně klesl z 4,40% až k 4,00%. Vedle technických faktorů pomohly dluhopisům k růstu cen i nákupy asijských centrálních bank v minulém roce, které vedly k částečnému snížení zásoby dluhopisů na trhu. V polovině ledna se situace na trhu stabilizovala a investoři čekali na výraznější impuls, který by určil další směr obchodování. Ten přišel v podobě změny formulace prohlášení po skončení zasedání FOMC. Většina investorů tuto změnu přijala jako náznak přiblížení prvního zvýšení úrokových sazeb. Dluhopisy reagovaly nárůstem výnosů na 4,25%. Na konci ledna dluhopisy ještě reagovaly mírným poklesem výnosů na poněkud slabší než očekávaný růst HDP ve 4. čtvrtletí.

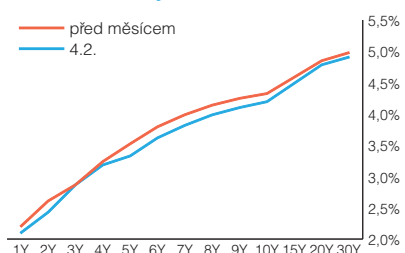
V únoru by se neměl zásadně změnit charakter obchodování z předchozích měsíců. Trh by měl vyčkávat na jasnější náznak zvýšení úrokových sazeb. Citlivě by reagoval především na příznaky inflačních tlaků a k růstu výnosů by vedlo i podstatnější zlepšení na trhu práce. Naopak makroekonomické údaje naznačující zpomalení tempa růstu americké ekonomiky by vedly k poklesu výnosů. Pozorně budou sledována vystoupení činitelů Fedu. Podle našeho názoru trh v současnosti poněkud přeceňuje pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb do poloviny letošního roku. V průběhu měsíce by za předpokladu, že se budou potvrzovat dosavadní trendy vývoje hospodářství mohlo dojít k redukci těchto očekávání. Dluhopisy mohou citlivě reagovat na teroristické aktivity.

K výraznějším změnám v charakteru obchodování by nemělo dojít ani v několika příštích měsících. Vedle krátkodobých faktorů uvedených v předchozím odstavci bude trh stále podstatněji ovlivňovat průběh předvolební kampaně před prezidentskými volbami. Relativně poklidný charakter obchodování může narušit především panika vyplývající buď z očekávání razantního růstu úrokových sazeb a nebo silných obav z výrazného růstu inflace. V takovém případě by došlo k podstatnému nárůstu výnosů. Druhým rizikem pro příští měsíce je úspěšný velký teroristický útok na území USA, který by výnosy srazil podstatně níže, takový pokles by však velmi pravděpodobně byl jen přechodný, zatímco růst výnosů plynoucí z očekávání růstu sazeb by byl pravděpodobně dlouhodobý.

### EMU

Evropské dluhopisy po většinu ledna prakticky stagnovaly

#### Německá výnosová křivka



Euro zůstane pro evropské dluhopisové trhy významným orientačním bodem

Obchodování na evropských trzích bylo v lednu velmi klidné. Po převážnou většinu měsíce se výnos desetiletého dluhopisu držel poblíž 4,15%, pouze v závěru ledna došlo pod vlivem vývoje v USA k růstu výnosů na 4,25%. Krátký konec výnosové křivky byl v průběhu měsíce ovlivňován trvajícím spekulacemi na snížení úrokových sazeb ECB v důsledku posilování eura. Trh je v současnosti sevřen mezi dva protichůdné vlivy: na jedné straně se očekává zrychlení růstu evropského hospodářství, na druhé straně trvají obavy z dalšího posilování kurzu eura k dolaru a z toho plynoucích negativních důsledků při výkonnosti evropských ekonomik a následného snížení úrokových sazeb. Momentální převaha jednoho z těchto faktorů určuje krátkodobé pohyby trhu.

Zveřejňované makroekonomické údaje a pohyby kurzu eura by měly zůstat hlavními faktory ovlivňujícími obchodování i v únoru. Pro evropské trhy by mohla být významná schůzka skupiny G7 na začátku února. Jednak by mohla vést k výraznějšímu pohybu kurzu eura a jednak by mohla naznačit, zda jsou evropské státy ochotny usilovat o zvýšení dynamičnosti svých ekonomik. Výsledky schůzky zemí skupiny G7 by proto mohly vést po období praktické stagnace k výraznějšímu pohybu na trhu. Zbytek měsíce by měl být opět spíše poklidný bez výraznějších pohybů.

Střednědobému vývoji bude dominovat názor trhu na politiku ECB. Pokud se trh bude klonit k názoru, že by mohlo dojít k snížení úrokových sazeb budou výnosy

stagnovat nebo dokonce klesat. Pokud naopak bude na trhu převládat přesvědčení, že oživení v EMU nedovolí ECB snížit úrokové sazby budou výnosy stagnovat až růst. Stejně jako v USA může dojít k panickému růstu výnosů pokud bude trh očekávat razantní růst sazeb anebo k přechodnému poklesu jako reakci na šokovou událost typu teroristického útoku.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Na začátku ledna skončil prudký propad kurzu dolaru k euru

#### Kurz USD / EUR



Obchodování v únoru ovlivní především jednání skupiny G7

V dalších měsících vývoj kurzu nejvíce ovlivní průběh oživení světového hospodářství

Kurz eura k dolaru v lednu přešel po dosažení maximální hodnoty nad 1,28 do konsolidace. Bezprostředním podnětem k zastavení dalšího posilování eura byla série slovních intervencí představitelů ECB a EMU, kterou zahájil prezident ECB J.-C. Trichet. Evropští činitelé opakovaně vyjádřili obavy z negativních důsledků příliš rychlých pohybů kurzu. Jako hladiny jejíž překročení by mohlo být pro evropské ekonomiky kritické byla několikrát uvedena hodnota 1,30. Evropští činitelé se také opakovaně snažili přimět představitele USA k větší rozpočtové zodpovědnosti, protože podle jejich názoru bylo rychlé posílení eura způsobeno především růstem dvojího deficitu USA. Pro USA je však slabý dolar výhodný a tak se američtí představitelé omezili na opakování známých frází o podpoře silného dolaru a o nutnosti stanovení kurzů měn na trzích. Po zastavení posilování eura prošel kurz obdobím vysoké volatility. Velkou roli v tomto období hrály technické faktory a reakce na jednotlivé výroky. Fundamentální údaje stály spíše v pozadí.

Pro únorový vývoj kurzu eura k dolaru bude kritické zasedání skupiny G7 na začátku února. V úvahu přicházejí dva hlavní scénáře. Skupina G7 může vydat silné prohlášení zasazující se o stabilizaci směnných kurzů s důrazem na nižší míru ovlivňování směnných kurzů asijskými státy. V tomto případě by došlo k dalšímu oslabení eura a naopak posílení jenu a dalších asijských měn vůči dolaru. Tato varianta je kvůli odporu Japonska velmi málo pravděpodobná. Druhým scénářem je přijetí neurčitě formulovaného a nejasného prohlášení a nebo úplné ignorování směnných kurzů. V tomto případě je možné očekávat počáteční rychlé posilování eura k a nebo mírně nad hladiny 1,30 následované slovními intervencemi ECB. Ty by měly další posilování zbrzdit a vyvolat lehkou korekci, ale střednědobě by převládl tlak proti dolaru a stále by hrozilo obnovení jeho oslabování. Spekulace nad politickými postoji k vývoji směnných kurzů by v únoru měly zastínit vliv fundamentálních faktorů.

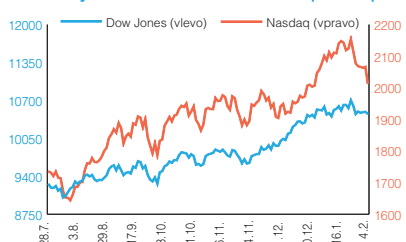
Pro vývoj kurzu v dalších měsících bude kritický především průběh oživení hospodářství v USA a EMU. Pokud bude pokračovat rychlý růst americké ekonomiky a Evropa bude spíše zaostávat lze očekávat obrát k posílení dolaru a návrat kurzu do pásma 1,10 až 1,20. Pokud budou jak americká tak evropská ekonomika splňovat očekávání lze očekávat v horizontu tří až šesti měsíců pokračující tlak na posilování eura kterému by měly čelit slovní intervence ECB. V případě silného tlaku na posilování eura a překonání hladiny 1,35 může dojít k přímým intervencím a vyloučit nelze snížení úrokových sazeb. Pokud by růst americké ekonomiky zaostával za očekáváním, byl by tlak proti dolaru silný a jeho oslabování by se mohlo změnit až v panický výprodej. V takovém případě by se kurz mohl lehce dostat až na 1,40 a pravděpodobnost přímých intervencí ECB by byla vysoká.

## Akciové trhy

### Přijde mírná korekce? Zdá se, že ano

Růst amerických akcií se mezi polovinou prosince 2003 a 26. lednem výrazně zrychlil. Je sice pravda, že index S&P500 v lednu přidal jen 1,7% (po prosincovém růstu o 5,1%), od 10.prosince do 26. ledna ale index zhodnotil o výrazných 9%. Z technického hlediska silný růst indexu v tomto období způsobil, že index vystoupil z růstového (ale mírněji růstového) koridoru, který se na křivce indexu zformoval od srpna 2003 do konce první dekády prosince a tím vlastně přestřelil dosavadní mírně rostoucí trend. Akcie samozřejmě měly své důvody pro silný růst v tomto období - nejprve zlepšující se makroekonomické ukazatele, později růst před koncem roku, poté lednový efekt a nakonec (očekávané) mimořádně dobré výsledky firem za poslední čtvrtletí minulého roku. Zůstává otázkou, co by mělo akcie stimulovat k růstu nyní.

#### Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.





## VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	30.1.	31.12.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 131.1	1 111.9	1.7%	7.7%	32.2%	1.7%
Dow Jones	10 488.1	10 453.9	0.3%	7.0%	30.2%	0.3%
Nasdaq	2 066.2	2 003.4	3.1%	6.9%	56.4%	3.1%
DJ Stoxx 50	2 696.3	2 660.4	1.3%	6.2%	20.5%	1.3%
FTSE 300	981.63	957.94	2.5%	6.4%	23.1%	2.5%

## 1150 bodů - silná hranice odporu pro index S&amp;P500

Z hlediska technické analýzy nastal těsně před koncem ledna ještě jeden zajímavý úkaz. Pokud propojíme historické maximum indexu S&500 z 24. března 2000 v době boomeru akciových trhů (index tehdy vystoupal na 1527,46 bodu) s pětiletým minimem z 9. října 2002, kdy firmy ve zvýšené míře varovaly před zhoršením svých čtvrtletních výsledků a navíc tehdy výrazně vzrostly geopolitická rizika (index tehdy klesl na 776,76 bodu), index S&500 vystoupal 26. ledna 2004 přesně na polovinu tohoto rozpětí. 50% je významná psychologická hladina, která může zlomit dosavadní trend a povzbudit trh ke korekci. Index se navíc v té době dostal na zhruba dvouleté maximum. Akcie skutečně již koncem ledna zahájily korekci dosavadního trendu a tato (zatím mírná) korekce pokračovala i v prvních únorových dnech.

## Firemní zisky za 4Q překonaly očekávání

Pokud jde o firemní výsledky za období říjen - prosinec 2003, podle očekávání firmy většinou překonaly trhem nastavené predikce, což jen pomohlo akciím v dalším růstu. To, že zřejmě výsledky budou lepší než očekávání signalizoval již v prosinci nízký počet firemních varovných prognóz, což jsme široce komentovali v minulé měsíční zprávě. Do konce ledna zveřejnily svoje výsledky téměř dvě třetiny firem z indexu S&500 (316 společností) a přitom více než 200 z nich očekávání trhu (zisku) skutečně překonalo. Jestliže koncem prosince trh předpokládal, že suma zisků firem bude ve 4Q meziročně vyšší o 22,3%, na konci ledna to vypadá, že firemní zisky meziročně vzrostou nejméně o 26%, ale spíše o 27% nebo dokonce 28%. Právě tento rozdíl posunul obecně celý trh vzhůru, i když podle našeho názoru část tohoto vlivu působila na trh již v prosinci a v lednu se akcie už jenom vezly v trendu.

## Jsou očekávání na druhé pololetí 2004 příliš vysoká?

Čtvrté čtvrtletí loňského roku je zřejmě obdobím, kdy je díky nízké základně z 4Q/2002 nejvyšší meziroční růst firemních zisků. Od letošního roku budou meziroční změny firemních zisků výrazně nižší. Analytici nyní předpokládají, že zisky firem se meziročně zvýší v letošních čtvrtletích postupně o 14%, 13,7%, 10,7% a ve 4Q/2004 o 12,9% a za celý rok 2004 meziročně o 13,5%. Oproti konci prosince (12,8%) se toto očekávání mírně zvýšilo. Růst o cca 14% v první polovině roku je podle našeho názoru dosažitelný cíl, problémy ale mohou nastat s růstem ve druhé polovině roku. Důvodem jsou vysoké růsty ve 2H/2003. Zatímco v 1Q/2003 zisky rostly meziročně o 11,8% a ve 2Q/2003 o 9,5%, ve 3Q/2003 akcie rostly meziročně již o 21,2% a růst za 4Q/2003 bude zhruba okolo 17%. Jednoznačně prudký růst firemních zisků ve druhé polovině loňského roku se nemusí letos opakovat - redukce vysokého očekávání by potom pochopitelně mohla mít na chování trhů negativní dopad.

## Akcie by měly projít korekcí... než začnou opět růst

V minulé měsíční zprávě jsme naznačili naši predikci, kde by index S&P500 mohl být v polovině letošního roku - okolo 1224 bodů. Do této úrovně indexu stále schází okolo 8%, což odpovídá průměrnému měsíčnímu zhodnocení 1,6%. V lednu index skutečně zhodnotil o 1,7%, tj. v zásadě podle našeho očekávání. I kdyby v příštích několika týdnech pokračovala mírná korekce (což předpokládáme), naše střednědobá předpověď se zatím neliší - akcie zůstávají v růstovém trendu a po zdravé korekci lze očekávat opětovný růst. Pokud jde o rizika, k obecnému riziku světového terorismu se bohužel přidal další faktor, který může trhy v příštích měsících znervózňovat, a to blížící se období cyklu zvyšování úrokových sazeb. Pokud bude americká ekonomika nadále vykazovat známky silného oživení, Fed může začít varovat před zvyšováním sazeb. Podle našeho názoru je ale pravděpodobnost brzkého zvýšení sazeb nízká a toto riziko se zatím přeceňuje. Stabilně nízké využití kapacit (okolo 75%), nepřítomnost inflace a stále slabý trh práce bude zatím spolehlivě držet úrokové sazby dole. Na tom, zdá se, nezmění nic ani slábnoucí dolar vůči euru, který nutí evropské vývozce do USA z důvodů udržení konkurenceschopnosti spíše snižovat vlastní marže než zvyšovat ceny. Akciím tak, podle našeho názoru, nebrání nic v tom, aby po zdravé korekci nabraly na jaře opět růstový trend.

## VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	I-04	XII-03	XI-03	3M	6M	12M
Informační technologie	3.7%	3.5%	1.2%	8.5%	20.9%	47.2%
Internet	6.4%	7.4%	2.0%	16.6%	31.4%	82.8%
Síťová zařízení	20.8%	-0.6%	2.8%	23.5%	62.0%	99.7%
Výrobci počítač. techniky	2.3%	2.7%	0.9%	6.0%	19.1%	19.1%
Pouze výrobce PC	4.6%	-1.7%	-1.8%	1.0%	16.2%	53.5%
Polovodiče	1.2%	-4.0%	6.6%	3.6%	32.0%	89.3%
Telekomunikace	7.1%	5.5%	0.3%	13.3%	20.6%	39.3%
Bezdrát. telekomunikace	12.9%	7.9%	1.2%	23.3%	39.6%	58.8%
Biotechnologie	5.2%	6.4%	-1.4%	10.4%	11.2%	52.3%
Farmacie	1.5%	6.3%	0.9%	8.9%	7.4%	14.9%
Zdravot.a kosmet. zboží	9.5%	6.9%	2.2%	19.6%	30.7%	97.1%
Spotřebitelské služby	2.8%	5.7%	1.5%	10.3%	7.2%	17.2%
Doprava	-0.8%	3.8%	0.8%	3.9%	13.0%	39.6%
Bankovníctví	1.8%	3.2%	0.3%	5.4%	11.7%	34.4%
Finančnictví	2.9%	4.7%	-0.4%	7.3%	13.6%	34.2%
Petrochemie	0.1%	13.6%	1.0%	14.9%	21.8%	31.9%
Energetika	2.1%	13.5%	0.3%	16.2%	21.5%	29.9%
Utility	1.8%	6.4%	-0.4%	8.0%	15.1%	27.6%
Základní průmysl	-4.7%	10.1%	2.0%	7.0%	14.3%	35.2%

## STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

## Maďarsko

## Fiskální nejistota přetrvává

Výnosy maďarských dluhopisů v průběhu ledna rostly a to okolo celé výnosové křivky. Výnosy se zvedly o 59-100 bazických bodů, nejméně okolo jednoleté maturity a mimoto ještě u dluhopisu se sedmiletou splatností. Jinak byl ale růst výnosů poměrně rovnoměrně rozložen okolo celé křivky. Postupný pokles cen maďarských vládních benchmarků byl především ovlivněn radikálním zvýšením nejistoty okolo vývoje maďarských veřejných financí. V prvním lednovém týdnu byl zveřejněn výsledek hospodaření veřejných rozpočtů v roce 2003, který nakonec skončil schodkem přesahujícím 1 bilión forintů, a ve vyjádření k HDP se dostal až na úroveň 5,6%. Byl tak překročen již změkčený cíl ve výši 5,3%, který si stanovil ministr financí László. Ten za překročení cíle také zaplatil svým křeslem. Ihned po oznámení výsledků hospodaření veřejných rozpočtů jej premiér odvolal. Na jeho místo nastoupil jeden z nejbližších premiérových spolupracovníků Tibor Draskovics, jehož primárním úkolem bylo uklidnit situaci na trhu a začít komunikovat. To se Draskovicovi částečně podařilo, ovšem na zásadní obrát trendů na dluhopisovém trhu to zatím nestačilo. Především proto, že Draskovics okamžitě po nástupu změkčil cíl pro letošní deficit z původních 4,2% k HDP až na 4,6% k HDP a přitom ještě oznámil, že i k dosažení tohoto cíle bude ještě nutné provést mnoho úsporných opatření, zhruba v řádu 160-80 miliard forintů. Jinými slovy, Draskovics dal najevo, že veřejné rozpočty jsou ještě v horším stavu, než by se mohlo zdát, a že po Lászlóvi zřejmě zůstalo ve veřejných financích mnoho kostlivců ve skříni. I díky nim by měl předpokládaný lednový schodek rozpočtu dosáhnout neuvěřitelné výše 250 miliard forintů. Za stávající velmi nejisté fiskální situace a navíc v okamžiku, kdy Maďarsko čeká růst spotřebitelských cen, není možné očekávat příznivé impulsy pro dluhopisový trh. V únoru proto předpokládáme stabilitu výnosů.

## Polsko

## Růst strmosti křivky pokračuje

Lednový vývoj na polském trhu instrumentů s pevným výnosem byl v souladu s naším očekáváním. Strmost křivky se i nadále poměrně radikálně zvyšovala. U velmi krátkých maturit (3 měsíce až 1 rok) došlo k nečekanému mírnému poklesu

výnosů v rozsahu 5-11 bazických bodů, zatímco zbytek křivky se očekávaně výnosově posunoval vzhůru. Výnosy u zbylých benchmarků se zvýšily o 40 – 110 bazických bodů, přičemž nejrazantnější růst byl zaznamenán u nejdělsích maturit. Růst výnosů u dluhopisů s delší splatností je dán především aktuálními fiskálními problémy v Polsku, které jsou o to dramatičtější, že polská levicová vláda je velmi křehká a plán jejího ministra financí Hausnera na ozdravení veřejných rozpočtů má málo šancí na to, aby v navržené podobě prošel. To znamená, že se Polsko začne opět nebezpečně přibližovat maastrichtskému limitu pro podíl celkového dluhu na HDP (60%), jehož překročení by bylo nepochybně zcela zásadním signálem, že Polsko může rychle vypadnout z první vlny východoevropských kandidátů na přijetí eura. To by mělo devastující účinky na polskou měnu i dluhopisy, protože by zmizela základní a vlastně jediná nominální kotva pro polské nominální veličiny. Aktuální zhoršování fiskální pozice je tedy pro Polsko zcela zjevně problémem číslo jedna. Vědoma si tohoto faktu, varovala agentura Fitch (stejně jako v případě Maďarska), že Polsku hrozí snížení ratingu. Neschopnost polské vlády řešit narůstající fiskální problémy a z toho plynoucí očekávání na růst čisté emise dluhopisů budou spolu s hospodářským oživením a změnou sentimentu na světových trzích nadále tlačit na růst strmosti křivky. V součtu předpokládáme v únoru stabilitu výnosů.

## HUF / EUR

Stabilizace na obzoru

Kurz HUF / EUR



Maďarský forint na začátku měsíce nejprve ostře oslabil z úrovně 260,0 k euru až na hladinu 268,60 a vrátil se tak téměř na mnohaleté minimum 271,0, které bylo dosaženo v průběhu prosince. Pak se však poměrně volatilní obchodování uklidnilo, forint začal opět mírně posilovat a do konce měsíce se vrátil do rozpětí 262,0 – 263,0 k euru. Oslabení na začátku měsíce souviselo zejména s výsledkem hospodaření veřejných rozpočtů v roce 2003 a následnou výměnou na postu ministra financí (viz výše). Bohužel přes tyto politické velety jsme nezaznamenali žádnou politickou zprávu, která by byla pro forint bez dalšího pozitivní. Rok 2008 jako cílový rok vstupu Maďarska do Eurozóny byl po nástupu ministra financí Draskovicse zpochybněn, avšak snaha tvůrců hospodářské politiky vstoupit do mechanismu ERM II co nejdříve zůstala beze změny. To je ten nejhorší představitelný mix událostí. Dlouhodobé ukotvení úrokových sazeb a inflace chybí, zatímco riziko krátkodobých spekulativních útoků na nově stanovenou paritu přetrvává. Navíc agentura Fitch varovala, že maďarský rating by mohl být díky vývoji rozpočtu snížen. I přes všechny tyto události však dopadla poměrně úspěšně aukce nového maďarského eurobondu, která byla o 20% přeupsána. Stejně jako v případě dluhopisového trhu ani u maďarského forintu nevidíme zatím žádný faktor, který by mu mohl v únoru přinést znatelné oživení a proto je naším základním scénářem pro únor stagnace forintu s rizikem krátkodobých depreciačních epizod.

## PLN / EUR

Zapomeňme na rychlé posílení

Kurz PLN / EUR



Zlotý zůstal i v prvním měsíci nového roku věrný své dlouhodobé tradici a obchodování s polskou měnou bylo i nadále velmi volatilní. Z výchozí úrovně 4,67 k euru se zlotý v prvních dvou týdnech ledna posunul až na hladinu 4,75 a ztratil tak téměř 2%. Pak zlotý opět posiloval a vrátil se dokonce až pod výchozí hladinu 4,67 ze začátku měsíce, aby ve finále znovu oslabil, dokonce až na 4,80 k euru. Jak už bylo uvedeno v předchozím odstavci, hlavními faktory stojícími za oslabením měny jsou politická nestabilita, rostoucí fiskální potíže a neschopnost vlády prosadit tzv. Hausnerův plán k jejich řešení a také nepřilíhající dobrý sentiment vůči celému středoevropskému regionu. Vzhledem k tomu, že na základních faktorech ovlivňujících polskou měnu se v nejbližších týdnech nic nezmění a rizika (fiskální politika a hospodářské oživení tlačící na růst vnější nerovnováhy) mohou naopak nabývat na intenzitě, předpokládáme v únoru stagnaci zlotého.

## SKK / EUR

Stabilní únor

Slovenská koruna téměř v průběhu celého ledna posilovala. Z výchozí úrovně 41,1 k euru se do 26. ledna dostala až na úroveň 40,5 k euru. Po mnoha měsících se tak koruna propracovala na nové historické maximum. To nezůstalo bez reakce. Slovenská centrální banka proti koruně slovně intervenovala prohlášením, že síla slovenských makroekonomických fundamentálů úrovni koruny neodpovídá. Tato intervence byla navíc ještě zesílena oznámením slovenského statistického úřadu o revizi údajů o

## Kurz SKK / EUR



## Rok abnormálně nízké inflace skončil, letos ceny porostou více

obchodní bilanci. Díky systematické chybě při vykazování exportních cen u jedné velké společnosti došlo k nadhodnocení exportu v roce 2003 asi o 12-14 miliard a došlo tak i ke zkreslení výsledného salda. To však nic nemění na tom, že i tak byla obchodní bilance v roce 2003 výrazně lepší než v roce předchozím. Předpokládáme, že trend slovenské koruny k postupnému mírnému posilování se v únoru pozastaví. V únoru počítáme se stabilitou kurzu slovenské koruny. K posílení by jí mohlo pomoci rozhodnutí firmy Hyundai postavit novou automobilku právě na Slovensku.

## ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

Prosincová inflace ničím výrazně nepřekvapila. Její růst o 0,2% meziměsíčně a 1,0% meziročně byl v zásadě trhem očekáván, i když naše prognóza počítala s růstem o jednu desetinu nižším. Zcela podle očekávání táhl prosincovou inflaci nahoru především pokračující růst cen potravin (1,2% m/m), který naopak tlumily nižší ceny pohonných hmot (-0,7% m/m). Drobným překvapením snad mohlo být, že v kategorii rekreace a kultura se neprojevil sezónní růst cen zájezdů. Rok 2003 byl pro českou ekonomiku rokem rekordně nízké inflace, když průměrná meziroční inflace dosáhla jen 0,1%. Loňský prosinec byl na dlouhou dobu posledním měsícem, kdy se meziroční inflace pohybovala okolo jednoho procenta. Předpokládáme, že v lednu meziroční inflace poskočí na 1,8% díky daňovým změnám a zvýšení některých regulovaných cen. Nové návrhy vládní koalice na snížení základní sazby DPH a přesuny zboží mezi sníženou a základní sazbou DPH mění dosavadní výhled na inflaci. Podle předběžných propočtů by plnohodnotné započítání změn DPH do cen pro spotřebitele snížilo inflaci o 0,8 procentního bodu. CPI se v případě schválení těchto změn v navrhované podobě bude přibližovat spodní hranici inflačního pásma ČNB pomaleji, než původní scénář počítal. Nicméně výhled na čistou inflaci (očištěnou o efekty změny daní a administrativních cen) se nemění – růst cen potravin a vyšší produkční ceny způsobí její růst nad 2%. V tomto roce se také musíme připravit na to, že poprvé od roku 2001 centrální banka zvýší svou základní sazbu (předpokládáme zvýšení na 2,5% do konce roku 2004).

## Nezaměstnanost láme rekordy

Prosincová nezaměstnanost dosáhla 10,3%. Zcela se tak naplnily pesimistické odhady trhu. Z krátkodobého hlediska samozřejmě nezaměstnanost ovlivnilo sezónní snížení počtu pracovních míst. Důležitý je však dlouhodobý trend a ten nezadržitelně posunuje nezaměstnanost rok od roku na vyšší hladinu. Žádný obrat zatím bohužel není na obzoru. O tom svědčí fakt, že počet volných pracovních míst se v prosinci meziměsíčně snížil o téměř 6% a růst nezaměstnanosti se projevuje plošně - registrují jej úřady práce v celé zemi. Na dlouhodobém trendu k růstu nezaměstnanosti se stále nic nemění a předpokládáme, že v roce 2004 uvidíme v oblasti nezaměstnanosti nové rekordy (v lednu 10,8%). Přeregulovaný trh práce, zvýšení daňového a odvodového zatížení živnostníků, stále poměrně měkký sociální systém a velmi vysoké vedlejší náklady na pracovní sílu jednak nemotivují mnohé stávající nezaměstnané k hledání zaměstnání a mimoto nemotivují ani k vytváření nových pracovních míst. Snížení daně z příjmu pro právnické osoby a příliv nových zahraničních investic v tomto roce sice negativní tendence na trhu práce mohou brzdit, ale stěží je mohou zastavit a otočit. Zvláště v situaci, kdy oživení v Evropě je zatím stále křehké a nejisté.

## Ceny výrobců po druhé v řadě rostou

Ceny průmyslových výrobců se v prosinci zvýšily o 0,2% meziměsíčně a 0,9% meziročně. Trh očekával o něco nižší růst, 0,1% meziměsíčně. Růst byl opětovně tažen vyššími cenami potravinářských výrobců. Zatímco v listopadu se jejich ceny zvýšily o 1,9%, v prosinci tento růst dosáhl 3,8%. Důvodem jsou stále rostoucí ceny zemědělských producentů, které budou i nadále tlačit ceny potravin nahoru. Rovněž vyšší ceny surovin na zahraničních trzích způsobily růst cen v chemickém, hutním, kovodělném průmyslu a u ostatních zpracovatelů. V průměru za celý rok 2003 se ceny průmyslových výrobců snížily o 0,3%, zatímco v roce 2002 ještě vzrostly o 0,5%. Za silnou dezinflaci až deflaci výrobních cen jsou odpovědné především ceny potravinářských výrobců. Svoji roli v poklesu cen sehrály i nízké ceny na zahraničních trzích. V letošním roce očekáváme mírné oživení nákladové inflace především z titulu vyšších cen zemědělských producentů.



### Výkonnost českého průmyslu zůstává solidní

Výkonnost českého průmyslu v listopadu předčila očekávání trhu, když se podle neočištěných dat průmyslová produkce zvýšila o 4,8% v meziročním srovnání. Trh očekával pouze 1,5%. I naše neoptimističtější predikce 2,5%-tího růstu byla překonána. Ačkoliv v porovnání s předchozími měsíci došlo ke zpomalení tempa růstu produkce, lze považovat současnou výkonnost domácího průmyslu za v celku dobrou. Otěže růstu nadále drží v ruce výroba dopravních prostředků a energetika. Na růstu výkonnosti českého průmyslu se nejvíce podílí výroba meziproductů a investičních celků. Léty ověřená cenová konkurenceschopnost českých výrobků a blížící se vstup do EU usnadňuje domácím firmám vstup na zahraniční trhy, kde vládne silná cenová konkurence. Místní dodavatelé jsou nahrazováni firmami ze střední a východní Evropy, které nabízejí výrobky ve stejné kvalitě ale za nižší cenu. Rostoucí zakázky ze zahraničí (především ve výrobě motorových vozidel, strojů a zařízení) udrží průmyslovou produkci na růstové trajektorii.

### Spotřebitelé počkali s nákupy do prosince

V listopadu se růst maloobchodního prodeje zpomalil z 3,4% na 1%. Trh očekával alespoň s 4%-tním růstem. Spotřebitelé v celku nečekaně odložili své nákupy na prosinec a v listopadu nakupovali pouze běžné spotřební zboží a pohonné hmoty. Domácnosti si vytvářely „rezervy“ na vánoční nákupy a předzásobením se zbožím, které mělo od ledna letošního roku podražít. Nákupní horečka se plně rozšířila až v prosinci, kdy domácnosti nakupovaly nejen pod vánoční stromeček ale i do zásoby (a to zboží, u kterého bylo ohlášeno zdražení (viz cigarety, alkohol, pohonné hmoty a telefonní karty). Navzdory silným prosincovým tržbám se počítá s výraznějším zpomalením růstu spotřeby domácností v posledním čtvrtletí 2003. Růst spotřeby domácností o 7,2% se již opakovat nebude. Přesto zůstává hlavním tahounem růstu české ekonomiky. Změnu přinese až letošní rok, kdy navrhované změny v nepřímých daních budou motivovat domácnosti k omezení spotřeby služeb a odložení nákupu elektroniky, zboží dlouhodobé spotřeby a dalšího zbytečného zboží do doby, než bude platit snížená základní sazba DPH.

### Zahraniční obchod úspěšně čelil globální stagnaci

Obchodní bilance za rok 2003 skončila v deficitu ve výši 71,2 mld. Kč o 0,1 mld. nižším než v předchozím roce, přestože prosincový schodek se propadl do dvouletého maxima na úrovni 19,8 mld. Kč. Vzhledem k nepříznivým podmínkám na zahraničních trzích lze tento výsledek považovat za úspěch obzvláště, když se počítalo se zhoršením bilance v důsledku dopadu silné koruny na export. Dramatické posílení koruny v roce 2002 vystřídala ale stagnace až mírné oslabení vůči euru. Koruna však začala výrazněji posilovat vůči slabnoucejšímu dolaru. Levnější dovoz z dolarových oblastí brzdily jinak dynamický růst dovozu tažený silnou domácí poptávkou a stále vysokou dovozní náročností české ekonomiky. Vývoz se navzdory nepříznivým vnějším podmínkám vyvíjel v celku příznivě. Zvýšil se podíl zboží s vyšší přidanou hodnotou na vývozu. Rovněž vývoz zpracovatelských výrobků a polotovarů byl vyšší. V samotném prosinci se vývoz zvýšil o téměř 22%, nejvíce za poslední více než dva roky. Dařilo se především vývozcům počítačů, kancelářských strojů, elektrických zařízení, strojů a spotřebičů. Zároveň se však více než jindy zvýšil dovoz. Kromě spotřebního zboží se do ČR výrazně více dovezlo léčiv, ropy, strojů i dopravních prostředků. V nemalé míře se na tom podepsaly plánované změny spotřebních daní a DPH. Prosincové výsledky vývozců vzbuzují optimismus do budoucnosti. Růst zahraničních zakázek a rozšíření EU dává šanci našim exportérům dále zvyšovat odbyty na zahraničních trzích. S dramatickým zlepšením zahraničně obchodní bilance však počítat nemůžeme, neboť s oživením domácích investic poroste i dovoz investičních celků ze zahraničí. V roce 2004 očekáváme schodek obchodní bilance mezi 60-65 mld. Kč.

### Zahraniční subjekt prodal svoji investici

V listopadu se běžný účet platební bilance propadl do schodku ve výši 17,8 mld. Kč. Převážná část deficitu připadá na bilanci výnosů (11 mld. Kč), ve které se kromě repatriovaných zisků, náhrad zaměstnancům znovu objevily i výplaty dividend do zahraničí. Deficit obchodní bilance vzrostl z 6,6 na 8,3 mld. Kč. Finanční účet platební bilance byl tentokrát výrazně ovlivněn prodejem zahraničního podílu v Eurotelu do rukou Českého Telecomu. Česká republika tak poprvé od svého vzniku zaznamenala odliv přímé zahraniční investice – nebo-li prodej zahraniční investice do domácích rukou. Odliv FDI v hodnotě 18,9 mld. Kč byl kompenzován čerpáním zahraničního úvěru na nákup podílu v Eurotelu. Příliv v podobě ostatních investic (viz finanční úvěr Českého Telecomu a krátkodobé výpůjčky domácích bank od zahraničních subjektů) byl v porovnání s odlivem FDI dvojnásobný. Navíc odliv portfoliových investic se obrátil v příliv především díky aktivitám zahraničních investorů na domácím akciovém trhu. Pro rok 2003 počítáme s deficitem běžného účtu okolo 170 mld. Kč (cca 7%). Mnohé jednorázové či výjimečně vysoké výplaty dividend či podílů na zisku se významným



způsobem podílely na tak výrazném zhoršení běžného účtu. Ačkoliv i v dalších letech počítáme s odlivem výnosů z ČR, jejich objem nebude již trak vysoký jako vloni. V letošním roce se můžeme rovněž spolehnout na vyšší zahraniční poptávku, která pomůže snížit schodek obchodní bilance a zvýšit přebytek v bilanci se službami. Počítat můžeme také s prvními transfery z fondů Evropské unie. Deficit běžného účtu by měl postupně poklesnout pod 6% HDP. Příliv kapitálu se v roce 2004 bude odvíjet od schopnosti ČR přitáhnout nové investice, o které však svádíme konkurenční boj s našimi sousedy. Předpokládáme, že přímé zahraniční investice v ČR včetně reinvestovaného zisku vzrostou na 120-150 mld. Kč. Deficit běžného účtu tak bude profinancován přílivem nedluhového kapitálu. Příliv kapitálu však nebude výrazně vyšší než deficit na běžném účtu. Koruna proto nebude pod silným tlakem a pouze opatrně bude směřovat k silnějším hodnotám.

### ČNB se vzdala snižování sazeb

Bankovní rada na svém čtvrtletním zasedání splnila, co se od ní čekalo – nechala sazby beze změny a nepatrně zvýšila svůj optimismus ohledně vývoje ekonomiky. Zatímco v říjnu centrální banka počítala s růstem ekonomiky okolo 2,9% v roce 2004, nyní již predikuje 3,2% v průměru. Ještě více nadějí vkládá do roku 2005, kdy očekává růst v průměru o 4,2%. Tak významné oživení ekonomiky by mělo být spojeno s oživením inflačních tlaků, které zůstanou v letošním roce ještě utlumené. Zpomalení inflace z průměrných 3,3% v prosinci 2004 na 2,6% v červnu 2005, které ČNB predikuje, je dáno odezněním jednorázových vlivů daňových úprav. Velmi pravděpodobné oživení inflačních očekávání, slabší koruna a mírné oživení inflačních tlaků v roce 2005 bude podle našeho názoru dostatečným důvodem pro zvýšení sazby a to z 2% na 2,5% v průběhu druhého pololetí 2004. Se zpřísněním měnové politiky ve druhé polovině roku počítá i lednová nepodmíněná prognóza ČNB. Česká ekonomika se bude muset rozloučit s 1,5letým obdobím klesajících sazeb a začít se připravovat na postupný růst. Dopad změny DPH v restauracích a ubytovnách na inflaci, který ČNB odhaduje až na jedno procento, se nám jeví jako nadhodnocený. Naše predikce počítá s cca 0,4-0,8pb. Nové změny v DPH, které navrhla vláda, mění v nemalém rozsahu výhled na letošní vývoj letošní inflace (o cca -0,3 až -0,8pb). Vliv těchto a podobných úprav administrativních cen a daní nemá však přímý dopad na rozhodování o nastavení úrokových sazeb. Změny daní a regulovaných cen spadají do kategorie výjimek z inflačního cílení. Jiná situace ale nastane, vyžene-li úprava těchto cen bezdůvodně inflační očekávání nahoru. V takovém případě bude centrální banka bránit nadměrného růstu očekávané inflace rychlejším zvyšováním sazeb.

### Státnímu rozpočtu pomohla prosincová nákupní horečka

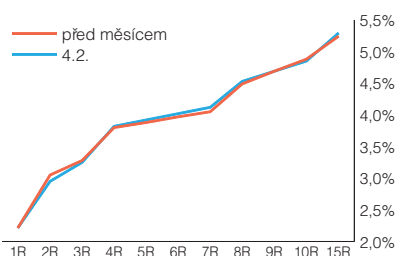
V lednu stát hospodařil s přebytkem ve výši 7,31 mld. Kč. Vzhledem k rekordně vysokému schodku schválenému ve výši 115 mld. Kč se jedná o nečekaně dobrý výsledek. Za ním však nestojí efektivnější hospodaření státu ale jednorázové, neopakovatelné příjmy (úhrada záruky poskytnuté ČSOB ve výši 4,7 mld Kč a o 3,1 mld Kč vyšší inkaso DPH, spotřebních daní a cla). Nákupní horečka v období vánoc doprovázená tentokrát i předzásobením domácností zbožím, které kvůli schváleným daňovým úpravám čekalo zdražení, naplnilo státní pokladnu jinak zející prázdnotou. V příštích měsících k podobnému růstu daňového inkasa již nedojde, právě naopak. Plánované snížení základní sazby DPH může mnohé spotřebitele motivovat k odložení spotřeby na dobu, kdy bude platit nižší sazba. Místo očekávaného dodatečného výnosu z DPH se státní kasa může dočkat pomalejšího růstu inkasa nepřímých daní, než s jakým se počítá v zákoně o státním rozpočtu. Neméně vážným rizikem pro letošní státní rozpočet a střednědobý fiskální výhled je i rigidní růst sociálních výdajů a nečekaně vyšší provozní výdaje včetně příspěvku do pokladny EU.

## Dluhopisové a peněžní trhy

Lednové obchodování na českém dluhopisovém trhu můžeme označit za poklidné. Na začátku ledna české dluhopisy lehce posílily (jejich výnosy klesly zhruba o 20bp, u desetiletého dluhopisu z 4,80% na 4,60%) a ve zbytku měsíce se postupně vracely na úroveň ze začátku měsíce. Vedle dominantního vlivu vývoje na evropských trzích domácí obchodování částečně ovlivnily aukce v průběhu měsíce. Žádná z nich však nepředstavovala podstatnější impuls. Ani zveřejňované makroekonomické údaje, ani stále pravděpodobnější emise českého státního eurobondu ani události na politické scéně (například další administrativní úpravy daní a regulovaných nájmů) trhem výrazněji nepohnuly.

Únor by proti lednu neměl přinést výraznější změnu. České dluhopisy by měly pokračovat v poměrně stabilním vývoji.

### Česká výnosová křivka



Údaje o vývoji lednové inflace budou v únoru pro český trh nejvýznamnějším domácím impulsem

Střednědobě by měl český trh zůstat vázaný na vývoj na trzích EMU

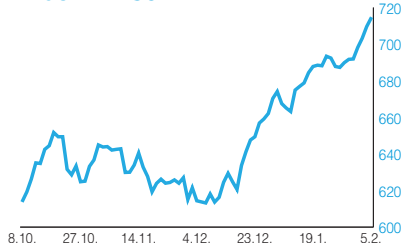
Využívání úrokového diferenciálu mezi korunou a dalšími středoevropskými měnami vedlo v lednu k oslabení koruny

Kurz CZK / EUR



Zahraniční investice a lepší exportní výkonnost by měly hnát korunu vzhůru

Index PX 50



čovat ve sledování vývoje ve světě, především na trzích EMU. Z domácích událostí může na trh mít výraznější vliv údaj o lednové inflaci, ve kterém se projeví rozsáhlé daňové úpravy. Rozsah očekávání je značný (meziměsíční změny CPI od 1,2% po 2,5%) a tak může extrémní hodnota výrazněji ovlivnit očekávání vývoje inflace a úrokových sazeb. Trh může být výrazněji ovlivněn také aukcí patnáctiletého dluhopisu na začátku února, která může přispět k rozšíření spreadu mezi českými a evropskými dluhopisy. Odchylky od vývoje v EMU by však neměly být nijak dramatické.

Ani v dalších měsících by nemělo dojít k výraznějšímu odchýlení vývoje na českém trhu od vývoje v EMU. Z domácích faktorů by nejsilnější vliv měly mít očekávání vývoje úrokových sazeb ČNB a plánovaná emise českého státního eurobondu. Předpokládáme, že výnosy českých dluhopisů by měly postupně růst, tempo růstu by však mělo být pozvolné a růst budou přerušovat četné mírné korekce. Rozdíl mezi výnosy českých a evropských dluhopisů by se měl postupně mírně rozšiřovat přestože pravděpodobně dojde k emisi eurobondu.

## Devizový trh

Kurz koruny k euru po celý leden setrvale oslaboval. Hlavní příčinou bylo využívání koruny jako zdroje pro financování investic do dalších středoevropských měn. Proti koruně tak působil výrazný úrokový diferenciál ke slovenské koruně, polskému zlotému a maďarskému forintu. K impulsu danému využíváním úrokového diferenciálu se přidaly technické faktory (vliv trendu podporujícího otevírání krátkodobých spekulativních pozic). Oslobování koruny bylo částečně bržděno zastavením posilování eura k dolaru a nákupy koruny českými exportéry. Pro ty představuje spekulativně motivované oslabení koruny výhodnou příležitostí k zajištění kurzu pro zbytek roku.

Předpokládáme, že trend k oslabování koruny ztratí na síle a v průběhu února dojde k jejímu posílení zpět pod 33,0. Podle posledního vývoje se tlak proti kurzu začíná postupně vyčerpávat. Limity zahraničních spekulantů pro region nejsou nekonečné a po jejich vyčerpání by se měly projevit faktory, které podle našeho názoru budou podporovat střednědobé posilování koruny. V počáteční fázi obratu trendu by mělo dojít k poměrně prudkému jednorázovému posílení koruny způsobenému zavíráním krátkodobých spekulativních pozic. Po této fázi, která by měla kurz vrátit zhruba na 32,50, by mělo následovat další pozvolné posilování. Podmínkou pro splnění našeho očekávání je pokračující příliv přímých zahraničních investic a zlepšování exportní výkonnosti české ekonomiky. Korunu by částečně měl podpořit i očekávaný slabší růst spotřebitelské poptávky v letošním roce, který by se měl projevit nižšími dovozy spotřebního zboží.

Trend k postupnému mírnému posilování koruny by měl pokračovat i v dalších měsících. Očekáváme návrat kurzu do pásma 31,40 až 32,00 během prvního pololetí letošního roku. Ve třetím čtvrtletí by kurz měl být negativně ovlivněn repatriacemi výnosů zahraničních investic, což by mělo kurz koruny k euru dočasně vrátit nad hladinu 32,0. Toky portfoliových investic mohou v příštích měsících posunovat kurz oběma směry. Pro jejich směr bude důležitý zejména vývoj úrokového diferenciálu mezi českou korunou a dalšími měnami. Korunu může ovlivnit také vývoj privatizací (například Unipetrol) a plánovaná emise českého eurobondu.

## Český akciový trh

### Index PX50 na devítiletém maximu

Akcie v lednu pokračovaly v růstovém trendu, který začal v prosinci 2003. Po listopadové korekci začaly akcie v prosinci posilovat tažené obecně pozitivní náladou na zahraničních trzích. Tento trend vytrval i v lednu, čímž se potvrdily naše předpoklady z minulé měsíční zprávy. Silnému růstu pomohly především bankovní tituly Erste Bank a Komerční banka, méně potom Unipetrol, ČEZ a Philip Morris CR. Telekomunikační tituly podle očekávání stagnovaly. Růst bankovních titulů vyhnal index PX50 vzhůru o 5% na 691,9 bodů, čímž index překonal i rekordní úroveň z března 2000 (691,0 bodů), kdy vrcholil boom na zahraničních trzích. Naposledy se index obchodoval takto vysoko na podzim 1994!

I přes to, že evropský bankovní index (DJ Stoxx 600 Bank Price index) v lednu vzrostl

### Především bankovní akcie hnaly trh v lednu vzhůru

pouze o 2,2%, akcie Komerční banky přidaly 8% a Erste Bank dokonce 9,1%. Z českého bankovního sektoru přitom v průběhu ledna nevzešla jediná zásadnější informace, která mohla ceny akcií posunout výrazněji vzhůru. Obecně mohla mít na růst cen bankovních titulů vliv zpráva o akvizici americké banky Bank One jinou americkou bankou J.P.Morgan Chase. Obří akvizice za 58 mld. dolarů rozhodně povzbudila spekulace o další konsolidaci v bankovním sektoru, což mohlo mít pozitivní vliv ceny bankovních akcií. Navíc Komerční banka mohla profitovat z nákupního doporučení, které na akcie KB vydala koncem ledna významná americká investiční banka.

### ČEZ v růstovém trendu, Unipetrol čeká na finální privatizační nabídky

Také akcie ČEZu pokračovaly podle očekávání v lednu v mírném růstu. Zdálo se, že úroveň 150 Kč je pro ČEZ hranicí odporu, nad kterou se zatím vždy objeví prodejci. V prvních únorových dnech ale akcie překonala tuto bariéru a jejímu dalšímu růstu zřejmě nic nebrání. Akcii zatím nijak neuškodily znovu oživené diskuze na téma prodeje 16% akcií na veřejných trzích, tento 'evergreen' ale zůstává do budoucna potenciálním rizikem, který může mít na cenu akcie negativní vliv, i když pravděpodobnost tohoto scénáře je zatím nízká. Unipetrol během ledna nejprve výrazně překonal úroveň 70 Kč, poté ale po vyřazení bohatých východních firem ze soutěže na koupi 63% akcií Unipetrolu akcie klesla zpět pod tuto limitní hranici a leden skončila růstem o pouhých 2,6%.

### Telecom se stal nejobchodovanějším českým titulem

Podobně jako pro ČEZ hranice 150 Kč byl pro akcii Českého Telecomu limitní hranicí 300 Kč. U Telecomu momentálně dochází k postupné výměně akcionářů. Poté, co Telsource loni v prosinci prodal 27% akcií za cenu 255 Kč, rychlý růst akcií na současnou úroveň těsně pod 300 Kč zřejmě přiměl část těchto investorů prodávat a realizovat rychlý zisk. Tuto teorii také podporuje rekordní objem obchodů s akciemi Telecomu. Stejně jako v prosinci, kdy se zobchodovaly akcie za 12,8 mld. Kč, se v lednu Telecom opět stal nejvíce obchodovaným českým titulem s obratem 10,1 mld. Kč.

#### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

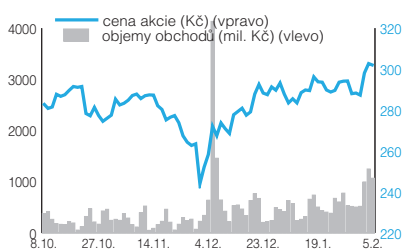
	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.12.	30.11.	1M	3M	12M	2003
PX 50	691.9	659.1	5.0%	8.7%	48.7%	5.0%
PX-D	1726.9	1642.7	5.1%	8.9%	46.8%	5.1%
Český Telecom	288.30	291.30	(1.0%)	3.9%	4.8%	(1.0%)
Č. radiokomunikace	340.80	345.00	(1.2%)	10.5%	67.6%	(1.2%)
ČEZ	150.20	145.70	3.1%	6.4%	70.4%	3.1%
Unipetrol	68.20	66.44	2.6%	8.5%	80.8%	2.6%
Komerční banka	2 611	2 418	8.0%	6.1%	26.7%	8.0%
Erste Bank	3 484	3 192	9.1%	14.0%	78.2%	9.1%
Philip Morris ČR	16 065	15 728	2.1%	12.2%	53.5%	2.1%

### Objemy obchodů díky Telecomu rostou

Aktivita na trhu byla během ledna opět velmi silná. Objemy obchodů stouply z prosincových 28,3 mld. Kč na 29,9 mld. Kč. Stejně jako v prosinci i tento měsíc bylo nejvíce obchodů realizováno s akciemi Českého Telecomu, což opět souvisí s výprodejem akcií ze strany Telsource. Denní průměr zůstal na stejné výši jako v prosinci, tj. 1,5 mld. Kč.

	leden 2004		prosinec 2003	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Český Telecom	10.11	33.8	12.77	45.1
Komerční banka	8.05	26.9	7.10	25.1
ČEZ	5.53	18.5	3.83	13.5
Erste Bank	2.65	8.9	1.64	5.8
Philip Morris ČR	1.54	5.1	1.41	5.0
Unipetrol	1.53	5.1	0.93	3.3
České radiokomunikace	0.50	1.7	0.59	2.1

## ČESKÝ TELECOM



Cena 320 Kč je jen otázkou času

ČTÚ se ještě nevyjádřil k regulovaným tarifům Telecomu...

... ale předpokládáme, že zvýšení měsíčních paušálů neprojde

Je skutečně velmi pravděpodobné, že Telecom odepíše část svých aktiv

Pokud Telecom slíbí výplatu dividendy, nemusí jednorázová ztráta kurz akcie příliš ovlivnit

## Skončí Český Telecom rok 2003 se ztrátou?

U Telecomu se od prosince 2003, kdy Telsource rozprodal svých 27% akcií, prudce zvýšil 'free float', což má za následek výrazné zvýšení objemu obchodů s touto akcií, která se tak v lednu opět stala nejobchodovanějším titulem pražské burzy. V současnosti akcie stále prodávají krátkodobí spekulanti, kteří tím realizují rychlý zisk z rozdílu mezi současnou cenou a cenou 255 Kč, za kterou akcie počátkem prosince nakupovali. Akcie naopak kupují investoři s dlouhodobějším investičním horizontem, kteří očekávají postupný růst ceny akcie nad hranici 300 Kč. Současně ale díky skokovému zvýšení likvidity přebraly akcie Telecomu od akcií Komerční banky roli papíru, na kterém se už vyplatí realizovat vnitrodenní spekulace. Tím jejich likvidita dále vzrostla.

Podle našeho názoru bude trend výprodeje akcií krátkodobými spekulanty slábnout a obchodování se bude postupně normalizovat. Vysoká likvidita akcií by měla ale pokračovat. Otázkou zůstává, zdali se kurz bude posouvat dál nad 300 Kč nebo bude i nadále stagnovat na ceně okolo 300 Kč. Podle našeho názoru je férová cena Telecomu okolo 320 Kč, je proto jen otázkou času, kdy se na tuto cenu akcie dostane. Investoři, kteří před dvěma měsíci akcie kupovali za 255 Kč, mají totiž možnost nyní po dvou měsících realizovat hrubý výnos 17,7%, což odpovídá výnosu více jak 100% p.a.! Část z těchto krátkodobých investorů již zcela jistě realizovala zisk, druhá část bude jistě chtít akcie prodat za ceny již těsně nad 300 Kč. Realizace zisku ještě může nějakou dobu pokračovat, tento proces by nicméně měl postupně slábnout.

Pozornost investorů se ale tento měsíc bude především soustředit na výsledky za minulý rok. Ve vzduchu totiž visí hrozba vysoké účetní ztráty, kterou poprvé vyslovil loni v listopadu a následně zopakoval minulý měsíc finanční ředitel Juraj Šedivý. Šedivý již v listopadu 2003 hrozil, že pokud ČTÚ nepovolí narovnat koncové a propojovací ceny, odepíše část aktiv a skončí rok 2003 ve ztrátě. Není tajemstvím, že Telecom loni na podzim několikrát bezúspěšně žádal ČTÚ zvýšit měsíční paušální poplatek. V prosinci Telecom představil nové tarify, ve kterých tak byl nucen ponechat měsíční paušální poplatky beze změny. ČTÚ se měl k novým regulovaným tarifům vyjádřit během ledna či do počátku února, do doby psaní tohoto textu se tak zatím nestalo. 29. ledna Šedivý v Hospodářských novinách zopakoval, že nezvýšení měsíčního paušálu přinese firmě ztráty a Telecom tak bude nucen některé minulé investice odepsat, čímž by se dostal do ztráty v řádu jednotek miliard korun. Navíc Telecom zažaloval ČTÚ o 4,5 mld. korun, když regulátor údajně nezajistil úhradu ztrát, které firmě vznikly provozováním univerzální služby.

Zdá se, že loňský výsledek je tedy v rukou ČTÚ, který v nejbližších dnech rozhodne, zdali povolí zvýšit měsíční paušální poplatky u regulovaných tarifů Home Standard, Home Mini a Home Zero, kterých využívají tři čtvrtiny majitelů pevných linek. Pokud ČTÚ zvýšení měsíčních paušálních poplatků nepovolí, je téměř jisté, že Telecom k odpisu aktiv přistoupí. Dopad na cenu akcie by potom byl krátkodobě negativní. Poprvé by akcie mohla reagovat poklesem na samotný verdikt ČTÚ, podruhé potom na zveřejnění předběžných výsledků 26. února.

Přecenění aktiv na tržní hodnotu je samozřejmě pouze účetním krokem zrealnění hodnoty majetku firmy, t.j. přizpůsobení účetní hodnoty jejich tržní hodnotě. Na hodnotu firmy nemá přímý vliv. Přesto může mít negativní psychologický dopad. Účetní ztráta sníží hodnotu vlastního jmění firmy v situaci, kdy výrazně stoupl zadlužení firmy v souvislosti s nákupem zbylého podílu v Eurotelu. Výsledkem je výrazné zhoršení 'leverage', tj. poměru dluh vs. vlastní jmění a tím i nárůst finančního rizika. Na konci roku 2002 měl Telecom poměr dluh / vlastní jmění ve výši 40%, na konci 2003 to už může být okolo 68%. Svůj vliv má i skutečnost, že Telecom se bude privatizovat a potenciální investoři budou pečlivě analyzovat finanční výsledky firmy. Je přinejmenším nevhodné, aby v tak důležitém finančním roce skončil Telecom ve ztrátě.

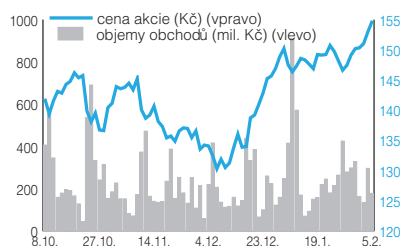
Naopak pro trh pozitivním krokem je plánovaná výplata dividendy, která by možnou účetní ztrátou neměla být ohrožena, jak uvedl předseda představenstva Ondřej Felix v rozhovoru s agenturou Reuters zveřejněném 3. února. Telecom původně slíbil vyplácet dividendu ve výši 50-70% konsolidovaného čistého zisku. Trhy očekávají čistý zisk (bez vlivu odpisu aktiv) ve výši okolo 4 mld. Kč a dividendu okolo 8 Kč / akcii. Bude-li dividendy v této výši zachována, negativní dopad účetní ztráty na cenu akcie nemusí být ani zdaleka tak silný.



Akcie by měla i nadále růst, koncem měsíce ale pozor na možný pokles

I přes toto riziko předpokládáme, že růstový trend akcie bude ve střednědobém horizontu pokračovat. Akcie Telecomu je jednoznačně podhodnocená. Poměr EV / EBITDA je o 30% nižší než u západoevropských telekomunikačních společností. Je pouze otázkou času, kdy se akcie dostane na cenu, která bude lépe odpovídat fundamentální hodnotě akcie. Předběžné výsledky Telecom zveřejní 26. února ve 13.00 hod. Očekáváme tržby ve výši 50,75 mld. Kč a čistý zisk 3,9 mld. Kč (bez zahrnutí vlivu mimořádného odpisu aktiv). Pokud by skutečně Telecom jednorázově účetně odepsal svá aktiva a skončil loňský rok ve ztrátě, je možné, že cena akcie na konci února oslabí. Oslabení by ale mělo být krátkodobé, navíc by to byla mimořádně vhodná příležitost k nákupu.

## ČEZ



Prodej 16% akcií na burze je pro stát ztrátovou transakcí

### Prodávát či neprodávát 16% akcií ČEZ na burze?

Po silném růstu o 7,5% akcie ČEZu pokračovaly v lednu v posilování, i když růst již nebyl tak výrazný jako v prosinci. Akcie se v zásadě pohybovaly v trendovém kanálu 145 - 150 Kč, přičemž na konci ledna se kurz pohyboval na horní hranici tohoto trendového kanálu.

Z několika zpráv, které přinesl leden, byla zřejmě nejdůležitější informací zpráva o tom, že ministr financí Bohuslav Sobotka jednoznačně preferuje prodej 16% akcií ČEZ na kapitálových trzích. Ministr průmyslu Milan Urban zřejmě Sobotkovi částečně oponuje, přičemž názory ostatních členů vlády nejsou známy. K tomu tématu jsme se již několikrát vyjadřovali v minulých měsíčních zprávách. Podle našeho názoru je pro stát nevýhodné prodávat 16% akcií ČEZu na kapitálových trzích, protože potenciální výnos by byl výrazně nižší. Telsource prodával loni v prosinci 27% akcií Telecomu s diskontem 20% vůči tržní ceně. Předpokládáme, že v případě ČEZu by byl diskont nižší, řekněme 10 až 15%. FNM by tak akcie ČEZu mohl prodat za cca 130 až 135 Kč. Při poslední privatizaci v roce 2001 přitom francouzský EdF a italský Enel podle nepotvrzených zpráv nabízeli za 67,6% akcií ČEZ a podíly v distribučních společnostech až 150 mld. Kč, tj. okolo 375 Kč / akcii. Oproti roku 2001 přitom ČEZ nákupem podílů v distribučních společnostech výrazně posílil svoji pozici na domácím trhu, uvedl do provozu oba bloky jaderné elektrárny Temelín a navázal řadu nových obchodních kontraktů v zahraničí. Cena elektřiny v zahraničí i v ČR stoupla stejně jako poptávka po elektřině. Rozhodně se nedá říci, že by ČEZ měl nyní nižší hodnotu než v roce 2001, kdy navíc stát prodej podmiňoval řadou omezujících podmínek. Je pravdou, že v té době neexistovala povinnost nabídnout po privatizaci menšinovým akcionářům odkup jejich akcií. Samotný tento fakt zřejmě sníží potenciální výnos z budoucí privatizace, i když společnost sama je na tom výrazně lépe než v roce 2001. Ale i při privatizační ceně 300 Kč / akcii je stále rozdíl v obou cenách obrovský. Potenciální výnos by při těchto cenách byl nižší o cca 16 mld. Kč.

Zahájení prodeje 16% akcií na trhu by stlačilo cenu akcie dolů, čímž by se otevřela možnost akcií levně koupit

Je pravdou, že FNM nepotřebuje disponovat 67,6% akcií, aby mohl v ČEZu vykonávat práva většinového akcionáře. Pokud by tedy přeci jenom ministr financí zahájil ve vládě vážnou diskuzi na toto téma a nakonec se mu povedlo přesvědčit členy vlády a tento plán prosadit (což ale stále považujeme za málo pravděpodobné), dopad na akcie ČEZ by byl stejně jako u Telecomu loni na podzim střednědobě negativní. Investorům by se ale (stejně jako u Telecomu) otevřela možnost akcie koupit za mimořádně nízké ceny.

Za rok 203 čekáme zisk okolo 14 mld. Kč

Koncem února zveřejní ČEZ předběžné (nekonsolidované) výsledky za minulý rok podle českých standardů. Očekáváme růst tržeb o 7,9% na 53,8 mld. Kč, stagnaci provozního zisku na úrovni 7,9 mld. Kč a růst čistého zisku na více jak dvojnásobek zisku za rok 2002, tj. na 14 mld. Kč. Čistý zisk by měl být stejně jako v pololetí a ve třetím čtvrtletí mimořádně vysoký. Důvodem je hlavně dubnový prodej 66% ČEPS, na kterém ČEZ vydělal 12,5 mld. Kč (před daní). Zřejmě zodpovězenou otázkou je ještě donedávna teoretická možnost, že by ČEZ musel přecenit svoji investici v Severočeských dolech. ČEZ vlastní 37,2% podíl v Severočeských dolech, za který zaplatil 3,85 mld. Kč, tj. 1150 Kč za akcii. Závažné nabídky za 55,38% akcií Severočeských dolů jsou v intervalu 4,8 až 7,5 mld. Kč, tj. 963 až 1505 Kč za akcii. Pokud předpokládáme, že výnos z prodeje dolů bude alespoň 5,7 mld. Kč (což lze vzhledem k výši nabídek očekávat), ČEZ nebude muset svoji investici v dolech přeceňovat.

Akcie by měla i nadále pokračovat v růstu

Pokud vláda v dohledné době nezahájí krizový plán prodeje 16% akcií ČEZ (který by zcela jistě srazil akcie o 10 až 15% dolů), očekáváme, že akcie ČEZ by i v letošním roce měly pokračovat v růstovém trendu. Důvody pro růst jsou celková reorganizace

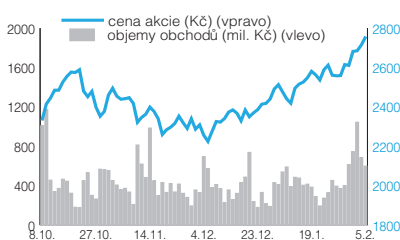


skupiny (tj. mateřské společnosti ČEZ spolu s regionálními distribučními společnostmi), růst podílu na domácím trhu, růst cen domácí i zahraniční elektřiny, růst poptávky po elektřině, očekávané zvýšení výplaty dividendy a jednorázové finanční zisky z prodeje 34% ČEPS, příp. z prodeje bývalého sídla v Jungmannově ulici. Nutnou podmínkou je samozřejmě bezproblémový provoz obou jaderných bloků v Temelíně. Mezi příležitostmi lze také zařadit očekávané odvolání k evropskému antimonopolnímu úřadu proti rozhodnutí českého ÚOHS prodat Severočeskou energetiku po vstupu ČR do EU a plánovaná expanze na Slovensko a do Bulharska.

Čez zůstává podhodnocených papírem

Podle našeho názoru je ČEZ i přes poslední růst stále podhodnocený cenný papír a předpokládáme proto další postupný růst jeho ceny. Hlavními událostmi měsíce budou volba nového generálního ředitele (19. února) a výsledky (konec února).

#### KOMERČNÍ BANKA



Banka by za loňský rok měla vykázat zisk okolo 9,2 mld. Kč

#### Zisk Komerční banky poroste díky rozpouštění opravných položek

Oproti našim očekáváním ceny akcií Komerční banky prudce stoupá od konce minulého roku. V lednu akcie přidala 8% a měsíc skončila na ceně 2.611 Kč. Růst byl z velké míry tažen technickými faktory, protože v lednu nebyly zveřejněny žádné zásadní kurzotvorné informace. Ale protože akcie v listopadu oslabily, staly se pro investory relativně levnou investicí. Spekulační ohledně konsolidace evropského bankovního sektoru také pomohly akciím vzhůru. Navíc analýza renomované americké investiční banky zveřejněná koncem ledna jistě přispěla k růstu akcií KB a proražení hranice 2.600 Kč.

Tento měsíc se pozornost trhu soustředí na předběžné nekonsolidované celoroční výsledky, které banka zveřejní 27. února. Auditované výsledky budou známy 31. března. Očekáváme, že i přes pokračující trend klesajících výnosů banka vykáže růst čistého zisku o 5% na 9,18 mld. Kč (nekonsolidováno a podle IFRS). Zisk bude jako obvykle tažen klesajícími provozními náklady a rozpouštěním opravných položek a rezerv. Přes očekávaný pokles výnosů o 3% na 21,98 mld. Kč by provozní zisk měl vzrůst o 5% na 10,3 mld. Kč, a to především díky 8% poklesu provozních nákladů. Jak jsme se již zmínili, do roku 2005 musí banka postupně rozpustit do výnosů všechny všeobecné rezervy, které byly vytvořeny před rokem 2002. Banka již dříve oznámila, že rozpouštění rezerv bude realizováno v posledním čtvrtletí roku. Předpokládáme, že v samotném 4Q banka rozpustí rezervy v hodnotě 2,2 mld. Kč, přičemž za celý rok by tato položka měla činit 2,83 mld. Kč. Toto číslo v sobě zahrnuje očekávané vytvoření opravných položek ke ztrátovým úvěrům ve výši 150 mil. Kč a také zisk z prodeje CAC Leasing ve výši 780 mil. Kč (ve druhém čtvrtletí 2003), protože banka do této položky účtuje i zisk z prodeje dceřiných společností. Očekávaný hrubý kapitálový zisk z prodeje společnosti MUZO ve výši 820 až 830 mil. Kč by měl být zaúčtován v prvním čtvrtletí a tudíž neovlivní loňské výsledky. Zisk před zdaněním by tedy měl vzrůst o 16% na 13,1 mld. Kč. Pokud jde o daň z příjmu, předpokládáme, že efektivní daňová sazba se bude blížit 31% na rozdíl od roku 2002, kdy činila 22%.

Očekáváme, že banka letos vyplatí dividendu okolo 50 Kč / akcii

Trh pomalu začal spekulovat na výplatu dividendy za minulý rok. Banka dosud nijak nespécifikovala svoji dividendovou politiku. Protože je banka překapitalizovaná (kapitálová přiměřenost činí téměř 16%), je rozumné se domnívat, že by se mezi akcionáře měl rozdělit větší podíl ze zisku. Navíc od května, kdy ČR vstoupí do Evropské unie, Societe Generale nebude muset platit z dividend 15% srážkovou daň. Na trhu jsou již spekulace, že letošní dividendy by mohla být vyšší než 100 Kč / akcii (stejně spekulace byly na trhu i minulý rok v tuto dobu. I když nelze než souhlasit s tím, že neexistují objektivní důvody, proč by Komerční banka měla udržovat tak velký kapitál, v tuto chvíli očekáváme spíše menší dividendu okolo 50 Kč. V minulém roce přitom banka vyplácela 40 Kč / akcii. Management v minulosti naznačoval, že jeho cílem je vyplácet ve formě dividend zhruba 30% zisku z hlavních aktivit. Tento zisk by za loňský rok měl činit cca 6,9 mld. Kč, což odpovídá 182 Kč na akcii. Dividenda ve výši 50 Kč by odpovídala výplatě 28% zisku (loni 24%). Nicméně výše zmíněné argumenty by mohla naznačovat, že banka by se letos mohla od této politiky odchýlit.

Akcie nyní směřuje vzhůru, na konci měsíce by ale mohlo přijít vybití zisků

Po silném lednovém růstu se zdá, že akcie bude i v únoru pokračovat v tomto trendu. Očekáváme, že akcie bude dál růst nad úroveň 2.600 Kč, na konci měsíce bychom ale mohli vidět vybití zisků. Akcie je hnána vzhůru všeobecným optimismem, který jistě souvisí i s nadcházejícím vstupem ČR do Evropské unie. Zahraniční investoři přesouvají svoje prostředky do regionu střední Evropy, což žene hlavní blue chips dále vzhůru. Investoři by ale měli být opatrní především na konci měsíce, protože akcie je obecně velmi citlivá na jakékoliv odchylky výsledků od očekávání trhu.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### Vláda odstartovala privatizaci Českého Telecomu

FNM zahájil soutěž na poradce při privatizaci Telecomu. Nabídky se ocekávají do 20. února, soutěž by měla být vyhodnocena do konce května. Poradce by měl do konce června předložit vládě návrh metody prodeje státního balíku akcií. Samotný tendr na prodej akcií bude zahájen ve druhé polovině 2004 a skončí v roce 2005. Podle ministra financí jednou z možností je přímý prodej jednomu zájemci, který nabídne nejvyšší cenu. V úvahu ale připadá i veřejná nabídka na kapitálovém trhu nebo i jiné metody, jak se vyjádřil sám premiér Vladimír Špidla. Rozhodně by se ale měl prodávat Telecom společně s Eurotelem. Ministr informatiky Mlynář řekl v rozhovoru pro BBC, že vláda nejspíš vypíše dvoufázovou soutěž. V prvním kole se stanoví kritéria pro zájemce a ve druhém kole rozhodne cena. Mlynář dodal, že on sám osobně bude prosazovat, aby podmínkou účasti v soutěži byla účast strategického partnera v konsorciu.

#### Telecom by mohl skončit loňské hospodaření velkou ztrátou

Finanční ředitel Českého Telecomu Juraj Šedivý uvedl v tisku, že Český telekomunikační úřad nezajistil úhradu nákladů na univerzální služby a z toho důvodu se společnost rozhodla zažalovat ČTÚ o 4,5 mld. Kč. Šedivý také dodal, že podle pravidel mezinárodních účetních standardů musí firma otestovat hodnotu vlastních aktiv, pokud je tržní pozice společnosti ohrožena regulačním prostředím, což je podle Šedivého přesně tento případ. Šedivý již dříve naznačil, že možná dojde k jednorázovému odpisu investic. V rozhovoru Šedivý řekl, že předběžné výsledky firma zveřejní 26. února a do té doby budou probíhat jednání s ČTÚ ohledně uhrazení nákladů na univerzální služby. Pokud by k tomu nedošlo, Telecom by musel odepsat některé investice a účetně by proto skončil loňský rok ve ztrátě v řádu miliard.

#### ČTÚ snížil propojovací poplatky

ČTÚ snížil regulované poplatky mezi operátory pevných sítí o 11 až 38%. Nižší poplatky umožní alternativním operátorům snížit jejich tarify a tím se stát ještě více konkurenceschopnými vůči Českému Telecomu. Telecom nevyloučil, že se proti novým poplatkům odvolá k soudu.

#### Konkurence útočí na Český Telecom

Alternativní operátoři pevných linek požádali ČTÚ, aby zrušil nové tarify Českého Telecomu. Operátoři protestují je-

jména proti volným minutám, které jsou součástí tarifních programů s měsíčními paušálními poplatky. Zákazník, který chce využít služeb alternativních operátorů totiž stále platí Telecomu měsíční paušální poplatek a musí tudíž využít i volných minut, které Telecom nabízí. Alternativní operátoři si proto stěžují, že je tento systém diskriminuje.

#### Kvůli vyššímu DPH lidé zatím neruší pevné linky

Český Telecom uvedl, že nezaznamenal v souvislosti se zvýšením DPH po novém roce žádné výrazné rušení pevných telefonních linek. Během prvních deseti dnů roku však kolem 20.000 klientů přešlo na některý z nových cenových programů, uvedl mluvčí Telecomu Vladan Crha.

#### Telecom registruje 15 tis. uživatelů ADSL

10 měsíců od zavedení služby ADSL Český Telecom má 15 tis. uživatelů této služby. Telecom předpokládá, že jejich počet letos dále poroste.

#### Eurotel zvýšil loni zisk o 16% na 7,25 mld. Kč

Eurotel zveřejnil 4. února auditované výsledky za minulý rok podle amerických účetních standardů GAAP. Zatímco tržby byly mírně pod očekávání trhu, zisk byly výrazně vyšší než se obecně očekávalo. Celkové tržby stouply meziročně o 1% na 29,1 mld. Kč, přičemž konsensus trhu byl 29,5 mld. Kč. Důvodem slabšího růstu byl především meziročně o 24% nižší objem jednorázových tržeb ('non-recurring revenues'). Velmi pozitivním faktorem ale byl růst marže EBITDA ze 48% na 49% daný poklesem provozních nákladů. Samotný EBITDA (provozní zisk před odpisy) stoupl o 3,6% na 14,2 mld. Kč, mírně pod očekávání trhu ve výši 14,5 mld. Kč. Zisk před daní vzrostl o 2,6%, čistý zisk ale vyskočil o 15,7% na 7,25 mld. Kč. Zisk výrazně ovlivnila sleva na dani z příjmu kvůli vyplácení dividend v loňském roce a přecenění daňových závazků. Po očištění od těchto vlivů by se čistý zisk zvýšil o 3% na 6,5 mld. Kč. Eurotel loni získal 323 tis. nových zákazníků a jejich celkový počet tak stoupl na 4,215 milionu. Podíl na trhu ale klesl na 43% ze 45% na konci roku 2002. Důvodem poklesu podílu na trhu byla skutečnost, že Eurotel loni přilákal nejméně nových zákazníků ze všech tří operátorů. T-Mobile CR zvýšil počet klientů o 438 tis. a Český Mobil 367 tis. Celkový počet SIM karet činil na konci loňského roku 9,7 mil. Podíl na trhu T-Mobile CR se nezměnil a zůstává na úrovni 41%, tržní podíl Českého Mobilu se zvýšil ze 14% na 16%.

### České radiokomunikace

#### T-Mobile CR loni získal nejvíce nových klientů

T-Mobile CR loni přilákal nejvíce nových zákazníků – 438 tisíc. Konkurenční Český Mobil zvýšil počet klientů o 367 tis. a Eurotel o 323 tis. Na konci roku tak měl Eurotel 4,22 mil., T-Mobile CR 3,95 mil. a Český Mobil 1,55 mil. mobilních zákazníků. Tím, že nejvíce zákazníků přilákal T-Mobile CR a nejméně Eurotel, se také zúžil náskok Eurotelu před T-Mobile CR. Eurotel měl na konci roku již jen 43% podíl na trhu, T-Mobile CR 41% podíl a Český Mobil 16% podíl. Generální ředitel T-Mobile CR Roland Mahler zopakoval, že firma se chce do dvou let stát jedničkou na mobilním trhu. Celkový počet SIM karet tak vzrostl na 9,7 mil., skutečný počet uživatelů je ale podle odhadů o 10 – 15% nižší, protože někteří uživatelé používají více SIM karet. Podle šéfa Eurotelu Terrence Valeskiho není český mobilní trh stále plně saturován.

### ČEZ

#### Ministr financí prosazuje prodej 16% akcií ČEZ

Ministr financí Bohuslav Sobotka chce ještě v tomto volebním období (do polooviny 2006) prodat 16% akcií společnosti ČEZ. Informaci uvedla ČTK v pátek po zavření trhu. FNM vlastní 67,6% akcií ČEZ, po prodeji 16% by mu tedy zbyl 51,6% podíl. Podle Sobotky by si stát měl ponechat jen 51%. Vláda by také podle Sobotky měla vypracovat analýzu možností, jak tyto akcie prodat. Na rozdíl od Sobotky ministr průmyslu Milan Urban tvrdí, že pozice státu by byla silnější, pokud by prodával větší balík akcií.

#### ČEZ očekává zisk za loňský rok ve výši 13,7 mld. Kč

Generální ředitel ČEZu Petr Vobořil řekl, že nekonsolidovaný zisk za loňský rok (podle českých účetních standardů) bude zhruba stejný jako za tři čtvrtletí, tj. okolo 13,7 mld. Kč. Vobořil také uvedl, že letošní vývoz elektřiny by měl poklesnout cca o 20% na zhruba 15 až 16 TWh, protože ČEZ bude prodávat více elektřiny na domácím trhu. Vobořil řekl, že plánovaný mírný růst prodeje elektřiny a vyšší velkoobchodní ceny elektřiny by měly kompenzovat slabší exporty, růst ceny uhlí a růst mezd, takže letošní zisk z hlavních aktivit společnosti (po odečtení zisku z prodeje dceřiných společností a podílů) by se neměl příliš lišit od loňského roku. Vobořil také naznačil, že společnost by mohla vyplatit vyšší dividendu než loňských 4,50 Kč / akcii.

#### Ministr průmyslu nechce, aby ČEZ platil vysokou dividendu

Ministr průmyslu Milan Urban řekl, že

by dal přednost tomu, aby ČEZ raději expandoval na Slovensko nebo do Bulharska namísto toho, aby vyplatil mimořádnou dividendu. Urban přímo řekl, že stát by neměl odčerpávat z ČEZu peníze formou dividend. Urban také připomněl, že stále probíhá s ministerstvem financí diskuse na téma prodeje 16% akcií společnosti na kapitálových trzích, přičemž tím, kdo tímto způsobem hodlá naplnit privatizační příjmy FNM, je spíše ministerstvo financí. Urban ale současně dodal, že až se bude ČEZ po roce 2006 prodávat, bude pozice státu silnější, pokud bude vlastnit větší balík akcií.

### Dozorčí rada ČEZu vybere generálního ředitele 19. února

V současnosti existuje desítky kandidátů, jejich počet bude ale zúžen na pět, ze kterých bude dozorčí rada vybírat. Dozorčí rada odvolala bývalého generálního ředitele Jaroslava Míla loni v říjnu.

### ČEZ podepsal s odbory kolektivní smlouvu

ČEZ včera podepsal kolektivní smlouvu na příští tři roky. V ní se zavázal, že v letošním roce vzrostou zaměstnancům ČEZ mzdy o 5% tak, jak bylo s většinou odborových organizací dohodnuto již v závěru loňského roku. ČEZ navíc garantoval, že růst mezd bude nejméně o 3% vyšší než inflace. Odborům bylo dále přislíbeno, že v případě lepších ekonomických výsledků než předpokládá plán vzrostou i třináctý a čtrnáctý plat a opačně v případě nenaplnění plánu dojde k jejich úměrnému poklesu. Při splnění plánu mohou tyto složky mzdy tvořit až 40% celkové mzdy.

### Slovensko prodá 66% podíl ve Slovenských elektrárnách

Slovenská vláda schválila, že namísto 49% prodá 66% akcií Slovenských elektráren. Ministr hospodářství Pavel Rusko uvedl, vláda nebude vypisovat nový tendr, ale bude pokračovat v již rozběhnuté soutěži, do níž se přihlásilo pět zájemců, včetně společnosti ČEZ. V prvním kole vláda hodlá nabídnout společnost jako celek. V případě neúspěchu bude poté prodávat odděleně uhelné a jaderné elektrárny. ČEZ doposud vyjadřoval zájem o koupi celé společnosti, tj. včetně jaderných elektráren.

### Bulharsko posunulo termín nabídek na koupi energetických společností

Bulharská privatizační agentura posunula na 16. února termín pro podání předběžných nabídek na koupi 67% balíků akcií regionálních energetických distribučních společností. Bulharsko prodává sedm distribučních společností, které jsou rozděleny do tří skupin podle geografického umístění. Každý investor přitom může koupit jen jeden z nabízených

balíků. Mezi zájemci jsou vedle společnosti ČEZ také německý E.ON, italský Enel, bývalý řecký monopolní výrobce elektřiny Public Power, druhá největší rakouská energetická společnost EVN (Energie-Versorgung Niederösterreich) a maďarský operátor národní elektrické sítě MVM. Podle ruského tisku ze soutěže vypadla ruská společnost RAO Unified Energy System kvůli nízkému ratingu jejího dluhu.

### Unipetrol

#### O Unipetrol budou soupeřit tři společnosti

Vláda rozhodla, že do druhého kola tendru na koupi 62,99% balíku akcií Unipetrolu postupuje maďarský Mol, polský PKN Orlen a Royal Dutch/Shell. Všechny tři společnosti budou moci provést hloubkovou kontrolu (due diligence) a poté do konce dubna předložit finální nabídku. Vláda vyřadila ruský Tatneft', kazašský KazMunaiGaz, česko-slovenskou finanční skupinu Penta a již dříve také kanadský Norex Petroleum. Ve druhém kole je hlavním a jediným kritériem cena. Royal Dutch/Shell údajně nabídl 11 - 13 mld. Kč, PKN Orlen 9 - 10 mld. Kč a Mol 7 - 9 mld. Kč. Kromě 62,99% balíku akcií Unipetrolu se ještě prodávají pohledávky České konsolidační agentury za společnostmi Spolana, Benzina, Paramo a Aliachem v nominální hodnotě 4,2 mld. Kč a 9,76% balík akcií Spolany. PKN Orlen již dříve uvedla, že uzavřela dohodu s firmami Agrofert a Conoco-Phillips o spolupráci při privatizaci Unipetrolu. Z dalších společností by se do konsorcií mohly připojit také italský Enel, mezinárodní ropná společnost Vitol nebo maďarský Borsodchem. Konečný termín pro podání závazných nabídek byl posunut na konce dubna kvůli žádosti zájemců, kteří potřebují více času na due diligence a zformování konsorcií. Původně se měly závazné nabídky podávat ve druhé polovině března.

### Komerční banka

#### Komerční banka zvýšila počet zákazníků

Komerční banka zvýšila loni počet zákazníků o 5,5% (70 tisíc) na 1,332 mil. Bylo to více, než předpokládal plán banky.

#### Komerční banka zčtyřnásobila počet úvěrů podnikatelům a malým podnikům

V roce 2003 zvýšila Komerční banka na čtyřnásobek počet úvěrů podnikatelům a malým podnikům s ročním obratem do 25 milionů korun. Celkový počet úvěrů dosáhl téměř 5 tis., objem úvěrů vzrostl trojnásobně na celkových 6,3 mld. korun. Banka uvedla, že nyní má více než 276 tis. klientů z řad podnikatelů a malých firem a její podíl na trhu tohoto segmentu

představuje zhruba 46 % celkového trhu.

#### SocGen nevyužije státní garance

Většinový vlastník Komerční banky, francouzská Sociétés Générale, zřejmě nevyčerpá celou dvacetimiliardovou státní záruku, kterou dostala od státu při převzetí Komerční banky. Banka totiž sama jednala s dlužníky, přičemž podle hlavního ekonoma Kamila Janáčka dosáhla výtěžnosti z prodeje špatných úvěrů okolo 35%.

### Erste Bank

#### Česká spořitelna zvýšila zisk za loňský rok o 13%

Česká spořitelna zvýšila loni svůj nekonsolidovaný čistý zisk (podle českých účetních standardů) o 13% na 7,3 mld. Kč. Čisté úrokové výnosy i přes pokles úrokových sazeb vzrostly o 1% na 14,26 mld. Kč díky zvýšení objemu poskytnutých úvěrů. Čistý příjem z poplatků a provizí vzrostl o 12% na 7,5 mld. Kč. Naopak provozní zisk banky loni meziročně klesl o 4% na 8,075 mld. Kč. Důvodem poklesu je růst provozních nákladů o 6% (růst odpisů) a také pokles ostatních neúrokových výnosů o 25% vlivem toho, že spořitelna loni neinkasovala dividendy od dceřiných společností. Nižší provozní zisk banka kompenzovala rozpuštěním opravných položek a rezerv v souvislosti s postoupením vybraného portfolia pohledávek, povinným snižováním rezerv a zkvalitněním úvěrového portfolia.

#### Zisk České spořitelny za rok 2003 nad 7 mld. Kč

Generální ředitel České spořitelny Jack Stack uvedl, že banka bude mít za loňský rok (podle mezinárodních účetních standardů) zisk přes 7 mld. Kč po zisku 5,8 mld. Kč v roce 2002. V letošním roce banka očekává růst zisku o dalších 10-20% a návratnost kapitálu (ROE) okolo 20%. Úvěrové obchody by se měly letos zvýšit zhruba o 15% a hypotéky přibližně o 40%. Ostatní spotřebitelské úvěry vzrostou asi o pětinu. Úvěrování malých a středních podniků by mělo vzrůst o 15%, u velkých korporací se čeká růst o méně než 10%. Jack Stack dodal, že v letošním roce nelze očekávat příliš velké změny v oblasti poplatků a provizí.

#### Evropská komise schválila státní pomoc České spořitelně

Evropská komise sdělila, že pomoc státu České spořitelně před jejím prodejem rakouské Erste Bank ve výši několika desítek miliard korun nebyla v rozporu s evropskými pravidly konkurence. To znamená, že pomínulo riziko, že Česká spořitelna bude muset státní pomoc po vstupu ČR do EU letos v květnu vrátet.

## HLAVNÍ TÉMA: JAK DLOUHO BUDE JEŠTĚ PŘIBÝVAT ŽIVNOSTNÍKŮ?

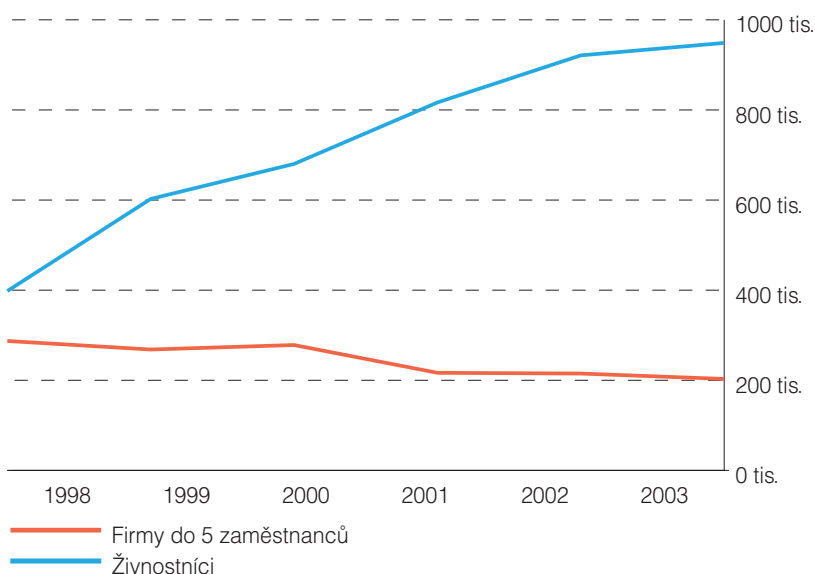
Trh práce očima statistiků

Český statistický úřad v pátek 29. ledna zveřejnil zprávu o vývoji počtu zaměstnanců a podnikatelů v české ekonomice a o vývoji míry nezaměstnanosti v naší zemi podle definice Mezinárodní organizace práce (ILO). Tentokrát si však jako námět k zamyšlení nevybíráme zajímavý rozdíl mezi mírou nezaměstnanosti registrovanou českými úřady práce a nezaměstnaností naměřenou statistickým úřadem pomocí výběrového šetření navrženého právě organizací ILO. Ten je dlouhodobě značný a jen v posledním čtvrtletí roku 2003 převyšovala registrovaná nezaměstnanost míru nezaměstnanosti zjištěvanou statistickým úřadem o 1,9%. Popisu a vysvětlení tohoto problému se však věnujeme průběžně v našich pravidelných komentářích k nezaměstnanosti. Na posledních číslech o vývoji trhu práce z dílny českých statistiků nás zaujalo něco jiného: další potvrzení dlouhodobějšího trendu k růstu počtu podnikatelů provázený souběžným poklesem počtu zaměstnanců v české ekonomice.

Protisměrné pohyby

Podle údajů Českého statistického úřadu se počet zaměstnanců v celém národním hospodářství ve čtvrtém čtvrtletí 2003 meziročně snížil o téměř 76 tisíc osob a podíl zaměstnanců na celkové zaměstnanosti tak meziročně poklesl o 0,4% na 82,2%. Ve stejném období se také snížil počet podnikatelů se zaměstnanci, a to o 12 tisíc. Zcela „protisměrně“ se naopak zvýšil počet podnikatelů, kteří nikoho nezaměstnávají, tj. živnostníků. Těch meziročně přibýlo téměř 30 tisíc. Z dostupných časových řad je dobře patrné, že nárůst počtu osob samostatně výdělečně činných a protisměrný pokles počtu malých firem s několika zaměstnanci je dlouhodobým procesem. Základní trendy ukazuje graf.

Vývoj počtu živnostníků a malých firem (1998-2003)



Pro konstrukci grafu jsme nevyužili statistických dat ČSÚ týkajících se trhu práce, ale statistiku počtu podniků podle počtu zaměstnanců. Obě statistiky ukazují podobný trend, avšak jsou založeny na jiných absolutních číslech. Statistika trhu práce například pod kategorií podnikatel bez zaměstnanců vede jen ty živnostníky, kteří ve sledovaném období vykázali nějaký příjem. Statistika počtu podniků naopak ve stejné kategorii vede jako podnikatele bez zaměstnanců všechny ty, kteří mají vydáno živnostenské oprávnění a nikoho nezaměstnávají, avšak bez ohledu na to, zda skutečně nějakou podnikatelkou činnou vykonávají či ne. Statistika počtu podniků tak ukazuje vyšší absolutní čísla než statistika počtu podniků. Podstatnou výhodou statistiky počtu podniků pro naše účely však je, že obsahuje historická data jdoucí hlouběji do minulosti.

Zatímco počet podniků s více než pěti zaměstnanci se nijak dramaticky nemění (a proto není v grafu uveden), úbytek počtu malých firem (do pěti zaměstnanců) a naopak přírůstek počtu živnostníků trvá už několik let. Statistiky počtu podniků například



ukazují, že počet živnostníků vzrostl mezi lety 1998 a 2003 o více než půl milionu a naopak podniků do pěti zaměstnanců téměř o devadesát tisíc ubylo. To by v situaci, kdy průměrná firma do pěti zaměstnanců dává práci zhruba třem lidem znamenalo, že úbytek počtu pracovních míst v malých firmách byl více než vykompenzován přírůstkem počtu živnostníků.

#### Rozpad podniků na atomy

Vysvětlení tohoto jevu kromě jiného zřejmě souvisí s tím, že mnohé malé firmy se záměrně „rozpadají“ na soustavu jednotlivců-živnostníků, přičemž po tomto rozpadu se z původních zaměstnanců stávají živnostníci, kteří si zdaňují svůj příjem sami za sebe a nezdaňují tak příjem firmy jako takové. Jde o jistou formu nejen daňové, ale i regulační „optimalizace“, protože živnostníci jako individuální jednotky jsou nejen z hlediska dodatečných nákladů na práci levnější pracovní silou, ale na živnostníky stát jako regulátor navíc neklade takové nároky týkající se například vedení účetnictví, zveřejňování hospodářských výsledků či byrokracie spojené se právními náležitostmi jejich existence (obchodní rejstřík versus živnostenský úřad). Jen trocha představitosti stačí na to, abychom si představili, že na skutečném stavu a chodu těchto bývalých malých firem se přitom nemusí rozpadem nic změnit. Mohou dále sídlit ve stejných kancelářích či provozovnách a vykonávat podobnou činnost jako dříve. Typicky si to lze představit u rodinných firem nebo velmi malých podniků, v nichž jsou transakční náklady na dohodu o takové přeměně podniku poměrně nízké.

#### Regulační spirála

Hodnocení uvedeného jevu může být minimálně dvojitý, záleží pouze na úhlu pohledu. Vláda by zřejmě řekla, že jde de facto o nepřipustné rozšiřování „švarc systému“, kdy se malé firmy snaží vyhnout stávajícímu daňovému zatížení a dodatečným nákladům na pracovní sílu, čímž neférově obcházejí zákon. Podnikatelský stav by naopak pravděpodobně kontroval, že jde o poslední „únikový ventil“, jakým mohou malí podnikatelé v rostoucí konkurenci velkých přežít. Ať tak nebo tak, uvedený trend růstu počtu živnostníků a pokles počtu malých firem ukazuje, jak v praxi funguje tzv. regulační spirála: více regulací a vyšší daně nutí firmy k hledání způsobů, jak se těmto dodatečným nákladům legálně vyhnout, což pak regulátora logicky vede k zavádění nových regulací a tento cyklus může trvat ad infinitum (připomeňme jen, že jedním z projevů této spirály bylo například zavedení minimální daně a zvýšení odvodového zatížení pro živnostníky, které bylo součástí první fáze reformy veřejných financí).

#### Buněčné dělení

Kde až se může regulační spirála zastavit není jasné. Jisté je pouze to, že průvodním jevem roztáčení regulační spirály je nárůst daňových úniků a šedé ekonomiky. Vzhledem k tomu, že snížení dodatečných odvodových nákladů na pracovní sílu není na obzoru, nelze počítat ani s tím, že by se trend růstu počtu živnostníků a pokles počtu malých firem v nejbližší době zastavil (pozorovaný pokles počtu živnostníků na počátku roku 2004 související se zavedením minimální daně a zvýšení odvodů považujeme spíše za jednorázovou záležitost). Tím spíše, že snižující se minimální obrátový práh pro registraci DPH může být naopak impulsem pro další buněčné dělení firem tak, aby jednotky z původní firmy vzniklé sníženého práhu nedosáhly (představme si restaurace rozdělené na speciální firmy či živnostníky prodávající zvláště nápoje, jídlo, či tvrdý alkohol). Sledovat statistiku podniků podle počtu zaměstnanců tak bude i v budoucnu velmi zajímavé.



## TRŽNÍ ODHADY PRAVDĚPODOBNOSTI ZMĚN ÚROKOVÝCH SAZEB

Následující grafy znázorňují výsledky odhadů očekávání trhu, které jsou implicitně obsažené v úrokových sazbách kótovaných na peněžním trhu. V našem modelu předpokládáme, že forwardové sazby (FRA – Forward Rate Agreement) v sobě zahrnují jednak rizikovou prémii související s jejich maturitou a jednak očekávaný vývoj úrokových sazeb peněžního trhu. Rizikovou prémii odhadujeme jako konstantu charakteristickou pro danou maturitu forwardové sazby, přičemž tato konstanta je přímo úměrná historické volatilitě podkladového aktiva (daného PRIBORu). Pro příklad, podle našich předpokladů je riziková premie FRA na tříměsíční PRIBOR nižší než na jednoletý PRIBOR, jelikož jednoletá sazba vykazovala v minulosti větší jednodenní výkyvy.

Samotné očekávání vývoje sazeb je modelováno v závislosti na tom, kolikrát do dané doby centrální banka upraví sazby. Předpokládáme přitom, že minimální krok při změně úrokových sazeb je 25bp. V závislosti na vývoji monetární politiky pak do modelu vstupují aktuální tvary výnosových křivek. Pro modelování toho jak trh odhaduje budoucí chování centrální banky používáme Poissonovo rozdělení, které určuje pravděpodobnost daného počtu úprav sazeb (vždy jedním směrem) pro daný časový horizont. Výsledkem modelu jsou teoretické křivky FRA (odhad budoucího vývoje plus riziková premie), které závisí na třech parametrech. Tyto parametry jsou odhadnuty tak, aby modelové křivky co nejlépe odpovídaly skutečným tržním sazbám FRA trhu. K tomuto odhadu používáme metodu minimalizace součtu čtverců odchylek teoretické od skutečné výnosové FRA křivky.

Na základě odhadnutých parametrů lze rekonstruovat pravděpodobnost s jakou trh očekává daný počet růstů nebo poklesů sazeb pro jednotlivé časové horizonty. Každému takovému scénáři je přisouzena jistá pravděpodobnost, se kterou se právě tento scénář uskuteční. Tyto pravděpodobnosti jsou popsány v následujících grafech, které popisují výsledné odhady pro křivku FRA z počátku prosince 2003, ledna a února 2004. Na vodorovné ose těchto grafů je časový horizont předpovědi a na svislé ose pak přisouzené pravděpodobnosti realizace jednotlivých scénářů.

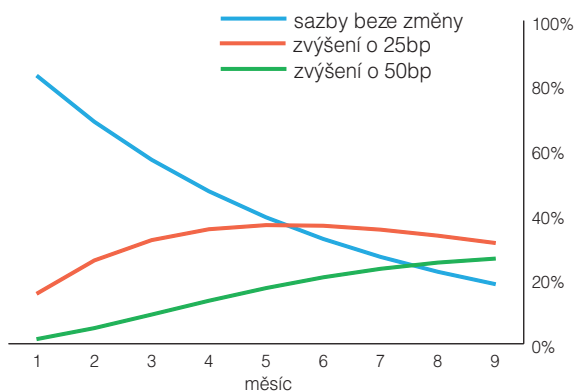
Navzdory nejistému inflačnímu výhledu se tržní očekávání nemění

Čtvrtletní zasedání ČNB potvrdilo dosavadní názor trhu na vývoj sazeb v letošním roce. Se scénářem mírného růstu úrokových sazeb počítá i nepodmíněná lednová inflační prognóza centrální banky. Nadále utlumené inflační tlaky nedávají centrální bance ani trhu důvod očekávat razantnější zvýšení sazeb. Mírné a postupné oživení čisté inflace (v důsledku růstu cen potravin a nákladové inflace) ospravedlňuje podle trhu zvýšení sazeb o čtvrt až půl procentního bodu. K prvnímu zvýšení má pravděpodobně dojít v červenci. Vyloučeno není ani další zvýšení o 25 bazických bodů v průběhu 4Q 2004. Pravděpodobnost, že by intervenční sazby zůstaly do konce letošního roku na dvou procentech, je podle trhu méně než dvacetiprocentní. S neměnicím se výhledem na vývoj úrokových sazeb se nezměnily ani FRA sazby ani tvar a sklon FRA křivky.

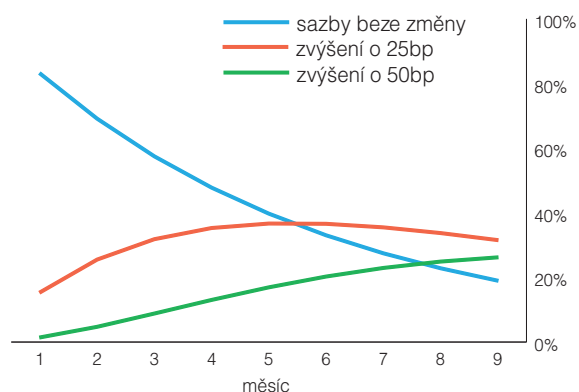
Sdílíme výhled trhu na vývoj úrokových sazeb

Podle našeho názoru trh správně oceňuje rizika a možnosti změny sazeb. Vzhledem k velmi nejistému výhledu na vývoj spotřebitelské inflace v letošním roce (kvůli dopadu změn v DPH a deregulacím nájemného) je od trhu racionální nezavrhovat alternativní scénáře k růstu sazeb o čtvrtprocentního bodu v průběhu druhého pololetí. Vzhledem k jasným signálům o postupném, mírném oživení čisté inflace se o poklesu sazeb na trhu neuvažuje. Nicméně pomalejší nebo naopak rychlejší oživení čisté inflace a inflačních očekávání nechává scénáře stability sazeb na jedné straně a razantnějšího růstu na 2,5% na druhé straně stále otevřené. Střednědobému a dlouhodobému investorovi bychom proto doporučili úroky platit.

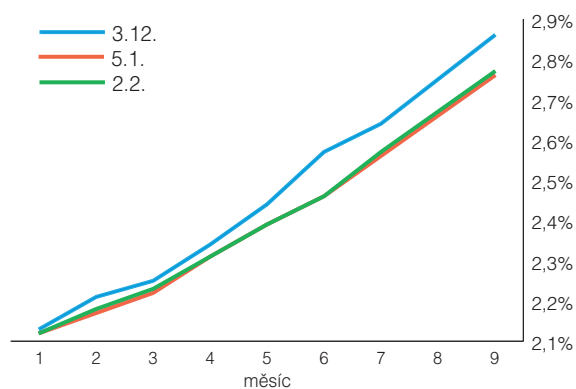
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb  
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - únor 2004



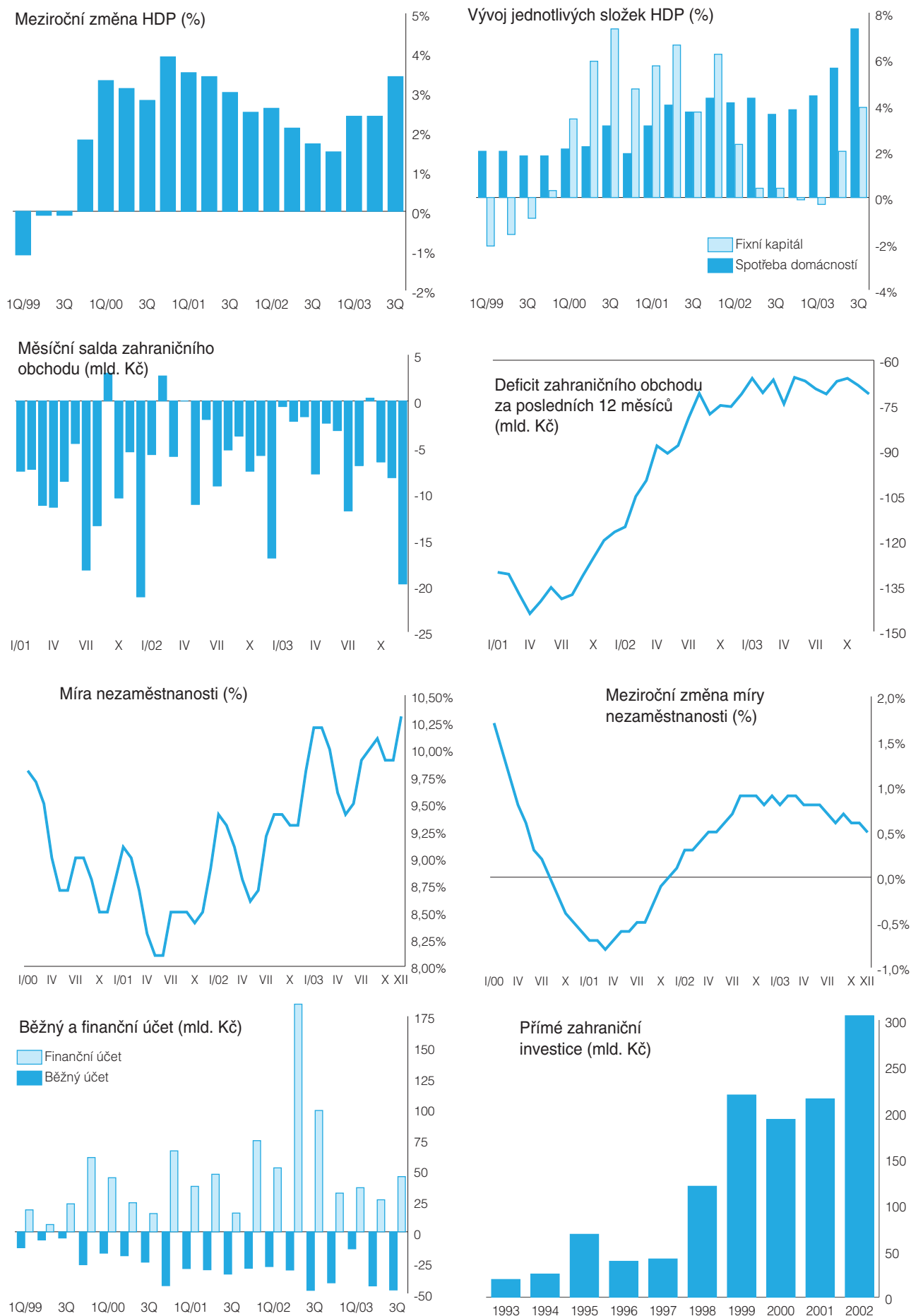
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb  
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - leden 2004



Křivka FRA počátkem prosince, ledna a února 2004

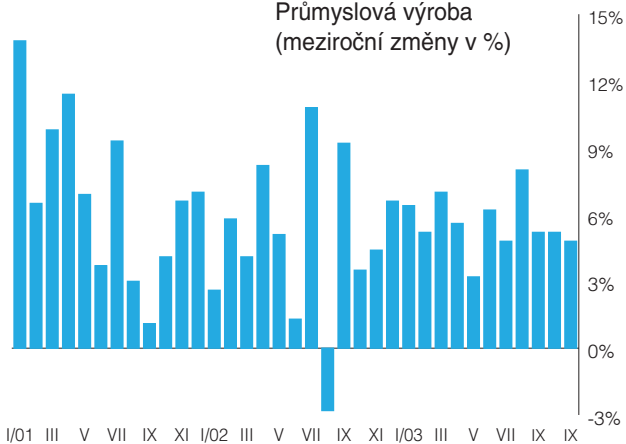


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR



# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

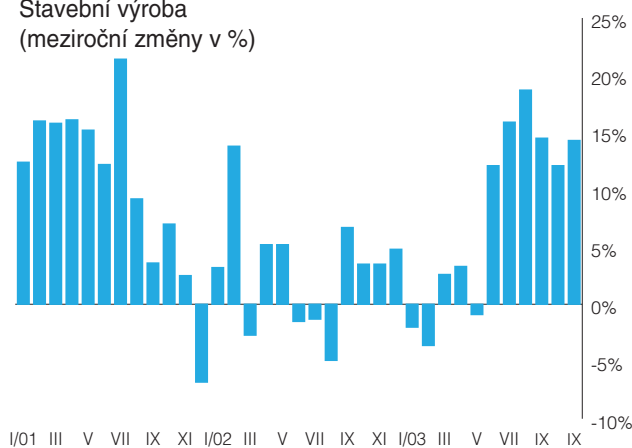
**Průmyslová výroba**  
(meziroční změny v %)



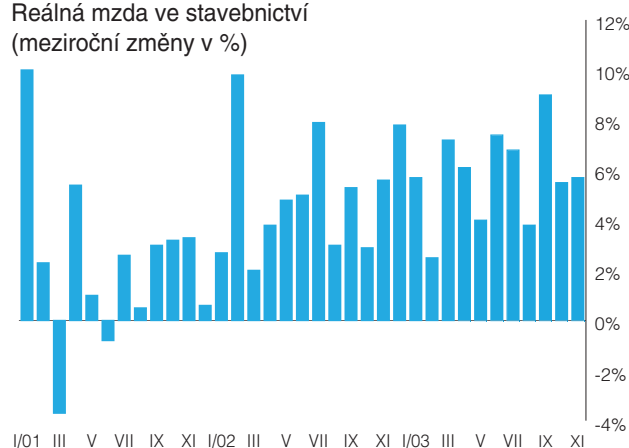
**Reálná mzda v průmyslu**  
(meziroční změny v %)



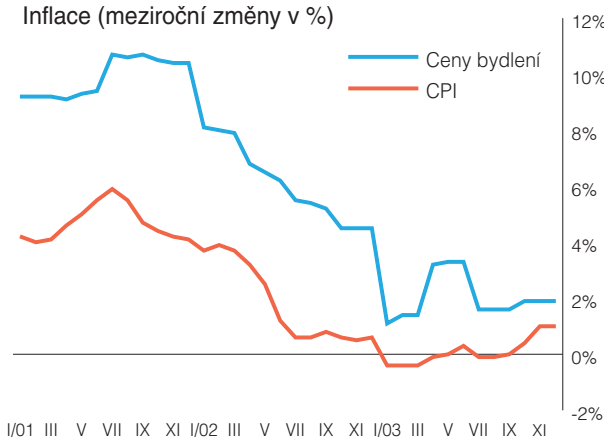
**Stavební výroba**  
(meziroční změny v %)



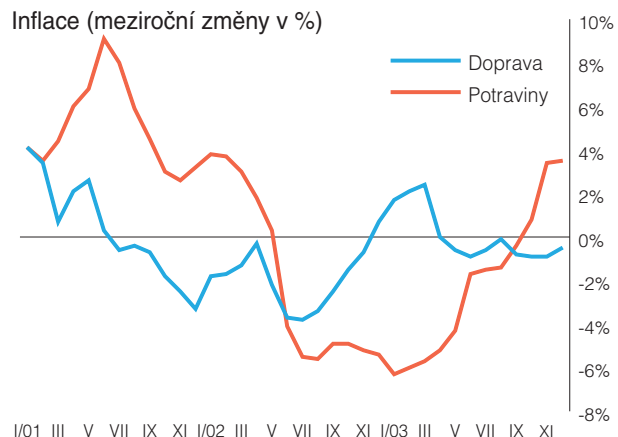
**Reálná mzda ve stavebnictví**  
(meziroční změny v %)



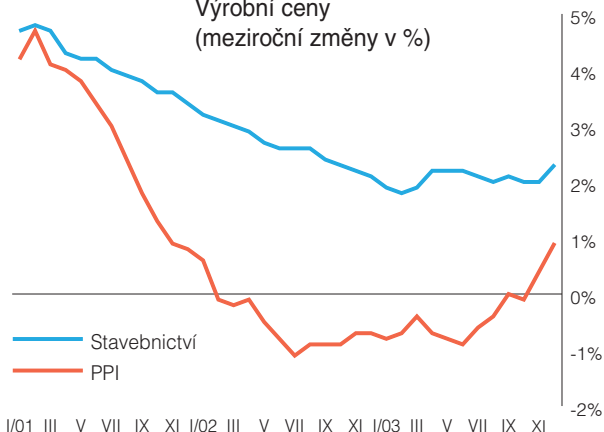
**Inflace (meziroční změny v %)**



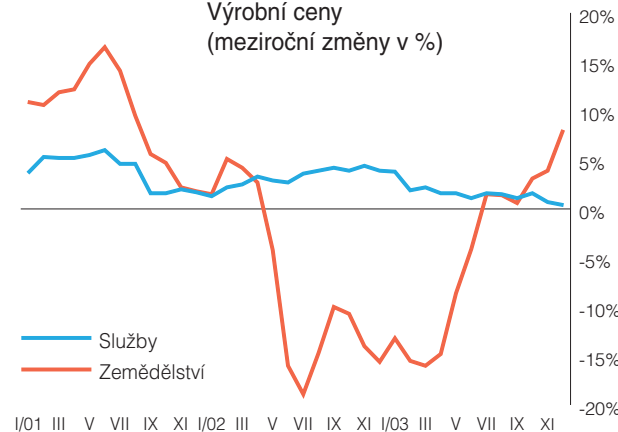
**Inflace (meziroční změny v %)**



**Výrobní ceny**  
(meziroční změny v %)



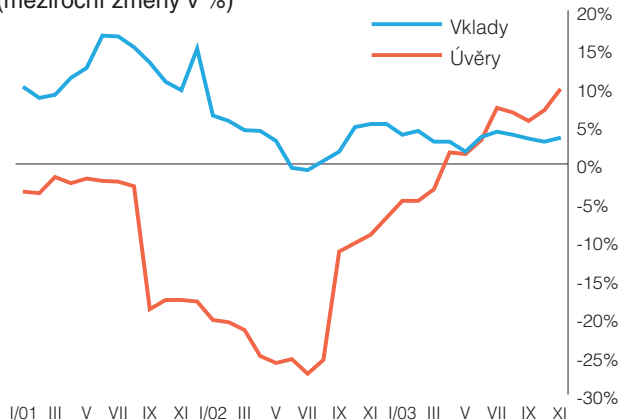
**Výrobní ceny**  
(meziroční změny v %)





# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

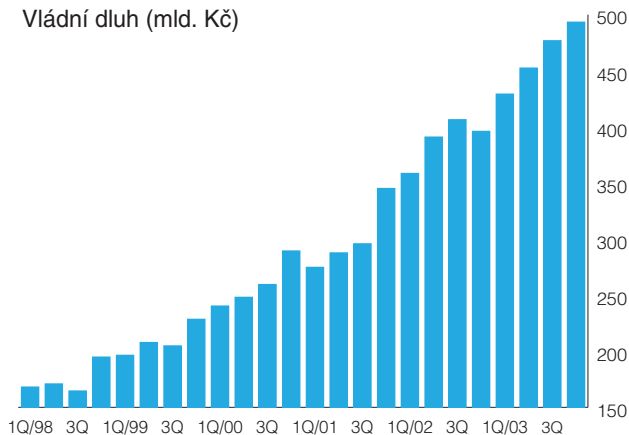
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



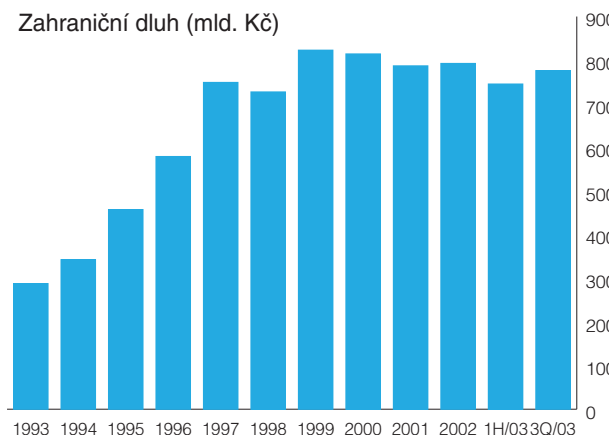
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



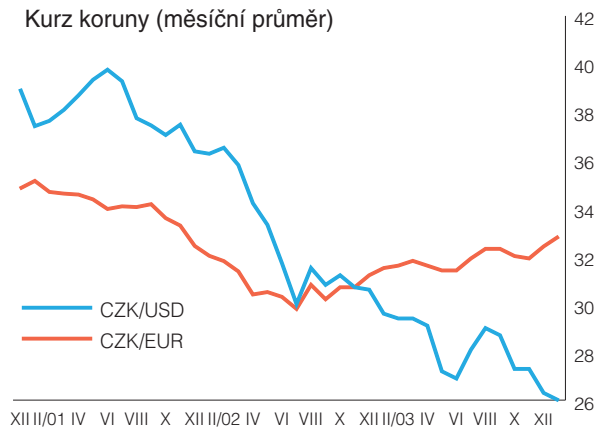
Vládní dluh (mld. Kč)



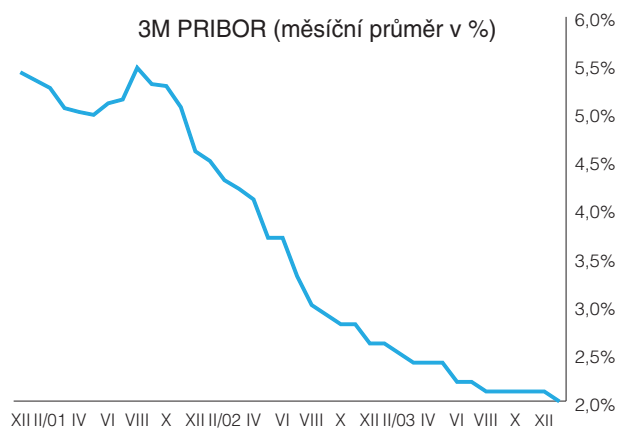
Zahraniční dluh (mld. Kč)



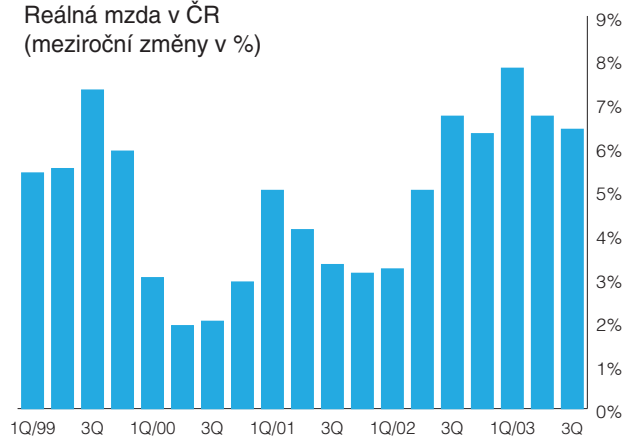
Kurz koruny (měsíční průměr)



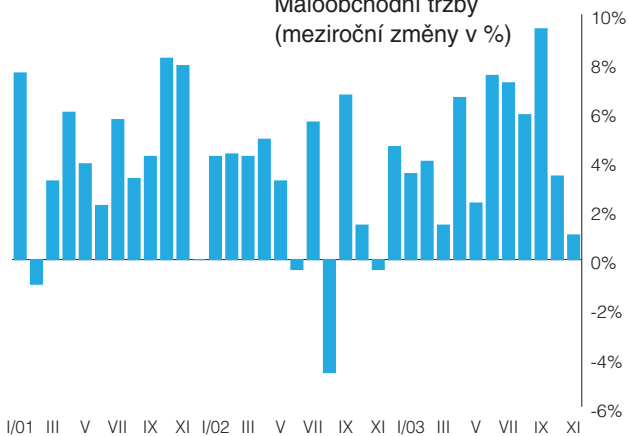
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR  
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby  
(meziroční změny v %)



# MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003f	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	3.1	2.0	3.0	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.9	6.0	3.0	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	0.6	2.5	2.0	3.5	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	7.3	6.5	6.0	7.5	8.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.0	3.5	4.0	3.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.5	4.8	6.0	5.5	5.0	4.0
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	4.1	0.6	1.0	3.0	3.5	3.0
Nezaměstnanost	(%)	8.9	9.8	10.3	9.5	9.0	8.5
Zaměstnanost	(průměrný roční index)	100.4	101.3	99.3	100.0	101.0	102.0
Vývoz	(mld. USD)	33.4	38.5	48.7	56.0	65.3	74.1
Dovoz	(mld. USD)	36.4	40.7	51.3	58.5	67.2	75.8
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.4	-3.2	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.9	41.4	45.4	51.6	55.6
Běžný účet	(% z HDP)	-5.7	-6.5	-7.0	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-3.1	-2.0	-4.6	-5.5	-4.1	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2,4	-0.5	-6.8	-7.2	-3.4	-5.2
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-5,2	6.7	-6.8	-8.0	-5.6	-5.2
Repo sazba	(%)	4.75	2.75	2.00	2.50	3.25	3.75
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	5.1	3.5	2.2	2.4	3.2	3.9
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	6.4	4.9	4.2	5.4	5.4	5.8
Peněžní zásoba M2	(mez. růst v % roční prům.)	12.1	6.7	4.0	6.0	8.0	7.0
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	26.0	26.0	25.4
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	26.5	25.9	25.5
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	31.7	30.3	29.2
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	31.3	29.8	29.3

Pozn.: Modré pozadí buněk signalizuje předpověď, bílé pozadí označuje známé hodnoty

## Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		6.0%		5.5%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(listopad)	2.5%	(pros.)	6.5%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		14.3%		10.0%
CPI	(meziměsíční růst v %)		0.2%		1.4%
	(meziroční růst v %)		1.0%		1.8%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0.2%		0.7%
	(meziroční růst v %)	(pros.)	0.9%	(leden)	1.6%
Nezaměstnanost	(%)		10.3%		10.8%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-19.8		0
	(mil. USD)		-753		0
CZK / EUR		31.1.	33.341	29.2.	32.80

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2001	2002	2003e	2004e	CPI (%)	2001	2002	2003e	2004e
Česká republika	3.1%	2.0%	3.0%	3.5%	Česká republika	4.1%	0.6%	1.0%	3.5%
Maďarsko	3.8%	3.5%	2.7%	3.5%	Maďarsko	6.8%	4.8%	5.8%	5.4%
Polsko	1.0%	1.3%	3.6%	4.8%	Polsko	3.6%	0.7%	1.7%	2.8%
Slovensko	3.3%	4.4%	3.9%	4.9%	Slovensko	6.3%	3.4%	9.0%	7.4%
Běžný účet (% HDP)	2001	2002	2003e	2004e	3M úrokové sazby	2001	2002	2003e	2004e
Česká republika	-5.7%	-6.5%	-6.5%	-5.8%	Česká republika	5.1	3.5	2.2	2.4
Maďarsko	-3.4%	-3.9%	-6.3%	-4.9%	Maďarsko	10.5	7.9	11.8	7.8
Polsko	-4.1%	-3.4%	-1.8%	-2.4%	Polsko	12.0	6.7	5.5	5.0
Slovensko	-8.6%	-8.2%	-2.6%	-4.4%	Slovensko	7.7	7.5	6.1	5.4

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
CPI (meziměsíčně)	1/2004	9.2.	9:00	1.7%	0.2%
Nezaměstnanost	1/2004	9.2.	9:00	10.7%	10.3%
Běžný účet	12/2003	12.2.	10:00	-27,0 mld. Kč	-17,8 mld. Kč
PPI (meziměsíčně)	1/2004	13.2.	9:00	0.4%	0.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2003	16.2.	9:00	6.5%	4.8%
Maloobchodní prodeje	12/2003	17.2.	9:00	5.5%	1.0%
Obchodní bilance	1/2004	25.2.	9:00	0,0 mil Kč	-19,8 mld. Kč
Zasedání ČNB		26.1.		2,0%	2,0%
<b>Polsko</b>					
Peněžní zásoba - M3	1/2004	13.2.	16:00		1.0
CPI (meziměsíčně)	1/2004	16.2.	16:00		0.2%
PPI (meziměsíčně)	1/2004	18.2.	16:00		0.1%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2004	18.2.	16:00		13.9%
Nezaměstnanost	1/2005	20.2.	10:00		20.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2004	20.2.	10:00		17,3%
<b>Maďarsko</b>					
Zasedání centrální banky		9.2.	14:00		
Obchodní bilance	12/2003	10.2.	9:00		-338,4 mil. eur
Běžný účet	12/2003	12.2.	8:30		-200 mil. eur
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2003	13.2.	9:00		9.7%
CPI (meziměsíčně)	1/2004	17.2.	9:00		0.2%
Zasedání centrální banky		23.2.	14:00		
Maloobchodní prodeje	12/2003	24.2.	9:00		8.1%
HDP	4Q/2003	2.3.	9:00		2,9
PPI (meziročně)	1/2004	3.3.	9:00		6.2%
<b>EU</b>					
GE: obchodní bilance	12/2003	11.2.	8:00		10,4 mld. eur
GE: běžný účet	12/2003	11.2.	8:00		6,2 mld. eur
GE: HDP	4Q/2003	12.2.	8:00		-0,2%
EMU: HDP (meziročně)	4Q/2003	13.2.	12:00		0,3%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	12/2003	18.2.	12:00		1.2%
EMU: obchodní bilance	12/2003	18.2.	12:00		4,97 mld. eur
GE: IFO	2/2004	24.2.	10:00		
EMU: běžný účet	12/2003	24.2.	12:00		4,4 mld. eur
EMU: M3 (meziročně)	1/2004	27.2.	10:00		7,1%
EMU: CPI (meziměsíčně)	1/2004	27.2.	12:00		0,3%
EMU: spotřebitelská důvěra	2/2004	27.2.	12:00		-16,0
EMU: PPI (meziročně)	1/2004	2.3.	12:00		
EMU: nezaměstnanost	1/2004	2.3.	12:00		
EMU: zasedání ECB		4.3.	13:45		2,00%
<b>USA</b>					
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	1/2004	12.2.	14:30	0.1%	0.5%
Zásoby	12/2003	12.2.	14:30	0.3%	0.3%
Obchodní bilance	12/2003	13.2.	14:30	-40 mld. USD	-38 mld. USD
Michiganský index spotřebitelské důvěry	2/2004	13.2.	15:50	103.4	103.8
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	1/2004	17.2.	15:15		0.1%
Využití průmyslových kapacit	1/2004	17.2.	15:15		75.8%
PPI (meziměsíčně)	1/2004	19.2.	14:30		0.3%
Předstihové indikátory	1/2004	19.2.	16:00		0.2%
Philadelphia Fed	2/2004	19.2.	18:00		38.8
CPI (meziměsíčně)	1/2004	20.2.	14:30		0.2%
Spotřebitelská důvěra	2/2004	24.2.	16:00		96.8
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	1/2004	26.2.	14:30		0.0%
HDP	4Q/2003	27.2.	14:30		4.0%
Chicagský PMI	2/2004	27.2.	16:00		
Osobní příjmy (meziměsíčně)	1/2004	1.3.	14:30		0.2%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	1/2004	1.3.	14:30		0.4%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	2/2004	1.3.	16:00		
Běžová kniha		3.3.	20:00		

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
Únor		
16.2.	ČEZ	Konečný termín pro podání předběžných nabídek na bulharské distribuční společnosti
19.2.	Unipetrol	Nekonsolidované výsledky za rok 2003 podle českých standardů
19.2.	ČEZ	Dozorčí rada rozhoduje o novém generálním řediteli
20.2.	Český Telecom	Konečný termín pro nabídky na privatizačního poradce
26.2.	Unipetrol	Konsolidované výsledky za rok 2003 podle českých standardů
26.2.	Český Telecom	Předběžné konsolidované výsledky za rok 2003 podle IFRS
do 27.2.	České radiokomunikace	Předběžné nekonsolidované výsledky za rok 2003 podle českých standardů
do 27.2.	ČEZ	Předběžné nekonsolidované výsledky za rok 2003 podle českých standardů



## SLOVNÍČEK POJMŮ

EU	Evropská unie
EMU	Evropská měnová unie
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 (Severočeká 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

# POZNÁMKY

# KONTAKTY

## Úsek Treasury a investiční bankovnictví – ředitel

Odbor Treasury Sales – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
	Pavel Bárta	tel. +420/224 995 800	pbarta@csas.cz
	Patrik Banáry	tel. +420/224 995 530	pbanary@csas.cz
	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	oceph@csas.cz
	Pavla Hlavicová	tel. +420/224 995 584	phlavicova@csas.cz
	Pavel Křivonožka	tel. +420/224 995 565	pkřivonozka@csas.cz
	Lukáš Macháček	tel. +420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Jan Maňák	tel. +420/224 995 257	jmanak@csas.cz
	Richard Matyščák	tel. +420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
	Tomáš Pícek	tel. +420/224 995 511	tpicek@csas.cz
	Martin Quant	tel. +420/224 995 571	mquant@csas.cz
	Emil Štáva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
	Petr Vnuk	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
	Pavel Zdichy nec	tel. +420/224 995 405	pzdichy nec@csas.cz

## Odbor Trading – ředitel Devizové trhy

Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
Jan Strakoš	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz

## Peněžní trhy

Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
-------------	-----------------------	-----------------

## Dluhopisy a úrokové deriváty

Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	rapropkop@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

## Obchodování na vlastní účet

David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Jan Došek	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

## Odbor Distribuce – ředitel

Petr Valenta	tel. +420/224 995 821	pevalenta@csas.cz
Vít Abrahám	tel. +420/261 075 441	vabraham@csas.cz
Martin Cinert	tel. +420/261 075 406	mcinert@csas.cz
Jiří Matoušek	tel. +420/224 995 582	jmatousek@csas.cz
Kamil Ret	tel. +420/224 995 536	kret@csas.cz
Petr Schüt	tel. +420/224 995 560	pschut@csas.cz

## Oddělení Primární emise a institucionální investoři

Jan Brabec	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
Libor Cupal	tel. +420/224 995 170	lcupal@csas.cz
Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz

## Odbor Akcie – ředitel

Michal Března	tel. +420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
Pavel Krabička	tel. +420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz

## Úsek Správa aktiv – ředitel

Odbor Investiční poradenství – ředitel	Radek Urban	tel. +420/261 075 435	radek.urban@csas.cz
	Daniel Drahotský	tel. +420/261 075 447	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/261 075 448	pholecek@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/261 075 449	tkosutova@csas.cz
	Karel Kučerovský	tel. +420/261 075 446	kkucerovsky@csas.cz

## Odbor Analýza finančních trhů – ředitel

Analýza instrumentů s fixním výnosem	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklat@csas.cz
Makroekonomická analýza	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
	Helena Horská	tel. +420/224 995 439	hhorska@csas.cz
	Mojmír Hampl	tel. +420/224 995 232	mhampl@csas.cz
Analýza akcií (bankovní sektor)	Emilia Zampieri	tel. +420/224 995 217	ezampieri@csas.cz

## Erste Bank Vídeň - Strategy & Sector Group CEE

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 (telekom.)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tpletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovnictví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/221 010 555	vurbankova@csas.cz
Makroekonomická analýza	Ivan Fabijancic	tel. +385/1 4561 847	ivan.fabijancic@erstebank.at

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 **  
**SPORITELNA**