



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

Emilia Zampieri

+420/224 995 217
ezampieri@csas.cz

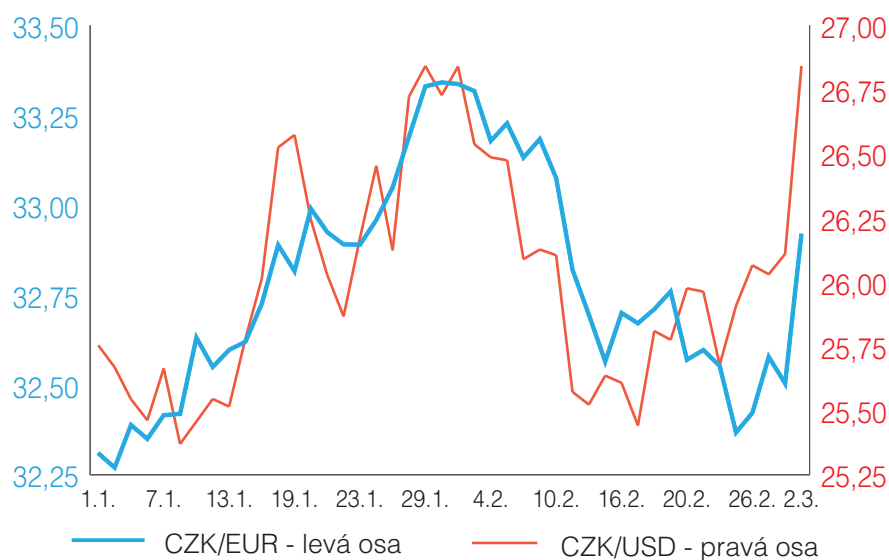
Luboš Mokráš

+420/224 995 456
lmokras@csas.cz

Mojmír Hampl

+420/224 995 232
mhampl@csas.cz

Oslabování koruny se v únoru zastavilo - na jak dlouho?



K vývoji české koruny více na straně 15

INVESTIČNÍ STRATEGIE

Úrokové sazby

Náš názor na vývoj úrokových sazeb se proti minulému měsíci prakticky nezměnil. Nadále předpokládáme, že úrokové sazby v USA zůstanou po velkou část letošního roku beze změny a na konci letošního nebo na začátku příštího roku dojde k jejich růstu. Růst sazeb by mohla urychlit vyšší než očekávaná inflace. Sazby ECB může ovlivnit chování kurzu eura. Pokud by se euro vrátilo k posilování, zároveň se pozitivně vyvíjela inflace a negativně růstové ukazatele, byla by ECB nucena snížit sazby. Jinak očekáváme dlouhodobou stabilitu a následný mírný růst v prvním pololetí příštího roku. U českých sazeb očekáváme jejich postupný mírný růst od pololetí letošního roku, jehož cílem bude především omezit působení administrativních úprav daní zvyšujících inflaci na inflační očekávání.

Dluhopisy

Naším hlavním scénářem pro vývoj na světových dluhopisových trzích je pokračování praktické stagnace na současných úrovních. V USA by mohlo dojít k mírnému růstu výnosů, zatímco v EMU a ČR očekáváme prakticky úplnou stagnaci. Rizikem je především prudké zvýšení očekávání růstu úrokových sazeb v USA a následné vypuknutí panických nálad spojené s prudkým růstem výnosů v celém světě. Impuls k takovém vývoji by mohl přijít od negativních údajů signalizujících inflační tlaky v USA. Naopak posílení eura by mohlo podpořit spekulace na snížení úrokových sazeb ECB a to by mohlo vést k lehkému poklesu výnosů v EMU. V horizontu několika měsíců je výraznější růst výnosů značně pravděpodobný. Vedle očekávání růstu úrokových sazeb by k němu měl přispět i vysoký schodek amerického rozpočtu. Tlak na růst výnosů by naopak mohlo částečně tlumit případné pokračování masivních intervencí asijských centrálních bank.

Měny

Předpokládáme, že posílení kurzu dolaru k euru ze začátku března je pouze dočasné a že se kurz v průběhu měsíce vrátí k oslabování. Ani v několika nejbližších měsících by tlak proti dolaru ještě neměl polevit. Hlavním motivem by měl zůstat dvojitý schodek USA. Pokud by kurz dolaru přešel k prudkému oslabování, zasáhla by pravděpodobně ECB (možná s podporou Bank of Japan) intervencemi. Obrat k trvalejšímu posilování dolaru by mohl nastat až po několika měsících pokud se udrží vysoká výkonnost americké ekonomiky a pokud budou evropské ekonomiky negativně ovlivněny silným eurem. Obrat trendu by podpořily také náznaky snižování schodků americké obchodní bilance a blížící se zvýšení úrokových sazeb v USA. U české koruny předpokládáme mírné posilování v horizontu měsíců, které však bude prakticky překryto výkyvy způsobnými krátkodobými spekulacemi. Kurz koruny k euru by se v měsíčním horizontu podle našeho názoru měl držet v širším intervalu 32,0 až 33,50.

Akciové trhy

Předpokládáme, že na světových akciových trzích bude v březnu pokračovat stagnace. Naopak region střední Evropy bude zřejmě i dál přitahovat pozornost investorů. Některé české akcie tak mohou ještě pokračovat v mírném růstu.

Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
Střední Evropa	10
Dluhopisové a peněžní trhy	10
Česká republika	11
Politický a makroekonomický vývoj	11
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	15
Český akciový trh	15
Přehled zpráv z akciového trhu	21
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	25
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	27
Makroekonomické prognózy	30
Kalendář - makro	31
Kalendář - akcie	32
Slovníček pojmů	33
Poznámky	34
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: 5. března 2004

Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (27.2.)	Prognóza	
USA	3M: 0,95% 6M: 1,01% 2Y: 1,65% 5Y: 2,94% 10Y: 3,98% 30Y: 4,84%	→ ↗	V březnu by se výnosy amerických dluhopisů měly opět pohybovat v intervalu 4,0-4,4%. V minulém měsíci se neuskutečnilo naše očekávání, že se výnosy posunou k hornímu okraji tohoto pásma; předpokládáme, že k tomuto pohybu dojde se zpožděním tento měsíc. Rizikem je náhlý prudký skok výnosů směrem vzhůru, pokud by se trh začal obávat rychlého růstu úrokových sazeb nebo akcelerující inflace.
EU	3M: 2,08% 6M: 1,98% 1Y: 1,98% 5Y: 3,24% 10Y: 4,05% 15Y: 4,51%	→	Výnosy evropských dluhopisů zůstanou v průběhu března pravděpodobně prakticky stabilní. Trh může vyvést z rovnováhy buď podstatné zesílení očekávání snížení úrokových sazeb ECB, které by vedlo k poklesu výnosů, a nebo náhlý prudký skok nahoru u výnosů v USA. Důležitým faktorem pro vývoj evropského trhu bude chování kurzu eura k dolaru.
ČR	3M: 1,96% 6M: 2,03% 1Y: 2,22% 4Y: 3,64% 10Y: 4,74% 15Y: 5,17%	→	České dluhopisy by měly pokračovat ve sledování vývoje na trzích EMU. Očekáváme tedy podobně jako jinde v Evropě praktickou stagnaci výnosů. Také šokové scénáře jsou podobné. Případný přechod trhu k očekávání rychlého růstu sazeb v USA by se u nás pravděpodobně projevil výrazně, spekulace na snížení sazeb by však náš trh zasáhly jen tlumeně, protože se nedá očekávat, že by ČNB následovala ECB.
Polsko	3M: 5,42% 6M: 5,54% 1Y: 5,95% 2Y: 6,25% 5Y: 6,69% 10Y: 6,76%	→ ↗	Vzhledem k vývoji ve fiskální oblasti, kde Polsko téměř jistě letos čeká překročení šedesátiprocentního „maastrichtského“ stropu pro celkový veřejný dluh k HDP, vzhledem ke stále slábnoucí pozici vlády a vzhledem k ožívování inflace i hospodářského růstu počítáme pro březen s korekcí únorového vývoje a mírným růstem výnosů.
Maďarsko	3M: 12,4% 6M: 12,4% 1Y: 12,2% 5Y: 9,37% 10Y: 8,40%	→	Centrální banka při vydání poslední inflační zprávy změnila rétoriku a začala otevřeně hovořit o tom, že sazby mohou zůstat na stávající úrovni poměrně dlouho či dokonce vzrůst. Přes převládající optimismus na trhu tak zatím nevidíme fundamentální důvody pro to, aby maďarské dluhopisy cenově silily a držíme se konzervativní strategie stagnace výnosů.

Měny (kurz střed)

	Kurz (27.2.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2493	→ ↘	Nepředpokládáme, že by posílení dolaru z konce února a počátku března mělo dlouhodobější charakter. Podle našeho názoru ještě po několika měsících převládne negativní vliv vysokého schodku obchodní bilance USA posilovaný negativním vlivem schodku státního rozpočtu. Pro březen tedy očekáváme oslabení dolaru a návrat kurzu nad 1,25. K trvalejšímu obratu trendu by mohlo dojít ve druhém pololetí pokud si udrží americká ekonomika dobrou výkonnost a pokud naopak evropské ekonomiky budou negativně ovlivněny silným eurem.
CZK / EUR	32,578	→ ↗	Kurz koruny k euru by měl pokračovat v kolísání v širokém rozmezí 32,20 až 33,50. Krátkodobé výkyvy by měly být určeny především spekulativními pozicemi. Korunu mohou ovlivnit případné prudší výkyvy kurzu eura k dolaru a nebo výraznější turbulence na regionálních měnových trzích. V průběhu roku očekáváme mírné posilování koruny, které však bude do značné míry překryto krátkodobými výkyvy.
HUF / EUR	256,58	→ ↘	Stejně jako v případě maďarských dluhopisů i pro forint platí, že žádné zásadní fundamentální důvody pro posilování nevidíme a předpokládáme, že březen přinese korekci únorového posílení. Základním scénářem tak zůstává stabilita forntu s postupným obratem k mírnému oslabování ve druhé půli měsíce.
PLN / EUR	4,8861	→	Díky tomu, že fundamentální i politické faktory působí stejným směrem a tlačí zlotý ke stagnaci až oslabování, počítáme pro březen s tím, že polská měna bude stagnovat či dokonce ještě mírně oslabovat.
SKK / EUR	40,546	→ ↗	Vzhledem k očekávání slušného výsledku obchodní bilance počítáme i pro březen s mírným posílením slovenské koruny, které však může být dočasně přerušováno depreciačními epizodami, které mohou být spuštěny mimoekonomickými faktory.

Akciové trhy

	Kurz (27.2.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1144,94 DJ Stoxx 50: 2748,50	→	Podle našeho názoru ceny amerických akcií na konci minulého a počátkem letošního roku lehce přestřelily dosavadní růstový trend. Aby trh nebyl nadhodnocen, musí akcie nyní nějakou dobu stagnovat. Předpokládáme, že současné období stagnace se udrží i po většinu března. Akcie zatím nemají další impuls k růstu. Predikce firemních zisků zůstávají beze změny, výrazněji nepřibývá firemních varování a ani vývoj americké ekonomiky nepřináší žádná mimořádná překvapení. Velmi špatná data z trhu práce zveřejněná 5.března jsou sice z makroekonomického hlediska velmi negativní zprávou, akcioví investoři si ale mohou být alespoň jisti, že Fed v dohledné době nezvýší úrokové sazby. Již v dubnu ale mohou akcie opět růst - ve druhé polovině měsíce se totiž budou zveřejňovat výsledky za 1Q.
ČR	PX-D: 1917,2 PX 50: 774,3	→ ↗	Předpokládáme, že příliv peněz do regionu střední Evropy, který souvisí se vstupem střeoevropských zemí do Evropské unie, zatím výrazněji neochabne. Stále ještě existují akcie, které jsou vůči konkurenci podhodnocené - např. ČEZ nebo Telecom. Z regionálního nadšení samozřejmě těží i Erste Bank, která tak významně přispívá k tomu, že indexy pražské burzy jsou na rekordních úrovních. Prozatím tento měsíc nečekáme, že by nastala významnější korekce.

České akcie

	Kurz (27.2.)	Prognóza	
Český Telecom	328,50 Kč	→ ↗	Telecom stále dohání v růstu ostatní blue chips. Díky slabšímu minulému roku (dividenda, prodeje 6,5% a 27% akcií) má ze všech titulů zřejmě největší prostor k růstu. Ani mimořádný odpis aktiv a tím ztráta za loňský rok akciím nijak neublížily. Pokud ještě nějakou dobu vydrží trend přílivu peněz do regionu střední Evropy, Telecom může růst ze všech českých titulů nejvíce.
České radiokom.	406,10 Kč	→ ↗	Domácí spekulanti nadšené ženou cenu akcie dál vzhůru, využívajíce každé záminky k dalším nákupům. Jednou z takových záminek byl i krok KCP, která definitivně zamítla zářijový návrh Bivideonu na odkup akcií za 245 Kč. Bivideon chce KCP žalovat. Těžko říci, co bude dál. Podle našeho názoru by se měl Bivideon spíše více starat o to, aby ČRa vykazovaly alespoň minimální provozní zisk. Cena akcie je zatím v rukou spekulantů, současný trend, zdá se, může i nadále pokračovat.
ČEZ	178,89 Kč	→ ↗	ČEZ má od února nového předsedu představenstva, který se od dubna stane také generálním ředitelem. To je jistě velmi pozitivní zpráva. Loňské výsledky nepřinesly žádné mimořádné překvapení. Ale letošní rok bude pro ČEZ, stejně jako ten loňský, zřejmě opět velmi příznivý. ČEZ sice vyveze menší objem elektřiny, nižší tržby za export ale bohatě vykompenzují zvýšené prodeje na domácím trhu. Rostou ceny elektřiny, roste poptávka po elektřině, zvyšuje se podíl ČEZ na domácím trhu. Není důvod, aby nerostla také cena akcií ČEZ, zvláště když je oproti západoevropské konkurenci stále levná.
Unipetrol	65,64 Kč	→	Akcie jsou zcela ve vleku probíhajícího procesu privatizace. Po oznámení o tom, že Mol si není jistý, zdali závaznou nabídku na koupi podá, akcie reagovaly poklesem až na úroveň okolo 61 Kč. Naopak po další zprávě, že Shell zřejmě spolupracuje s bohatou kazašskou společností KazMunaiGaz, akcie své ztráty zcela smazaly a vystoupaly zpět na 67 Kč. Zatím se zdá, že jak Shell (spolu s KazMunaiGaz), tak i PKN Orlen mají silnou chuť Unipetrol koupit. To je příslibem pro ty, kteří spekulují na vysokou odkupní cenu. Vše se ale vyřeší až v dubnu.
Komerční banka	2.921 Kč	→	Po zveřejnění předběžných celoročních výsledků, které akcii posunuly na další rekordní hodnoty, čekáme v březnu stagnaci. Silnější korekci spojenou s vybíráním zisků nelze zcela vyloučit, čekáme ji ale spíše až v dalších měsících.

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.

GLOBÁLNÍ TRHY

Politický a makroekonomický vývoj

Finanční trhy sledovaly vývoj kurzu dolaru a spekulace o budoucím vývoji úrokových sazeb Fedu a ECB

V únoru zůstala pozornost světových finančních trhů soustředěná především na vývoj kurzu dolaru. S tímto tématem úzce souvisely také úvahy o budoucí politice ECB. Probíraly se možné scénáře reakcí na případné další výrazné posílení eura k dolaru, spekulovalo se o možnostech intervencí a snížení úrokových sazeb. Finanční trhy také pozorně sledovaly vystoupení činitelů Fedu, především A. Greenspana, aby si vytvořily představu o možném datu prvního zvýšení úrokových sazeb v USA. Zveřejňované makroekonomické údaje nijak zásadně nezměnily očekávání vývoje světové ekonomiky. Nadále převažuje optimistické očekávání rychlejšího růstu v celosvětovém měřítku taženého především americkou a čínskou ekonomikou.

Slabost amerického trhu práce udržuje obavy o pokračování oživení

Hlavním problémem americké ekonomiky zůstal i v únoru trh práce. Podobně jako v lednu zaostal růst počtu pracovních míst výrazně za očekáváním. Ani pokles míry nezaměstnanosti nevyvážil slabost dalších ukazatelů. Pomalý růst počtu pracovních míst se promítl do zhoršení spotřebitelských očekávání. Jeho dalším efektem byla sílící politická debata o přemíslení pracovních míst z USA do zemí s levnější pracovní silou. V rámci prezidentské předvolební kampaně se již dnes jedná o důležité téma. Hrozí, že na váze získají protekcionistické proudy americké politiky, což by mělo silně negativní vliv na celou světovou ekonomiku. Představitelé Fedu zůstávají optimističtí a opakují, že silný růst ekonomiky přinese v dalších měsících i vysoký počet nových pracovních míst. Aby k tomu došlo, musí nejprve poklesnout mimořádně vysoká rychlost růstu produktivity práce. Vysoký růst produktivity práce je totiž závažnější příčinou slabé tvorby nových pracovních míst než jejich přemíslení do států s levnou pracovní silou.

Revize HDP za 4. čtvrtletí podpořila šance na další růst americké ekonomiky

První revize údajů o vývoji HDP ve čtvrtém čtvrtletí přinesla pozitivní překvapení, i když ani po revizi nedosahuje růst HDP původně očekávaných hodnot. Růst HDP byl jednak místo očekávané redukce zvýšen a jednak se zlepšila jeho struktura, když byl dále zvýšen podíl investic na HDP. Vyšší investice zlepšují šance na vznik nových pracovních míst a posilují naději na pokračování oživení.

Výrobní odvětví v USA pokračují v silné výkonnosti

Index nákupních manažerů ISM potvrdil, podobně jako několik dalších méně významných indikátorů, pozitivní vyhlídky ekonomiky. Povzbudivý byl zejména nárůst jeho složky mapující přijímání a propouštění pracovníků. Přes tlak konkurence ze států s levnou pracovní silou pokračuje široce založené oživení ve výrobním sektoru. Jedním z důležitých faktorů podporujících růst bylo oslabení dolaru, které zvýšilo exportní konkurenceschopnost amerických výrobců.

Inflace stále nepředstavuje aktuální problém

Ani únor nepřinesl změnu v pozitivních vyhlídkách vývoje inflace v horizontu několika nejbližších měsíců. Mírně vyšší než očekávaný růst jádrového CPI byl způsoben především jednorázovým výkyvem cen tabákových výrobků. Meziroční růst maloobchodních cen zůstává poblíž dlouholetých minim. Z dlouhodobějšího hlediska jsou perspektivy nejednoznačné. Na jedné straně se objevují náznaky, že alespoň část výrobců začíná opět získávat schopnost diktovat trhu ceny, což se projevuje mimo jiné ve vysokých cenových subindexech indexů nákupních manažerů. Na růst domácích cen v USA také působí vyšší ceny komodit ve světě a oslabování dolaru. Na druhou stranu stále nízké využití kapacit v řadě odvětví spolu s konkurenčním tlakem dovozu ze států s levnou pracovní silou působí protiinflačně. Lze očekávat, že v dlouhodobém horizontu převáží proinflační vlivy a že na tuto hrozbu bude Fed reagovat růstem úrokových sazeb. V několika nejbližších měsících si však Fed bude pravděpodobně moci dovolit zůstat trpělivý a neměnit úrokové sazby.

Představitelé Fedu zdůrazňovali závislost vývoje úrokových sazeb na aktuálně zveřejňovaných makroekonomických údajích

Představitelé Fedu se drželi svých názorů: nadále předpokládají rychlý růst hospodářství v letošním roce, který postupně povede k vyšší tvorbě pracovních míst. Inflační vývoj je podle jejich názoru zatím příznivý. Především guvernér Fedu B. Bernanke ve svých vystoupeních zdůrazňoval, že se měnová politika Fedu přizpůsobí reálnému stavu ekonomiky indikovanému makroekonomickými údaji. Prezident Fedu A. Greenspan mimo jiné reagoval také na růst schodku státního rozpočtu, když varoval před dlouhodobou neudržitelností tempa jeho současného růstu.

V Evropě sílí spekulace na snížení úrokových sazeb ECB

V Evropě se pozornost soustředila především na budoucí měnovou politiku ECB.

V centru pozornosti byly především možnosti, které ECB má k zastavení případného dalšího výrazného posilování kurzu eura k dolaru. Představitelé ECB naznačili, že v úvahu přicházejí intervence, ani přibližně však nenaznačili na jakých úrovních by k nim mohla ECB přistoupit. Je možné přepokládat, že tento nástroj by ECB použila především pokud by posilování eura bylo prudké s tendencí k další akceleraci, tedy především v případě tržní paniky. Je možné, že v takovém případě by ECB svoje intervence koordinovala přinejmenším s Japonskem a vyloučit nelze ani (možná jen symbolickou) účast USA. Druhou možností by bylo snížení úrokových sazeb. Tuto možnost by přiblížilo potvrzení negativního vlivu posílení eura na reálnou ekonomiku a především pozitivní vývoj inflace. Pravděpodobnost takového kroku by zvýšila také stabilizace kurzu eura na úrovni nepřijatelně vysoké pro evropské hospodářství (trvale přes 1,25). Snížení úrokových sazeb by mělo i politickou podporu, jak naznačily výzvy německého kancléře Schrodera a francouzského ministerského předsedy J-P. Raffarina. Představitelé ECB se však k takové možnosti zatím stavějí rezervovaně. Opakují, že letos očekávají solidní růst evropského hospodářství a že další měnová stimulace tedy není zapotřebí. Opětovně také vyzývají evropské vlády k dalšímu zpružnění evropských ekonomik, které by mělo umožnit rychlejší růst. Už dosavadní reformy se však zatím projevily především poklesem spotřebitelské důvěry a následně spotřebitelské poptávky. Další prudké změny by proto byly s velkou pravděpodobností kontraproduktivní. Zvýšení výkonnosti evropského hospodářství bude dlouhodobým procesem. ECB by mohla ulehčit bolestné přechodné období uvolněním měnové politiky.

V únoru nečekaně silně klesla inflace

Inflace se zatím na začátku roku vyvíjí až nečekaně pozitivně, když podle předběžných údajů v únoru pokleslo meziroční tempo růstu CPI eurozóny na 1,6%. Dostalo se tak zřetelně pod hranici „měnové stability“ v pojetí ECB. Ke zpomalení růstu cen přispěl vliv silného eura, který především zmírnil dopad vysokých cen ropy, i slabé poptávky. Panuje shoda, že vyhlídky inflace jsou příznivé i do dalších měsíců. Udržení inflace v okolí 1,5% nebo dokonce další pokles k 1% by podstatně zvýšily šance na snížení úrokových sazeb.

Konjunkturální indexy v Německu naznačily možný negativní vliv silného eura na výkonnost německého hospodářství

Německé konjunkturální indikátory IFO a ZEW přinesly první náznak možného negativního vlivu silného eura na evropské ekonomiky, když indexy po několika měsících zastavily svůj růst a lehce poklesly. Podle vyjádření představitelů německého průmyslu by kritickou hranicí, která by mohla růst hospodářství výrazně zbrzdit bylo překročení 1,30 u kurzu eura k dolaru. Expanze ekonomik eurozóny však zatím není ohrožena, jak potvrdil i index nákupních manažerů, který se udržel na 52,5.

Cena ropy přechodně vzrostla až na 34 USD/brl

Po přechodném poklesu ceny ropy k 29 USD za barel (brent) na přelomu ledna a února se ceny v průběhu února opět začaly zvyšovat. Na přelomu února a března se růst ceny zrychlil a cena se přiblížila k úrovni těsně před začátkem loňské války v Iráku. Růst cen ropy částečně souvisí s neochotou kartelu OPEC zvýšit produkci a částečně se spekulativními nákupy. Lze očekávat, že relativně rychle dojde k prudkému zlomu a poklesu ceny do okolí 30,0 USD/brl. V dalších měsících by se měla dostat cena mezi 25 až 28 /BRL. Nejistota ohledně dalšího vývoje kurzu dolaru spolu s oživením ve světě vede k pokračujícímu růstu ceny také u dalších komodit.

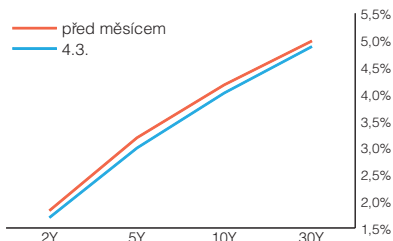
Dluhopisové a peněžní trhy

USA

V průběhu února postupně výnosy mírně klesaly. U desetiletého dluhopisu klesl výnos z 4,18% na minimum 3,98%. Na přelomu února a března už výnosy opět začaly lehce růst. Pokles výnosů souvisel s očekáváním dlouhodobě stabilních úrokových sazeb a s vysokými objemy nákupů asijských centrálních bank. Obchodování bylo v průběhu měsíce klidné, bez výraznějších výkyvů.

Podle našeho názoru je prostor pro další pokles výnosů prakticky vyčerpán a v březnu by výnosy měly mírně růst. Rizikem je náhlé zvýšení očekávání rychlého růstu úrokových sazeb, které by mohlo vést k podstatnému skoku výnosů směrem nahoru. Takovou situaci by mohlo vyvolat zveřejnění makroekonomických údajů naznačujících podstatné zlepšování situace na trhu práce a nebo zřetelný růst inflačních tlaků. K dalšímu poklesu výnosů by mohl vést silný tlak na oslabování dolaru vůči asijským měnám a nebo zřetelné náznaky ztráty dynamiky amerického hospodářství.

Americká výnosová křivka



Růst výnosů v březnu pokládáme za vysoce pravděpodobný

V horizontu šesti měsíců pokládáme za hlavní riziko náhlý skok výnosů směrem nahoru

V horizontu šesti měsíců je hrozba náhlého skoku výnosů směrem nahoru poměrně vysoká. Vyvolat by ji mohla především zřetelná hrozba růstu inflace a nebo zlepšování situace na trhu práce. Obě tyto události by vedly k podstatnému růstu očekávání rychlého zvyšování úrokových sazeb. K postupnému poklesu výnosů by mohlo vést zpomalování růstu hospodářství a jeho zaostávání za optimistickými očekáváním. K náhlému poklesu výnosů by mohlo dojít v reakci na šokující událost typu velkého teroristického útoku na území USA.

EMU

Výnosy v Evropě v průběhu února postupně klesaly. Hlavním zdrojem poklesu byl podobný vývoj ve Spojených státech. Přestože evropské dluhopisové trhy měly více důvodů k nižším výnosům (především stále silné euro a spekulace o snížení úrokových sazeb ECB), byl pokles na trzích EMU srovnatelný s USA. Pouze na krátkém konci dluhopisové výnosové křivky, kde se nejsilněji projevily spekulace na snížení úrokových sazeb ECB, byl pokles v EMU poněkud výraznější než v USA. Také v Evropě byly v únoru trhy velmi klidné a celková aktivita byla slabá.

Na obchodování v měsíčním horizontu může mít velký vliv zasedání bankovní rady ECB na začátku března. Důležitý bude nejen fakt zda ECB sníží nebo nesníží sazby, ale také jakýkoliv náznak, který by přibližoval uvažování členů bankovní rady. Pokud by ECB sazby snížila a nebo pokud by dala trhu náznak, že tak může učinit (pokud se bude pozitivně vyvíjet inflace, bude příliš silné euro, příliš slabý růst hospodářství), mohlo by dojít k oddělení vývoje EMU od vývoje v USA a evropské výnosy by mohly samostatně klesnout. Pokud však ECB setrvá u svých předchozích stanovisek a bude nadále tvrdit, že pokles sazeb není potřebný a že sazby jsou už dostatečně nízké, může to naopak vyvolat jednorázový impuls k růstu výnosů i mírně nad americkou úroveň.

Vývoj na evropském trhu budou v následujících měsících ovlivňovat dva základní faktory: politika ECB a chování amerického trhu. Váha ECB bude větší, pokud by přistoupila k uvolňování měnové politiky. V takovém případě může dojít k výrazně odlišnému vývoji v USA a EMU a Evropa by měla být poměrně odolná vůči případnému dramatickému růstu výnosů v USA. Pokud však ECB setrvá na svých dosavadních stanoviscích, bude s velkou pravděpodobností Evropa pokračovat ve sledování USA a bude hrozit šokový růst výnosů v případě zvýšení inflačních rizik.

Devizové trhy

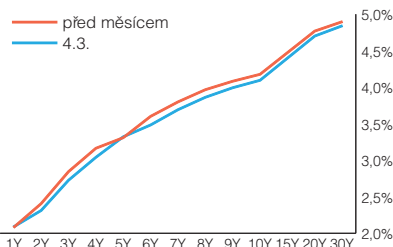
USD / EUR

Kurz eura k dolaru prošel v první polovině února obdobím posilování, v rámci kterého se kurz dostal z 1,24 až lehce přes 1,29. Euro bylo v tomto období podporováno obavami z dvojího deficitu USA. Lehce nad předchozími historickými maximy se však trend otočil a euro začalo postupně ztrácet. V obratu hrály roli obavy ze zásahu ECB, ale v průběhu času se stále silněji projevovaly technické motivy, především zavírání pozic zaměřených na oslabení dolaru přes 1,30. Spekulanti přestávali věřit, že se kurz eura k dolaru v blízké budoucnosti dostane nad tuto kriticky důležitou psychologickou úroveň a raději realizovali zisky. Ke konci února bylo oslabování eura podpořeno silnými spekulacemi na snížení úrokových sazeb ECB a také psychologickým vlivem zhroutení tlaku na posilování jenu vůči dolaru.

V měsíčním horizontu lze očekávat nejprve další posílení dolaru k euru. Kurz by se mohl dočasně dostat až pod 1,20. Lze však očekávat, že ještě v průběhu března dojde k dalšímu zvratu a dolar začne opět oslabovat. Na výkyvech kurzu eura k dolaru mají s velkou pravděpodobností značný podíl spekulativní pozice využívající výkyvy v reálných peněžních tocích. Vývoj kurzu tak mohou nepřiměřeně silně ovlivňovat i relativně málo významné zprávy a změny nálady. Ze základních fundamentálních faktorů by v měsíčním horizontu měl mít největší vliv deficit amerického běžného účtu.

Kurz eura k dolaru se v několika nejbližších měsících bude pravděpodobně nadále pohybovat ve velmi širokém rozmezí 1,15 až 1,35 bez jednoznačného dlouhodobého trendu. Střednědobé a krátkodobé trendy bude určovat křehká rovnováha mezi fundamentálními faktory (především půjde o vývoj americké obchodní bilance na jedné straně a růstový diferenciál mezi USA a EMU na druhé straně), roli může hrát

Německá výnosová křivka



Vývoj v březnu silně ovlivní zasedání ECB

Střednědobě bude pro vývoj na dluhopisovém trhu rozhodující chování ECB a vývoj na americkém trhu

Kurz eura k dolaru prošel v únoru zvratem od posilování k oslabování

Kurz USD / EUR



V březnu lze očekávat další zvrat

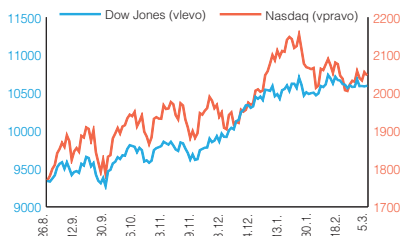
V horizontu několika měsíců lze očekávat pokračování rozsáhlých výkyvů kurzu

i očekávání vývoje úrokových sazeb ECB a Fedu) a spekulativní nálady. Pokud si USA zachovají silný růst HDP a pokud se zároveň v EMU bude negativně projevovat síla eura, měla by postupně začít převažovat tendence k silnějšímu dolaru. Situaci může navíc komplikovat i průběh americké předvolební kampaně a nečekané šoky typu teroristických útoků.

Akciové trhy

Zatím bez trendu

Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



V minulé měsíční zprávě jsme předpověděli, že index amerického trhu S&P500 od poloviny prosince do konce ledna prudce zrychlil a že se proto úroveň 1150 jeví pro tento index jako silná hranice odporu. Současně jsme předpokládali, že trh bude lehce korigovat to menší přestřelení, ke kterému na konci minulého a počátkem letošního roku došlo. Měli jsme ale pravdu pouze z poloviny. Úroveň 1150 bodů se sice stala silnou hranicí odporu, trh ale celkově pouze stagnoval a nikoliv korigoval. Posledním motivem pro růst cen akcií, který se prozatím zastavil někdy okolo 26. ledna, byly opět velmi úspěšné firemní výsledky za 4Q. Hlavní problém akciového trhu je ale stejný, jako byl minulý měsíc: Co by mělo být dalším stimulem pro to, aby ceny akcií dále rostly?

VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	27.2.	30.1.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 144.9	1 131.1	1.2%	8.2%	36.1%	3.0%
Dow Jones	10 583.9	10 488.1	0.9%	8.2%	34.1%	1.2%
Nasdaq	2 029.8	2 066.2	(1.8%)	3.5%	51.8%	1.3%
DJ Stoxx 50	2 748.5	2 696.3	1.9%	7.1%	26.9%	3.3%
FTSE 300	1007.99	981.63	2.7%	8.2%	31.3%	5.3%

Trhy v únoru nejvíc reagovaly na komentáře Fedu k úrokovým sazbám

V průběhu února trh skutečně nenašel žádné fundamentální či psychologické důvody pro další růst, ceny akcií tak pouze stagnovaly a tím vlastně korigovaly to nadměrné posílení z konce minulého a počátku nového roku. Únor je měsíc, kdy firemní výsledky za 4Q jsou již pryč a nové výsledky za 1Q jsou daleko, investoři proto ve zvýšené míře přesouvají svoji pozornost zpět na makro data a Fed. Únorová makroekonomická data ale nepřinesla žádné zvláštní překvapení, trhy tak ponejvíc reagovaly na komentáře Fedu k vývoji americké ekonomiky a úrokovým sazbám. Na svém zasedání 28. ledna Fed sice ponechal podle očekávání úrokovou sazbu beze změny, připustil ale, že v budoucnu přijde okamžik, kdy bude třeba sazby zvýšit. Tato mírná změna rétoriky vyvolala poměrně prudké reakce na finančních trzích, následkem čehož ceny akcií v ten den oslabily a šest seancí v řadě v zásadě stagnovaly. Akciím nepomohly stabilně dobrá spotřebitelská důvěra, či indexy PMI a ISM. Naopak, pouze o 1 cent lepší než očekávané výsledky významné společnosti Cisco (zveřejněné 3.2.) spíše trhy utvrdily v tom, že skutečně momentálně není žádný stimul k růstu.

Trhy zklidnil až 5. února člen rady guvernérů Fedu Ben Bernanke, když řekl, že USA si zatím mohou dovolit držet úrokovou sazbu na současné úrovni. Následně 6. února zveřejněná informace o nízkém počtu vytvořených pracovních míst (jen 112 tis., čekalo se 160 tis.) poslala ceny akcií opět vzhůru, protože bylo jasné, že slabý růst počtu pracovních míst nebude pro Fed důvodem pro brzké zvýšení úrokových sazeb. To potvrdil 11. 2. i Alan Greenspan, když řekl, že americká ekonomika obnovila růst, úrokové sazby ale nebude nutné zatím zvyšovat. Akcie v tuto dobu stagnovaly. Významnou (negativní) makroekonomickou zprávou v této době byl snad jen pokles michiganského indexu spotřebitelské důvěry a prohloubení schodku obchodní bilance. Ve zbytku měsíce akcie nejprve několik seancí v řadě oslabovaly, před koncem měsíce ale tyto mírné ztráty zase smazaly. V prvních březnových dnech opět probíhala stagnace.

Predikce firemních zisků se během února výrazněji nezměnila

K výraznějším změnám nedošlo ani pokud jde o očekávání budoucích firemních zisků. Analytici nyní očekávají, že zisky firem za 1Q budou meziročně o 14,6% vyšší. Oproti konci ledna, kdy se čekal růst o 14,0%, nejde o výraznější změnu očekávání. Naopak predikce meziročního růstu zisků firem za celý letošní rok mírně klesla ze

13,5% (na konci ledna) na 13%. P/E trhu (poměr hodnoty indexu S&P500 a očekávaných zisků firem z indexu S&P500 za rok 2004) je na úrovni 18,3, přičemž zhruba od poloviny minulého roku se toto číslo pohybuje ve velmi úzkém intervalu 17,2 - 18,5. To naznačuje, že index S&P500 poctivě kopíruje vývoj firemních zisků a trh v zásadě ani nepřestřeluje ani nepodstřeluje. Jak již jsme uvedli, mírné přestřelení v období na konci minulého a počátku letošního roku se postupně neutralizuje skrze současné období stagnace.

Index S&P500 může mít na konci roku hodnotu 1292 bodů

Trh nyní předpokládá, že všechny firmy z indexu S&P500 'vyprodukují' za celý rok 2004 zisk 62,55 dolarů na akcii a v roce 2005 zisk 70,59 dolarů na akcii. Po 13% meziročním růstu v letošním roce se tedy očekává další 13% růst zisků v roce 2005. Pokud by si index S&P500 udržel na konci letošního roku stejný poměr vůči firemním ziskům jako doposud, měla by jeho hodnota na konci roku být 1292 bodů. To odpovídá průměrnému zhodnocení zhruba 1% měsíčně, což je podle našeho názoru poměrně rozumná prognóza.

V dubnu by akcie mohly opět růst ...

Pokud jde o firemní predikce výsledků za 1Q, poměr negativních (varovných) předpovědí k pozitivním předpovědím je zatím 1,9, což je nižší číslo než historický průměr. Nicméně, před tím, než firmy prezentovali výsledky za 4Q, byl poměr negativních prognóz ku pozitivním jen 1,3, tudíž trhy mohly spekulovat, že výsledky budou výrazně lepší, než analytici očekávají. To se také potvrdilo a pro akcie to byl i jeden z hlavních důvodů pro růst okolo poloviny ledna. Výhled na firemní výsledky proto zatím zůstává pozitivní. Pokud nepřijde v průběhu března a během první poloviny dubna nějaká smršť varovných prognóz, můžeme předpokládat, že duben bude opět růstovým měsícem.

... v březnu ale budou zřejmě opět stagnovat

Nicméně pokud jde o březen, nejpravděpodobnějším scénářem zatím zůstává stagnace cen akcií. Tomuto scénáři nahrávají i poslední data z trhu práce zveřejněné 5.března. Velmi slabý růst pracovních míst je z makroekonomického pohledu významnou a současně velmi nepříznivou zprávou. Akciové trhy si ale mohou tuto klíčovou informaci vykládat dvojznačně. Velmi slabá tvorba pracovních míst (navíc slabý přírůstek 21 tis. vznikl jen ve vládním sektoru) může znervózňit trhy obavami z poklesu spotřebitelské poptávky. Na druhé straně je jisté, že Fed za této situace nebude tlačit na růst úrokových sazeb. Dopad na akciové trhy je tedy v zásadě neutrální. Akcie tím ale přišly o jeden z možných stimulů k dalšímu růstu. Dalším pro trh významným milníkem bude zasedání Fedu 16. března, po němž bude trh jistě pozorně sledovat doprovodný komentář k úrokovým sazbám. Předpokládáme, že A.Greenspan opět odsune možnost zvýšení sazeb dál do budoucnosti. To by mohlo akciím pomoci v mírném růstu. Silnější růst cen akcií ale zřejmě nelze tento měsíc očekávat.

VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	II-04	I-04	XII-03	3M	6M	12M
Informační technologie	-2.4%	3.7%	3.5%	4.7%	12.5%	43.3%
Internet	-1.2%	6.4%	7.4%	12.9%	23.0%	81.2%
Sít'ová zařízení	-5.8%	20.8%	-0.6%	13.1%	37.5%	96.7%
Výrobci počítač. techniky	-4.0%	2.3%	2.7%	0.8%	9.4%	9.4%
Pouze výrobce PC	0.6%	4.6%	-1.7%	3.5%	8.2%	60.8%
Polovodiče	-2.4%	1.2%	-4.0%	-5.1%	10.1%	68.8%
Telekomunikace	3.3%	7.1%	5.5%	16.7%	23.0%	51.6%
Bezdrát. telekomunikace	7.6%	12.9%	7.9%	31.1%	44.7%	79.3%
Biotechnologie	6.0%	5.2%	6.4%	18.6%	20.3%	70.4%
Farmacie	0.2%	1.5%	6.3%	8.1%	12.4%	19.4%
Zdravot.a kosmet. zboží	-5.6%	9.5%	6.9%	10.4%	13.3%	88.2%
Spotřebitelské služby	0.7%	2.8%	5.7%	9.5%	12.3%	20.5%
Doprava	2.0%	-0.8%	3.8%	5.1%	9.8%	43.7%
Bankovníctví	1.9%	1.8%	3.2%	7.1%	15.9%	40.8%
Finančnictví	2.5%	2.9%	4.7%	10.5%	17.8%	42.3%
Petrochemie	5.3%	0.1%	13.6%	19.9%	23.6%	39.3%
Energetika	4.6%	2.1%	13.5%	21.2%	20.0%	32.5%
Utility	1.5%	1.8%	6.4%	10.0%	15.2%	36.8%
Základní průmysl	4.9%	-4.7%	10.1%	10.0%	16.6%	46.1%

STŘEDNÍ EVROPA

Dluhopisové a peněžní trhy

Maďarsko

Fundamentální důvody pro pokles výnosů schází

Pro únor jsme počítali se stabilitou výnosů. Realita však byla jiná. Maďarský trh instrumentů s pevným výnosem zažil v únoru poměrně slušnou nákupní vlnu. Zájem byl přitom o dluhopisy prakticky všech splatností. Výnosy dluhopisů se splatností dvou až patnácti let poklesly o 5 až 32 bazických bodů, nejvýznamněji pak u kratších maturit v rozmezí čtyř až sedmi let. Zdá se, že zájem o dluhopisy byl tentokrát indukován vývojem forintů (viz níže), nikoli naopak, jak býváme zvyklí. Vypadá to, že vzduch se v Maďarsku konečně pročistil, investoři se smířili s tím, že přehnaný eurooptimismus maďarských činitelů byl opravdu zcela neoprávněný a vyrovnávají se i s tím, že makroekonomická situace je a zůstane vratká. Ke slovu se tak opět dostává klíčový „promaďarský“ argument: úrokový diferenciál. Kromě tohoto však žádné další argumenty ve prospěch Maďarska nevidíme. Naopak. Ve vzduchu stále visí hrozba vyšší než očekávané spotřebitelské inflace v tomto roce a vyššího než plánovaného schodku veřejných rozpočtů, bez ohledu na plánované úspory v rozsahu nad 150 miliard forintů. Toto riziko nakonec zohledňuje i fakt, že velmi krátké splatnosti (do 1 roku) se v průběhu února pohybovaly výnosově opačně než zbytek křivky a vzrostly o 7-16 bazických bodů. Není divu, když centrální banka při vydání poslední inflační zprávy změnila rétoriku a začala otevřeně hovořit o tom, že sazby mohou zůstat na stávající úrovni poměrně dlouho a v krajním případě není vyloučeno ani jejich zvýšení. Přes převládající optimismus na trhu zatím nevidíme fundamentální důvody pro to, aby maďarské dluhopisy cenově silily a proto se držíme konzervativní strategie stagnace výnosů.

Polsko

Maďarská kopie

Vývoj na polském trhu instrumentů s pevným výnosem byl jiný než v předchozích měsících. Růst strmosti křivky již nepokračoval a dluhopisy vzácně věrně kopírovaly vývoj v Maďarsku. Stejně jako tam totiž i v Polsku celá výnosová křivka (až na velmi krátký konec) výnosově klesla o 2 až 21 bazických bodů, nejvýrazněji pak u maturit v rozmezí čtyř až sedmi let. Velmi krátké maturity stejně jako v Maďarsku zaznamenaly mírný růst výnosů o 4 až 9 bazických bodů, což byla zjevně reakce na poměrně ostré, před inflací varující komentáře centrálních bankéřů po posledním jednání měnové rady. Na něm mimoto došlo ke zcela nečekané a překvapivé věci: polští centrální bankéři změnilí tzv. sklon (bias) měnové politiky z neutrálního na zpřísňující se (tightening), což znamená, že hrozí riziko růstu úrokových sazeb v budoucnu. To je zcela v rozporu s očekáváním trhu, který sází na sazby stabilní nebo dokonce ještě jejich mírný pokles. Z fundamentálního hlediska nevidíme důvod pro to, aby se výnosy na dluhopisovém trhu dále klesaly. Vzhledem k vývoji ve fiskální oblasti, kde Polsko téměř jistě letos čeká překročení šedesátiprocentního „maastrichtského“ stropu pro celkový veřejný dluh k HDP, vzhledem ke stále slábnoucí pozici vlády a vzhledem k ožívování inflace i hospodářského růstu počítáme pro březen s korekcí únorového vývoje a mírným růstem výnosů.

HUF / EUR

Nervózní čekání na korekci

Kurz HUF / EUR



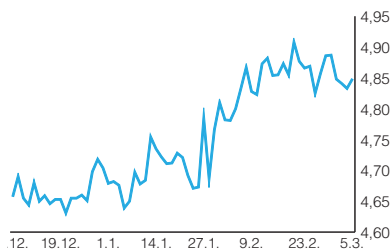
Maďarský forint se choval stejně jako maďarské dluhopisy a pokladniční poukázky – s výjimkou prvního únorového týdne posiloval. Z výchozí úrovně 264,80 k euru na začátku měsíce se sice forint nejprve posunul až na 266,90, pak ale začalo setrvalé a poměrně rychlé posilování, které maďarskou měnu do konce měsíce vyneslo až na úroveň 256,20. Připomeňme jen, že na takto silné úrovni forint nebyl od konce října 2003. Spouštěcím mechanismem posilování bylo oznámení ministerstva financí, že větší část vládního příjmu z emise eurobondů v objemu jedné miliardy eur bude konvertována přímo na trhu a nikoli skrze centrální banku. To byl po dlouhé době první pro forint pozitivní impuls, který měl v zásadě charakter intervence a forint se na této vlně „svezl“ zřejmě více než kdokoli čekal. Stejně jako v případě dluhopisů ale i pro maďarskou měnu platí, že žádné zásadní fundamentální důvody pro posilování nevidíme a předpokládáme, že březen přinese korekci únorového posílení. Základním scénářem pro nás tak zůstává stabilita forintů s postupným obratem k mírnému

oslabování ve druhé půli měsíce.

PLN / EUR

Výhled zůstává spíše negativní

Kurz PLN / EUR

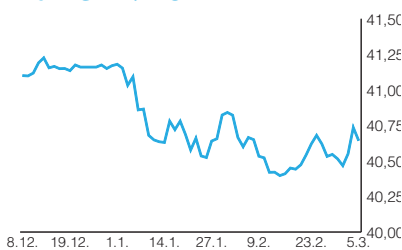


V souladu s naším očekáváním, ovšem v rozporu s očekáváním mnohých jiných analytiků, nepřešel polský zlotý stále ještě od oslabování k posilování. Dokonce i v únoru se naše predikce stagnace ukázala jako málo pesimistická. V průběhu února totiž zlotý ještě dále oslabil a z úrovně 4,79 se dostal až na hladinu 4,90, tedy na další historické minimum. Jak už jsme uvedli výše, hlavními faktory stojícími za oslabením měny jsou politická nestabilita, zcela fatální fiskální potíže kombinované s neschopností vlády je řešit a mimoto i očekávání, že oživující hospodářský růst přinese další zhoršení vnější nerovnováhy. Vzhledem k tomu, že fundamentální i politické faktory působí stejným směrem a tlačí zlotý ke stagnaci až oslabování, počítáme i pro březen s tím, že polská měna bude stagnovat či dokonce ještě mírně oslabovat.

SKK / EUR

Základní příběh se nemění

Kurz SKK / EUR



Slovenská koruna se vyvíjela v souladu s naším očekáváním jen v první polovině měsíce. V tomto období z výchozí úrovně 40,82 za euro postupně posílila až na 40,40. V polovině února však zcela náhle začala oslabovat a dostala se až na úroveň 40,65. To bylo způsobeno zejména kumulací mimoekonomických faktorů. Vládě hrozilo, že přijde o podporu ve sněmovně v případě dvou důležitých reformních zákonů (což se nakonec nestalo) a mimoto se v určitých částech Slovenska začaly objevovat nezanedbatelné sociální nepokoje. Oba tyto faktory znejistily zahraniční investory a dostaly slovenskou korunu pod tlak. Toto oslabení však považujeme spíše za krátkodobou epizodu než za signál čehokoli závažnějšího. Na začátku března potvrzená zpráva o tom, že automobilka Hyundai si vybrala Slovensko za zemi, v níž postaví novou automobilku, byla jen potvrzením očekávání většiny tržních hráčů, že Slovensko zůstává nejnadanější zemí ve středoevropském regionu. Vzhledem k očekávání slušného výsledku obchodní bilance počítáme i pro březen s mírným posílením slovenské koruny, které však může být dočasně přerušováno depreciačními epizodami, spouštěnými na politické scéně.

ČESKÁ REPUBLIKA

Politický a makroekonomický vývoj

Inflace se rychleji oživila

V lednu růst spotřebitelských cen zrychlil na 2,3% meziročně a 1,8% meziměsíčně. Polovina z meziměsíčního růstu však jde na vrub vyšších spotřebních daní u pohonných hmot, vyšší sazby DPH u telekomunikací a vyšších regulovaných cen elektřiny, zemního plynu, vodného, stočného a odvozu odpadků. O zbylý růst se postaraly potraviny, družstevní a tržní nájemné. O něco dražší byly také tuzemské zájezdy a časopisy. Sezónní výprodeje a silná konkurence v maloobchodě se stále projevuje v cenách oděvů, obuvi, elektroniky a zařízení domácností. Zatímco tyto ceny zůstanou i nadále nízké a mohou ještě poklesnout (obzvlášť dojde-li ke snížení základní sazby DPH), potraviny, cigarety, lihoviny, osobní služby, vodné, stočné apod. podraží. Se zdražením cigaret a lihovin počítáme v průběhu března a dubna. Vyšší ceny potravin, slabší koruna vůči euru a vyšší ceny výrobců vytlačí inflaci v průběhu několika měsíců nad 2,5%. Další vývoj je však velmi nejistý. Záleží na finální podobě daňových úprav a přesunu zboží a služeb mezi základní a sníženou sazbou DPH. Oživení inflace je sice rychlejší, než jsme čekali, nepředpokládáme ale, že by lednové výsledky přiměly ČNB k dřívějšímu zvýšení sazeb. Nejistota ohledně změn v DPH a dopadu na inflaci ztěžuje „jemné“ ladění měnové politiky. ČNB si proto počká na finální podobu daňových úprav a sledovat bude vývoj inflačních očekávání.

Míra nezaměstnanosti vyvrcholila na

V lednu se „registrovaná míra“ nezaměstnanosti vyšplhala na rekordních 10,8%. Naplnila se tak naše pesimistická očekávání. V lednu se k propouštění v průmyslu a slabé poptávce po pracovních silách v ostatních oborech připojily sezónní faktory (viz konec ročních pracovních kontraktů) a finanční problémy živnostníků, které mnohé z nich přivedly na úřady práce. Počet nezaměstnaných se tentokrát netýkal pouze některých úřadů práce ale všech. Situace na trhu práce zůstává i nadále napjatá. Počet volných pracovních míst je nízký. Ani očekávané oživení zahraniční

poptávky a růst průmyslové produkce bohužel trhu práce příliš nepomůže. Míra nezaměstnanosti se bude letos pořád pohybovat okolo 10%. V únoru očekáváme 10,7%-tní nezaměstnanost.

Potraviny jen tak nezlevní

Ceny průmyslových výrobců vyskočily v lednu o 0,8% meziměsíčně a 1,6% meziročně. Trh počítal s daleko pomalejším oživením (0,4% meziměsíčně). Vyplnil se tak pesimističtější scénář, se kterým jsme mimo jiné počítali. Lednový index ceny výrobců se vyšplhal na více jak dvouleté maximum. Zatímco v prosinci se ceny zvedly jen v některých průmyslových oborech, v lednu se růst opíral o daleko širší základnu. Pouze elektrické a optické přístroje a zařízení zlevnily. Motorem postupně se oživující nákladové inflace zůstávají potravinářské firmy, které ve svých cenách zohledňují několik měsíců trvající růst zemědělských cen. Zvýšení velkoobchodních cen u potravin zvýšilo PPI o celý jeden procentní bod meziročně. Druhým nejvýznamnějším faktorem lednového růstu PPI bylo zdražení elektřiny, vody a tepla pro průmyslové podniky. Ty k PPI přidaly dalších 0,33 procentního bodu. Tento „lednový efekt“ se sice v dalších měsících už opakovat nebude, ale postupně se projeví ve výrobních nákladech a potažmo i výrobních cen. O další růst cen výrobců, který nebude ale tak rychlý jako v lednu, se postará dražší ropa a ceny zemědělských výrobců, které stále šplhají nahoru.

V lednu se meziroční tempo růstu cen zemědělských výrobců vyšplhalo až na 9,2%. Tlak na růst velkoobchodních ale i maloobchodních cen potravin zesílil. Cenový růst zůstává diferencovaný. Zatímco velkoobchodní ceny masa a živočišných výrobků se po mnohaměsíčním poklesu stabilizovaly, ceny ovoce, obilovin a zeleniny rostou stále rychlejším tempem (v lednu 24% vs. v prosinci 12,4%). Spotřebitelé se proto musí připravit na další růst potravin rostlinného původu, který se snad zastaví na přelomu prvního a druhého čtvrtletí. Zdá se, že nákladová inflace se začíná probouzet k životu. K vyšší než očekávané lednové inflaci se dnes přidalo vyšší PPI. Očekávané zvýšení sazeb na „neutrální“ výši nachází v posledních inflačních číslech silnou oporu.

Živě se vyrábělo i v prosinci

V prosinci loňského roku se výrobní aktivita českého průmyslu zvýšila o 8,9% meziročně, nejvíce od července 2002. Překonána byla nejen průměrná výkonnost průmyslu za předchozí tři měsíce (5,1%), ale i průměrná očekávání trhu (6,7%). V prosinci se objem výroby zvyšoval ve všech hlavních průmyslových oborech. Na zvýšení výroby se nejvíce podílel automobilový průmysl následovaný hutnictvím. Rovněž růst tržeb za prodej průmyslových výrobků se dočkal výrazného zrychlení a to z listopadových -0,4% na 8,7%. Důvodem byly nadprůměrně vysoké tržby z přímého vývozu rafinérských produktů, plastů a elektrické energie.

Předběžné údaje o loňské průmyslové výrobě naznačují zrychlení růstu produkce z 4,8% v roce 2002 na 5,8%. Průmyslové tržby si v loňském roce připsaly 5,4% ve stálých cenách, zatímco v roce 2002 jen 3,2%. Z nejvyššího tempa růstu se těšil plastikářský a automobilový průmysl. Naopak pokles objemu výroby pracovních náročných oborů (viz textilní průmysl) se v roce 2003 ještě prohloubil. Díky zlepšující se efektivnosti výroby (mimo jiné na úkor zaměstnanosti) a prohlubující se spolupráci mezi domácími a zahraničními podniky, konkurenceschopnost domácích výrobců na zahraničních trzích vzrostla. Produktivita práce v průmyslu měřená objemem tržeb na zaměstnance se zvýšila o 8,9%. Letošní rok bude pro český průmysl i export příznivější. Vzroste zahraniční poptávka a další nové výrobní závody budou uvedeny do provozu. Dramatické zvýšení tempa růstu průmyslové výroby ale neočekáváme. Růst produkce se bude v průměru pohybovat mezi 5-6%. Konkurence na zahraničních trzích zůstane nadále velmi silná a vyloučit nelze ani jednorázové výpadky v zahraniční poptávce podobné letošnímu lednu.

Vánočními nákupy se chut' domácností utráčet vyčerpala

V prosinci se maloobchodní tržby zvýšily o 6,3%, zatímco trh v průměru očekával 5,6%. Vánoční nákupní horečka se v loňském roce zkoncentrovala do jediného měsíce - prosince, kdy domácnosti nakupovaly nejen pod vánoční stromček ale i do zásoby zboží, u kterého bylo ohlášeno zvýšení spotřebních daní (viz cigarety, alkohol, pohonné hmoty a telefonní karty). Navzdory silným prosincovým tržbám, se maloobchodníkům v posledních třech měsících loňského roku nedařilo tak dobře jako ve třetím čtvrtletí. Růst maloobchodních tržeb totiž zpomalil ze 7,6% ve 3Q/03 na 3,5% ve 4Q/03. Se zpomalením růstu prodeje se potýkali také ostatní poskytovatelé služeb jako například hoteliéři, restauratéři či telekomunikační firmy. Naopak služby podnikatelským subjektům zažily v posledním čtvrtletí boom mimo jiné díky reklamě.

Údaje ČSÚ naznačují, že 7,2%-tní růst spotřeby domácností se již ve čtvrtém čtvrtletí opakovat nebude. Přesto spotřeba domácností zůstala hlavním tahounem loňského růstu české ekonomiky. Změnu přinese až letošní rok, kdy navrhované změny v nepřímých daních donutí některé domácnosti k omezení spotřeby služeb a odložení nákupu elektroniky, zboží dlouhodobé spotřeby a dalšího nezbytného zboží do doby, než bude platit snížená základní sazba DPH. Dalším nepříznivým faktorem bude zpomalení růstu reálných příjmů na 2-3% a na české poměry vysoká nezaměstnanost. Spotřeba domácností tak pravděpodobně zpomalí ke 3%. Rovněž tržby maloobchodů porostou pomaleji než v roce 2003 (asi 3,5% meziročně).

Leden přinesl nízký schodek a nízkou dynamiku obchodu

V lednu činil schodek obchodní bilance 224 mil. Kč, tedy o celých 260 milionů méně než v lednu loňského roku. Navíc loňský schodek obchodní bilance byl zrevidován ze 71,3 mld. Kč na 69,4 mld. Kč. Trh v průměru očekával zhruba dvoumiliardový schodek. Ačkoliv letošní leden přinesl od roku 1995 nejnižší deficit, dynamika zahraničního obchodu se nevyvíjela příliš příznivě. Jak vývoz tak i dovoz v korunovém vyjádření poklesly. Export o 0,7% a import o 1% v meziročním srovnání. Ačkoliv část tohoto poklesu jde na vrub posílení koruny vůči dolaru, tempo růstu vývozu i dovozu se zpomalilo i v dolarovém vyjádření. Věříme, že se však jednalo o jednorázový výpadek. V lednu se z ČR vyváželo méně počítačů, osobních aut a zpracovatelských výrobků. Více se naopak vyvezlo průmyslového spotřebního zboží a primárních výrobků. Zatímco údaje o vývozu výpočetní techniky mohou být zkresleny vyšší srovnávací základnou, u osobních aut jde s velkou pravděpodobností o trvalejší pokles poptávky. Doufáme, že v následujících měsících se poptávka na zahraničních trzích zvýší a objem vývozu z ČR opět poroste. Zatím se struktura zahraničního obchodu nevyvíjí pro náš hospodářský růst příliš příznivě – klesá vývoz zboží s vyšší přidanou hodnotou. Na straně dovozu jsme v lednu zaznamenali pokles nejen u spotřebního zboží ale i strojního vybavení. Zatímco s nižším objemem dovozu spotřebního zboží pro letošní rok počítáme, pokles dovozu strojů a zpracovatelských výrobků by se měl v nastávajících měsících obrátit v růst. Vyšší investiční aktivita související mimo jiné i se vstupem do EU se postupně v průběhu roku projeví v bilanci našeho zahraničního obchodu. Česká ekonomika je nadále silně dovozně náročná, nebo-li růst vývozu bude za sebou táhnout dovoz. Letos by se schodek obchodní bilance mohl pohybovat jen mírně pod loňskou úroveň (69,4 mld. Kč), tedy okolo 65 mld. Kč. Letošní rok přinese snad lepší podmínky pro náš export. Dovoz spotřebního zboží zpomalí vlivem nižšího růstu spotřeby domácností. Naopak s vyšší investiční a výrobní aktivitou domácích firem poroste dovoz investičních celků a polotovarů ze zahraničí.

Deficit běžného účtu na historickém maximu

Rok 2003 byl pro běžný účet velmi nepříznivým obdobím. Podle předběžných údajů jeho schodek vzrostl z 144,5 mld. Kč v roce 2002 na 175,8 mld. Kč v roce 2003 (cca z 6,5% HDP na 7,4%). Za viníky lze právem považovat jednorázové transakce (například nákup podílu v Eurotelu či prodej podílu TelSource), výrazný odliv investičních výnosů včetně některých mimořádných dividend a propad v bilanci služeb. Došlo také ke zpomalení přílivu zahraničních investic z 8,4 mld. USD v roce 2002 (z toho cca 4 mld. Kč byly privatizační) na 3,6 mld. USD podle předběžných údajů. Zatímco v roce 2002 byl příliv FDI více než dvojnásobný ve vztahu k deficitu na běžném účtu, vloni zůstalo nepokryto 74 mld. Kč z deficitu běžného účtu. Ačkoliv jedna významná zahraniční firma stáhla svoji investici z ČR, zájem stávajících investorů o ČR zůstává silný. V roce 2003 reinvestovali cca 97 mld. Kč. S ohledem na špatnou hospodářskou situaci ve světě lze považovat necelé 4 mld. USD zahraničních investic za dobrý výsledek. Boj o investory mezi méně rozvinutými ekonomikami se vyostřuje, takže ČR musí zapracovat na své atraktivnosti, jinak bude ztrácet významné zahraniční investice. Propad přílivu „nových investic do ČR“ (přebytek finančního účtu bez reinvestovaného zisku) z více jak 100 mld. Kč na cca 50 mld. Kč objasňuje loňskou korekci koruny.

V letošním roce očekáváme mírné snížení schodku běžného účtu vlivem vyšší zahraniční poptávky, která pomůže snížit schodek obchodní bilance a zvýšit přebytek v obchodě se službami. Rovněž odliv zisků firem do zahraničí bude nižší než v roce 2003. Počítat můžeme také s prvními transfery z fondů Evropské unie. Deficit běžného účtu by měl postupně poklesnout pod 6% HDP. Předpokládáme, že přímé zahraniční investice v ČR včetně reinvestovaného zisku vzrostou na 120-150 mld. Kč. Portfoliové investice by na jedné straně mohly těžit z psychologického efektu vstupu do EU a na druhé straně trpět odlivem do zahraničí v důsledku rozšíření investičních možností domácích penzijních fondů a nízkým výnosům na českém finančním trhu. Očekávaný růst úrokových sazeb v ČR by přece jen mohl odliv portfoliových investic

zpomalit. Opačně budou reagovat ostatní investice, především pak krátkodobé půjčky, které porostou. Příliv prostředků do ČR v letošním roce pravděpodobně pokryje očekávaný deficit běžného účtu. 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 trpělivě vyčkává

Stejně jako v lednu se bankovní rada ČNB rozhodla na svém únorovém zasedání ponechat sazby beze změny. Ani tentokrát se o jiném návrhu ani nehlasovalo. Představitelé centrální banky znovu připomněli, že úroková politika nebude reagovat na přímé cenové dopady změn DPH (odhadované centrální bankou na 0,3 procentních bodů) ale na ty dodatečné, vedlejší efekty. Pokud by květnová či červnová inflační čísla naznačila rychlejší růst cen, než by odpovídalo změně DPH, ČNB by to zcela jistě považovala za signál nutného růstu sazeb. Zatím vyčkává a sleduje rizika, která již nyní jsou prý lehce na straně inflace. Národní bankou očekávané zrychlení růstu ekonomiky v roce 2005 nad potenciál dává tušit, že se v predikcích ČNB počítá s oživením poptávkových inflačních tlaků v době, která není příliš vzdálena od období nejučinnější transmise. Mírné oživení inflace v letošním roce, vyšší inflační očekávání (vlivem ohlášeného růstu spotřebních daní a regulovaného nájemného) a slabší koruna jsou předzvěstí růstu intervenční sazby ČNB a to v červenci o 25 bazických bodů a v průběhu 2H/04 o dalších 25 bazických bodů na 2,5% ke konci roku. S růstem sazeb mimo jiné počítá i nepodmíněná prognóza ČNB. Zdá se, že 1,5letý cyklus snižování sazeb je za námi a že repo sazba se začne přibližovat k „neutrální“ úrovni. Očekávané zpřísnění měnové politiky může odvrátit snížení sazeb Evropskou centrální bankou, které by ale muselo vyvolat rychlé a výrazné posílení koruny, nebo neočekávané zpomalení inflace a pokles inflačních očekávání.

Vklady domácností překročily 950 tisíc, úvěry 240 tisíc

Podle údajů o peněžní zásobě, domácnosti ke konci roku 2003 měly na bankovních účtech uloženo 958,9 mld. Kč, o 4,45% více než v předchozím roce. Zároveň bankovním ústavům dlužily ve formě úvěrů 241,3 mld. Kč, o téměř 32% více než v roce 2002. Jak růst úvěrů domácnostem tak i růst bankovních vkladů pokračoval i v lednu. Déle než rok však dochází ke změně struktury vkladů. Termínované vklady klesají, zatímco objem běžných vkladů roste. Nízké sazby odrazují od dlouhodobých vkladů, zatímco probouzí zájem o půjčky. Lednový údaj o růstu úvěrů domácnostem potvrzuje neutuchající zájem o úvěry. Podíl úvěrů na disponibilním důchodu českých domácností, který v roce 2003 vzrostl ze 14% na 18%, zůstává nadále velmi vzdálen běžným úrovním v EMU (okolo 70% disponibilního důchodu). V loňském roce se pokles objemu úvěrů podnikům zastavil a začal díky zvyšujícímu se počtu a objemu nových úvěrů i nepatrně růst. Vyšší investiční aktivita a nízké sazby budou nadále podporovat poptávku po úvěrech podniků.

Spotřební daně plní státní pokladnu, ne však na věky...

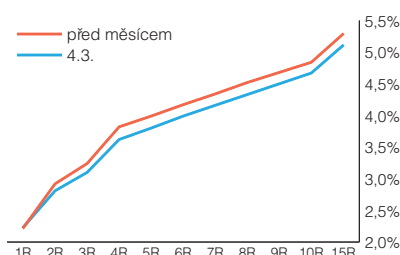
V únoru se hospodaření státu vrátilo do zaběhnutých kolejí, když státní výdaje převýšily příjmy o 10,2 mld. Kč. Za deficitem státní poklady se skrývá nižší výběr daní nejenom daně z příjmu právnických osob, které jsou ovlivněny platebním kalendářem, ale i daně z příjmů fyzických osob, poplatků, majetkových daní a DPH. Jedinou daní, která do státního rozpočtu přináší více peněz, než se čekalo je daň spotřební. Zvýšení této daně od ledna letošního roku vyvolalo ke konci roku nákupní a zásobovací horečku. Ruku v ruce s doplňováním skladů se plní státní pokladna. To však nebude trvat věčně a příjmy ze spotřební daně se ustálí. Kromě tohoto navrhované změny DPH oberou státní pokladnu o zhruba 4 mld. Kč. Pomalejší růst spotřeby domácností se již brzy začne projevovat v inkasu nepřímých daní. Výdaje státní kasy se až na neinvestiční transfery a sociální dávky vyvíjí zatím příznivě, jak je ale obvyklé na začátku každého roku. Rostoucí počet záznamů na úřadech práce a stále vyšší počet dlouhodobě nezaměstnaných zvyšuje nároky na sociální dávky. Hlavními riziky letošního státního rozpočtu schváleného s deficitem ve výši 115 mld. Kč je nižší spotřeba domácností projevující se v nižším výběru nepřímých daní, vyšší nezaměstnanost a dodatečné výdaje státu spojené se vstupem do EU.

Dluhopisové a peněžní trhy

V únoru se výnosy českých dluhopisů pohybovaly v úzkém rozmezí

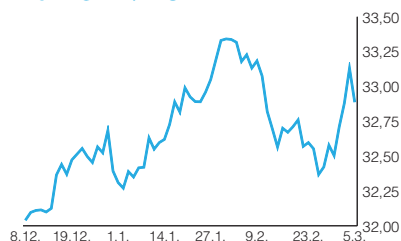
Výnosy českých dluhopisů v průběhu února prakticky stagnovaly. Vůči německým bundům tak došlo k mírnému rozšíření spreadu. Z domácích faktorů trh nejvíce ovlivňoval růst inflace související především s úpravami daní. Dalším faktorem, který tlumil tendenci k poklesu výnosů byl vysoký objem emisí státních dluhopisů v letošním roce. Vliv tohoto faktoru byl naopak částečně zeslabován stále určitějšími náznaky

Česká výnosová křivka



Střednědobě může trh ovlivnit vydání českého eurobondu

Kurz CZK / EUR



V březnu by koruna měla zůstat pod převažujícím vlivem krátkodobých spekulací

Index PX 50



vydání prvního českého eurobondu. Na přelomu února a března se tyto náznaky potvrdily, když ministerstvo financí ohlásilo prakticky jisté schválení emise v objemu 1 mld EUR. Podobně jako jinde ve světě bylo i v ČR obchodování v průběhu února velmi klidné.

V březnu by měly české dluhopisy zůstat v závěsu vývoje na evropských trzích. Z domácích faktorů by je potenciálně mohly ovlivnit další upřesňující zprávy o českém eurobondu, vývoj na politické scéně a prudší pohyby koruny. Žádný z těchto faktorů by však neměl mít významnější dlouhodobý vliv. Stejně jako ve světě hrozí i v ČR prudký růst výnosů pokud by trhy došly k názoru, že se přiblížil čas podstatnějšího růstu úrokových sazeb. Naopak k mírnému poklesu výnosů by vedly spekulace na snížení sazeb ECB. Spread k německým bundům by se měl pohybovat na dosavadních úrovních. Blížící se emise eurobondu by mohla vést k jeho mírnému zúžení, naopak silné spekulace na snížení sazeb ECB by vzhledem k očekávanému odlišnému vývoji v ČR mohly vést k jeho mírnému rozšíření.

Faktory ovlivňující vývoj v horizontu několika měsíců by se neměly významněji lišit od faktorů krátkodobých. Nepředpokládáme, že by trh byl významněji ovlivněn vstupem do EU. K vydání eurobondu by mělo dojít do pololetí a v období jeho vydání může dojít k lehkému snížení spreadu k evropským dluhopisům. Vývoj na českém dluhopisovém trhu bude nadále dominantně ovlivňován zahraničím a tedy především očekáváními týkajícími se změn měnové politiky ECB a Fedu.

Devizový trh

Na začátku února náhle skončil tlak proti koruně, který začal na přelomu roku. Závěrečné spekulativní pozice vedlo k rychlému posílení koruny až na 32,30, zde však došlo k dalšímu prudkému zvratu a na začátku března už koruna opět oslabovala. V posledních měsících je vývoj koruny především pod vlivem krátkodobých a spekulativních faktorů. Zahraniční banky a fondy ji využívají jako zdroj financování svých pozic v měnách dalších středoevropských států (slovenské koruny, maarského forintu a polského zlotého) a proto je vývoj jejího kurzu více než obvykle ovlivňován také děním v regionu.

Spekulativní pozice a krátkodobé toky portfoliových investic budou kurz výrazně ovlivňovat i v březnu. Dají se proto očekávat krátkodobé prudké trendy v rozmezí 32,0 až 33,50. Vývoj kurzu koruny mohou ovlivnit také případné prudší výkyvy kurzu eura k dolaru a prudší pohyby regionálních měn. Z fundamentálních faktorů bude nejdůležitější vývoj platební bilance. V relativně krátkém horizontu jednoho měsíce však mohou zveřejňované údaje (obchodní bilance a bilance běžného účtu) pouze omezeně ovlivnit náladu trhu, ne určit převažující trend. Důležité bude, zda se potvrdí očekávání, že oživení v Evropě a uvádění zahraničních investic do provozu povedou k vyššímu růstu vývozu než dovozu a tedy ke zlepšování zahraničněobchodní rovnováhy. Fundamentální faktory proto ovlivní kurz koruny až v horizontu měsíců. Setrváváme u názoru, že v dlouhodobém horizontu bude trend koruny určen konvergencí české ekonomiky k průměrné úrovni EU, což povede k postupnému mírnému posilování jejího kurzu k euru.

Český akciový trh

Blížící se vstup ČR do Evropské unie žene ceny akcií vzhůru

Zřejmě blíží se termín vstupu středoevropských zemí do Evropské unie zvyšuje zájem zahraničních investorů o tento region, což má za následek silný růst cen akcií. Nejenom český index PX50, ale i maarský Bux, polský WIG20 či slovenský Sax v posledních týdnech prudce posilují. Tento trend není zásadním překvapením a v minulé měsíční zprávě jsme ho správně předpokládali. Překvapením může být pouze razance, s jakou ceny některých titulů rostou. Samotný index se ocitl na nejvyšší úrovni za posledních zhruba 10 let. Podobně jsou na tom akcie ČEZ, Komerční banky, Philip Morris CR nebo Erste Bank.

Růstový trend trvá v zásadě již od počátku válečných operací v Iráku, tj. od března 2003. Tady středoevropské akcie kopírují světové akciové trhy. Růst se ale výrazně zrychlil zhruba od poloviny prosince. Za tuto dobu (tj. dva a půl měsíce) index PX50 vyskočil bezmála o 27%, pouze v letošním roce růst činí 17,8%. Nejvíce ziskovými

tituly byly v lednu bankovní akcie. Zbytek trhu rostl podstatně méně, zatímco telekomunikace dokonce mírně oslabovaly. V únoru se růst již týkal celého trhu s jedinou výjimkou a tou je akcie Unipetrolu, která kvůli nejistotě ohledně nadcházející privatizace oslabovala.

Spekulanti tlačí vzhůru České radiokomunikace ...

Únorovými rekordmanky byly tentokrát České radiokomunikace a ČEZ, obě akcie ale rostly ze zcela rozdílných důvodů. České radiokomunikace jsou ze všech sedmi spadových titulů pražské burzy nejméně likvidní akcií, u které hlavní obrat tvoří především domácí spekulanti. Tyto akcie prudce stouply v období mezi 9. a 11. únorem, tj. v době, kdy nabylo právní moci rozhodnutí Komise pro cenné papíry o definitivním zamítnutí nabídky Bivideonu na odkup akcií menšinových akcionářů Českých radiokomunikací za cenu 245 Kč / akcii. Nesouhlasný verdikt je samozřejmě povzbuzením pro současné menšinové akcionáře, kteří nabídku Bivideonu považovali za příliš nízkou. Na rozdíl od Českých radiokomunikací v poslední době velmi zesílila zahraniční i domácí poptávka po akciích ČEZu, které tak ve velmi krátké době stouply na hodnotu, kterou mnozí analytici považovali za roční cílovou cenu. Růst ČEZu je ale podle našeho názoru zasloužený a očekávaný. Během února ČEZ potvrdil mimořádné výsledky za minulý rok, navíc do čela společnosti dosadil jednoho z nejlepších domácích manažerů. Podmínky hospodaření pro letošní rok zůstávají velmi příznivé (růst cen elektřiny, růst domácí poptávky po elektřině, růst podílu na domácím trhu), ČEZ přitom stále zůstává vůči konkurenci podhodnocený.

... ČEZ má nového generálního ředitele ...

... vyšší než očekávaný zisk za minulý rok pomohl k růstu Komerční bance ...

Dvojciferného růstu se v únoru dočkaly ale také akcie Českého Telecomu a Komerční banky. Komerční banka dohání to, co zameškala minulý rok, kdy byla nejméně rostoucím titulem pražské burzy. Akcie také profitovala z nákupního doporučení, které na její akcie vydala koncem ledna významná americká investiční banka. Trh navíc spekoval na silné výsledky za minulý rok, což se potvrdilo a akcie proto koncem měsíce ještě dále posilovala. Otázkou je, zdali cena okolo 3000 Kč není již mírně nadhodnocená. Český Telecom je zcela odlišný případ. Akcii v silnějším růstu loni zabrzdlily výplata dividendy 57,50 Kč / akcii a výprodej nejprve 6,5% a později 27% podílu společnostmi KPN a Telsource. Mohutná obměna akcionářské struktury měla samozřejmě negativní dopad na obchodování během loňského podzimu a na počátku zimy. Postupně ale tlak na vybírání krátkodobých zisků klesá, přičemž nákupní poptávka je stabilní. To posouvá akcii zpět k úrovni okolo 330 Kč, kde se obchodovala již počátkem září 2003 těsně před oznámením Telsource o chystaném prodeji 27% akcií. Tento vývoj je logický a v minulé měsíční zprávě jsme ho předvíдали.

... předchozí ztráty dohání i Český Telecom

VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	27.2.	30.1.	1M	3M	12M	2004
PX 50	774.3	691.9	11.9%	24.1%	63.9%	17.5%
PX-D	1917.2	1726.9	11.0%	24.0%	61.0%	16.7%
Český Telecom	328.50	288.30	13.9%	25.0%	22.3%	12.8%
Č. radiokomunikace	406.10	340.80	19.2%	19.2%	113.2%	17.7%
ČEZ	178.89	150.20	19.1%	32.0%	93.2%	22.8%
Unipetrol	65.64	68.20	(3.8%)	4.1%	63.5%	(1.2%)
Komerční banka	2 921	2 611	11.9%	27.5%	38.7%	20.8%
Erste Bank	3 680	3 484	5.6%	19.8%	86.1%	15.3%
Philip Morris ČR	17 905	16 065	11.5%	24.8%	62.7%	13.8%

	únor 2004		leden 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Český Telecom	13.46	31.2	10.11	33.8
Komerční banka	13.04	30.3	8.05	26.9
ČEZ	9.06	21.0	5.53	18.5
Philip Morris ČR	2.38	5.5	1.54	5.1
Erste Bank	2.32	5.4	2.65	8.9
Unipetrol	1.80	4.2	1.53	5.1
České radiokomunikace	0.93	2.2	0.50	1.7

Rekordní objemy obchodů

Aktivita na trhu byla během února rekordně silná. Objemy obchodů stouply z lednových 29,9 mld. Kč na 43,1 mld. Kč. Stejně jako v lednu i tento měsíc bylo nejvíce obchodů realizováno s akciemi Českého Telecomu, mimořádně ale vzrostly také obchody s akciemi Komerční banky, která drží těsné druhé místo. Denní průměr obchodů stoupl z lednových 1,5 mld. Kč na 2,15 mld. Kč.



Dostane se akcie Telecomu až na 400 Kč?

I přes loňskou ztrátu akcie Českého Telecomu zřejmě dál poroste

Akcie Českého Telecomu bude tento měsíc zřejmě jednou z nejvíce ziskových titulů trhu SPAD pražské burzy. Důvody jsou zřejmé. Podobně jako zahraniční akciové trhy rostou české akcie od 11.3. 2003, kdy kulminovaly obavy z iráckého konfliktu a akcie se propadly na své dno. S vědomím nevyhnutelnosti válečného konfliktu (což se za pár dní potvrdilo) akcie začaly od 12.3. 2003 růst a tento trend trvá s několika přestávkami dodnes. Pokud tedy za počátek současného prudce rostoucího trendu bereme datum 11.3.2003, index trhu SPAD PX-D do 4.3.2004 posílil o 71%. Akcie Telecomu ale zhodnotily jen o 25%. Pokud bychom cenu upravili o vyplacenou dividendu 57,50 Kč / akcii, dostaneme se k číslu +46%, což je ale stále výrazně méně než růst indexu PX-D.

Jedním z důvodů horší výkonnosti akcií Telecomu oproti indexu PX-D by sice mohly být zhoršující se hospodářské výsledky společnosti, hlavním důvodem je ale podle našeho názoru výprodej nejprve 6,5% a později 27% podílu bývalými akcionáři KPN a Telsource. Předpokládáme, že nákup 49% akcií Eurotelu v loňském roce byl pro Telecom neutrální aktivitou, tzn. že růst konsolidovaného zisku bude adekvátně kompenzován růstem dluhu společnosti. Nemáme potom důvod se domnívat, že růst celého akciového trhu, který je v posledních týdnech tažen blížícím se vstupem země do Evropské unie a z toho vyplývajícím zvýšeným zájmem investorů o středoevropský region, by se měl akciím Českého Telecomu vyhnout. Pokud by tedy akcie společnosti měly od března 2003 růst stejně jako index PX-D, měly by dnes mít hodnotu (po odečtení dividendy) zhruba 405 Kč. Ani rozprodej nejprve 6,5% a později 27% akcií společnosti by neměl dlouhodobě cenu akcie blokovat na nějaké nižší ceně. Otázkou je pouze, jak dlouho budou krátkodobí spekulanti, kteří kupovali akcie Telecomu od Telsource loni na počátku prosince za 255 Kč s cílem rychle vydělat a akcie opět rychle prodat, tyto akcie vrhat na trh. Zdá se nám, že tento proces v současné době slábne, tzn. že pomalu vysychá nabídka těchto akcií, přičemž poptávka je stabilní. To by mělo v následujících týdnech hnát akcii dále vzhůru. Podle našeho názoru není nereálné, že se akcie Telecomu v dohledné době dostanou až k hranici 400 Kč za akcii. Kromě toho rozprodejem třetiny akcií společnosti se podstatným způsobem zvýšil 'free float' a tím i oblíbenost tohoto titulu pro zahraniční investory.

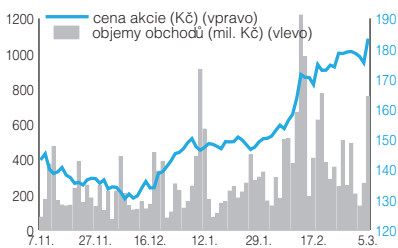
Akciím ztráta za loňský rok jinak neuškodila

V minulé měsíční zprávě jsme měli mírnou obavu z toho, že trh nepřijme pozitivně ohlášený jednorázový odpis aktiv a z toho vyplývající ztrátu za loňský rok. Ukázalo se ale, že management společnosti zvládl tento rizikový faktor po mediální stránce velmi dobře. Nejenom že akcie na ztrátu nijak negativně nereagovaly, ale naopak po zveřejnění výsledků výrazně posílily. Samotné výsledky za minulý rok nebudeme na tomto místě komentovat, kratší komentář je uveden v kapitole Přehled zpráv z akciového trhu. Podstatný je fakt, že po odečtení všech mimořádných vlivů byly výsledky za loňský rok v zásadě podle očekávání. Telecom po všech změnách, které prodělal loňský rok, zůstává kvalitním ziskovým titulem, který bude navíc letos konsolidovat ze 100% svoji vysoce ziskovou dceřinou společnost Eurotel, čímž se letos opět zvýší jeho účetní konsolidovaná ziskovost. Pro investory je také důležité, že Telecom má přes loňskou ztrátu snahu vyplatit dividendu. Výše dividendy je zatím otevřená. Pokud bychom od ztráty odečetli pouze onen mimořádný odpis aktiv ve výši 9,9 mld. Kč, zisk na akcii by byl 25,10 Kč a dividendu v intervalu 12,60 - 17,60 Kč, což je výrazně více, než analytici v průměru očekávají (5,70 až 10,40 Kč). Pokud bychom uvedenou ztrátu upravili o mimořádný odpis aktiv a také o mimořádný vliv vratky odložené daně ve výši 4,9 mld. Kč, zisk na akcii by byl 9,90 Kč a dividendu 5 až 7 Kč, což je naopak pod očekáváním trhu.

Kdy vydá ČTÚ verdikt k regulovaným tarifům?

Pokud trend růstu českých akcií vydrží a my se domníváme, že přinejmenším do 1. května je to pravděpodobné, Telecom by měl sledovat trend, přičemž růst ceny jeho akcií může být silnější než růst celého trhu. Z událostí, které mohou kurz akcie tento měsíc ovlivnit, bude jedním z nejvíce důležitých verdikt ČTÚ k regulovaným tarifům, který regulátor do dnešního dne nevydal.

ČEZ



Koupě bulharských distribuček má zřejmě strategicky větší význam než akvizice Slovenských elektráren

Nečekáme výplatu mimořádné dividendy

Letošní výpadek exportu bohatě nahradí zvýšené prodeje doma

ČEZ může ještě dál posilovat

ČEZ tahounem růstu pražské burzy

Pro ČEZ zřejmě nejdůležitější zprávou minulého měsíce je ukončení výběru generálního ředitele a nástup Martina Romana ze Škody Holding na post předsedy představenstva a od dubna také na místo generálního ředitele. Je důležité, že skončilo čtyřměsíční období nejistot a provizoria a ČEZ má opět v čele manažersky silnou osobnost. Bude zvolení Martina Romana do čela společnosti znamenat nějaký zásadní obrat pro skupinu ČEZ?

Domníváme se, že alespoň v nejbližší budoucnosti ne. Řada nadcházejících úkolů, které musí Roman začít urychleně řešit, je předem daná. Nejbližšími jsou privatizace Slovenských elektráren a bulharských distribučních společností. Na koupi Slovenských elektráren jsou přitom mezi manažery ČEZ rozdílné názory. Obrovská zadluženost slovenského výrobce elektřiny může být překážkou pro to, aby ČEZ za jeho 66% podíl nabídl vyšší cenu než 1 Kč. Pokud bude skutečně více zájemců ochotných koupit i slovenské jaderné elektrárny, ČEZ zřejmě nebude favoritem tohoto tendru, protože nečekáme, že jeho cenová nabídka bude konkurenceschopná. Je sice snadné vyčíslit možné synergické efekty z propojení české a slovenské výrobní základny, ani zdaleka ale není jasné, jaké záruky poskytne slovenský stát na další provoz jaderných elektráren a jak se bude řešit vysoká zadluženost podniku. Jako nadějnější se jeví nákup distribučních společností v Bulharsku. ČEZ sám tvrdí, že jde o pokus proniknout na Balkán, v tomto prostoru se uchytit a do budoucna dále zvýšit akviziční činnost v tomto slibném regionu. Kromě Balkánu ČEZ láká především energeticky poddimenzované Turecko, které se díky svému překotnému rozvoji nabízí jako velmi zajímavá investiční příležitost. Jasnými kroky jsou i nutný prodej zbývajících 34% ČEPS a PRE a po vstupu do EU také boj o udržení většinového podílu v SČE.

Příchodem nového generálního ředitele se velmi pravděpodobně nezmění ani střednědobé strategické cíle společnosti, tj. reorganizace holdingu po koupi distribučních společností, změna společnosti z výrobní na obchodně-výrobní, aktivní akviziční politika nebo příprava obnovy výrobních zdrojů. Právě akviziční politika společnosti bude pro nového generálního ředitele zřejmě jedním z nejdůležitějších úkolů. Jak neopomněl zdůraznit při prezentaci pro analytiku 27. února, ČEZ je zřejmě jedinou českou společností, která je schopna vhodnou akviziční politikou stát se silnou nadnárodní společností s působností v celém regionu střední a východní Evropy. Protože přesně totéž prosazoval i bývalý ředitel Míl, máme za to, že i nový generální ředitel brzy narazí na mírně rozdílné představy některých ministrů, kteří by raději upřednostnili výplatu zvýšené dividendy před expanzí do zahraničí. I v této otázce ale panuje mezi ministry rozpor. Zatímco ministr financí by dal jistě přednost výplatě větší dividendy a prodeji 16% akcií firmy na burze, ministr průmyslu je přeci jenom více nakloněn částečné expanzi firmy, výplatě přiměřené dividendy a ponechání celých 67,6% akcií v držení vlády. Naštěstí se zdá, že v této nekonečné při zatím vítězí ministr průmyslu Urban. Urban také minulý měsíc řekl, že ČEZ vyplatí na dividendě jen 20% zisku. To je při zisku 13,9 mld. Kč jen 4,70 Kč / akcii oproti 4,50 Kč vyplácených loni. Trh přitom čeká výrazně vyšší dividendu - přinejmenším 7 až 12 Kč, někteří ale doufají i ve výplatu mimořádné dividendy. Podle našeho názoru nakonec dojde ke kompromisu a ČEZ vyplatí 'normální' dividendu, tj. něco okolo 7 Kč / akcii. Mimořádnou dividendu neočekáváme.

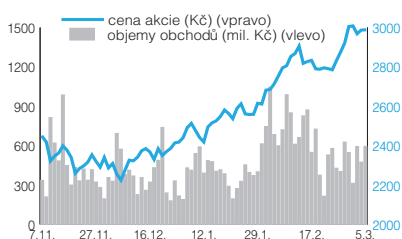
Pokud jde o obchodní plány ČEZu na letošní rok, předpokládáme, že téměř 7% růst velkoobchodní ceny elektřiny, stabilně rostoucí domácí poptávka po elektřině a růst podílu na domácím trhu umožní firmě výrazně zvýšit tržby z prodeje elektřiny v ČR a vykompenzovat tím předpokládaný cca 15% pokles objemu vyvezené elektřiny. ČEZu také v růstu tržeb pomáhají výrazně vyšší ceny exportované elektřiny u nových exportních kontraktů, které odrážejí růst cen elektřiny v zahraničí.

Náš názor na cenu akcie ČEZ je stabilní. Navzdory výraznému posílení v posledních týdnech zůstává akcie ČEZu vůči konkurenci nadále podhodnocená a tudíž má, podle našeho názoru, stále poměrně značný prostor pro růst. Jinou otázkou zůstává, zdali poslední růst nebyl přeci jenom příliš silný a tudíž zdali není akcie zralá na korekci. Máme za to, že mezi domácími investory je ČEZ velmi oblíbený a obecně se očekává, že jeho akcie bude ve střednědobém horizontu pokračovat v růstu někam k hodnotě 250 Kč. Podle našich vlastních poznatků využívá řada domácích investorů jakéhokoliv zaváhání ceny akcie ČEZ k okamžitému dokupování do svých portfolií s tím, že jen málo z nich je za současných cen ochotných uzavřít svoje pozice a vybrat zisky. Na druhou stranu blížící se vstup zemí regionu do Evropské unie přitahuje pozornost

zahraničních investorů, kteří nakupují především akcie Telecomu, Komerční banky a ČEZu. U všech těchto tří titulů také výrazně rostou objemy obchodů. Předpokládáme, že trend zatím v březnu vydrží a akcie bude pokračovat v růstu. Tradičním rizikem zůstává možnost, že by ministr financí Sobotka přeci jenom přesvědčil ostatní ministry k prodeji 16% akcií ČEZ na veřejných trzích. Tato možnost, jakkoliv se nyní jeví jako málo pravděpodobná, by měla na cenu akcie samozřejmě negativní dopad.

Celoroční výsledky vytlačily akcii Komerční banky nad 3.000 Kč

KOMERČNÍ BANKA



Výsledky za rok 2003: provozní zisk horší, čistý zisk lepší

Jak jsme v minulé měsíční zprávě očekávali, cena akcie Komerční banky pokračovala v únoru v růstu a v prvních březnových dnech dokonce dosáhla historického maxima 3.008 Kč. Akcii pomáhají v růstu pozitivní fundamentální výsledky, trvajících příliv zahraničního kapitálu, relativně atraktivní cena v porovnání se středoevropskou konkurencí a mírně také spekulace na výplatu vysoké dividendy.

27. února banka zveřejnila předběžné nekonsolidované výsledky za minulý rok podle IFRS. Banka neposkytla příliš detailní rozbor výsledků, podrobnější informace by měla být uveřejněna 31. března. I když samotný čistý zisk byl nad očekávání trhu, provozní výsledky přinesly lehké zklamání. Přesto kromě výrazně slabšího zisku z finančních operací nepřinesly celoroční výsledky nějaké větší překvapení. Podle očekávání měla na výši zisku největší pozitivní vliv redukce nákladů a rozpouštění opravných položek. Naopak hlavním negativním faktorem byl pokles čisté úrokové marže. Především rozpuštěním opravných položek v objemu 3,1 mld. Kč banka zvýšila čistý zisk o 5,7% z 8,76 mld. Kč v roce 2002 na 9,26 mld. Kč. Provozní zisk ale vzrostl jen o 3,2% na 10,16 mld. Kč, když analytici očekávali v průměru 10,7 mld. Kč. Důvodem slabších provozních výsledků byl silnější pokles výnosů a naopak nedostatečné snížení provozních nákladů. Čisté výnosy poklesly o 3,1% na 21,9 mld. Kč. Čistě úrokové výnosy se sice také snížily o 4% na 11,94 mld. Kč (důvodem je především pokles úrokové sazby ČNB v průběhu roku 2003 z 2,75% na 2,0%), ale v samotném 4Q neočekávaně stouply o 3,3%. Jednalo se o první růst od 1Q/2002. Je jistě příliš brzy hodnotit tento výsledek jako obrat v doposud klesajícím trendu, rozhodně ale jde o pozitivní signál. Příjem z čistých poplatků a provizí vzrostl podle očekávání o 4,7% na 8,7 mld. Kč. Hlavními důvody růstu je zdražení poplatků za produkty a zvýšení objemu poskytovaných spotřebitelských a hypotečních úvěrů. Naopak dramaticky (o 44%) propadl zisk z finančních operací. Ve 4Q banka totiž vykázala ztrátu 60 mil. Kč, čímž celoroční zisk z finančních operací snížila na pouhých 800 mil. Kč. Zde můžeme opět pouze spekulovat o příčinách meziročního poklesu, ale jedním z důvodů může být fakt, že banka již nepovažuje finanční operace za jednu ze svých hlavních aktivit a obecně má tendenci činnost investičního bankovníctví spíše utlumovat. Celkové provozní náklady se snížily o 8% na 11,73 mld. Kč, což bylo v souladu s celoročním trendem, překvapivý byl ale růst nákladů ve 4Q. I přes pouze mírný růst provozního zisku stoupl zisk před daní o 18%, což byl jednoznačně vliv výrazného rozpouštění opravných položek a rezerv. V porovnání s rokem 2002 banka rozpustila do výnosů více než dvojnásobek opravných položek (3,1 mld. Kč), což bylo více než trh očekával. Obecně lze těžko odhadovat, kolik opravných položek banka do výnosů rozpustí. Je pravdou, že do roku 2005 banka musí rozpustit všechny všeobecné rezervy vytvořené před rokem 2002, rozpouštění ale nemusí být v každém roce stejné. Bance se také zlepšuje kvalita jejího úvěrového portfolia, což má zase vliv na objem vytvářených opravných položek. Banka navíc do této položky účtuje také opravné položky k majetkovým účastem, a proto po prodeji dceřiných společností CAC Leasing a Reflexim banka musela rozpustit opravné položky ve výši 0,7 mld. Kč. I přes výrazný růst zisku před daní ale čistý zisk stoupl meziročně jen o 5,7%, když banka oproti roku 2002 účtovala vyšší daň z příjmu.

Akcie na rekordních hodnotách

Reakce trhu na výsledky byla velmi pozitivní, akcie dostala impuls k prolomení hranice 3.000 Kč. Nicméně pokud se hlouběji podíváme na prezentovaná čísla, náš dojem je smíšený. Na jedné straně je ziskovost stále tažena redukcí nákladů a rozpouštěním opravných položek, což je jistě proces, který nebude nafukovat zisk banky donekonečna. Na druhé straně banka zaznamenala ve 4Q mírné zlepšení základních segmentů bankovních tržeb, tj. čistých úrokových výnosů a čistých poplatků, což je povzbuzením do budoucna. Měli bychom ale být opatrní, pokud jde o provozní náklady, jejichž vývoj nebude letos příliš příznivý.

Pro březen čekáme stagnaci

Protože se akcie momentálně obchoduje na horním konci růstového trendového kanálu, očekávali bychom v tomto měsíci stagnaci ceny akcie. Jisté vybírání zisků je možné, silnější pokles ale nepředpokládáme. Hladina odporu je nyní na úrovni

3.000 Kč, zatímco hladina podpory leží na úrovni okolo 2.700 – 2.750 Kč. Je ale také možné, že psychologické faktory mohou akcii vytáhnout ještě mírně výše, než nastane očekávaná korekce. Věříme, že tato situace je výsledkem přetrvávajícího zájmu investorů o region střední Evropy před očekávaným vstupem země do Evropské unie. Částečně se ale obáváme toho, že příliv peněz po vstupu do EU ochabne, což pravděpodobně odstartuje proces vybírání zisků a korekci. Tento vývoj ale čekáme až v nadcházejících měsících. Pro březen předpokládáme stagnaci.

Přehled zpráv z akciového trhu

Český Telecom

Privatizace Telecomu bude otevřena finančním investorům

Ministr financí Bohuslav Sobotka řekl, že soutěže na koupi 51% akcií Telecomu se budou moci účastnit také finanční investoři. Sobotka řekl, že budou vítáni jak strategičtí, tak i finanční investoři, a dodal, že není pro, aby soutěž měla nějaké přísné limitující podmínky. Podobně se vyjádřil i šéf FNM Jan Juchelka. Naopak ministr informatiky Vladimír Mlynář dává přednost tomu, aby se soutěže účastnily pouze telekomunikační firmy, zatímco finanční investoři by se mohli soutěže zúčastnit pouze v konsorciích. Do konce května by vláda měla vybrat poradce při privatizaci, přičemž samotná privatizace by se měla rozběhnout ve druhé polovině letošního roku.

Deutsche Telekom nemá zájem o privatizaci Telecomu

Generální ředitel Deutsche Telekom Kai-Uwe Ricke zopakoval, že Deutsche Telekom se nebude účastnit tendru na prodej většinového balíku akcií Českého Telecomu.

11 zájemců o post poradce při privatizaci Telecomu

FNM se přihlásilo 11 firem či konsorcií s nabídkou na poradce při privatizaci Telecomu. Podle neoficiálních informací jsou mezi zájemci konsorcia Wood&Company / Merrill Lynch, Morgan Stanley / Patria Finance, Credit Suisse First Boston / Česká spořitelna, HSBC / Komerční banka, Rothschild / CAIB a dále společnosti J.P.Morgan, Citigroup, ABN Amro, Dresdner Bank a UBS. FNM by měl vítěze tendru vybrat do konce května. Do konce června se očekává, že poradce doporučí metodu privatizace společnosti. Samotný proces privatizace by měl být zahájen ve druhé polovině letošního roku a skončí počátkem roku 2005.

Telecom vykázal za loňský rok ztrátu 1,8 mld. Kč

Předběžné konsolidované výsledky podle IFRS byly ovlivněné řadou mimořádných negativních i pozitivních položek, které zkreslily výši výsledné ztráty. Po vyloučení mimořádných položek byl výsledný dojem z prezentovaných výsledků neutrální. Celkové výnosy klesly meziročně o 2,6% na 51,5 mld. Kč, tj. mírně nad očekávání trhu (50,9 mld. Kč). Provozní náklady ve výši 27,7 mld. Kč ale byly zhruba o 1 mld. Kč vyšší než konsensus, EBITDA (provozní zisk před odpisy) proto klesl o 9% na 23,8 mld. Kč, což bylo méně než analytici předpovídali. Výše provozních nákladů

ale byla ovlivněna jednorázovými nákladovými položkami souvisejícími se snižováním počtu zaměstnanců (0,6 mld. Kč) a tvorbou dodatečných rezerv odrážejících vliv regulatorních rozhodnutí (0,9 mld. Kč). Pokud bychom tyto položky neuvažovali, EBITDA by bylo vyšší, než se čekalo (25,4 mld. Kč) a marže EBITDA by zůstala na stejné výši jako v minulých čtvrtletích, tj. 49%. Hlavní nákladovou položkou ale byl odpis aktiv ve výši 9,9 mld. Kč. Telecom se rozhodl zaúčtovat tento mimořádný odpis vlivem nepříznivého regulatorního prostředí, které neumožnilo realizovat řádný výnos z investic. Díky odpisy Telecom vykázal provozní ztrátu 5,5 mld. Kč a ztrátu před zdaněním 6,8 mld. Kč. Protože management Telecomu opakovaně varoval, že bude muset odepsat část svých aktiv, trh nebyl tímto postupem překvapen. Čistá ztráta nakonec ale činila pouze 1,8 mld. Kč, když Telecom zaúčtoval úsporu daně z příjmů ve výši 4,9 mld. Kč. Úspora byla výsledkem změn v oblasti daně z příjmů, které efektivně snižují závazek firmy z odložené daně, jednorázových daňových úspor z dividend vyplacených v roce 2003 a účinku odpisu aktiv na odloženou daň. Pokud bychom výsledky upravili o všechny mimořádné položky, Telecom by vykázal EBIT ve výši 6,0 mld. Kč (-15% y/y), zisk před daní 4,7 mld. Kč (-23%) a čistý zisk zhruba 3,3 mld. Kč. Protože analytici počítali s jistou vratkou daně, očekávání trhu bylo okolo 4 mld. Kč. Výsledky proto byly v zásadě v souladu s očekáváním trhu.

I přes ztrátu Telecom vyplatí dividendu

Ještě před zveřejněním výsledků za minulý rok řekl finanční ředitel Telecomu Juraj Šedivý, že společnost vyplatí dividendu, i kdyby skončila loňský rok ve ztrátě. Telecom již dříve odsouhlasil plán výplaty dividendy ve výši 50 až 70% konsolidovaného zisku podle IFRS. Dividenda by byla vyplacena ze zisku před odečtením jednorázového odpisu aktiv. Podle průzkumu mezi analytiky, který provedla ČTK, trh očekává, že Telecom letos vyplatí dividendu mezi 5,70 až 10,40 Kč.

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

Eurotel zveřejnil 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%.

Telecom žádá ČTÚ o zvýšení měsíčních paušálních poplatků u regulovaných tarifů

V návrhu nových regulovaných tarifů na letošní rok Český Telecom požádal ČTÚ o zvýšení měsíčního paušálního poplatku u tarifu Home Standard z 285 Kč na 500 Kč (bez DPH). ČTÚ zatím o tarifech nerozhodl s tím, že čeká na další podklady z Telecomu. ČTÚ zatím povolil pouze zvýšení DPH u tarifů z 5 na 22%. Telecom loni dvakrát neúspěšně žádal ČTÚ o zvýšení měsíčních paušálních poplatků. Proto letos zavedl nové tarify s měsíčními poplatky od 347 do 707 Kč. Tři čtvrtiny domácností ale používají regulované tarify Home Standard nebo Home Mini. ČTÚ o regulovaných tarifech na letošní rok ještě nerozhodl. Podle finančního ředitele Telecomu Juraje Šedivého společnost intenzivně jedná s ČTÚ o měsíčních paušálních poplatcích u regulovaných tarifů, žádné výrazný pokrok ale zatím nebyl dosažen.

Český Telecom žádá od státu peníze za ztráty z provozu univerzální služby

Český Telecom zaslal ministru informatiky Vladimíru Mlynářovi dopis s výzvou, aby stát uhradil náklady na univerzální služby za rok 2001 ve výši 3 mld. Kč. Telecom svoji žádost údajně zdůvodnil tím, že nemohl čerpat prostředky na úhrady ztráty z provozu univerzální služby v roce 2001 z účtu univerzální služby, protože na tento účet telekomunikační společnosti nepřispívají. Podle telekomunikačního zákona by na tento účet měli přispívat všichni operátoři v závislosti

na podílu na trhu. Univerzální služba zahrnuje provoz telefonních budek, operátorských služeb nebo nerentabilních telefonních přípojek. Koncem ledna vyšlo najevo, že Telecom rovněž zažaloval ČTÚ o úhradu nákladů ve výši 4,5 mld. Kč na univerzální služby v roce 2002. ČTÚ se žalobě brání s tím, že stanovil částky, jakými by měli jednotliví operátoři na úhradu univerzální služby přispívat a nyní je po nich vymáhá. Spor se údajně také vede o rozdílné pojetí rozsahu univerzální služby v telekomunikačním zákoně a v jedné z ministerských vyhlášek. Zatímco podle zákona má Telecom nárok na úhradu v řádu miliard, podle vyhlášky jde pouze o stovky milionů korun. Mlynář včera uvedl, že nároky Telecomu jsou neoprávněné. Finanční ředitel Telecomu Juraj Šedivý následně řekl, že firma by mohla po státu požadovat dalších cca 4 mld. Kč na úhradu ztrát z provozu univerzální služby za loňský rok. Ministr informatiky Vladimír Mlynář řekl, že žádost Českého Telecomu odmítne.

Český Telecom zvažuje prodej nemovitostí

Mluvčí Telecomu Vladan Crha včera potvrdil, že společnost hledá způsob, jak zhodnotit velké množství nemovitostí, které vlastní. Jejich účetní hodnota je 11 mld. Kč, přitom tržní hodnota může být výrazně odlišná, řekl Crha. Společnost plánuje některé nemovitosti prodat a zpětně si je pronajmout formou leasingu. Proces by měl začít relativně brzy, i když společnost nestanovila žádný pevný termín.

Telecom povolil Eurotelu projekt CDMA

Ministr informatiky Vladimír Mlynář se sešel s předsedou dozorčí rady Českého Telecomu Ondřejem Felixem, aby s ním projednal plán Telecomu zastavit projekt Eurotelu týkající se poskytování rychlého internetu v analogové síti NMT. Eurotel se chystal nasadit ve své starší analogové síti NMT technologii CDMA, která by umožnila zrychlení přístupu na internet z mobilního telefonu zhruba na devítinásobek s náklady okolo 400 milionů korun. Český Telecom ale projekt zastavil s tím, že projekt se nevyplatí. Po schůzce Český Telecom uvedl, že povolí Eurotelu spustit projekt vysokorychlostního internetu CDMA.

ÚOHS udělil Telecomu pokutu 81,7 mil. Kč

Antimonopolní úřad pokutoval Český Telecom částkou 81,7 mil. Kč za zneužití dominantního postavení na trhu v letech 2001 a 2002. Firma měla porušit zákon tím, že nutila asi 3000 firem uzavřít pro ně nevýhodné smlouvy. Telecom řekl, že podá žalobu ke správnímu soudu a požádá o odklad vykonatelnosti.

eTel zažaloval Český Telecom

eTel zažaloval Český Telecom o 19,6 mil. Kč kvůli propojovacím poplatkům. Šéf firmy eTel Stefan Lagen uvedl, že Telecom v letech 2001 a 2002 poskytoval svým koncovým zákazníkům volání z pevných linek do mobilních sítí za nižší ceny, než za jaké je nabízel alternativním operátorům. eTel proto musel tuto službu dotovat.

Agentura S&P potvrdila rating Českému Telecomu

Ratingová agentura Standard & Poor's potvrdila Českému Telecomu rating "A-" pro dlouhodobé závazky a nezajištěný dluh. Agentura také uvedla, že výhled hodnocení zůstává stabilní díky solidním výsledkům v tvrdých podmínkách trhu. Český Telecom si podle agentury udržuje na provozní úrovni výkony i přes negativní vliv regulačních opatření a rostoucí konkurenci na liberalizovaném telekomunikačním trhu. Agentura však oznámila, že růst ratingu Telecomu je omezen tlakem na tržby a slabými růstovými vyhlídkami společnosti u pevných telefonních linek.

České radiokomunikace

KCP zamítla nabídku Bivideonu na odkup akcií Českých radiokomunikací

Komise pro cenné papíry uvedla, že 9. února 2004 nabylo právní moci rozhodnutí jejího prezidia, kterým bylo potvrzeno prvoinstanční rozhodnutí z 15. září 2003 o zamítnutí žádosti o souhlas s obsahem dobrovolné nabídky převzetí určené majitelům akcií Českých radiokomunikací. KCP tímto rozhodnutím zamítla rozklad, který proti prvoinstančnímu rozhodnutí podala společnost Bivideon. Bivideon 4. září 2003 navrhl menšinovým akcionářům odkup akcií za cenu 245 Kč. Komise žádost původně zamítla s tím, že připojený znalecký posudek má vážné nedostatky. Bivideon se s definitivní platností rozhodl, že nebude nabízet menšinovým akcionářům Českých radiokomunikací odkup jejich akcií, namísto toho ale zažaluje KCP. Podle Bivideonu je verdikt KCP nesprávný a v rozporu se zákonem. Firma proto pověřila advokátní kancelář, aby sestavila žaloby s cílem zrušit rozhodnutí komise a vymoci náhradu škod, které tímto rozhodnutím společnosti vznikly.

České radiokomunikace se v roce 2003 vrátily do zisku

České radiokomunikace (ČRa) zveřejnily předběžné nekonsolidované výsledky za loňský rok podle českých účetních standardů. Zatímco provozní výsledky byly mnohem horší než se očekávalo, čistý zisk mírně převyšil očekávání trhu. Kvůli tvrdé konkurenci na domácím telekomunikačním trhu poklesly tržby za

telekomunikační služby meziročně o více než 10%. Celkové tržby klesly o 8,1% na 1,975 mld. korun, což bylo výrazně pod očekávanou hladinou 2,2 miliard korun. Ačkoli se společnosti podařilo snížit provozní náklady o 22,5% (díky poklesu počtu zaměstnanců), nepostačovalo toto snížení k návratu společnosti do provozního zisku. ČRa vykázaly provozní ztrátu ve výši 57 milionů korun, opět výrazně pod tržními očekáváním zisku ve výši 20 milionů korun. Pouze díky finančnímu zisku ve výši 146 milionů korun tak společnost vykázala čistý zisk ve výši 98 milionů korun.

ČEZ

Martin Roman zvolen předsedou představenstva společnosti ČEZ

Dozorčí rada společnosti ČEZ zvolila Martina Romana, generálního ředitele Škoda Holding, členem představenstva společnosti. Současně z představenstva odvolala výkonného ředitele ČEZ pro obchod Pavla Hejkala. Pětičlenné představenstvo následně zvolilo Martina Romana za svého předsedu. S platností od 1. dubna se Roman stane také generálním ředitelem ČEZ. Místopředsedou představenstva zůstává Josef Sedlák, zbývajícími členy představenstva jsou výkonný ředitel pro strategický rozvoj a bývalý předseda představenstva Petr Vobořil, výkonný ředitel pro finance a správu David Svojtika a ředitel sekce správa majetku v úseku jaderná energetika Jiří Vágner.

ČEZ skončil loňský rok se ziskem 13,9 mld. Kč

Podle českých účetních standardů zvýšil ČEZ v loňském roce nekonsolidovaný čistý zisk o 108% na 13,9 mld. Kč. Zisk byl mírně pod očekáváním trhu, na druhé straně ale provozní výsledky byly obecně lepší, než se čekalo. Výnosy vzrostly o 9,3% meziročně na 54,5 mld. Kč díky vyšším prodejm elektřiny jak na domácím trhu tak na zahraničních trzích. Samotný prodej elektřiny se zvýšil o 11% na 52,0 mld. Kč. Na domácím trhu se ČEZu podařilo zvýšit podíl na krytí poptávky trhu z 62,4% na 65,5%, přičemž domácí poptávka přitom meziročně vzrostla o 2,1%. ČEZ navíc zvýšil vývoz elektřiny o 17% na rekordní úroveň 18,7 TWh. I přes meziroční nárůst odpisů o 22% (kvůli uvedení prvního i druhého bloku JE Temelín do provozu) se provozní zisk zvýšil o 8,6% na 8,6 mld. Kč. Finanční část výkazu zisků a ztrát přinesla ČEZu zisk 9,9 mld. Kč především díky dubnovému prodeji 66% podílu ve společnosti ČEPS, který generoval hrubý zisk 12,5 mld. Kč. Tato jednorázová položka se obecně očekávala a nebyla proto pro trh překvapením. Na rozdíl od

očekávání ale ČEZ zaúčtoval opravné položky na své finanční investice do distribučních společností, což nakonec snížilo zisk mírně pod očekávání trhu. Výsledky za rok 2003 ale v zásadě nepřinesly žádné překvapení.

ČEZ vyplatí letos na dividendě jen 20% zisku

Ministr průmyslu Milan Urban uvedl, že ČEZ letos vyplatí na dividendě jen 20% zisku, tj. cca 4,70 Kč / akcii. Loni ČEZ vyplácel 4,50 Kč / akcii. Trh přitom očekával výrazně vyšší dividendu – zhruba 7-12 Kč na akcii. Ministr průmyslu zdůvodnil nižší dividendu potřebou uchovat finanční zdroje na očekávané expanze na Slovensko a do Bulharska. Urban také uvedl, že ČEZ nebude přepřáčet Slovenské elektrárne, aby si nezhoršil svůj investiční rating. Ministr průmyslu navíc potvrdil, že prodej 16% akcií ČEZ nyní není na programu vlády, uvedl ale, že prodej preferuje především ministerstvo financí.

ČEZ si chce udržet Severočeskou energetiku

V rozhovoru s týdeníkem Euro řekl výkonný ředitel pro strategický rozvoj ČEZu Petr Vobořil, že společnost si chce udržet většinový podíl v Severočeské energetice, i když antimonopolní úřad před časem rozhodl, že tento podíl musí ČEZ do určité doby prodat. Vobořil uvedl, že ČEZ bude do poslední chvíle hledat možnosti, jak si SČE udržet.

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 tender, 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. Peter Mitka z poradenské společnosti PricewaterhouseCoopers řekl, že proces due diligence ve Slovenských elektrárnách bude zahájen počátkem března a bude trvat 2 měsíce. Závazné nabídky lze očekávat v červnu. Včetně ČEZ podalo předběžné nabídky 5 firem, přičemž tři nebo čtyři z nich jsou ochotny koupit i slovenské jaderné elektrárny.

Slovensko zvyšuje nákup elektřiny z ČR

Slovenské distribuční společnosti Stredoslovenská a Východoslovenská energetika začaly letos ve zvýšené míře nakupovat elektřinu z ČR. Společně se Západoslovenskou energetikou, která kupuje

českou elektřinu již od loňska, letos dovezou okolo 3 TWh, tj. asi 20% objemu, který vyváží ČEZ. ZSE odebírá elektřinu z ČR pro automobilku Volkswagen a nevyklučuje ani zájem automobilky PSA Peugeot Citroën. Mluvčí ČEZu uvedl, že neprodává elektřinu na Slovensko přímo a její prodej tedy zajistí jiní obchodníci.

ČEZ podal předběžnou nabídku na koupi bulharských distribučních společností

ČEZ podal předběžnou nabídku na koupi bulharských distribučních společností. Bulharsko prodává 67% podíly v sedmi distributorech elektřiny rozdělených do tří skupin podle jejich regionální polohy. Vedle ČEZ se tendru účastní německý E.ON, italský Enel, řecký Public Power a rakouský EVN. Každý zájemce může koupit pouze jednu z nabízených tří skupin. Privatizační agentura nyní nabídky zhodnotí a rozhodne, kteří zájemci postoupí do dalšího kola, ve kterém budou moci provést due diligence.

ČEZ začne po roce 2010 budovat nové uhelné bloky

Výkonný ředitel pro klasickou energetiku Pavel Klika včera uvedl, že ČEZ plánuje v letech 2010 až 2017 investovat 130 - 140 mld. Kč do výstavby nových uhelných elektráren či modernizace stávajících uhelných bloků. Konkrétní místa stavby by ČEZ rád upřesnil v příštím roce. ČEZ hodlá postavit nové bloky o výkonu 1000 MW, provoz jiných technicky zastaralých bloků bude naopak ukončen.

ČEZ uvedl do provozu druhý blok vodní elektrárny Orlik

ČEZ uvedl do provozu druhý blok vodní elektrárny Orlik poničený povodní v roce 2002. Oprava zbývajících dvou bloků o výkonu 91 MW a jednoho malého bloku vodní elektrárny Štěchovice by měla být dokončena do konce roku.

Druhý blok JE Temelín odstaven

ČEZ odstavil druhý blok v jaderné elektrárně Temelín. Důvodem plánované 70-denní odstávky je výměna čtvrtiny paliva, kontrola a revize zařízení reaktoru, bezpečnostních systémů a nejaderné části bloku.

ČEZ vydá eurobondy

ČEZ vydá eurobondy v hodnotě 200 až 400 mil. eur. Hlavními manažery emise budou BNP Paribas a Merrill Lynch. Finance jsou určeny na obecné finanční a investiční potřeby firmy.

Unipetrol

PKN Orlen chce Českou rafinérskou a Benzinu

Janusz Wisniewski, provozní ředitel polské PKN Orlen, řekl, že PKN by si v případě privatizace Unipetrolu ráda

ponechala rafinérské aktivity a prodej pohonných hmot, tzn. většinové podíly v České rafinérské a Benzině včetně její sítě 140 benzinových čerpadel. Ostatní aktivity Unipetrolu (petrochemie, výroba olejů, a hnojiv) by měla být rozdělena mezi partnery Agrofert a ConocoPhillips. Domácí Agrofert zřejmě odkoupí zbylých 50% v Agrobhemii. Se společností ConocoPhillips podepsala PKN nezávaznou dohodu ohledně spolupráce při privatizaci Unipetrolu. Proces hloubkové kontroly (due diligence) by měl skončit počátkem dubna, závazné nabídky by měly být podány kolem poloviny dubna. Vedle PKN Orlen do druhého kola postoupily i maďarský Mol a Royal Dutch/Shell.

Mol neví, zdali podá závaznou nabídku na Unipetrol

Gyoergy Mosonyi, generální ředitel maďarské společnosti Mol, řekl, že firma ještě nerozhodla, zdali podá závaznou nabídku na koupi 62,99% akcií Unipetrolu.

PKN a Mol si stěžují na proces due diligence v Unipetrolu

Polský PKN Orlen a maďarský Mol stěžují, že v rámci procesu hloubkové kontroly nedostávají adekvátní informace. Poskytované informace údajně neobsahují žádné detaily týkající se finančních či právních záležitostí a např. kontrakty na nákup ropy mají začerněné informace o cenách a platebních podmínkách. Generální ředitel Unipetrolu Pavel Švarc včera řekl, že management ještě dodá některá data s výjimkou citlivých informací, u kterých bylo předem domluveno, že nebudou zveřejněna. Zástupce generálního ředitele polské PKN Orlen Slawomir Golonka včera uvedl, že přes potíže s hloubkovou kontrolou nastal v celém procesu jistý pokrok.

KazMunaiGaz se v soutěži na Unipetrol údajně spojil se společností Shell

Kazašský KazMunaiGaz, který byl v prvním kole vyřazen z privatizace Unipetrolu, se údajně připojil ke společnosti Royal Dutch/Shell. Uvedla to agentura Dow Jones Newswires s odkazem na zdroj blízký privatizaci. Zástupci kazašské firmy byli údajně viděni, jak studují dokumenty Unipetrolu spolu se zástupci Shell. Mluvčí Shellu řekl, že jedním z možných spojenců je kazašská ropná společnost KazMunaiGaz. Definitivní rozhodnutí ještě nebylo učiněno. KazMunaiGaz potvrdil, že se spojil se společností Shell kvůli procesu due diligence Unipetrolu.

Unipetrol zveřejnil předběžné nekonsolidované výsledky za minulý rok

Celkový dojem z výsledků je smíšený. Zatímco zisk Chemopetrolu (109 mil. Kč)

a Kučuku (129 mil. Kč) byly vyšší než se čekalo a stejně tak lepší než očekávání trhu byly tržby Benziny (17,6 mld. Kč) a Parama (6,3 mld. Kč), výsledky České rafinérské (tržby: 32,5 mld. Kč, zisk 416 mil. Kč), Parama (ztráta 142 mil. Kč) a tržby Chemopetrolu (18,4 mld. Kč) byly horší než analytici předpovídali. Pouze ztráta Benziny (272 mil. Kč) byla v souladu s očekáváním. Celkově lze pozitivně hodnotit, že hlavní dceřiné společnosti (ČeR, Chemopetrol a Kaučuk) skončily v zisku, překvapující je naopak výrazná ztráta Parama, kterou trh nijak neočekával. Důvodem ztráty jsou opravné položky na společnost Koramo. Benzina, které se loni podařilo skončit s mírným ziskem, letos opět propadla do hluboké ztráty, tu ale trh očekával. Zcela mimo očekávání je potom ztráta Spolany ve výši 2,7 mld. Tu způsobila opravná položka (1,9 mld. Kč) na odstavené výrobní zařízení a nepotřebný materiál provozu lineárních alfa olefinů.

Unipetrol vykázal loni konsolidovaný zisk 148 mil. Kč

Podle českých účetních standardů zvýšil Unipetrol loni konsolidované výnosy o 14% na 68,7 mld. Kč. Provozní zisk se ztrojnásobil na 893 mil. Kč, zatímco čistý zisk klesl o 77% na 148 mil. Kč. Výsledky nejsou meziročně srovnatelné díky odlišnému konsolidačnímu celku a změně provozního režimu České rafinérské.

Komerční banka

Komerční banka loni zvedla zisk na 9,26 miliardy korun

Podle předběžných údajů vykázala Komerční banka za minulý rok nárůst čistého zisk o 5,7% na rekordních 9,26 mld. Kč. Výsledky jsou neauditované, nekonsolidované a podle mezinárodních účetních standardů. Výsledky byly více méně v souladu s očekáváním. Za výsledkem banky stojí zejména rozpuštění opravných položek a rezerv ve výši 3 mld. Kč a snížení nákladů. Celkové výnosy klesly o 3% na 21,89 mld. Čistě úrokové příjmy se snížily o 4,1% na 11,94 mld. Kč, v posledním čtvrtletí ale vzrostly o 3,3%. Příjmy z poplatků a provizí stouply o 4,7% na 8,7 mld. Kč. Zisk z finančních operací se překvapivě snížil o 44%, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí banka dokonce vykázala ztrátu. Provozní náklady klesly o 8% na 11,7 mld. korun hlavně kvůli redukci zaměstnanců. Provozní zisk vzrostl o 3,3% na 10,16 miliardy Kč, byl ale mírně pod očekáváním trhu. Bilanční suma vzrostla na 447,56 mld. korun z předchozích 439,7 miliard korun.

Moody's zvažuje zvýšení ratingu Komerční banky

Ratingová agentura Moody's uvedla, že má v úmyslu provést revizi ratingu

finanční síly Komerční banky poté, co banka zveřejnila dobré výsledky za r. 2003. Moody's neplánuje revidovat celkový rating.

Erste Bank

Erste Bank zvýší svůj podíl ve Slovenské spořitelně na 80,01%

Slovenská vláda oznámila svůj záměr prodat zbylý 10% podíl ve Slovenské spořitelně Erste Bank za 72 mil. eur. Výše kupní ceny, která byla stanovena na základě ocenění investiční banky J.P.Morgan, je zhruba dvojnásobkem hodnoty vlastního kapitálu na akci. Transakce bude vypořádána během následujících několika týdnů. Prodej se uskuteční v souladu s podmínkami put opce, jak bylo dohodnuto mezi ministerstvem financí a Erste Bank v době privatizace Slovenské spořitelny v roce 2001. Erste Bank tím zvýší svůj podíl ve Slovenské spořitelně na 80,01%. Zbývajících 19,99% drží EBRD. Erste Bank má na zbylý podíl call opci s platností od 1. ledna 2005.

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.

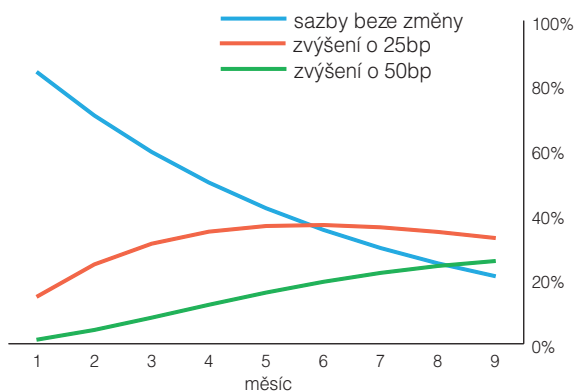
Výhled trhu zůstává neměnný

Žádné významné zprávy na domácí scéně, které by vedly ke změně postoje trhu k budoucímu vývoji sazeb, se neobjevily ani v únoru. Lednový index CPI a PPI byl sice o něco vyšší, než se očekávalo, ale ne natolik, aby změnil výhled na budoucí vývoj inflace a úrokových sazeb. Bankovní rada ČNB si zachovává vyčkávací pozici a nejméně do června, kdy květnová inflace poodhalí dopady změn DPH, nezmění ani inflační výhled. Podle slov představitelů ČNB zůstávají inflační rizika vychýlena mírně nahoru stejně jako koruna, která se pohybuje na slabší úrovni, než se kterou počítá makroekonomická predikce ČNB. Trh nadále předpokládá, že úrokové sazby v ČR se s téměř 40%-tní pravděpodobností zvýší v červenci tohoto roku o čtvrtprocentního bodu na 2,25%. Pravděpodobnost, že by sazby zůstaly na 2% klesá ze současných 80% na 20% ke konci roku. Trh nevylučuje ani možnost, že by sazby rostly rychleji na 2,5%. FRA křivka se sice během února posunula směrem dolů, ale rozsah tohoto pohybu byl velmi nepatrný, nic neměnicí na úrokovém výhledu.

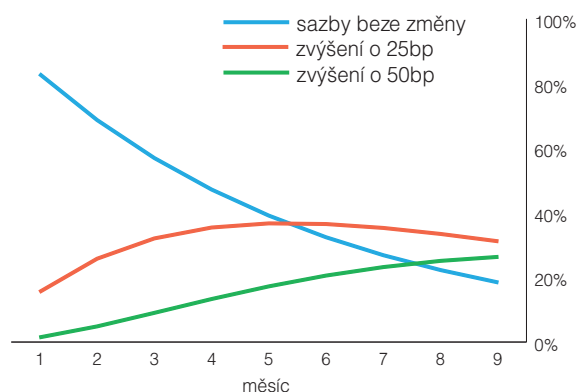
Trh obezřetně váží možná rizika vývoje

Současnému postoji trhu k budoucímu vývoji sazeb nelze nic vytknout. Základní scénáře vývoje sazeb jsou v FRA sazbách vyváženě zakomponovány. Mnoho otázek visících nad květnovým a pozdějším vývojem inflace brání trhu vsadit na jednu kartu. Ve hře tak zůstávají nadále nejméně tři scénáře. Ten čtvrtý, počítající ještě s poklesem sazeb zůstává mimo hlavní proud. S nečekaným a zatím málo pravděpodobným zpomalením české inflace, poklesem sazeb v EMU a následným rychlým posílením koruny by tento scénář nabyl na významu. Přesto by i za těchto podmínek zůstal podle našeho názoru scénář stability sazeb nejpravděpodobnější. S náznaky inflačního oživení v ČR a s obratem ve vývoji výnosů na hlavních světových trzích se může naopak zvýšit šance na růst sazeb v ČR.

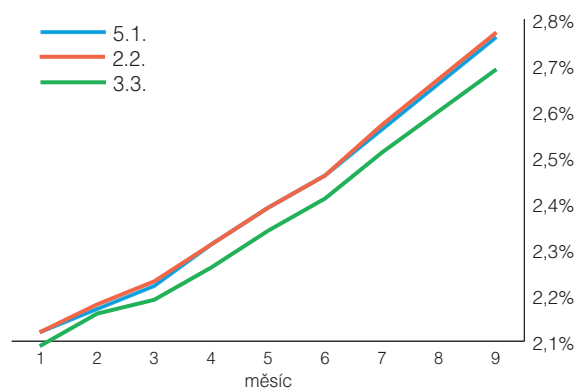
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - březen 2004



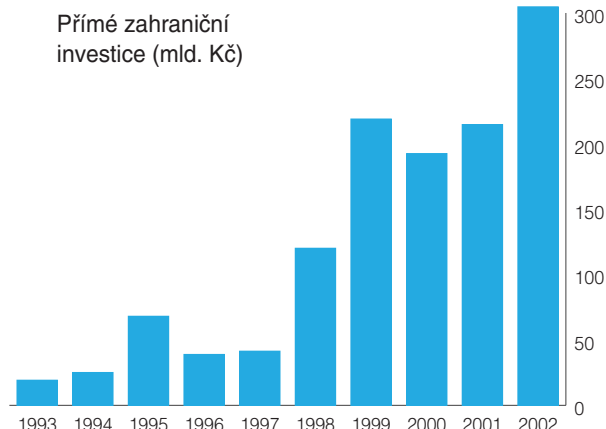
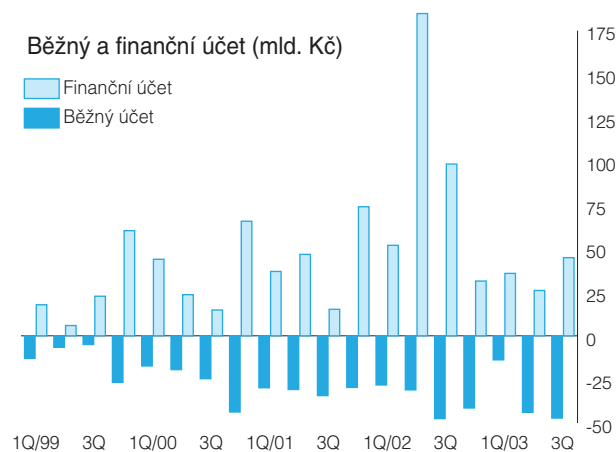
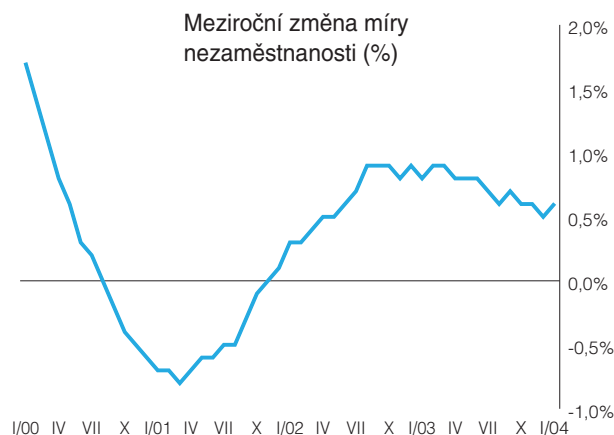
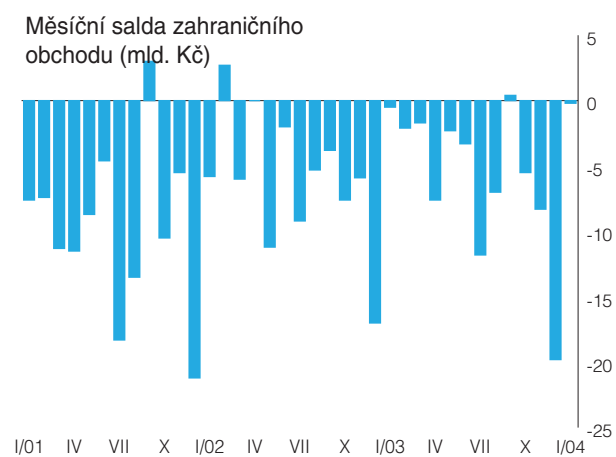
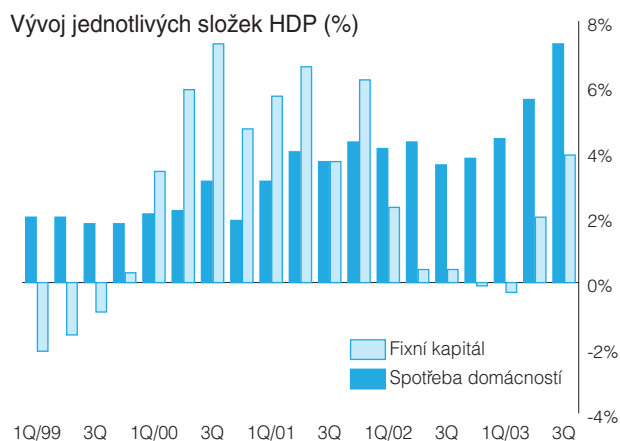
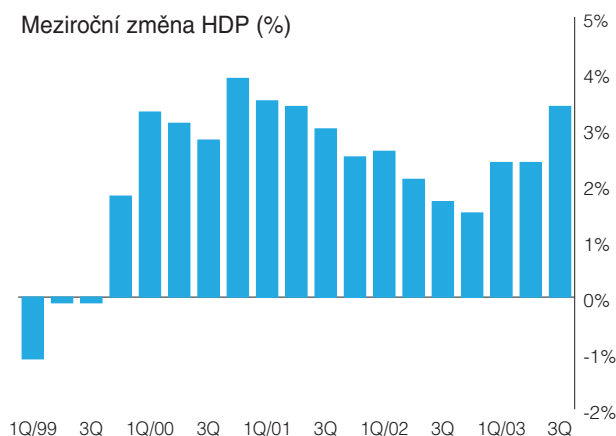
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - únor 2004



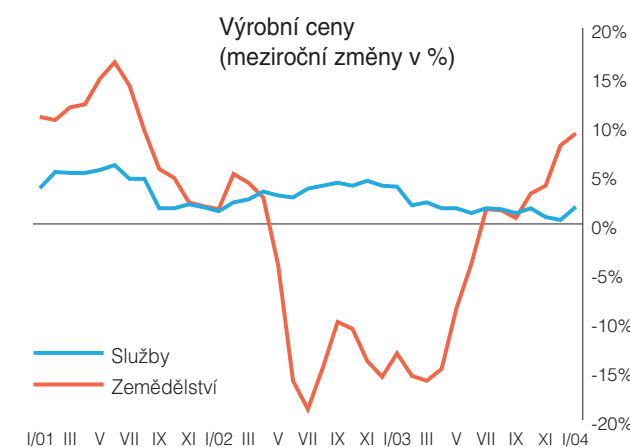
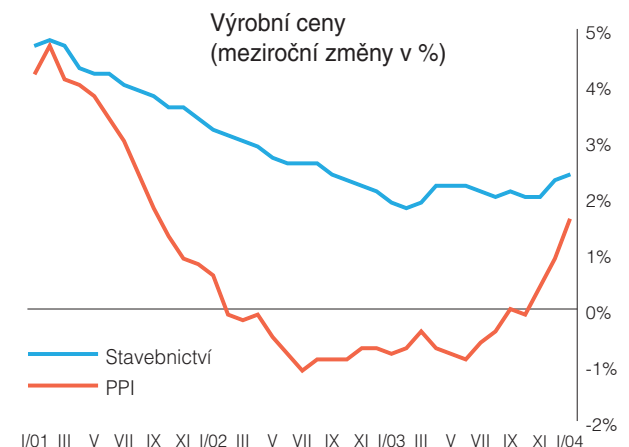
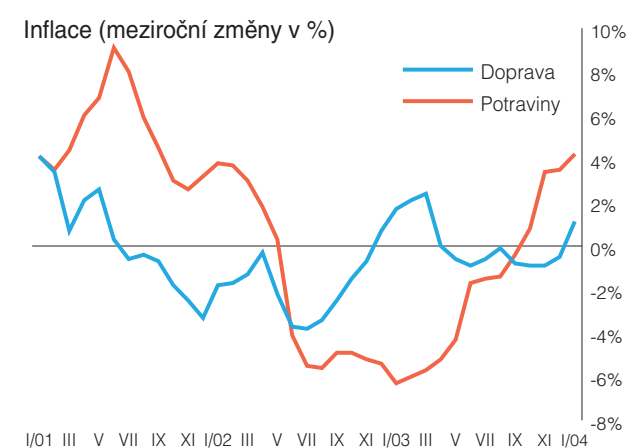
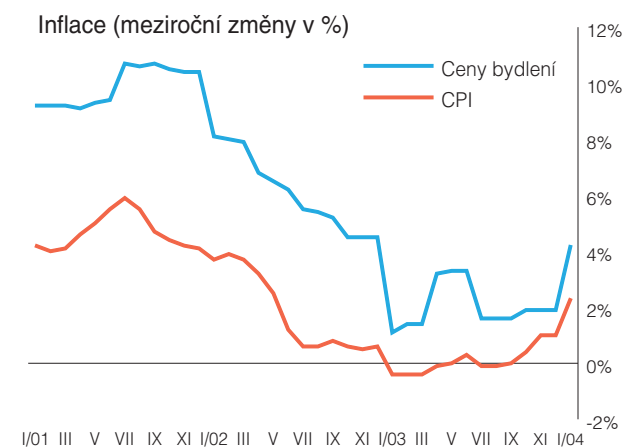
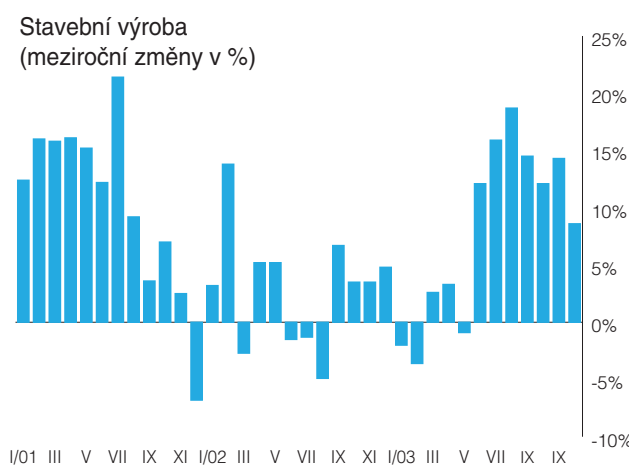
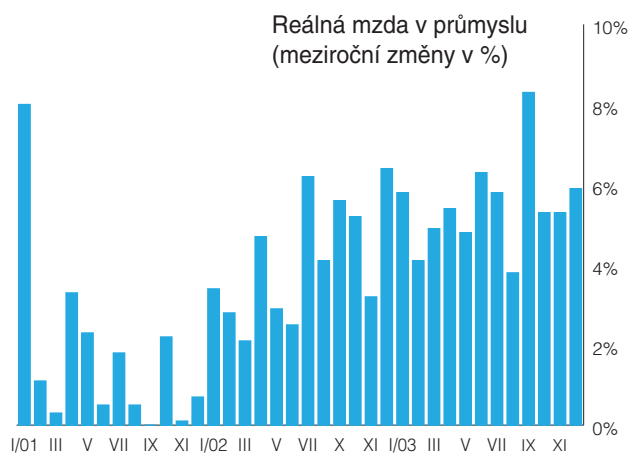
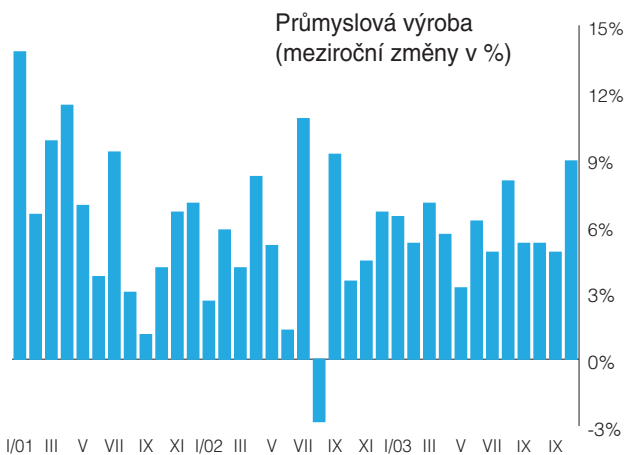
Křivka FRA počátkem ledna, února a března 2004



PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

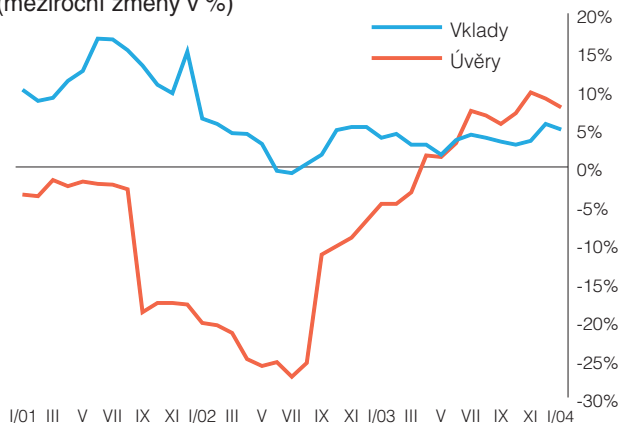


PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR



PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

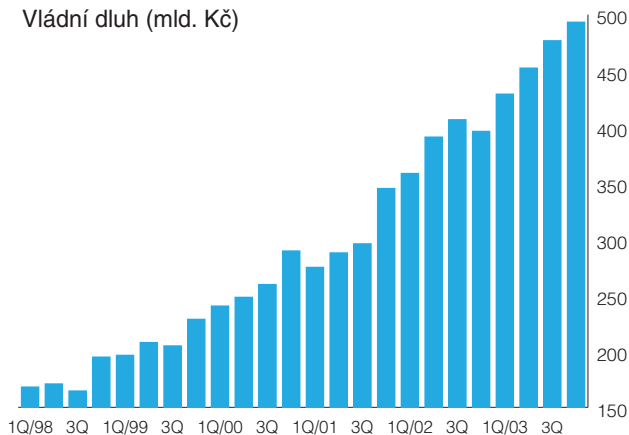
Úvěry a vklady
(meziroční změny v %)



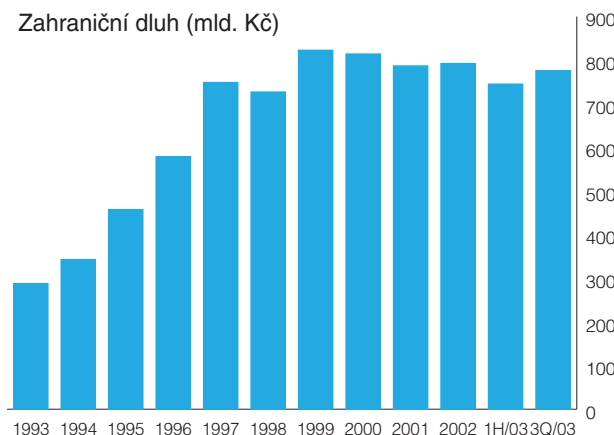
Peněžní zásoba M2
(meziroční změny v %)



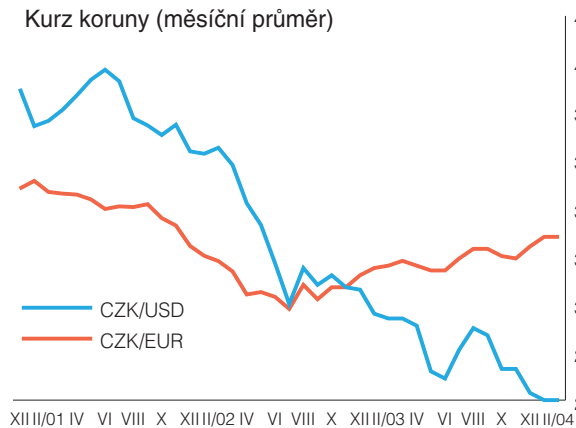
Vládní dluh (mld. Kč)



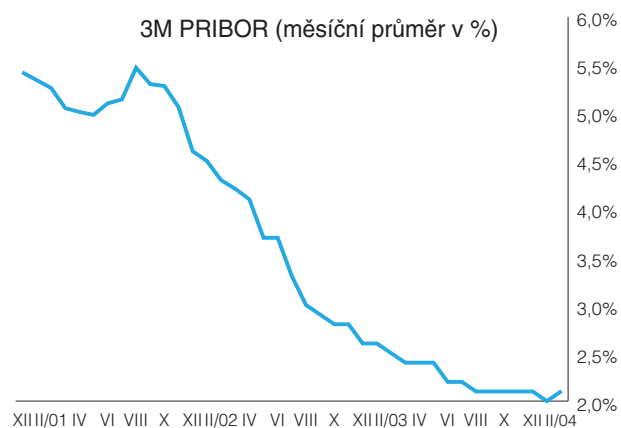
Zahraniční dluh (mld. Kč)



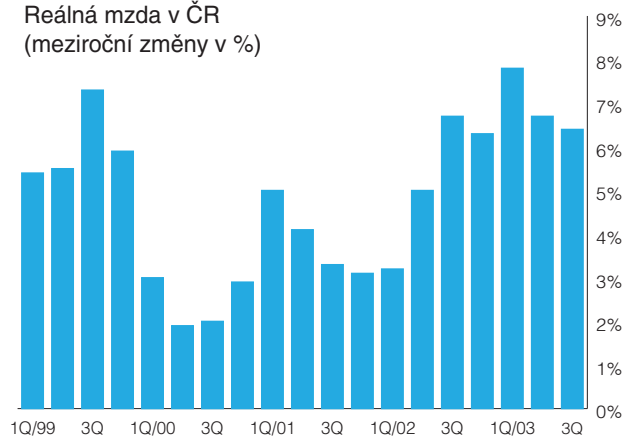
Kurz koruny (měsíční průměr)



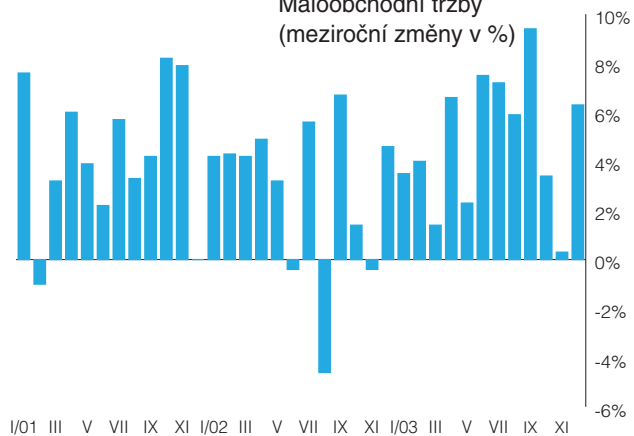
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



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	5.8	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	10.0	9.0	8.5
Zaměstnanost	(průměrný roční index)	100.4	101.3	98.1	99.0	100.0	101.0
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	39.5	43.5	49.7	53.7
Běžný účet	(% z HDP)	-5.7	-6.5	-7.4	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-3.1	-2.0	-4.6	-5.3	-4.1	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2,4	-0.5	-5.7	-5.8	-3.4	-5.2
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-5,2	6.7	-5.9	-6.6	-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 %)		6.3%		1.0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(pros.)	8.9%	(leden)	3.0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		8.6%		4.5%
CPI	(meziměsíční růst v %)		1.8%		0.2%
	(meziroční růst v %)		2.3%		2.3%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0.8%		0.2%
	(meziroční růst v %)	(leden)	1.6%	(únor)	1.4%
Nezaměstnanost	(%)		10.8%		10.7%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-0.2		-2
	(mil. USD)		-9		-77
CZK / EUR		27.2.	32.578	31.3.	32.50

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%	3.0%
Maďarsko	3.8%	3.5%	2.7%	3.5%	Maďarsko	6.8%	4.8%	5.7%	6.6%
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%	-6.2%	-4.9%	Maďarsko	10.5	7.9	11.8	8.1
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
Česká republika					
CPI (meziměsíčně)	2/2004	8.3.	9:00	0.2%	1.8%
Nezaměstnanost	2/2004	8.3.	9:00	10.8%	10.8%
Běžný účet	4Q/2004	9.3.	10:00	-2,6 mld. USD	-1,65 mld. USD
HDP	4Q/2003	10.3.	9:00	3.0%	3.4%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2004	11.3.	9:00	3.0%	8.9%
PPI (meziměsíčně)	2/2004	12.3.	9:00	0.2%	0.8%
Běžný účet	1/2004	12.3.	10:00	-6,0 mld. Kč	-31,2 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	1/2004	17.3.	9:00	1.5%	6.3%
Obchodní bilance	2/2004	24.3.	9:00	-2,5 mld. Kč	-224 mil. Kč
Zasedání ČNB		25.3.			2,0%
Polsko					
Peněžní zásoba - M3	2/2004	12.3.	16:00		-1.8
CPI (meziměsíčně)	2/2004	15.3.	16:00		0.4%
PPI (meziměsíčně)	2/2004	17.3.	16:00		0.8%
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2004	17.3.	16:00		-6.4%
Nezaměstnanost	2/2004	19.3.	10:00		20.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2004	19.3.	10:00		7,6%
Zasedání NBP		30.-31.3.			5.25%
Maďarsko					
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2004	9.3.	9:00		7.6%
Obchodní bilance	1/2004	10.3.	9:00		-553 mil. eur
CPI (meziměsíčně)	2/2004	11.3.	9:00		2.1%
Běžný účet	1/2004	12.3.	8:30		-437 mil. eur
Zasedání centralní banky		22.3.	14:00		12.50%
PPI (meziročně)	2/2004	31.3.	10:00		
HDP	4Q/2003	2.4.	10:00		2,9%
EU					
GE: průmyslová produkce (meziročně)	1/2004	9.3.	12:00	1.3%	3.0%
GE: obchodní bilance	1/2004	10.3.	8:00		10,4 mld. eur
GE: běžný účet	1/2004	10.3.	8:00		5,7 mld. eur
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	1/2004	17.3.	11:00		2.3%
EMU: CPI (meziměsíčně)	2/2004	17.3.	11:00		-0,2%
EMU: obchodní bilance	1/2004	22.3.	11:00		5,72 mld. eur
GE: IFO	3/2004	26.3.	10:00		96.4
EMU: M3 (meziročně)	2/2004	26.3.	10:00		
EMU: spotřebitelská důvěra	3/2004	31.3.	11:00		-14,0
EMU: PPI (meziročně)	2/2004	1.4.	11:00		0.3%
EMU: nezaměstnanost	2/2004	1.4.	11:00		8,0%
EMU: zasedání ECB	4/2004	1.4.	13:45		2,0%
USA					
Obchodní bilance	1/2004	10.3.	14:30	-41,6 mld. USD	-42,5 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	2/2004	11.3.	14:30	0.5%	-0.3%
Zásoby	1/2004	12.3.	14:30	0.3%	0.3%
PPI (meziměsíčně)	2/2004	12.3.	14:30		
Běžný účet	4Q/2003	12.3.	14:30	-136 mld. USD	-135,0 mld. USD
Michiganský index spotřebitelské důvěry	3/2004	12.3.	15:50	95.2	94.4
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	2/2004	15.3.	15:15		0.8%
Využití průmyslových kapacit	2/2004	15.3.	15:15		76.2%
FOMC	3/2004	16.3.	20:15	1.00%	1.00%
CPI (meziměsíčně)	2/2004	17.3.	14:30		
Předstihové indikátory	2/2004	18.3.	16:00		0.5%
Philadelphia Fed	3/2004	18.3.	18:00		31.4
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	2/2004	24.3.	14:30		
HDP	4Q/2003	25.3.	14:30		4.1%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	2/2004	26.3.	14:30		
Osobní výdaje (meziměsíčně)	2/2004	26.3.	14:30		
Spotřebitelská důvěra	3/2004	30.3.	17:00		87.3
Chicagský PMI	3/2004	31.3.	17:00		63.6
Tovární objednávky	2/2004	31.3.	17:00		-0.5%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	3/2004	1.4.	17:00		61.4

KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
Březen		
pol. března	Philip Morris CR	Výsledky za rok 2003 podle českých standardů
17.3.	Česká spořitelna	Předběžné konsolidované výsledky za rok 2003 podle IFRS
17.3.	Erste Bank	Předběžné konsolidované výsledky za rok 2003 podle IFRS
17.3.	Unipetrol	Auditované nekonsolidované výsledky za rok 2003 podle českých standardů
29.3.	Český Telecom	Auditované konsolidované výsledky za rok 2003 podle IFRS
31.3.	Komerční banka	Auditované výsledky za rok 2003 podle IFRS a 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 koší
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

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	ocech@csas.cz
	Pavla Hlavicová	tel. +420/224 995 584	phlavicova@csas.cz
	Pavel Křivonožka	tel. +420/224 995 565	pkrivonozka@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	lvinklát@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

ČESKÁ 
SPORITELNA