



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

### Pavel Kysilka

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

### Libor Vinklát

+420/224 995 340  
lvinkl@csas.cz

### Helena Horská

+420/224 995 439  
hhorska@csas.cz

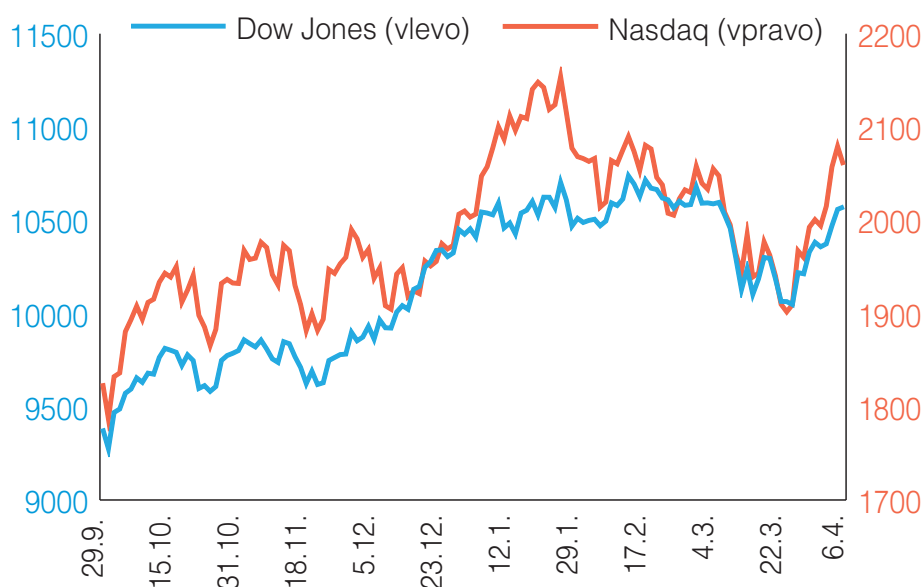
### Emília Zampieri

+420/224 995 217  
ezampieri@csas.cz

### Luboš Mokráš

+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

### Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Porostou opět americké akciové trhy? Podrobnosti najdete na str. 8

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Výhled úrokových sazeb v USA se oproti předchozím měsícům poněkud změnil. Za předpokladu kombinace pokračujícího silného růstu hospodářství, vysoké tvorby nových pracovních míst a následného poklesu nezaměstnanosti a při vzniku inflačních tlaků může dojít ke zvýšení úrokových sazeb už ve třetím čtvrtletí letošního roku. Pokud však tyto faktory nebudou výrazné, případně některý bude úplně chybět, zůstanou úrokové sazby pravděpodobně stabilní do konce roku. Toto očekávání se opírá o stále nízkou inflaci a nepřítomnost jasných inflačních tlaků a o stále nízké využití výrobních kapacit spojené s relativně vysokou nezaměstnaností. V EMU se podstatně zvýšila pravděpodobnost snížení úrokových sazeb. Pokud přetrvá slábnutí hospodářského růstu a inflace se udrží hluboko pod 2,0%, lze očekávat pokles úrokových sazeb v blízké budoucnosti o 50bp na 1,5%. ČNB pravděpodobně ponechá úrokové sazby beze změny nejméně do poloviny roku. Pokud bude růst hospodářství slabší než očekávaný a pokud se neprojeví sekundární efekty administrativně podmíněného růstu cen, ponechá ČNB pravděpodobně úrokové sazby beze změny i měsíce po pololetí.

## Dluhopisy

V USA očekáváme jednoznačný růst výnosů podporovaný ekonomickým optimismem a očekáváním růstu úrokových sazeb. Tento trend by mohl zvrátit pouze série velmi negativních makroekonomických údajů a nebo rozsáhlý teroristický útok na území USA. V Evropě proti sobě bude působit očekávání snížení sazeb ECB a růstový trend v USA. Předpověď vývoje je proto komplikovaná. Přepokládáme, že očekávané snížení sazeb ECB pouze zbrzdí růst výnosů. V ČR by situace měla být podobná jako v EMU.

## Měny

Kurz eura k dolaru by měl být nadále ovlivňován dvěma základními faktory: vysokým schodkem běžného účtu v USA na jedné straně a velkým rozdílem tempa růstu americké a evropské ekonomiky. Ve prospěch dolaru by mohlo působit očekávané sblížení výše úrokových sazeb ECB a Fedu. V dubnu by mělo převažovat posilování dolaru, který by se mohl dostat až na úroveň 1,18. Pomoci by mu měly i technické motivy. Ve střednědobém horizontu očekáváme kolísání v rozsahu 1,18 až 1,26. Ke konci roku by podle našeho názoru mohlo dojít k vytvoření výraznějšího trendu k posílení dolaru. U koruny očekáváme pokračující kolísání mezi 32,30 až 33,30. Koruna by se měla držet převážně v dolní polovině pásma. Jednotlivé krátkodobé trendy budou určovat toky portfoliových investic, repatriace, data o vývoji obchodní bilance apod

## Akciové trhy

Světové akciové trhy by měly v dubnu opět růst. Hlavním tahounem růstu by měly být výsledky firem za 1Q. Český akciový trh se nachází již delší dobu na desetiletém maximu a je pouze otázkou času, kdy přijde korekce. Předpokládáme, že korekce nenastane do termínu vstupu ČR do EU, ale spíše až poté. Pro duben proto zatím očekáváme pokračování současného růstového trendu, ovšem s rizikem, že korekce může skutečně přijít každým dnem.

## 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	13
Devizový trh	14
Český akciový trh	14
Přehled zpráv z akciového trhu	19
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	22
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	24
Makroekonomické prognózy	27
Kalendář - makro	28
Kalendář - akcie	29
Slovníček pojmů	30
Kontakty	31

Vydává:

Česká spořitelna

odbor Analýza finančních trhů

Na Perštýně 1, 113 98 Praha 1

tel. +420/224 995 177, LVinklat@csas.cz

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.3.)	Prognóza	
USA	3M: 0,94% 6M: 1,00% 2Y: 1,58% 5Y: 2,78% 10Y: 3,84% 30Y: 4,77%	→ ↗	Předpokládáme, že impuls z počátku dubna daný silným růstem počtu pracovních míst i pozitivními indexy nákupních manažerů vydrží i ve zbytku měsíce. Rizikem je zejména vypuknutí paniky vedoucí k prudkému růstu výnosů, pokud by se v makroekonomických údajích projevily zřetelnější náznaky růstu inflačních tlaků a trh začal spekulovat na rychlý růst úrokových sazeb. Dalším faktorem podporujícím růst výnosů jsou pravděpodobně nižší nákupy amerických dluhopisů asijskými centrálními bankami.
EU	3M: 2,02% 6M: 1,90% 1Y: 1,91% 5Y: 3,09% 10Y: 3,93% 15Y: 4,42%	→ ↗	V Evropě proti sobě budou působit pravděpodobné pokračování růstu výnosů v USA s očekáváním snížení úrokových sazeb ECB. Vývoj proto může být dost kolísavý. Celkovým výsledkem působení těchto protichůdných vlivů podle našeho názoru bude mírný růst výnosů a lehké zvýšení rozdílu mezi americkými a evropskými výnosy.
ČR	3M: 6M: 1Y: 2,09% 5Y: 3,56% 10Y: 4,50% 15Y: 4,99%	→	Český trh by měl pokračovat ve sledování vývoje ve světě. Pohyby na našem trhu by měly být tlumenější a měly by mít výraznější tendenci akcentovat pohyby směrem dolů. Příčinou podle našeho názoru bude postupný pokles očekávání zvýšení úrokových sazeb ČNB a růst očekávání snížení úrokových sazeb ECB. Celkově by měly výnosy českých dluhopisů stagnovat až lehce růst.
Polsko	3M: 5,41% 6M: 5,55% 1Y: 5,78% 2Y: 6,40% 5Y: 6,69% 10Y: 6,70%	→ ↘	Vzhledem k dočasnému vyřešení politické nejistoty po ohlášeném odchodu premiéra L. Millera a vzhledem k očekávanému příznivému vývoji zlatého lze v dubnu očekávat další mírný pokles výnosů zejména ve střední části křivky a v druhé půli měsíce posléze pak stagnaci výnosů. Rizikem je nadále vývoj ve fiskální oblasti, kde Polsko téměř jistě letos čeká překročení šedesátiprocentního „maastrichtského“ stropu pro celkový veřejný dluh k HDP.
Mad'arsko	3M: 11,6% 6M: 11,1% 1Y: 10,5% 5Y: 8,73% 10Y: 7,75%	→ ↘	Pokud nedojde k nějakému nepříjemnému překvapení, ať už v oblasti makroekonomických indikátorů nebo v oblasti neuvážených komentářů ze strany tvůrců hospodářské politiky, budeme v dubnu svědky pokračujícího posilování dluhopisů (poklesu výnosů), které ovšem bude zřejmě již ve druhé půli dubna přerušeno korekcí.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (31.3.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2316	→ ↗	Nadále proti sobě budou působit dva hlavní motivy: obavy z vysokých schodků běžného účtu USA na jedné straně a velký rozdíl tempa růstu hospodářství v USA a EMU na druhé straně. Spekulace na snížení sazeb ECB a zvýšení sazeb Fedu by měly pomáhat dolaru, protože pokud by k těmto pohybům došlo, snížil by se úrokový diferenciál mezi dolarem a eurem. Předpokládáme, že kurz zůstane bez trendu a bude kolísat v širokém rozmezí 1,18 až 1,24.
CZK / EUR	32,83	→	Kurz koruny k euru by měl zůstat uzavřený v širším pásmu 32,30 až 33,30. Krátkodobé trendy by měly být inspirovány toky portfoliových investic, většími klientskými obchody a vliv mohou mít i výraznější pohyby eura k dolaru. Riziko vidíme spíše na straně posílení koruny.
HUF / EUR	248,4	→ ↗	Na začátku dubna se díky změně metodiky pro výpočet běžného účtu zhorší výsledek běžného účtu od roku 1995 až dodnes a navíc se zhorší i výsledky běžného účtu v příštím období. Optimismus týkající se Mad'arska je však v tuto chvíli zřejmě autonomním faktorem ovlivňovaným především atraktivním úrokovým diferenciálem a očekáváním dalšího poklesu úrokových sazeb. Tyto faktory revize běžného účtu nemůže převážet. Proto počítáme se stabilitou až mírným posílením forintu.
PLN / EUR	4,7485	→ ↗	Vzhledem k tomu, že momentálně fundamentální i politické faktory působí stejným směrem a tlačí zlotý k posilování a uvolňuje se tak psychologická hráz omezující nákupní optimismus zejména u zahraničních investorů, počítáme pro duben s mírným posílením zlotého.
SKK / EUR	40,0984	→ ↗	Stejně jako v předchozích měsících počítáme i v dubnu s mírným posilováním slovenské koruny a považujeme tuto měnu i nadále za středoevropského konvergenčního favorita. Situaci však může komplikovat nejasný vývoj na politické scéně.

## Akciové trhy

	Kurz (31.3.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1126,21	→ ↗	Po dvouměsíční stagnaci a poklesu jsou akciové trhy opět nastaveny na růst. Důvodem jsou očekávané pozitivní firemní výsledky za 1Q a příznivá makroekonomická data (jako např. data z trhu práce zveřejněná 2.dubna). Oficiálně se čeká, že zisky firem porostou o 16,9%, je ale možné, že meziroční růst bude až 20%. Existuje ale řada obav, které mohou zcela otočit trend. Hlavním rizikem jsou samozřejmě teroristické výhrůžky, zhoršující se situace v Iráku a Izraeli a potenciálně i růst ceny ropy. Na trh se také mohou vrátit obavy z růstu úrokových sazeb obzvláště po mimořádně silném růstu pracovních míst minulý měsíc.
	DJ Stoxx 50: 2663,32		
ČR	PX-D: 2056,8	→ ↗	I přes desetileté rekordní hodnoty českých akciových indexů příliv peněz do regionu Střední Evropy zatím neutichá. Trh již ale delší dobu očekává silnou korekci. Naše předpověď růstu na tento měsíc je tedy trochu riskantní. Předpokládáme ale, že korekce přijde až v květnu, a že hlavní tituly si alespoň ještě jeden měsíc uchovají růstové tendence. Květen považujeme za ideální měsíc pro vybírání zisků.
	PX 50: 823,8		

## České akcie

	Kurz (31.3.)	Prognóza	
Český Telecom	340,20 Kč	→ ↗	Růst zahraničních trhů, stabilní příliv peněz do regionu před vstupem země do EU, očekávané pozitivní výsledky za 1Q (konsolidace 100% Eurotelu) a jistá podhodnocenost titulu oproti ostatním českým blue chips by měla udržovat růstový trend akcie i v měsíci dubnu. Rizikem je obrát trendu před koncem měsíce (vybírání zisků) a změny ve vedení Eurotelu iniciované managementem Českého Telecomu, které by trh mohl vnímat negativně.
České radiokom.	491,50 Kč	→	Předpokládáme, že akcie bude nejspíš i nadále kolísat okolo současné úrovně.
ČEZ	190,80 Kč	→ ↗	Akcie má stále růstový potenciál. Výsledky podle IFRS za minulý rok zveřejněné tento měsíc zřejmě nebudou mít na trh větší dopad. Obecně může akcie těžit z pokračujícího růstového trendu v regionu Střední Evropy, stejně jako u Telecomu ale existuje riziko, že se těsně před koncem měsíce trend otočí a investoři začnou vybírat zisky. Na konci dubna také ČEZ zveřejní výsledky za 1Q.
Unipetrol	64,10 Kč	→	Nejistota kolem privatizace Unipetrolu trvá. Zdá se, že PKN Orlen má vysoký zájem o vstup do společnosti, není ale jisté, kolik zaplatí za balík akcií po odečtení částky za pohledávky ČKA. Shell bude zřejmě postupovat ve shodě s kazašskou KazMunajGaz, zatímco účast maďarské společnosti Mol není jistá. Otázkou také zůstává, jak se zájemci vypořádají s opcí na koupi 49% podílu v České rafinérské, kterou vlastní firmy v konsorciu IOC. Neznámých je příliš mnoho, privatizace může za určitých okolností skončit i fiaskem.
Komerční banka	3.201 Kč	→ ↗	Předpokládáme, že růstový trend může ještě pokračovat, přinejmenším do doby vstupu ČR do EU, tj. do konce dubna. Po silném růstu ale bude téměř jistě následovat korekce. Otázkou je pouze kdy. Koncem měsíce navíc banka zveřejní výsledky za 1Q, v nichž se pozitivně projeví zaúčtování kapitálového zisku z prodeje bývalé dceřiné společnosti Muzo.

**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

Prudký růst počtu pracovních míst v březnu ovlivní očekávání vývoje úrokových sazeb

Začátek dubna přinesl významný zlom ve vnímání budoucího vývoje na finančních trzích. Po několika měsících, kdy údaje z amerického trhu práce podstatným způsobem zklamávaly očekávání, tentokrát překvapily opačným směrem. Investoři okamžitě přehodnotili perspektivu vývoje úrokových sazeb v USA a vrátili se k očekávání zvýšení sazeb zhruba v pololetí letošního roku. Podle našeho názoru je však tak prudká změna názorů předčasná ze dvou důvodů: jednak musí být nejprve zvýšená tvorba pracovních míst potvrzena nejméně ve třech dalších měsících a jednak se inflace stále pohybuje na velmi nízkých úrovních. Navíc ani využití kapacit amerického průmyslu nenaznačuje, že by mělo v dohledné době dojít k podstatnému růstu cenových tlaků. Dalším faktorem snižujícím pravděpodobnost brzkého růstu úrokových sazeb v USA je vysoká cena ropy, která se více než od růstu cen promítá do poklesu spotřeby domácností.

Silně rostl nejen počet pracovních míst v březnu, ale směrem nahoru byly revidovány i předchozí měsíce.

Pozitivním překvapením byl nejen vysoký přírůstek nových pracovních míst v březnu, ale také revize za předchozí měsíce směrem vzhůru. Investoři tak už od začátku roku reagovali na zkrácené pesimistické údaje. Pozitivní byl i plošný růst počtu pracovních míst ve všech odvětvích. Méně pozitivní byl pokračující velmi nízký přírůstek hodinových výdělků znamenající nízký růst kupní síly amerických domácností. Na druhou stranu nízký růst výdělků znamená další potvrzení nepřítomnosti nákladových tlaků na růst cen a ve spojení s vysokým růstem produktivity práce zlepšuje vyhlídky ziskovosti společností. Ani počet odpracovaných hodin ani počty přesčasů nenaznačily, že by americké podniky nebyly kapacitně schopny pokrýt poptávku při běžném provozu.

Ceny zůstávají stabilní, sílí však obavy z inflačních tlaků

Údaje o inflaci za únor potvrdily stále prakticky stabilní cenový vývoj. Přesto stále sílí obavy ze zrychlování růstu cen v dalších měsících, které by lehko mohlo přejít do nebezpečné inflační spirály. Tyto obavy se opírají zejména o růst cen komodit a celosvětově rostoucí poptávku (především v USA a Asii). Možné tlaky na růst cen naznačují už několik měsíců cenové složky indexů nákupních manažerů. I v březnu u nich došlo k dalšímu zvýšení. Proti obavám z růstu cen naopak působí stále nízké využití výrobních kapacit v USA a trvalý tlak dovozu ze zemí s nízkými náklady na pracovní sílu. Pokud však bude po několika měsících pokračovat vysoký přírůstek nových pracovních míst, dojde k tlaku na rychlejší růst mezd a ten spolu s rostoucími cenami komodit povede k nákladovým tlakům na růst cen. Na takovou kombinaci bude muset Fed reagovat růstem sazeb a lze očekávat, že zpočátku bude tento růst poměrně razantní.

Činitelé Fedu se začínají k možnému růstu úrokových sazeb vyjadřovat méně jednotně

Ve vyjádřeních představitelů Fedu v březnu panovala menší jednota než v předchozích měsících. Zatímco část představitelů (typicky guvernér Fedu B. Bernanke) pokračoval v ujišťování, že hrozba inflačních tlaků je vzdálená a že ekonomika má stále velké růstové rezervy a že tedy Fed může být nadále trpělivý a ponechat úrokové sazby na vysoce stimulující úrovni, druhá část (například prezident santlouisického Fedu W. Poole) varuje, že Fed by se mohl dostat do situace, kdy by kombinace přebytku likvidity na trhu a vysoké poptávky mohla vést k náhlému zrychlení růstu cen a vytvoření inflační spirály. V prohlášení po zasedání FOMC zatím jednoznačně převládá postoj, že Fed si může dovolit být trpělivý a může na zvyšování úrokových sazeb čekat. V prohlášení se dokonce objevil mírný náznak vyšší opatrnosti Fedu, když bylo poněkud zhoršeno hodnocení situace na trhu práce. Další zasedání FOMC se koná až 4. května. Trh bude do té doby pokračovat ve sledování prohlášení jednotlivých činitelů Fedu a bude se koncentrovat především na jejich hodnocení situace na trhu práce a na možná varování před inflačními tlaky. Vyšší pozornost než v minulých měsících bude věnována také údajům o vývoji inflace. Na květnovém zasedání FOMC budou s největší pravděpodobností úrokové sazby opět ponechány beze změny a pozornost bude věnována především prohlášení po skončení zasedání. Pokud by Fed naznačil, že se blíží doba přechodu k růstu úrokových sazeb, znamenalo by to velmi silný impuls pro růst výnosů (pokles cen) dluhopisů.

Většina makroekonomických ukazatelů potvrdila pokračování silného růstu ekonomiky

Další údaje o vývoji hospodářství v zásadě potvrdily obraz stabilně a rychle expandující ekonomiky. Proti předchozím měsícům se v některých ukazatelích projevilo lehké zakolísání, ale tato menší zklamání nestačila na to, aby nějak zásadněji ovlivnila

optimismus ohledně vývoje americké ekonomiky. Mírné zhoršení spotřebitelské důvěry souviselo především se situací na trhu práce a po posledních údajích by mělo dojít k opětovnému zlepšení. Indexy indikující aktivitu výrobního sektoru vesměs potvrzovaly pokračující silnou expanzi, i když v některých případech poněkud pomalejším tempem než v předchozích měsících. Schodek obchodní bilance zůstává na stabilní vysoké úrovni a patrně na podobných úrovních setrvá i v dalších měsících.

Stav hospodářství je centrálním tématem prezidentské předvolební kampaně

Předvolební kampaň před prezidentskými volbami začíná nabírat na obrátkách a jedním z jejích hlavních témat bude stav hospodářství a představ kandidátů o jejich hospodářské politice. Podle zatím známých názorů demokratického kandidáta senátora J. Kerryho lze očekávat poněkud více protekcionistický přístup k zahraničnímu obchodu a určité změny v daňové politice, především přesun daňových úlev od nejbohatších vrstev více ke středním vrstvám. Nezdá se však, že by Kerry propagoval vyloženě izolacionistickou politiku a snahu chránit americký trh práce za cenu omezování globálního obchodu. U současného prezidenta G. W. Bushe je možné očekávat vystupňovanou snahu posílit výkonnost ekonomiky do voleb, aby došlo k výrazné tvorbě pracovních míst, což bude kritickým parametrem předvolební kampaně. Možná jsou symbolická gesta v oblasti zahraničního obchodu, ale opět je málo pravděpodobné, že by se Bush uchýlil k obchodním válkám většího rozsahu.

ECB ponechala úrokové sazby beze změny a potvrdila tak svůj mimořádný konservatismus

ECB potvrdila svoji pověst velmi opatrné a konzervativní instituce, když přes pokles inflace a slabost růstu evropských ekonomik ponechala na svém dubnovém zasedání úrokové sazby beze změny. Rétorika zdůvodňující stabilitu sazeb zůstala stejná jako v předchozích případech: úrokové sazby jsou podle ECB na dostatečně stimulační úrovni. Problémy evropské ekonomiky podle ECB nejsou v úrovni sazeb, ale ve strukturální strnulosti hospodářství a nedostatečných reformách. Přesto se postupně tón projevů představitelů ECB zmírňuje a někteří z nich, včetně prezidenta ECB J.-C. Tricheta připustili, že ECB bude ochotna ke snížení sazeb pokud se budou podmínky v evropských ekonomikách dále zhoršovat. Mezi hlavní odpůrce snížení úrokových sazeb patří údajně hlavní ekonom ECB O. Issing a guvernér nizozemské centrální banky N. Wellink. Oba jsou monetaristicky orientováni a vadí jim tedy poměrně rychlé tempo růstu agregátu peněžní zásoby M3 a navíc trvají na nezávislosti ECB a negativně na ně tedy působí tlaky ze strany politických představitelů na pokles sazeb.

Makroekonomické údaje v EMU indikují slábnoucí oživení hospodářství a klesající inflaci

Makroekonomické údaje potvrzovaly v průběhu března slábnoucí oživení hospodářství. Vedle stále velmi slabé domácí poptávky se začínají nepříznivě projevovat i důsledky silného eura na export. Inflace se podle předběžných údajů udrží druhý měsíc po sobě na úrovni hluboko pod 2%. Oživení ve světě poskytuje stále evropským ekonomikám naději na růst v letošním roce, ale stejně jako v předešlých několika letech i nyní začínají instituce redukovat odhady růstu směrem dolů. Velmi pesimisticky se o stavu německé ekonomiky vyjádřil prezident známého ekonomického institutu H.-W. Sinn. Podle jeho názoru je německá ekonomika v těžké krizi způsobené příliš vysokými mzdami a silící mezinárodní konkurencí. Navíc neexistuje silná politická vůle problémy řešit, protože voliči si nejsou ochotni připustit vážnost situace.

Ropa v březnu prošla vlnou prudkého spekulativního růstu cen, který trval do poloviny měsíce

Ceny ropy v průběhu března dosáhly nejvyšších hodnot od období těsně před začátkem války v Iráku. Nečekaně silný růst cen byl způsoben především spekulací opírající o očekávaný růst spotřeby ropy díky rostoucí světové ekonomice a o oznámené snížení těžebních kvót OPEC. To, že v růstu ceny ropy převažovaly spekulativní prvky, potvrdil prudký propad ceny od poloviny měsíce z úrovně v okolí 35 USD/brl pro ropu typu brent k 31 USD/brl na začátku dubna. Tento propad přitom nebyl doprovázen žádnými podstatnými novými informacemi, naopak organizace OPEC potvrdila hrozbu snížení produkčních kvót. Podobné spekulativní růsty ceny ropy není možné vyloučit ani v dalších měsících, především pokud by se komplikovala situace v Iráku a na středním východě. Hlavním scénářem však zůstává další pokles ceny ropy a ustálení její ceny v rozmezí 25 – 30 USD/brl.

## Dluhopisové a peněžní trhy

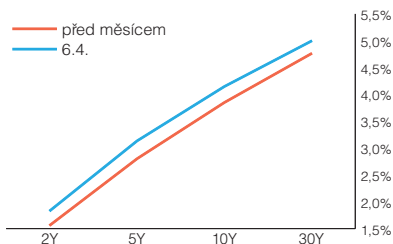
### USA

Obchodování na dluhopisovém trhu v březnu ovlivnily slabé údaje z trhu práce na jeho začátku a silné na jeho konci

Začátek března byl na dluhopisovém trhu ovlivněn dvěma důležitými faktory: prvním a důležitějším bylo další zklamání z počtu nově vytvořených pracovních míst, druhým, který trh ovlivnil později, bylo zhoršení hodnocení situace na trhu práce

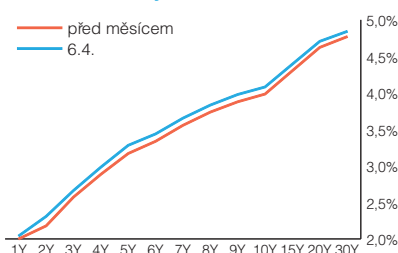


### Americká výnosová křivka



Ve střednědobém horizontu výnosy porostou

### Německá výnosová křivka



Evropa by měla pokračovat ve sledování USA, ovlivnit ji může také politika ECB

Střednědobě předpokládáme konvergenci krátkých konců výnosových křivek v EMU a USA

V březnu prošel kurz dolaru k euru obdobím konsolidace

v prohlášení po skončení zasedání FOMC. Výnos desetiletého dluhopisu klesl z 4,0% na 3,70% a na této úrovni se udržel až do poslední třetiny března. V této době začaly výnosy postupně růst kvůli souhře faktorů. Jedním z nich bylo omezení japonských intervencí proti posilování jenu, což také znamená nižší nákupy amerických dluhopisů japonskou centrální bankou, dalším faktorem byly relativně pozitivní údaje o vývoji hospodářství a trvajícím růst cen akcií. Definitivní zlom znamenalo zveřejnění údajů o počtu pracovních míst vytvořených v březnu. Výnos desetiletého dluhopisu vzápětí vyskočil na 4,20%.

Tendence k růstu výnosů bude pravděpodobně pokračovat i ve zbytku dubna, ale podstatně pomalejším tempem. Lze očekávat, že střednědobě se výnosy desetiletého dluhopisu vrátí na úroveň 4,40-4,50%. Zřetelné příznaky růstu inflačních tlaků nebo prohlášení významného činitele Fedu naznačující přiblížení růstu úrokových sazeb by ovšem mohlo vést k podstatně rychlejšímu růstu výnosů.

Střednědobě je významný růst výnosů dluhopisů velmi pravděpodobný. Jeho tempo a časování bude záležet především na tom jak budou investoři vnímat perspektivu vývoje amerických úrokových sazeb. Klíčovou roli budou mít zejména údaje o vývoji inflace. Hrozbou je především opakování situace z roku 1994, kdy výnosy velmi rychle vzrostly o 200bp. Tento scénář, který považujeme za velmi pravděpodobný, by mohl negovat pouze nečekaný podstatný pokles spotřebitelské poptávky v USA nebo vážná krize typu rozsáhlého teroristického útoku v USA. Omezení japonských intervencí proti posilování jenu spolu s vysokým schodkem amerického rozpočtu jen přispějí k tlaku na růst výnosů.

## EMU

Výnosy evropských dluhopisů opět převážně sledovaly vývoj na americkém dluhopisovém trhu. Specifickým faktorem ovlivňujícím vývoj v Evropě byly především spekulace na možné snížení úrokových sazeb ECB. Tyto spekulace jednak přispěly k poklesu výnosů po celé délce výnosové křivky a jednak tento pokles výrazně na jejím krátkém konci. Specifickým faktorem byl teroristický útok v Madridu, který krátkodobě dále zvýraznil pokles výnosů. Výnos desetiletého dluhopisu klesl z 4,1% na začátku měsíce do okolí 3,85%. Na této úrovni se držel povětšinu měsíce. Po zasedání ECB, které nesplnilo spekulace a nesnížilo úrokové sazby a zejména po nečekaně vysokém přírůstku pracovních míst v USA se výnos desetiletého dluhopisu vrátil na 4,1%.

Vývoj na evropských dluhopisových trzích budou v dubnu opět ovlivňovat dva základní faktory: jednak pohyby na americkém dluhopisovém trhu a jednak spekulace na snížení sazeb ECB. Tyto faktory přitom budou působit proti sobě. Spekulace na možný pokles sazeb budou působit především na krátký konec výnosové křivky, naproti tomu vývoj v USA bude ovlivňovat především její dlouhý konec. Negativní makroekonomická data a nebo prohlášení ze strany činitelů ECB připouštějící možnost poklesu úrokových sazeb by měly stlačovat výnosy na krátkém konci. Na dlouhém konci hrozí podobně jako v USA prudký růst výnosů. Celkově by v EMU měla růst strmost výnosové křivky s celkovou tendencí k růstu výnosů.

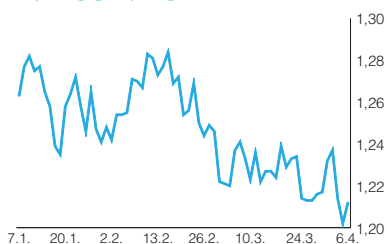
Střednědobě by měl vývoj v EMU následovat vývoj v USA s tím, že může dojít ke sblížení výnosů na krátkém konci výnosové křivky. Možnost snížení úrokových sazeb ECB pokládáme za značně reálnou, naopak vyloučit nelze růst sazeb v USA pokud by několik měsíců po sobě prudce rostl počet nových pracovních míst a pokud by se projevovaly známky inflačních tlaků. Velmi slabá výkonnost evropských ekonomik a nebo pokles inflace pod 1% by tlak na růst výnosů omezovaly a mohlo by případně dojít k oddělení vývoje výnosových křivek v USA a EMU. Tuto možnost však pokládáme za málo pravděpodobnou.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Kurz dolaru k euru se v průběhu března stabilizoval a držel se v úzkém rozmezí 1,215 až 1,235. Na trhu vládla rovnováha mezi obavami z vysokého dvojího schodku USA (obchodní bilance a státního rozpočtu) a negativního vlivu eura na evropské ekonomiky. Pohyby v rámci pásma ovlivňovaly jednorázové události (zveřejňované

### Kurz USD / EUR



Ke konci roku by měl dolar posilovat

data, zasedání centrálních bank, teroristický útok v Madridu apod.). Po zveřejnění nečekaně silných údajů o počtu nových pracovních míst v USA se začala výrazněji projevat tendence k posilování dolaru.

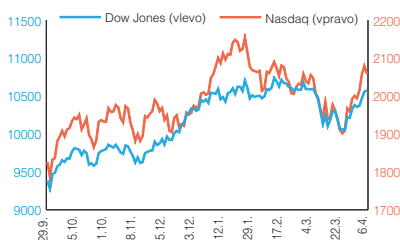
Podle našeho názoru v dubnu dále převáží očekávání vyššího růstu americké ekonomiky oproti evropské nad negativním vlivem dvojího schodku. Dolar by měly navíc podpořit i technické faktory. Za technickou hladinu ke které by měl kurz směřovat pokládáme 1,18. Posilování dolaru by však mělo být limitováno zmíněnými obavami z dvojího schodku a tak lze očekávat, že po dosažení technického cíle se kurz obrátí zpět k posilování eura. Ve vývoji kurzu může významnou roli hrát i politika ECB.

Ve střednědobém horizontu očekáváme výrazné kolísání kurzu a nejednotný a nestabilní názor trhu na dlouhodobý vývoj kurzu. Kurz by se měl pohybovat zhruba v rozmezí 1,18 až 1,28. Jednotlivé krátkodobé trendy by měly být inspirovány tradičními motivy: dvojím schodkem USA, slabostí evropských ekonomik, úvahami o směru investičních toků. Ke konci roku by podle našeho názoru však už měl začít zřetelně převažovat vliv lepší výkonnosti americké ekonomiky podpořený blížícím se zvýšením úrokových sazeb v USA, které by vymazalo negativní úrokový diferencál. Obrát dlouhodobého trendu by mohlo podpořit i případné snížení úrokových sazeb ECB. Hlavním motivem by se v tomto období už jednoznačně měly stát investiční toky směřující za vyššími výnosy v USA.

## Akciové trhy

### V dubnu by měly trhy růst

### Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



V minulé měsíční zprávě jsme předpověděli, že americké akcie na přelomu roku lehce přestřelily dosavadní trend a měly by proto nějaký čas stagnovat. Současně jsme uvedli, že duben by měl přinést opětovný růstový trend. Naše předpověď se v zásadě potvrdila, i když vývoj byl poněkud více dramatický. Akcie po stagnaci na počátku března začaly v dalších dnech oslabovat vlivem zpočátku velmi negativních dat z trhu práce zveřejněných 5. března a později také vlivem teroristického útoku v Madridu. Trh v té době neměl impuls pro růst, a proto negativní makroekonomická data a opětovné hrozby terorismu stlačily trh dolů.

Pokles trval tři týdny. Před koncem března se trend otočil a akcie do počátku dubna dokázaly březnovou ztrátu srovnat. Žádné zvláštní důvody trh pro růst neměl, ale třítydenní propad opět přitáhl pozornost investorů. Trh začal spekulovat, že počátkem dubna budou zveřejněna pozitivní data z trhu práce. Informace zveřejněná 2. dubna byla nakonec výrazně lepší než trhy očekávaly, což jen podtrhlo nový růstový trend. Investoři navíc začali okamžitě spekulovat na pozitivní firemní výsledky za první čtvrtletí. Během prvního čtvrtletí tak díky březnovému oslabení skončily akciové indexy okolo nuly. Mírné nadhodnocení akcií z přelomu roku se vymazalo a akcie mají nyní prostor pro pozitivní reakci na (doufejme) příznivé výsledky firem za 1Q.

### VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	31.3.	27.2.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 126.2	1 144.9	(1.6%)	1.3%	32.8%	1.3%
Dow Jones	10 357.7	10 583.9	(2.1%)	(0.9%)	29.6%	(0.9%)
Nasdaq	1 994.2	2 029.8	(1.8%)	(0.5%)	48.7%	(0.5%)
DJ Stoxx 50	2 663.3	2 748.5	(3.1%)	0.1%	26.9%	0.1%
FTSE 300	981.46	1007.99	(2.6%)	2.5%	32.0%	2.5%

Menší podíl varovných predikcí naznačuje dobré firemní výsledky

Pokud jde o firemní predikce výsledků za 1Q, podle údajů výzkumné společnosti Thomson Financial klesl během března poměr negativních (varovných) předpovědí k pozitivním předpovědím z 1,9 na 1,6, což znamená, že na jednu pozitivní předpověď připadá 1,6 negativní předpovědi (varování). To je výrazně méně než 2,8 před rokem a méně než dlouhodobě průměrných 2,3.

Zisky firem mohou v 1Q růst až o 20%

Samotné zisky firem by měly v 1Q růst meziročně o 16,9%. Očekávání růstu firemních zisků se přitom od počátku roku zvýšilo. Ještě počátkem ledna přitom analytici



odhadovali jen 13,4% růst zisků za 1Q. Důvodem je právě zvýšený podíl příznivých predikcí na úkor varovných předpovědí a dosavadní relativně robustní makroekonomický růst v letošním růst. Co je tahounem růstu zisků firem v 1Q? Za hlavní růstové sektory se považují především základní materiály (meziroční růst o 77%), technologie (+54%) a finance (+23%). Zvýšená globální poptávka po komoditách typu papír, kovy nebo chemie ze strany Číny a mimořádně nízká srovnávací základna před rokem je důvodem pro očekávaný růst zisků firem v tomto oboru o 77%. U technologií je zase velmi nízký podíl varovných predikcí a navíc stále nízká srovnávací základna před rokem. Pokud jde o oblast financí, mimořádně příznivé výsledky bank Morgan Stanley, Lehman Brothers, Bear Sterns a Goldman Sachs zveřejněné během března a zlepšené predikce těchto bank na nadcházející období naznačují 'boom' v tomto sektoru hospodářství. Naopak špatné výsledky se očekávají od sektoru telekomunikací a obecně komunikací, utilit a energetických firem. Pokud jde o zisky energetických firem, ty právě v 1Q v roce 2003 rostly meziročně o 180% díky výraznému zvýšení cen energií. Díky silnému růstu zisků energetických firem proto analytici ještě počátkem letošního roku očekávali v letošním 1Q pokles zisků o 20%, do dnešního dne se ale jejich predikce zlepšila na 2% růst. Tento sektor ale může ještě překvapit.

Hlavními riziky růstu cen akcií jsou terorismus a nepokoje v Iráku a Izraeli

Vzhledem k tomu, že firemní zisky překonávají predikce analytiků v průměru o 3% (jinak by ceny akcií po zveřejnění výsledků klesaly), je možné očekávat zřejmě až 20% růst firemních zisků. Bylo by to již třetí čtvrtletí v řadě, kdy by zisky firem rostly o 20% a výše po 21,3% růstu v 3Q/03 a růstu o 28,3% ve 4Q/03. V cenách akcií rozhodně dosud není započten zlepšený výhled analytiků na 1Q ani snížené procento varovných prognóz, které naznačují vyšší míru překonání očekávaných zisků. Pokud se tedy během dubna nic mimořádného nestane a firmy skutečně mírně překonají tržní očekávání, ceny akcií porostou. Rizikových faktorů je ale také dost. Zvýšené riziko terorismu je hlavním z nich. Také nepokoje v Iráku a v Izraeli a s tím související růst ceny ropy může dát trhům negativní signál. A pokud budou trhy hledat za každou cenu důvod pro pokles, v záloze zbývá tradiční strach ze zvýšení úrokových sazeb, obzvláště po tak mimořádně příznivých posledních datech z trhu práce.

#### VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	III-04	II-04	I-04	3M	6M	12M
Informační technologie	-2.5%	-2.4%	3.7%	-1.4%	11.2%	41.1%
Internet	-0.4%	-1.2%	6.4%	4.7%	25.9%	79.1%
Sít'ová zařízení	-4.7%	-5.8%	20.8%	8.5%	29.8%	94.2%
Výrobci počítač. techniky	-3.0%	-4.0%	2.3%	-4.8%	6.0%	6.0%
Pouze výrobce PC	12.1%	0.6%	4.6%	18.0%	25.0%	80.6%
Polovodiče	-3.0%	-2.4%	1.2%	-4.1%	16.0%	64.4%
Telekomunikace	-0.9%	3.3%	7.1%	9.7%	23.0%	52.9%
Bezdrát. telekomunikace	-3.8%	7.6%	12.9%	16.9%	38.5%	70.7%
Biotechnologie	-3.6%	6.0%	5.2%	7.4%	16.1%	57.9%
Farmacie	-6.0%	0.2%	1.5%	-4.5%	3.3%	7.7%
Zdravot.a kosmet. zboží	1.0%	-5.6%	9.5%	4.4%	13.9%	78.7%
Spotřebitelské služby	-4.2%	0.7%	2.8%	-0.8%	7.2%	11.8%
Doprava	-0.2%	2.0%	-0.8%	1.0%	15.2%	39.7%
Bankovníctví	-0.5%	1.9%	1.8%	3.3%	14.7%	42.3%
Finančnictví	-1.2%	2.5%	2.9%	4.3%	15.9%	41.4%
Petrochemie	0.1%	5.3%	0.1%	5.6%	23.7%	38.1%
Energetika	-0.6%	4.6%	2.1%	6.2%	22.2%	31.4%
Utility	0.7%	1.5%	1.8%	4.2%	11.3%	31.7%
Základní průmysl	-2.2%	4.9%	-4.7%	-2.2%	19.8%	43.0%

# STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

### Maďarsko

#### Návrat k dlouhodobé konvergenci?

Náš odhad, že výnosy maďarských dluhopisů budou v únoru stagnovat, se nenaplnil. Maďarský trh instrumentů s pevným výnosem pokračoval v rychlém růstu, který šel ruku v ruce s pokračujícím posilováním maďarského forintu. Výrazná poptávka v aukcích zejména střednědobých dluhopisů a optimistické komentáře ze strany centrálních bankéřů pouze dokreslovaly pozitivní atmosféru první poloviny měsíce. Testovací měnové uvolnění 22. března, kdy centrální banka snížila základní úrokovou sazbu o 25 bazických bodů na 12,25% bylo pak pouze vyvrcholením předchozích několika týdnů. V březnu se celkově snížily výnosy u dluhopisů na krátkém a středním konci výnosové křivky o neuvěřitelných 60-110 bazických bodů. Ovšem i dlouhý konec si poměrně výrazně polepšil, když výnosově spadl o 46-60 bazických bodů. Lze tedy říci, že Maďarsko se znovu dostalo do situace, kdy je jednou z nejatraktivnějších investičních destinací celého regionu a je pod palbou zájmu domácích i zahraničních investorů. Zdá se, že Maďarsku je vše z loňského roku odpuštěno a všichni sledují pouze rychlejší růst či zlepšování vnější rovnováhy a zapomínají na stále rychlý růst mezd, vysokou inflaci a i nadále nejasnou budoucnost fiskální politiky. Ve stávající situaci je tedy Maďarsko zpět na cestě k nominální konvergenci a alespoň dočasně není síla, která by optimismus na maďarském trhu zastavila. Pokud tedy nedojde k nějakému nepříjemnému překvapení, ať už v oblasti makroekonomických indikátorů nebo v oblasti neuvážených komentářů ze strany tvůrců hospodářské politiky, budeme v dubnu svědky pokračujícího posilování dluhopisů, které ovšem bude zřejmě již ve druhé půli dubna přerušeno korekcí.

### Polsko

#### Polsko opět v poklusu

Březnový vývoj na polském trhu instrumentů s pevným výnosem poměrně plynule navázal na únor. Růst strmosti křivky již nepokračoval a dluhopisy byly opět ve vleku pozitivní středoevropské atmosféry a posilovaly. Stejně jako v Maďarsku z tohoto vývoje nejvíce těžila střední část výnosové křivky, která spadla o 18-21 bazických bodů. V rozmezí 6-7 let výnosy spadly o 10-12 bodů, ale dokonce i velmi dlouhá dvacetiletá maturita se výnosově posunula dolů až o téměř 12 bodů. Z fundamentálního hlediska ani nevidíme důvod pro to, aby se výnosy na dluhopisovém trhu dále klesaly, i když je určitě mnoho pravdy na tom, že dočasná dekonvergence v posledních měsících byla zřejmě silnější než by bylo zdrávo a tudíž i dnešní návrat zpět je možné rozumně ospravedlnit. Vzhledem k dočasnému vyřešení politické nejistoty po ohlášeném odchodu premiéra Leszka Millera a vzhledem k očekávanému příznivému vývoji zlotého lze v dubnu očekávat další mírný pokles výnosů zejména na střední části křivky a v druhé půli měsíce posléze pak se stagnací výnosů. Rizikem je nadále vývoj ve fiskální oblasti, kde Polsko téměř jistě letos čeká překročení šedesátiprocentního „maastrichtského“ stropu pro celkový veřejný dluh k HDP.

### HUF / EUR

#### Optimismus táhne i forint

#### Kurz HUF / EUR



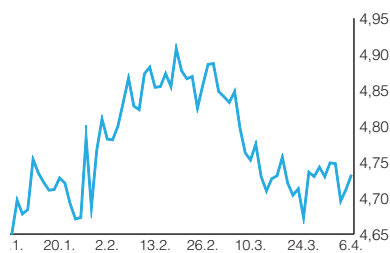
Maďarský forint se v březnu choval stejně jako maďarské dluhopisy a pokladniční poukázky – s výjimkou několika dní posiloval. Forint nejprve z výchozí úrovně 255,90 k euru posílil až na 251,80, pak však krátce oslabil opět až na 255,40 (ne však jako tradičně pod vlivem údajů o běžném účtu), aby znovu nabral dech a posiloval až do konce března a dostal se dokonce pod hladinu 249,80. Je zjevné, že po mnohaměsíčním vratkém vývoji, kdy byl forint považován za nejrizikovější a nejméně stabilní měnu regionu se vývoj obrátil a investoři začínají opět Maďarsku věřit. Je otázka, zda za tímto vývojem stojí pouze psychologické důvody nebo někteří pozorovatelé začínají cítit i důvody fundamentální. Jak jsme opakovali už několikrát, podle našeho názoru psychologie převažuje a fundamenty stále nejsou natolik zdravé, aby ospravedlnily tak razantní jednorázové posílení. Platí to tím spíše, uvědomíme-li si, že právě na začátku dubna se díky změně metodiky pro výpočet běžného účtu zhorší výsledek běžného účtu od roku 1995 až dodnes a navíc se zhorší i výsledky běžného účtu v příštím období. Optimismus týkající se Maďarska je však v tuto chvíli zřejmě autonomním faktorem, který žádné jiné faktory včetně revize běžného účtu nemohou

převážít. Proto počítáme se stabilitou až mírným posílením forintu.

## PLN / EUR

Konečně zřetelný obrat

Kurz PLN / EUR

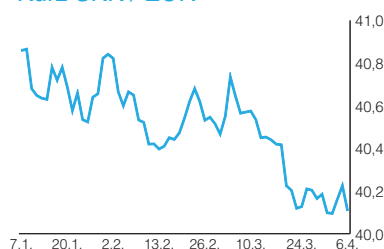


V rozporu s naším očekáváním, ovšem tentokrát již ve zjevném souladu s očekáváním mnohých analytiků, přešel polský zlotý stále od oslabování k posilování. Obrat k posilování byl sice alespoň na počátku března poměrně váhavý, ale nakonec se vše zlomilo a zlotý v průběhu března posílil z úrovně 4,88 k euru až na 4,73 a má našlápnuto k dalším ziskům. Zlotému zřejmě pomohlo, jak jsme uvedli výše, uklidnění politického napětí a náhlý „návrat konvergenčního příběhu“ do Střední Evropy. Vzhledem k tomu, že momentálně fundamentální i politické faktory působí stejným směrem a tlačí zlotý k posilování a uvolňuje se psychologická hráz omezující nákupní optimismus zejména u zahraničních investorů, počítáme pro duben s mírným posílením zlotého. Ovšem brzké dosažení úrovně 4,60 k euru, se kterým mnozí počítají, považujeme nadále za nerealistické.

## SKK / EUR

Žádná překvapení na obzoru

Kurz SKK / EUR



Slovenská koruna se na rozdíl od polského zlotého a maďarského forintu vyvíjela v březnu zcela v souladu s naším očekáváním. V tomto období slovenská koruna s drobnou přestávkou pouze posilovala. Z výchozí úrovně 40,45 k euru na začátku měsíce sice nejprve krátce oslabila až na 4,70, avšak poté ustavičně a bez přestání do konce měsíce posilovala až téměř na hladinu 4,10. Jak jsme předpokládali, únorové oslabení bylo pouze krátkodobou epizodou a všechny zásadní faktory ekonomické i neekonomické povahy hovoří v zásadě pro posílení koruny. O tom, jak velký apreační potenciál je v koruně skryt, vypovídá i skutečnost, že poměrně razantní snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů, které provedla centrální banka 26. března, nemělo na posilování koruny prakticky žádný vliv. Stejně jako v předchozích měsících počítáme i v dubnu s mírným posilováním slovenské koruny a považujeme tuto měnu i nadále za středoevropského konvergenčního favorita.

# ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

Růst ekonomiky v roce 2003 zůstal v režii spotřeby

Růst české ekonomiky v posledním čtvrtletí roku zvolnil z 3,4% ve 3Q/03 na 3,1%. RS ohledem na slabost evropských ekonomik se jedná o velmi dobrý výsledek. V rámci regionu zůstává ČR bohužel na chvostu dynamicky rostoucích středoevropských ekonomik. Růst ekonomiky zůstal i v roce 2003 v režii spotřeby. Nejvíce se utrácelo za telefony, telekomunikační služby ale i dopravu. Z rostoucí spotřeby domácností nejvíce těžily služby, které se největší měrou podílely na růstu přidané hodnoty v ČR. Růst reálných pracovních příjmů o 6,7% a sociálních dávek o 3,8% byl hlavním zdrojem loňských výdajů domácností. Spotřebu navíc stimulovaly i levnější úvěry a příznivý vývoj cen. Půjčky domácností vzrostly podle národních účtů o 43,9% (61 mld. Kč), zatímco míra hrubých úspor domácností mírně poklesla na 5,6% z 6,1%. Výdaje vlády se sice nesnížily, ale zůstaly alespoň na loňské úrovni. Díky očekávanému oživení ve světě, infrastrukturních investic a výstavby nových výrobních provozů a budov se oživila v roce 2003 i investiční aktivita. Tvorba fixního kapitálu se v průběhu roku 2003 zrychlila z 1,5% na 4,8% ve 4Q/03. Deficit zahraničního obchodu se v roce 2003 prohloubil o 3,5 mld. Kč především kvůli propadu bilance služeb odrážející slabost zahraniční poptávky. Spotřební a výrobní poptávka se i nadále v nemalém rozsahu uspokojuje dovozem ze zahraničí, což v nepříznivé kombinaci se slabou poptávkou ve světě tlačí čistý export do hlubokých deficitů a zpomaluje růst české ekonomiky.

Ačkoliv spotřeba domácností v letoším roce zpomalí (vlivem pomalejšího růstu reálných příjmů a vysoké nezaměstnanosti), ekonomické oživení bude pokračovat. Větší objem fixních investic (stimulovaný nejen vyšší zahraniční poptávkou ale i přísnějšími normami EU vyžadujícími dodatečné technologické investice) a lepší výkonnost českého exportu zvýší tempo růstu reálného HDP v roce 2004 nad 3%. Vstup do EU nebude spojen s významnějšími makroekonomickými dopady. Rozšíření EU může být pro mnohé malé a střední exportéry jak příležitostí tak i hrozbou spočívající v

### Intensitu výrobní aktivity v ČR určují zahraniční zakázky

silnější konkurenci. Očekávané zrychlení růstu české ekonomiky může být ohroženo pomalejším oživením světové ekonomiky a oslabením přílivu zahraničních investic.

Růst průmyslové výroby v lednu zpomalil na 3,8% z prosincových 8,9% podle sezónně neočištěných údajů. Výroba již roste sedmáctý měsíc v řadě, takže může mít nárok na krátký oddech. Trh přitom s ohledem na slabý lednový vývoz počítal ještě s nižším růstem okolo 3,3%. Tržby z prodeje průmyslového zboží vzrostly o 2% (po očištění o počet pracovních dní o 4,2% meziročně). Kromě pracovně náročných oborů jako je textilní a kožedělný průmysl postižených strukturálním poklesem, klesala tentokrát i výroba v průmyslu strojírenském, ve výrobě elektrických a optických zařízení vlivem poklesu zahraničních zakázek. O růst výroby se tentokrát postaralo hutnictví, automobilový a plastikářský průmysl. Růst výroby se zatím obejde bez zvyšování zaměstnanosti, neboť v mnohých oborech existují ještě velké rezervy v efektivním využití pracovních sil a propouští se. Zvýšení objemu zakázek v průběhu ledna a nadmíru dobré výsledky za únorový export jsou zvěstí dynamického růstu průmyslové výroby v únorovém měsíci.

### Poptávka na trhu práce je velmi slabá

V únoru se míra nezaměstnanosti nečekaně vyšplhala na 10,9%, čímž překonala lednovou rekordní úroveň. Počet nezaměstnaných překonal hranici 570 tisíc. Ačkoliv řady nově registrovaných se o něco zkrátily, zájem o nové pracovníky byl velmi nízký, proto počet osob, které ukončili registraci na úřadech práce, byl významně nižší než v předchozích měsících.

Bohužel ani pokračující růst průmyslové výroby nezlepší situaci na trhu práce. Pokračující restrukturalizace průmyslu, strukturální změny ve prospěch méně pracovně náročných oborů a intenzivní tlak na snižování výrobních nákladů nedává velkou šanci na brzký růst zaměstnanosti v průmyslu. Za těchto podmínek se lze spolehnout jen na sektor služeb, který by mohl vstřebat alespoň část uvolněných pracovních sil. To se však evidentně neděje alespoň ne v rozsahu, který by ulevil trhu práce. Důvodem je obava z dopadů daňových změn na poptávku po službách. Míra nezaměstnanosti tak po celý letošní rok zůstane nad 10%.

### V loňském roce spotřeba vyčerpala své síly

V lednu se maloobchodníci dočkali velkého zklamání, když jejich tržby poklesly o 1,4% meziročně (podle sezónně neočištěných údajů), zatímco trh očekával 2,2%-tní růst v průměru. Sezónní výprodej zboží, který se většinou setkává s nemalým zájmem spotřebitelů, nestačil tentokrát kompenzovat propad prodeje aut a tržeb za jejich opravu. Maloobchodní prodej byl všeobecně slabý, což naznačuje, že spotřeba domácností se vyčerpala během loňského roku a pro letošní rok jí příliš sil už nezbylo. Vzchopit by se snad mohla v souvislosti s očekávaným poklesem základní sazby DPH na 19%. Výraznějšímu růstu spotřebních výdajů bude ale bránit výrazné zpomalení růstu reálných příjmů a vysoká nezaměstnanost. Maloobchodní tržby a tržby v oblasti služeb porostou výrazně pomaleji než v loňském roce.

### Dražší služby zvyšují inflaci

V únoru se spotřebitelské ceny zvýšily o 0,2% na 2,3% meziročně v souladu s očekáváním trhu. Růst cen byl tentokrát v režii sezónních pohybů. Zatímco zimní výprodej zlevnil obuv a oblečení, většina služeb podražila. Růst cen kadeřnických a kosmetických služeb, služeb v oblasti rekreace a kultury překonal očekávání. Úpravy cen služeb vyjma telekomunikačních předchází změny v DPH, což naznačuje, že ceny půjdou spíše nahoru než dolů. Opačným směrem se v průběhu února vyvíjely ceny potravin a nealkoholických nápojů. Pokračující růst cen zemědělských výrobců dává tušit, že se meziměsíční pokles cen potravin nebude v březnu opakovat.

Vyšší ceny potravin a pohonných hmot vytlačí v březnu inflaci po téměř dvou letech zpět do cílového koridoru ČNB. Meziroční index CPI se však příliš nevzdálí od dolního pásma. Výraznějšího oživení se dočkáme až v květnu v důsledku změn v DPH.

### Výrobní ceny zvyšují pravděpodobnost růstu spotřebitelských cen

Ceny českých průmyslových výrobců vzrostly v únoru o 0,3% meziměsíčně a 1,5% meziročně v souladu s očekáváním trhu. Stejně jako v lednu se ceny zvedly ve většině oborů kromě elektrických a optických zařízení. Kromě cen potravinářských výrobců, které samy o sobě zvýšily PPI o 0,1 procentního bodu, zdražily také suroviny, dodávky elektrické energie, vody a plynu. Kurz koruny vůči dolaru již nestačí kompenzovat růst světových cen surovin. Ceny primárních výrobních vstupů spolu s cenami zemědělských producentů budou nadále tlačit index cen výrobců nahoru. V únoru se ceny zemědělských producentů zvýšily dokonce o 13,4% meziročně, což dává tušit, že ceny v potravinářském průmyslu ještě nedosáhly svého maxima. Vše svědčí o oživení nákladové inflace v ČR, která se stane jedním ze zdrojů oživení



### Krátkodobé zakázky vláčí českým zahraničním obchodem

spotřebitelské inflace.

Česká obchodní bilance se v únoru nečekaně překlopila do přebytku ve výši 3,6 mld Kč. Hodnota přebytku je nejvyšší od ledna 1994. Trh přitom počítal s deficitem ve výši 2 mld. Kč. O překvapení se postaral vývoz (především telekomunikačních zařízení, průmyslových strojů a zařízení). Korunový objem exportu vzrostl o 18,4%, zatímco importu jen o 12,8%. Vyšší objem průmyslových zakázek ze zahraničí zlepšil také saldo z aktivního zušlecht'ovacího obchodního styku. Poslední údaje o obchodní bilanci varují před neobvyklou volatilitou ve výkonnosti zahraničního obchodu. Vše nasvědčuje tomu, že vývoz z ČR je silně závislý na krátkodobých a jednorázových zakázkách ze zahraničí. Silné euro zintenzivňující tlak na náklady evropských producentů a cenová konkurenceschopnost nových členů EU zvyšuje šanci na další růst objemu vývozu ze zemí střední a východní Evropy včetně ČR. Nahrazování západoevropských dodavatelů dodavateli z nových členských zemí a přesouvání některých výrobců do střední a východní Evropy zvýší nejen vývoz ale i průmyslovou aktivitu v regionu. I ČR těží z tohoto procesu, nicméně zůstává nezdravě citlivá na výkyvy v krátkodobých zakázkách přicházejících ze zahraničí. V letošním roce proto počítáme jen s mírným snížením obchodního schodku na zhruba 60-65 mld. Kč. Výraznějšímu poklesu bude také bránit vyšší investiční aktivita firem realizovaná z velké části dovozem.

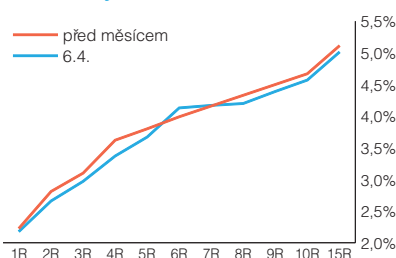
### ČNB zůstává nadále opatrná a nemění výhled

Ani březnové zasedání bankovní rady nepřineslo změnu v nastavení úrokových sazeb. Zachován byl také výhled na budoucí vývoj inflace. ČNB zůstává v pozici trpělivého strážce cenové stability, připraveného ihned zasáhnout přijde-li nečekaná událost měnící zásadním způsobem výhled na vývoj inflace. Takovou událostí může být podle našeho názoru květnová inflace, která může centrální bankéře varovat před růstem inflačních očekávání. Růst cen v oblasti služeb, který v mnohých případech předchází změnám v DPH, naznačuje, že prostor pro růst cen může být v české ekonomice větší než prostor k poklesu cen. Ačkoliv nyní ČNB jasně signalizuje svoji neutrální pozici, jsou to právě sekundární vlivy úprav daní, před kterými centrální banka ve svých zprávách varuje. Dočkáme-li se v květnu výraznějšího oživení inflace nad 3%, dočkáme se pravděpodobně i prvního zvýšení sazeb a to na konci července 2004. V opačném případě k růstu sazeb může dojít až později, například v říjnu. Ke konci roku se repo sazba v závislosti na rychlosti oživení inflace může pohybovat mezi 2,25-2,5%.

Pokles výnosů v průběhu března byl vymazán jejich prudkým růstem na začátku dubna.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### Česká výnosová křivka



Vývoj v českém dluhopisovém trhu v podstatě opět kopíroval vývoj na světových trzích. Drobným rozdílem byl především pozvolnější pokles výnosů v první polovině měsíce. Od začátku března do 25. března klesl výnos desetiletého dluhopisu z 4,80% na 4,30%. Z domácích faktorů částečně ovlivnila trh blížící se emise českého eurobondu, jednotlivé aukce a opět se projevující přetlak volné likvidity především na krátkém konci a ve středu výnosové křivky. Na zveřejňovaná domácí makroekonomická data trh prakticky nereagoval. Ke konci měsíce v souladu se světem výnosy prudce rostly. U desetiletého dluhopisu se výnos na začátku dubna vrátil na 4,70%. Hlavními podněty k růstu výnosů bylo ponechání úrokových sazeb ECB beze změny a nečekaně vysoký přírůstek pracovních míst v USA.

Duben by měl být opět především ve znamení sledování vývoje ve světě. Dá se proto očekávat, že především na dlouhém konci výnosové křivky dojde k lehkému růstu výnosů. Krátký konec bude ovlivňován třemi základními faktory: dostatkem likvidity, který by měl brzdit případné tlaky na růst výnosů, spekulacemi na snížení sazeb ECB, které by mohly výnosy tlačit dolů a spekulacemi o datu zvýšení úrokových sazeb ČNB. Vzhledem k tomu, že domácí ani importované inflační tlaky nevypadají příliš silně lze očekávat spíše slábnutí očekávání růstu sazeb a tedy stabilizující vliv na krátký konec výnosové křivky.

Střednědobý vývoj určí jednak trend k růstu výnosů v USA a jednak možný pokles sazeb ECB

Ve střednědobém výhledu lze očekávat konfliktní působení pravděpodobného pokračujícího růstu výnosů dluhopisů v USA a možného snížení úrokových sazeb ECB. Převážit by však podle našeho názoru měla síla amerického trhu a za nejpravděpodobnější variantu považujeme kolísavý růst výnosů, především na dlouhém konci výnosové křivky. Vstup ČR do EU ani emise eurobondu by trh neměly výrazněji ovlivnit. Z domácích faktorů bude trh pozorně sledovat výsledky jednotlivých aukcí, podle kterých bude usuzovat na zájem investorů o české dluhopisy. Z makroekonomických

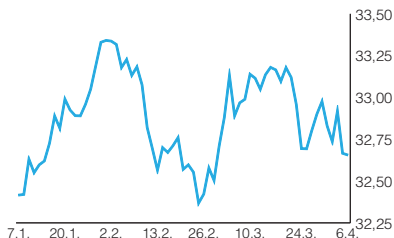


faktorů bude v centru pozornosti především inflace. Důležitá budou také vyjádření jednotlivých členů bankovní rady ČNB a zápisy z jejich zasedání.

## Devizový trh

Na začátku března korunu oslabilo využívání úrokového diferenciálu k polskému zlotému

Kurz CZK / EUR



Ani střednědobě by se koruna neměla dostat do jednoznačného trendu

Začátek března byl ve znamení poměrně prudkého oslabení kurzu koruny k euru. Z úrovní v okolí 32,50 se kurz dostal lehce nad 33,0 a několikrát testoval důležitou hladinu podpory 33,15. Nad touto hladinou se však neudržel a v poslední třetině března se vrátil pod 33,0. V tomto období se kurz většinou udržoval mezi 32,60 až 32,90. Oslabení na začátku března souviselo patrně opět především s využíváním úrokového diferenciálu mezi českou korunou a ostatními středoevropskými měnami. Mírné posílení ke konci měsíce bylo inspirováno především lepším než očekávaným údajem o bilanci zahraničního obchodu. Na kurz koruny k euru měly vliv také pohyby kurzu dolaru k euru.

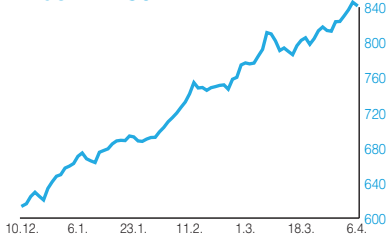
V dubnu by koruna měla pokračovat v kolísání v širokém rozmezí 32,20 až 33,20, přičemž za pravděpodobnější považujeme převažující pobyt v dolní polovině zmíněného pásma. Využívání úrokového diferenciálu by mohlo tentokrát hrát poněkud menší roli. Důležitější budou údaje o vývoji zahraničního obchodu. Pokud by potvrdila tendence ke zlepšování zahraničně obchodní rovnováhy, mohlo by to koruně poskytnout růstový impuls. Roli mohou hrát i pohyby kurzu eura k dolaru.

Střednědobý výhled je v zásadě stejný jako výhled na jeden měsíc. Nepředpokládáme výraznější vliv vstupu do EU. Emise eurobodnu bude vzhledem k plnému kursovému zajištění z hlediska koruny neutrální. Koruna by se měla pohybovat v širokém rozmezí 31,80 až 33,30. Jednotlivé krátkodobé trendy by měly být inspirovány toky portfoliových investic, většími komerčními transakcemi, repatriacemi zisků, toky FDI a vývojem obchodní bilance.

## Český akciový trh

Akcie stále na desetiletých maximech - pozor na korekci !

Index PX 50



Pouze Unipetrol neroste - nejistá privatizace

České radiokomunikace - letošní rekordman

Banky táhnou trh vzhůru

Na rozdíl od stagnujících či mírně oslabujících zahraničních trhů český akciový trh ani v březnu nepolevil v optimismu a pokračoval v silném růstu. Index PX50, který byl už koncem února na nejvyšší hodnotě za posledních 10 let, posunul během března desetileté maximum vzhůru o dalších 6,4%. Středoevropské akciové trhy (s výjimkou polských akcií) žene vzhůru blížící se datum rozšíření Evropské unie. Většina v Praze obchodovaných titulů se přitom již několik měsíců pohybuje na svých mnohaletých maximech: ČEZ, Komerční banka, Philip Morris CR nebo rakouská Erste Bank. Řada analytiků proto již několik týdnů varuje před korekcí a vybíráním zisků. My jsme v minulé měsíční zprávě předpokládali, že příliv peněz do regionu před vstupem do EU neochabne a že akcie budou i nadále pokračovat v posilování. Stejný názor máme v zásadě i na tento měsíc, musíme ale varovat před možnou změnou trendu po datu rozšíření EU, kdy by se trh podle našeho názoru mohl otočit ke korekci - podle pravidla "buy on rumour, sell on news".

České akcie rostou již zhruba rok (od začátku spojeneckých operací v Iráku), ale období mimořádně silného růstu trvá zhruba od poloviny prosince 2003. Zatímco okolo přelomu roku akcie kopírovaly růstový trend na zahraničních trzích, od února se vývoj pražské burzy odpoutal od vlivu klesajících zahraničních akcií a dále rostl. Výjimkou jsou pouze akcie Unipetrolu, které jsou počátkem dubna mírně pod svojí hodnotou z konce minulého roku. Důvodem jsou obavy investorů z příliš komplikované privatizace a nejistota ohledně výše nabízené ceny za prodáváný 62,99% balík akcií.

Březnovým rekordmanem byly opět akcie Českých radiokomunikací, které vyskočily o 21% až téměř k magické hranici 500 Kč. Domácí spekulanti, kterým se až do května loňského roku nedařilo vytáhnout cenu akcie nad 200 Kč, slaví nyní velký triumf. Díky v prosinci zveřejněnému serióznímu znaleckému posudku, který ohodnotil akcie Českých radiokomunikací na cenu 604 - 705 Kč a při stále silnějších spekulacích na výplatu dividendy od dceřiné společnosti T-Mobile CR se tyto akcie téměř po třech letech opět krátce podívaly nad hranici 500 Kč.

České radiokomunikace ale nejsou titulem, který táhne pražskou burzu. Těmi jsou jednoznačně bankovní tituly Erste Bank a Komerční banka. Erste Bank vykázala během března lepší než očekávané výsledky za minulý rok, což akcii katapultovalo až na rekordních 4.093 Kč. Kromě toho Erste Bank víc než kterákoliv jiná akcie těží

z obluby právě středoevropského regionu. Komerční banka sice nepředložila oslnivé výsledky za minulý rok, jako druhý nejlikvidnější titul pražské burzy ale je povinnou investicí těch, kteří chtějí na domácím trhu něco koupit. Trh navíc vkládá jisté naděje do výplaty vyšší dividendy. I přes mohutný růst v posledních měsících jsou ale obě banky hodnoceny zhruba stejně jako ostatní konkurenční regionální banky, tudíž silnější korekci lze očekávat pouze v souvislosti s poklesem celého bankovního sektoru.

### ČEZ - sázka na jistotu

Na rozdíl od bank má akcie ČEZ stále co dohánět. Konkurenční evropské utility se obchodují za vyšší ceny a tudíž akcii zůstává stále dostatečný prostor pro růst. Z dlouhodobějšího hlediska je ČEZ téměř sázkou na jistotu, krátkodobě ale akcie může stagnovat vzhledem k letošního mimořádně silnému růstu. Také u ČEZu existují spekulace na dividendu, současně ale může některé investory odstrašovat stále živá myšlenka některých ministrů prodat 16% akcií na veřejném trhu. Krátkodobý prostor pro růst má ale podle našeho názoru akcie Českého Telecomu. Důvody jsme podrobně rozebrali v minulé měsíční zprávě. Telecom má za letošní rok (kromě Unipetrolu) nejslabší růst, na rozdíl od akcií ČEZu, bank nebo Philip Morris CR. Navíc při růstu zahraničních akcií (v reakci na pozitivní firemní výsledky za 1Q) by právě Telecom mohl kopírovat trend.

### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.3.	27.2.	1M	3M	12M	2004
PX 50	823.8	774.3	6.4%	25.0%	67.2%	25.0%
PX-D	2056.8	1917.2	7.3%	25.2%	65.0%	25.2%
Český Telecom	340.20	328.50	3.6%	16.8%	11.9%	16.8%
Č. radiokomunikace	491.50	406.10	21.0%	42.5%	152.7%	42.5%
ČEZ	190.77	178.89	6.6%	30.9%	95.4%	30.9%
Unipetrol	64.10	65.64	(2.3%)	(3.5%)	47.4%	(3.5%)
Komerční banka	3 201	2 921	9.6%	32.4%	62.4%	32.4%
Erste Bank	3 980	3 680	8.2%	24.7%	92.5%	24.7%
Philip Morris ČR	19 101	17 905	6.7%	21.4%	58.7%	21.4%

### Pokračují rekordní objemy obchodů

Stejně jako únor i březen přinesl rekordně vysoké objemy obchodů. Celkový objem obchodů s akciemi stoupl z únorových 43,1 mld. Kč na 48,4 mld. Kč. Nejvíce obchodů bylo podobně jako v minulých měsících realizováno s akciemi Českého Telecomu. Denní průměr obchodů díky vyššímu počtu pracovních dní v březnu mírně klesl z únorových 2,15 mld. Kč na 2,1 mld. Kč.

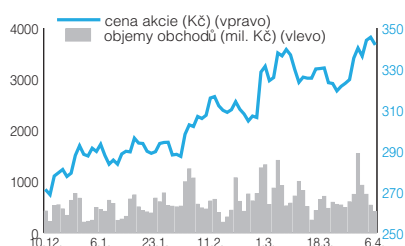
	březen 2004		únor 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Český Telecom	16.83	34.7	13.46	31.2
Komerční banka	13.23	27.3	13.04	30.3
ČEZ	8.39	17.3	9.06	21.0
Philip Morris ČR	4.27	8.8	2.38	5.5
Erste Bank	2.95	6.1	2.32	5.4
České radiokomunikace	1.71	3.5	0.50	1.7
Unipetrol	0.85	1.8	1.80	4.2

### Rozpory mezi vedením Telecomu a Eurotelu sílí

Akcie Českého Telecomu minulý měsíc sice posilovala, její růst byl ale slabší, než jsme předpokládali. Akcie se v zásadě dostala do zisku až koncem března, kdy trh reagoval pozitivně na auditované výsledky za minulý rok. Výsledky přitom jen potvrdily předběžná čísla, které firma předložila již koncem února.

Růst ceny akcií Telecomu za poslední rok tak stále výrazně zaostává za růstem zbylých českých akcií, a to i tehdy, pokud cenu upravíme o hodnotu loni vyplacené dividendy 57,50 Kč. Důvody jsme podrobněji popsali v minulé měsíční zprávě. Akcie stále před rokem (na konci března 2003) 304 Kč. Během roku její cena stoupla na 340 Kč a společnost přitom vyplatila dividendu 57,50 Kč. Meziroční růst 31% (bez

### ČESKÝ TELECOM



vlivu výplaty dividendy) je ale výrazně slabší než 95% růst akcií ČEZ nebo 62% růst akcií Komerční banky. Také indexy PX-D, resp. PX50, jsou meziročně výš o 65%, resp. 67,2%. Telecom má tedy stále co dohánět.

#### Výše dividendy stále nejistá

Auditované výsledky nepřinesly žádné překvapení. Management Telecomu potvrdil zájem vyplatit dividendu, přičemž samotná výše dividendy zůstává i nadále předmětem spekulací. Telecom sice vykázal čistou ztrátu, bez mimořádných položek by ale zisk činil cca 5 mld. Kč a tudíž firma by měla vyplatit dividendu 7,80 - 10,90 Kč (50 - 70% zisku). Současně ale generální ředitel Gabriel Berdár připomněl, že Telecom má podle českých účetních standardů nerozdělený zisk ve výši cca 6,6 mld. Kč. Pokud by firma vyplatila celý tento zisk, dividendy by činila 20,50 Kč / akcii. Takto vysoká dividendy by byla samozřejmě pro trh příjemným překvapením.

#### Neshody mezi vedením Telecomu a Eurotelu se množí ...

V souvislosti s výsledky za minulý rok není zcela od věci podívat se na hospodaření Telecomu bez zkrslujících údajů za Eurotel - tzn. analyzovat nekonsolidované výsledky podle českých účetních standardů. Zjistíme totiž zajímavou skutečnost, a to že provozní hospodaření Telecomu bylo loni ztrátové (-1,2 mld. Kč) a nebýt výplaty podílu na zisku od dceřiné společnosti Eurotel (+4,76 mld. Kč) a negativní odložené daně (3,5 mld. Kč) skončila by společnost zřejmě ve ztrátě. Díky oběma vlivům ale firma vykázala nekonsolidovaný zisk 6,2 mld. Kč. Během roku vykazovala sice firma provozní zisky v řádu stovek mil. Kč, opravné položky v posledním čtvrtletí ale překlopily provozní zisk do provozní ztráty. V roce 2002 přitom Telecom vykázal nekonsolidovaný provozní zisk 2,8 mld. Kč a čistý zisk 1,8 mld. Kč. Situace v segmentu pevných linek se skutečně rok od roku zhoršuje a ani přenos dat zatím není schopen ztrátový provoz hlasových služeb nahradit. Vysoce ziskový Eurotel (čistý zisk 7,25 mld. Kč) tak táhne ziskovost celé skupiny v konsolidovaném vyjádření. Letos to přitom bude ještě zřejmější - Telecom totiž již od prosince 2003 konsoliduje 100% podíl v Eurotelu. Investoři by se tak v letošním roce měli zaměřit hlavně na Eurotel, protože nelze očekávat, že by výsledky samotného Telecomu byly pro konsolidované výsledky celé skupiny rozhodující. V této souvislosti je nutné zdůraznit, že jakékoliv snahy Telecomu odstavit z vedení Eurotelu Terrence Valeskiho či posílit svůj vliv na rozhodování Eurotelu může mít negativní dopad právě na cenu akcie Českého Telecomu. Po rozporech ohledně projektu vysokorychlostního internetu CDMA, který Telecom Eurotelu nejprve zakázal a až po zásahu ministra informatiky opět povolil, se zdá, že mezi vedením obou společností panují přinejmenším značné rozpory. Pokud by měl Valeski skutečně z vedení Eurotelu odejít, jak naznačují některé spekulace médií, nebyla by to pro akcie Telecomu dobrá zpráva.

#### ... stejně jako spekulace kolem privatizace společnosti

V době psaní tohoto textu přinesl týdeník Euro zprávu ohledně údajném zájmu Deutsche Telekom koupit od státu většinový podíl v Českém Telecomu, a to formou přímého prodeje. Německý operátor prý nabízí až 130 mld. eur. Podle našeho názoru je tato možnost velmi málo pravděpodobná. Během posledních několika let Deutsche Telekom několikrát vyjádřil svůj nezájem o akvizici Českého Telecomu. Naposledy to podle tisku udělal minulý měsíc generální ředitel Kai-Uwe Ricke. Pokud by tedy měl mít německý operátor skutečně zájem koupit Český Telecom, šlo by o zcela zásadní názorový obrat. Deutsche Telekom by navíc musel prodat jednu ze dvou mobilních společností, tj. buď Eurotel nebo T-Mobile CR. Otázkou zůstává, zdali si "nezávislé zdroje", které cituje Euro, nespletly Deutsche Telekom s Deutsche Bank. Německá banka se již jednou pokoušela Český Telecom koupit, naštěstí pro Telecom to ale nevyšlo.

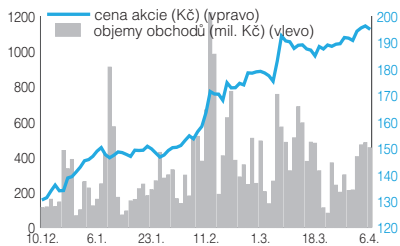
#### Akcie Telecomu může i v dubnu dál posilovat, existuje ale řada rizik

Protože předpokládáme, že zájem investorů o region Střední Evropy vydrží přinejmenším až do počátku května, očekáváme také, že akcie Telecomu bude dál pokračovat v mírném posilování. Impulsem by mohl být i očekávaný růst zahraničních trhů a pozitivní konsolidované výsledky za 1Q. Rizikem je vybírání zisků v regionu, horší než očekávané výsledky Eurotelu za 1Q nebo další vyhocení vztahů mezi managementy Telecomu a Eurotelu.

### ČEZ stále podhodnocený vůči konkurenci

V minulé měsíční zprávě jsme široce komentovali nástup Martina Romana do vedení společnosti ČEZ, akviziční plány společnosti a některé základní předpoklady pro vývoj v letošním roce. V dnešní měsíční zprávě bychom se chtěli zaměřit na tržní srovnání akcie ČEZ se západoevropskou konkurencí vzhledem k silnému růstu ceny akcie v posledních měsících. Okomentujeme rovněž možnost prodeje 16% akcií

## ČEZ



Proč je ČEZ vůči konkurenci stále podhodnocený?

Proč stát 16% akcií ČEZu? Připouštíme, že je to možné

Očekáváme, že cena akcie ještě v dubnu poroste

## ČEZ na veřejných trzích.

Podle našeho názoru ČEZ v letošním roce vykáže EBITDA (provozní zisk před odpisy) ve výši cca 31,5 mld. Kč (konsolidováno podle IFRS). Poměr EV / EBITDA (EV = tržní kapitalizace + menšinový vlastní kapitál + úročený dluh - hotovost) vychází 5,1. Za základ pro porovnání jsme vzali 13 největších západoevropských energetických společností. Průměrná hodnota EV/EBITDA (EBITDA v roce 2004 měřena na základě predikcí analytiků podle agentury Bloomberg) činí 7,4. ČEZ se tedy stále obchoduje vůči konkurenci s 30% diskontem. Pokud by poměr EV/EBITDA měl vzrůst na průměrných 7,4, cena akcie ČEZ by musela stát až 315 Kč, příp. by se při stejné ceně akcie muselo buď výrazně zvýšit zadlužení nebo poklesnout EBITDA o 10 mld. Kč. Podhodnocenost ČEZu vůči konkurenci samozřejmě má své důvody: nižší free cash flow (splátky za koupi distribučních společností), nižší dividendy, horší likvidita akcie na pražské burze. Shrnutí: ČEZ loni výrazně zvýšil provozní zisk před odpisy (EBITDA), což je nejenom důsledek konsolidace s distribučními společnostmi, ale i důsledek zlepšení prodeje na domácím trhu a vývozu elektřiny. Zadlužení společnosti přitom nijak dramaticky nestouplo - ČEZ splátky pokrývá z vlastních zdrojů, tj. z provozního cash flow. Muselo tedy logicky dojít k růstu ceny akcie. Cena akcie přitom jen pokrývá disproporce mezi stabilním zadlužením a růstem hodnoty EBITDA. Akcie je dál, stejně jako předtím, vůči konkurenci podhodnocená. Diskont je ale zčásti oprávněný: ČEZ má nižší FCF a nevyplácí dost vysoké dividendy. Až ČEZ splátky za distribuční společnosti splatí (letos) a zvýší dividendu, cena akcie dál poroste a diskont vůči konkurenci se bude snižovat.

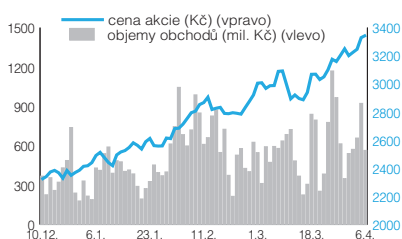
Růst ceny akcie ale zvyšuje pravděpodobnost, že ministerstvo financí prosadí myšlenku prodat na veřejných trzích 16% akcií ČEZ. Tato idea je již skutečným 'evgrýnem' a v našich komentářích se objevuje již od poloviny loňského roku. To, že je stále aktuální, připomněl minulý měsíc ministr financí Sobotka, když prohlásil, že vláda si nechá zpracovat analýzu výhodnosti prodeje tohoto balíku akcií a poté se do konce roku rozhodne, zdali tuto transakci zrealizuje. Rozdíl oproti polovině minulého roku, kdy se tato myšlenka jevila jako velmi absurdní, je zásadní: Cena akcie ČEZu totiž od té doby stoupla o 90 Kč téměř na dvojnásobek. S tím, jak roste cena akcie, roste potenciální výnos z prodeje (nyní v tržní ceně za cca 18,5 mld. Kč) a tím i chut' ministerstva financí získat finanční zdroje na krytí schodku veřejných financí. Ačkoliv ministr průmyslu Urban navenek preferuje balík akcií ČEZ neprodávat, je podle posledních zpráv otevřený jakýmkoliv diskuzím na toto téma, což naznačuje, že možná nebude možná schopen (ochoten) vzdorovat tlaku na prodej ze strany ministra financí.

Když v roce 2001 nabízely italský Enel a francouzský EDF za dvoutřetinový podíl v ČEZu částky okolo 150 mld. Kč, ČEZ byl v horší kondici než nyní, kdy vlastní podíly v distribučních společnostech, vyrábí elektřinu v Temelíně, zvyšuje podíl na domácím trhu a prodává elektřinu za vyšší velkoobchodní cenu. Vláda navíc tehdy stanovila tvrdé omezující podmínky. Na rozdíl od současnosti ale v roce 2001 neexistovala povinnost odkupu akcií menšinových akcionářů. Kdybychom očekávali, že investoři budou ochotni investovat do české energetiky stejnou částku jako v roce 2001, vyjde nám cena za 1 akcii ČEZ okolo 250 Kč (počítáno za 100% akcií společnosti, tzn. včetně odkupů). Tuto cenu bychom považovali za spodní hranici možných nabídek. Vláda ale v roce 2001 žádala od investorů 200 mld. Kč, což by po přepočtu na 100% akcií činilo necelých 340 Kč / akcii. Podle našeho názoru je reálné očekávat za jednu akcii ČEZ nabídky okolo 300 Kč, což by přineslo státu výnos cca 120 mld. Kč (za 67,6% balík akcií) a menšinovým akcionářům necelých 60 mld. Kč na odkupy. Při této matematice se prodej 16% akcií ČEZ za cenu okolo 200 Kč / akcii (celkem za 19 mld. Kč) může zdát jako výnosný obchod, obzvláště když pomůže řešit napjaté státní finance. Než by se tato transakce připravila, akcie ČEZu může stát 220 Kč. Po zahrnutí povinného diskontu nemusí být cena 200 Kč za akcii nereálnou.

Tato myšlenka může někoho od nákupu akcií ČEZ odrazovat, podle našeho názoru je ale k realizaci stále ještě poměrně daleko. Nejbližším termínem se jeví první polovina příštího roku. Pokud se ale bude vláda touto myšlenkou skutečně vážně zabírat, může to zastavit současný trend růstu ceny akcie. Není to ale riziko pro následujících několik týdnů, kdy předpokládáme, že akcie bude dál pokračovat v rostoucím trendu a těžit z přílivu peněz do regionu.



## KOMERČNÍ BANKA



Kolik vyplatí banka na dividendě?

Management banky je na letošní rok optimistický

Čeká se, že výsledky za 1Q meziročně porostou

Kdy přijde korekce?

## Akcie Komerční banky je stále atraktivní investiční příležitostí

Na rozdíl od našeho očekávání bankovní akcie v březnu nijak nezpomalily svůj růst. Komerční banka posílila o 9,6% na novou rekordní hodnotu 3.201 Kč a během prvních dubnových dní zamířila ještě výš. Důvody jsou stále stejné: relativně pozitivní fundamentální výsledky, příliv kapitálu do regionu Střední Evropy, atraktivní hodnocení vůči středoevropské konkurenci a spekulace na výplatu vyšší dividendy. Ačkoliv management banky na setkání s analytiky poněkud zchladil dividendové očekávání (zopakoval stejný scénář jako minulý rok), negativní reakce akcie byla velmi krátkodobá.

Na setkání s analytiky management Komerční banky uvedl, že letošní výplata dividendy bude vyšší než loňských 40 Kč / akcii, spekulace na výplatu 100 Kč / akcii jsou ale příliš vysoké. Finanční ředitel Philippe Rucheton také zopakoval, že výplata dividendy bude v souladu s cílem banky zvýšit výplatní poměr na 30 – 35% zisku (bez mimořádných položek). Protože zisk bez mimořádných položek ('recurring profit') loni činil 6,8 mld. Kč, dividendu by měla být 54 – 63 Kč, což je pro většinu investorů zklamáním, protože někteří ze zahraničních investorů předpokládali výplatu dividendy až 100 Kč a výše na akcii. Podle našeho konzervativnějšího scénáře předpokládáme, že banka vyplatí dividendu 50 - 55 Kč / akcii, tj. 28-31% ze zisku bez mimořádných položek oproti loňským 24%. Výplatní poměr (dividenda / čistý zisk) by se zvýšil ze 17% na 21-23%. Nicméně, existuje jistá pravděpodobnost, že banka letos vyplatí vyšší dividendu díky změně ve zdanění dividend po vstupu ČR do EU 1. května. Tato změna bude totiž pro Société Générale příznivá, neboť obdrží od Komerční banky celou výši hrubé dividendy a nikoliv čisté dividendy (po odpočtu 15% daně) jako ostatní investoři. Scénář vyšší dividendy podporuje i skutečnost, že banka je překapitalizovaná (kapitálová přiměřenost banky činila 15,4% oproti požadované 8%, a to je v silném rostoucím trendem) a i přes rostoucí ziskovost její ROE (výnosnost vlastního kapitálu) klesá. Očekáváme, že finální rozhodnutí ohledně dividendy padne až těsně před valnou hromadou, která je plánována na 17. června, a tím pádem nejistota kolem dividendy trvá dál.

Pro trh nebyly auditované výsledky z konce března překvapením, protože byly shodné s předběžnými výsledky zveřejněnými na konci února. Banka zvýšila zisk o 5,7% na 9,3 mld. korun především díky poklesu nákladů, rozpuštění opravných položek a prodeje aktiv, zatímco výnosy mírně klesaly. Konsolidovaný zisk (auditovaný, podle mezinárodních účetních standardů) klesl na 8,7 mld. Kč z předchozích 9 mld. Kč. Hlavní příčinou poklesu je odlišný způsob zaúčtování prodeje společností CAC Leasing a Reflexim. Pro letošní rok management předložil optimistický výhled na vývoj hospodaření. Navíc i letos ziskovost ovlivní některé mimořádné položky, jako např. kapitálový zisk 800 mil. Kč z prodeje 49% podílu ve společnosti MUZO nebo rozpouštění opravných položek v objemu okolo 2 mld. Kč. Věříme, že oblast výnosů by se mohla letos stabilizovat, protože již poslední čtvrtletí minulého roku naznačilo rostoucí trend úrokových výnosů a poplatků a provizí. Očekáváme, že management bude pokračovat v přísné kontrole nákladů a tím i zlepšování efektivnosti. Poměr náklady/výnosy se loni snížil na 53,6%, což je jeden z nejnižších poměrů v regionu. Banka má přitom předpoklady pro další snížení v letošním roce. Pozitivně se na zisku projeví i pokles daňové sazby na 28% z 31%.

Pokud jde o výsledky banky za první čtvrtletí, banka je zveřejní na konci dubna. Předpokládáme, že provozní zisk banky bude stagnovat na úrovni okolo 2,5 mld. Kč, ale díky zúčtování kapitálového zisku z prodeje společnosti MUZO a poklesu daňové sazby očekáváme výrazný meziroční nárůst čistého zisku na 2,1 mld. Kč.

Věříme, že navzdory poslednímu prudkému růstu ceny akcie mohou psychologicko-technické faktory a pozitivní obrázek banky z fundamentálního hlediska ještě pohnout cenou akcie dále vzhůru směrem k 3.500 Kč. Je ale velmi pravděpodobné, že se dříve či později trend otočí a akcie banky budou korigovat dolů. Z hlediska technické analýzy by akcie měla konsolidovat a kolísat okolo úrovně 3.200 - 3.300 Kč. Hladina odporu je nyní na úrovni 3.500 Kč, což je úroveň, ke které se v tuto chvíli cena akcie blíží. Naopak hladina podpory leží na úrovni okolo 3.100 Kč. Jak jsme již uvedli v minulé měsíční zprávě, obáváme se, že po vstupu země do EU ochabne jistá euforie, která žene příliv finančních prostředků do regionu, což by mohlo odstartovat vybírání zisků a korekci. Je ale velmi těžké předpovědět, kdy tento obrat nastane.



# Přehled zpráv z akciového trhu

## Český Telecom

### Český Telecom zveřejnil auditované výsledky za minulý rok

Audit potvrdil předběžné výsledky. Společnost vykázala čistou ztrátu 1,8 mld. Kč po zisku 4,3 mld. Kč v roce 2002. Tržby klesly o 3% na 51,5 mld. Kč, EBITDA (provozní zisk před odpisy) se snížil o 8,9% na 23,8 mld. Kč. V souladu s předběžnými výsledky firma vykázala provozní ztrátu 5,5 mld. Kč po zisku 7,1 mld. Kč v roce 2002. Důvodem ztráty byl jednorázový mimořádný odpis aktiv v hodnotě 9,9 mld. Kč, který firma zdůvodnila nepříznivým regulatorním prostředím a pokračující výraznou nejistotou týkající se budoucích podmínek regulace. Výsledná čistá ztráta by ale byla mnohem vyšší nebýt konsolidované úspory daně z příjmů ve výši 4,9 mld. Kč, která naopak snížila daňovou povinnost a tím snížila i velikost čisté ztráty. Daňová úspora vyplynula ze změny v dani z příjmů právnických osob, které snížily závazek firmy z odložené daně, z účinku odpisu aktiv na odloženou daň a z jednorázových daňových úspor týkajících se dividend vyplacených v loňském roce. Generální ředitel Gabriel Berdár na tiskové konferenci prohlásil, že zisk by bez zahrnutí mimořádného odpisu aktiv dosáhl 5 mld. Kč a dodal, že i přes ztrátu má společnost prostor pro výplatu dividendy. Berdár také připomněl, že firma ve svých pasivech stále drží zisk z minulých let ve výši 6,6 mld. Kč, který by mohl být vyplacen akcionářům. Pokud by Telecom vyplatil celý zisk z předchozích let, dividendy by činily až 20,50 Kč / akcii.

### Telecom by letos mohl odepsat další aktiva

Generální ředitel Českého Telecomu Gabriel Berdár řekl, že firma by mohla letos pokračovat v odepisování aktiv, pokud ČTÚ odmítne zvýšit ceny regulovaných služeb. Finanční ředitel Juraj Šedivý naopak prohlásil, že v současné době neexistují žádné důvody pro další mimořádný odpis aktiv.

### ČTÚ snížil propojovací poplatky

S platností od dubna snížil ČTÚ propojovací poplatky pro volání z pevných sítí do mobilních sítí o 47 haléřů z 3,66 Kč / minutu na 3,19 Kč / minutu. Tuto cenu bude muset zaplatit operátor pevných linek mobilním operátorům za jednu minutu hovoru jeho klienta do mobilní sítě. Mluvčí Telecomu Vladan Crha řekl, že nižší propojovací poplatky vytváří prostor pro možný pokles tarifů při volání z pevných do mobilních sítí. Za minutu hovoru do mobilních sítí si Český Tele-

com v rámci svého nejběžnějšího tarifu Home Standard nyní účtuje 7,60 Kč.

### Telecom bude prodávat své nemovitosti

Nemovitostí v účetní hodnotě 11 mld. Kč se hodlá zbavit Český Telecom. Tržní hodnota těchto budov je údajně okolo 20 mld. Kč. Telecom hodlá budovy prodat a zpětně si je od nových majitelů pronajmout. Mluvčí Telecomu Vladan Crha uvedl, že firma nyní vybírá konzultanty z řad investičních bank a realitních kanceláří. Rozhodnutí o prodeji budov má padnout do poloviny roku.

## České radiokomunikace

### České radiokomunikace možná koupí Contactel

Podle spekulací týdeníku Euro je možné, že České radiokomunikace koupí alternativního fixního operátora Contactel. Spojení obou firem by musel odsouhlasit antimonopolní úřad.

### T-Mobile CR zvýšil zisk meziročně o 63%

T-Mobile CR, 39% dceřiná společnost Českých radiokomunikací, zveřejnil výsledky za minulý rok podle německých účetních standardů GAAP. Společnost zvýšila čistý zisk o 63% na 4,4 mld. Kč díky úspoře nákladů a také změnám legislativy v oblasti daní, řekl generální ředitel Roland Mahler. Výnosy vzrostly o 12,6% na 24,4 mld. Kč, EBITDA (provozní zisk před daní) se zvýšil o 9,7% na 10,8 mld. Kč. Výsledky byly obecně lepší než trh předpokládal. Celkový počet mobilních zákazníků loni stoupl o 12,5% na 3,947 mil. a podíl na trhu se mírně snížil ze 40,7% na 40,5%. Roland Mahler nekomentoval, zdali společnost bude letos vyplácet dividendu.

## ČEZ

### Vláda letos rozhodne o prodeji 16% akcií ČEZ

Ministr financí Bohuslav Sobotka řekl, že vláda se do konce letošního roku rozhodne, zdali rozprodá 16% balík akcií společnosti ČEZ. Důvodem je financování rozpočtového schodku. Rozhodnutí ohledně akcií ČEZ bude učiněno do konce roku poté, co ministerstvo financí ve spolupráci s ministerstvem průmyslu a obchodu provede analýzu výhodnosti tohoto prodeje, uvedl Sobotka. Analýza je otázkou několika měsíců. Ministr průmyslu Milan Urban uvedl, že ve vládě není na toto téma jednotný názor a dodal, že on spíše preferuje akcie ČEZ neprodávat, i když je otevřený jakýmkoliv diskuzím na toto téma.

### ČEZ by se mohl účastnit nové privatizace

## Severočeských dolů

Podle ministra průmyslu a obchodu Milana Urbana by se ČEZ mohl účastnit opakované privatizace Severočeských dolů (SD). Vláda privatizaci SD na začátku března zrušila, ministerstvo financí a ministerstvo průmyslu mají do konce roku připravit návrh dalšího postupu. Urban po zasedání vlády představil vlastní myšlenku, podle které by ČEZ mohl vytvořit společný podnik s Mosteckou uhelnou a tento podnik by poté privatizoval Severočeské doly. Tato myšlenka ale zatím nebyla s nikým projednávána, dodal Urban.

### ČEZ chce letos zvýšit tržby za prodej elektřiny o 5,4%

Ve svém interním zpravodaji ČEZ zveřejnil strategické i krátkodobé cíle společnosti. V letošním roce společnost plánuje zvýšit tržby za prodej elektřiny (včetně podpurných služeb) o 5,4% na 54,77 mld. Kč a na domácím trhu zvýšit podíl dodávek elektřiny vyrobených ve vlastních zdrojích na nejméně 62,8% z 61,8% v roce 2003. ČEZ tak předpokládá další růst tržeb za prodej elektřiny, a to i přes plánovaný pokles objemu exportované elektřiny. Na prezentaci pro analytiky ČEZ prohlásil, že objem vyvezené elektřiny letos kvůli poklesu přeshraniční vývozní kapacity do Německa a Rakouska klesne pod 16 TWh z loňských 18,7 TWh. Protože ale ČEZ očekává více jak 5% růst celkových tržeb za elektřinu, automaticky tím předpokládá, že tržby z prodeje na domácím trhu více než vykompenzují očekávaný pokles tržeb z exportu. Důvodem je růst velkoobchodních cen elektřiny (letos o cca 6,8%), růst poptávky po elektřině a další očekávaný růst podílu na trhu. ČEZ také ve svém zpravodaji uvedl, že jeho 'korigovaný hrubý zisk' vzroste o 11% na 19,05 mld. Kč. 'Korigovaný hrubý zisk' je interní číslo, které vychází z nekonsolidovaného hrubého zisku a nezahrnuje vliv odpisů, kurzových změn a mimořádných příjmů (např. zisku z prodeje podílů v dceřiných společnostech). ČEZ také letos předpokládá 13% růst přidané hodnoty na zaměstnance na 362 tis. Kč / měsíc. Při průměrném očekávaném počtu zaměstnanců ve výši 6.703 tím vychází plán přidané hodnoty ve výši 29,1 mld. Kč, což představuje meziroční růst o 5,5%.

### ČEZ letos sníží exporty elektřiny

ČEZ letos nevyveze stejné množství elektřiny jako minulý rok, kdy exportoval 19 TWh elektřiny. Hlavním důvodem je snížená přeshraniční kapacita páteřních sítí. Loňské velké výpadky elektřiny v Itálii, Dánsku a jiných zemích totiž přiměly zahraniční provozovatele vysokonapěťových sítí snížit přeshraniční kapacity a

ponechat si volné kapacity pro havarijní výměny – tj. pro případ, kdy bude třeba dovézt větší objem elektřiny v případě dalších výpadků sítí. Podle ČEPS lze letos očekávat vývoz na úrovni maximálně 15 TWh, ČEZ zatím exporty odhaduje na úrovni 16 TWh.

### Privatizace bulharských distribuček pokročila

Všech pět zájemců o koupi bulharských distribučních společností (ČEZ, Enel, E.ON, EVN a řecký Public Power) postoupilo do druhého kola. Závazné nabídky mají být podány do 25. května.

### ČEZ zvažuje dostavbu dvou bloků v JE Mochovce

V případě, že ČEZ vyhraje soutěž na koupi většinového balíku akcií Slovenských elektrární, zváží dostavbu dvou rozestavěných bloků v jaderné elektrárně Mochovce. Podle náměstka ministra průmyslu Martina Peciny je tato otázka zatím pouze předmětem úvah. Dostavba JE Mochovce by ale mohla o 10 let oddálit dostavbu dalších dvou bloků v JE Temelín, s jejichž provozem se podle současného návrhu státní energetické koncepce počítá po roce 2020. V Mochovcích provozují Slovenské elektrárny dva jaderné bloky, výstavba dalších dvou bloků byla před deseti lety zastavena a bloky byly zakonzervovány.

### ÚOHS udělil ČEZ pokutu 7,5 mil. Kč

Důvodem je smluvní ujednání s obchodníky s elektřinou, podle kterého nesmí elektřinu deklarovanou na vývoz zpět dovést na český trh. ČEZ se hodlá proti rozhodnutí odvolat k soudu.

### ČEZ opět spustil reaktor druhého bloku v JE Temelín

Během měsíce se objevily informace, podle kterých se na odstavené turbíně druhého bloku měly objevit trhliny, a to v místech, kde jsou k rotorům turbíny přivařeny lopatky. Experti ale vyloučili, že příčinou trhlín jsou nekvalitní svary, protože lopatky jsou k rotoru nasazeny a mechanicky ukotveny. Podle mluvčího elektrárny byl namontován náhradní díl. Druhý blok byl 29. března po patnáctidenní odstávce opět uveden do provozu.

## Unipetrol

**Due diligence v Unipetrolu do 9 dubna**  
Proces hloubkové kontroly (due diligence) bude v Unipetrolu pokračovat do 9. dubna. Zájemci by poté měli do 23. dubna podat závazné nabídky. Hloubkový audit v Unipetrolu od 2. února provádějí maarská společnost Mol, polská PKN Orlen a britsko-nizozemský koncern Royal Dutch/Shell.

**PKN a Mol si stěžují na nedostatek dat při**

### hloubkové kontrole Unipetrolu

Podle týdeníku Euro si zájemci o koupi Unipetrolu, polský PKN Orlen a maarský Mol, stěžují na nedostatek dat týkajících se provozních informací o České rafinérské a o firmě Unipetrol Rafinérie, akcionářských smluv mezi vlastníky České rafinérské, podnikatelských plánů, informací o předacích cenách ropy a obchodních smluv. Generální ředitel Unipetrolu Pavel Švarc údajně již koncem února vysvětlil předsedovi FNM, že nelze poskytnout některá data s ohledem na to, že procesu due diligence se účastní mimo jiné i zástupci společnosti Borsodchem (přímý konkurent Spolany) a spolu s Shell také zástupci v prvním kole vyřazeného KazMunaiGaz. Podle Eura může ale nastat problém i s předkupním právem firem Agip, Shell a Conoco na zbylých 51% akcií České rafinérské, které je stále v platnosti. I letos bude Unipetrol muset nabídnout těmto třem firmám 51% podíl v České rafinérské k odkupu, což může zcela změnit hodnotu privatizované petrochemie a tím i cenu za celý balík akcií Unipetrolu.

### Poradce připravuje ocenění Unipetrolu

Poradce pro privatizaci Unipetrolu, konsorcium WestLB a McKinsey, připravuje pro vládu ocenění Unipetrolu. Meziresortní privatizační komise údajně rozhodla, že zájemci (Shell, Mol, PKN Orlen) budou moci sami rozhodnout, jaká část z nabízené ceny připadne na koupi dluhů Unipetrolu od ČKA (v nominální hodnotě 3,8 mld. Kč) a jaká část připadne na koupi 62,99% akcií. Tím sice budou moci zájemci zvýšit cenu za dluhy a snížit cenu za balík akcií (a tím také snížit budoucí odkupní cenu akcií Unipetrolu), konečné slovo ale stejně bude mít Komise pro cenné papíry, která znalecký posudek a odkupní cenu za jednu akcii bude posuzovat. Podle místopředsedy FNM Pavla Kutý provádí kazašská firma KazMunaiGaz hloubkovou kontrolu v Unipetrolu spolu se společností Shell. Kuta současně potvrdil, že obě firmy nemusí FNM ohlašovat sepsání nějakých vzájemných dohod. KazMunaiGaz minulý týden uvedl, že má stále velký zájem o rafinérská aktiva Unipetrolu, dosud ale nepodepsal s žádným ze zájemců nějaké formální dohody o přistoupení do konsorcia.

### Mateřská společnost Unipetrol vykázala loni ztrátu 220 mil. Kč

Mateřská společnost Unipetrol utrpěla v minulém roce ztrátu 220 mil. Kč po zisku 3,9 mil. Kč v roce 2002. Výsledky jsou auditované a podle českých účetních standardů. Hlavním důvodem ztráty je opravná položka ve výši 318 mil. Kč na finanční investici do Benziny.

### Unipetrol zveřejnil auditované výsledky dceřiných společností za minulý rok

Auditované výsledky byly shodné s předběžnými výsledky kromě Chemopetrolu, který měl čistý zisk 125 mil. Kč (předběžně zisk 109 mil. Kč) a Spolany, která měla ztrátu 2,6 mld. Kč (předběžně ztráta 2,7 mld. Kč). Kaucuk snížil zisk na 129 mil. Kč z 343 mil. Kč loni, Benzina skončila se ztrátou 273 mil. Kč a Paramo vykázalo ztrátu 142 mil. Kč po zisku 138 mil. Kč v roce 2002.

### Česká rafinérská skončila loňský rok se ziskem 332 mil. Kč

Podle auditovaných výsledků vykázala Česká rafinérská za loňský rok čistý zisk 332 mil. Kč po ztrátě 736 mil. Kč v roce 2002. Z provozní činnosti vykázala firma zisk 514 mil. Kč, zatímco v roce 2002 to byla ztráta 893 mil. Kč. Tržby ve výši 32,8 mld. Kč a zisk před daní 416 mil. Kč byly shodné s předběžnými výsledky, které společnost prezentovala již 19. února. Výsledky nejsou meziročně srovnatelné, protože od srpna 2003 Česká rafinérská pracuje jako přepracovací rafinérie, tzn. že již nenakupuje vlastní ropu, ale zpracovává za poplatek ropu svých akcionářů.

## Komerční banka

### Oznámená výplata dividendy v Komerční bance zklamala trhy

Na setkání s analytiky management Komerční banky řekl, že letošní výplata dividendy bude vyšší než loňských 40 Kč / akcii, ale že spekulace na výplatu 100 Kč / akcii jsou příliš vysoké. Finanční ředitel Philippe Rucheton také zopakoval, že výplata dividendy bude v souladu s cílem banky zvýšit výplatní poměr na 30 – 35% zisku bez mimořádných položek ('recurring profit'). Protože zisk bez mimořádných položek loni činil 6,8 mld. Kč, dividenda by měla být 54 – 63 Kč. Finální rozhodnutí ohledně dividendy padne zřejmě až těsně před valnou hromadou, která je plánována na 17. června.

### Auditované výsledky Komerční banky za minulý rok potvrdily předběžná čísla

Audit potvrdil růst nekonsolidovaného zisku o 5,7% na 9,3 mld. Kč. Celkové výnosy poklesly o 3% na 21,9 mld. Kč kvůli 4,1% poklesu čistých úrokových výnosů a 44% poklesu zisku z obchodních operací. Na druhou stranu příjmy z poplatků a provizí vzrostly o 4,7% na 8,7 mld. Kč. Provozní zisk se zvýšil o 3,3% na 10,16 mld. Kč díky 8,1% poklesu provozních nákladů. Poměr náklady / výnosy (Cost/income ratio) klesl na 53,6% z 56,5% v roce 2002, ROE kleslo na 25% z 30,6%. V konsolidovaném vyjádření banka vykázala zisk 8,7 mld. Kč, což byl meziročně pokles o 4,6%.

---

## Erste Bank

### Loňský čistý zisk Erste Bank překonal očekávání trhu

Podle IFRS zvýšila Erste Bank čistý zisk za loňský rok meziročně o 38% na 353 mil. eur. Trh přitom v průměru očekával zisk 335 mil. eur. Čisté úrokové příjmy a příjmy z poplatků a provizí byly zhruba v souladu s očekáváním, výnosy z obchodování a zisk před daní byly mírně horší, než analytici předpovídali. Čisté úrokové příjmy vzrostly o 5% na 2,586 mld. eur, čisté výnosy z poplatků a provizí stouply o 5,5% na 997 mil. eur a čisté výnosy z obchodování se zvýšily o 28,2% na 215 mil. eur. Provozní zisk vzrostl o 19% na 1,37 mld. eur, zisk před daní stoupl o 14,6% na 762 mil. eur. Zisk před daní stoupl o 14,6% na 762 mil. eur, když trh očekával v průměru 793 mil. eur. Return on equity (ROE) vzrostl z 12,7% v roce 2002 na 13,7%, poměr náklady / výnosy (Cost-income ratio) naopak poklesl z 67,9% na 64,2%. Zisk na akcii se zvýšil z 4,73 eur na 5,95 eur. Banka v tiskovém prohlášení zopakovala cíl zvýšit konsolidovaný zisk do roku 2005 na 500 mil. eur, zvýšit ROE na 16% a stlačit Cost-income ratio pod 62%. Člen představenstva banky Reinhard Ortner v tiskové zprávě uvedl, že management doporučí letošní valné hromadě zvýšit dividendu o 21% z 1,24 euro vyplácených loni na 1,5 euro. Výsledky zatím nejsou auditované.

### Česká spořitelna zvýšila zisk za loňský rok o 31%

Podle předběžných výsledků zvýšila Česká spořitelna zisk za loňský rok meziročně o 31% na 7,6 mld. Kč. Čisté úrokové příjmy stouply o 1% na 15,59 mld. Kč, výnosy z poplatků a provizí vzrostly o 14% na 8,01 mld. Kč a zisk z finančních operací stoupl o 26% na 1,32 mld. Kč. Provozní zisk se zvýšil o 8% na 10,14 mld. Kč, zisk před daní vzrostl o 23% na 10,94 mld. Kč. Výsledky jsou podle mezinárodních účetních standardů (IFRS).

---

## Philip Morris CR

### Philip Morris CR vykázal loni zisk 4,325 mld. Kč

Philip Morris CR zveřejnil v tisku pozvánku na valnou hromadu spolu se základními údaji z bilance a výsledovky za minulý rok. Podle nekonsolidovaných údajů zvýšila firma za loňský rok zisk o 8,8% na 4,325 mld. Kč, což je méně, než očekávání trhu. Analytici předpokládali zisk 4,56 mld. Kč a tržby 14,05 mld. Kč. Pokud by firma vyplácela celý zisk ve formě dividendy, dividendy by činila 1575 Kč / akcii. Loni firma vyplácela 1448 Kč na akcii. Společnost svolala valnou hromadu na 26. dubna. Rozhod-

---

ným datem pro účast na valné hromadě je 19. dubna. Dividenda bude vyplacena akcionářům s rozhodným datem 26. dubna, tj. datem konání valné hromady. Převody akcií v SCP budou pozastaveny mezi od 20. do 26. dubna. Posledním datem, kdy lze akcii koupit s právem na dividendu, je 14. dubna.

## TRŽNÍ ODHADY PRAVDĚPODOBNOTI 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 premii 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 února, března a dubna 2004. Na vodorovné ose těchto grafů je časový horizont předpovědi a na svislé ose pak přisouzené pravděpodobnosti realizace jednotlivých scénářů.

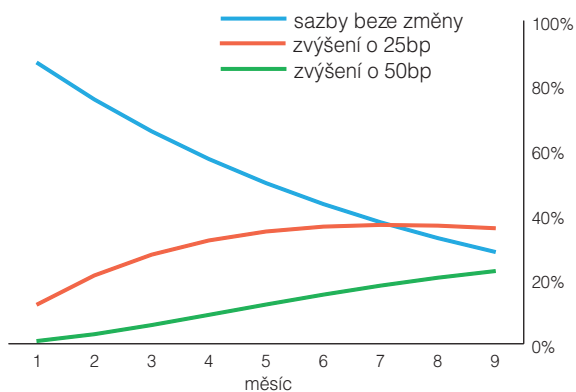
Trh čeká na květnovou inflaci a mezi tím sleduje Evropu

Český trh postrádající významné domácí impulsy obrací svoji pozornost směrem na západ - na trh evropských dluhopisů. ČNB zůstává v neutrální, vyčkávací pozici. Nemění výhled na budoucí vývoj ekonomiky a inflace. Přesto upozorňuje na mnohá rizika jak zpomalení tak zrychlení růstu inflace. Květnová inflace, která podhalí cenové efekty daňových změn pomůže nejen centrální bance ale i trhu ujasnit si názor na budoucí vývoj inflace a tudíž i sazeb. Zatím stále platí, že trh počítá se 40%-tní pravděpodobností s repo sazbou na konci roku na 2,25%. Není ani vyloučen růst sazeb během druhého pololetí o půl procentního bodu na 2,5%. S radikálnějším růstem se zatím na trhu příliš nespočítá. FRA křivka se během března nepatrně zploštila vlivem opatrnějšího postoje trhu k radikálnějšímu růstu sazeb nad 2,5% v průběhu následujících dvanácti měsíců.

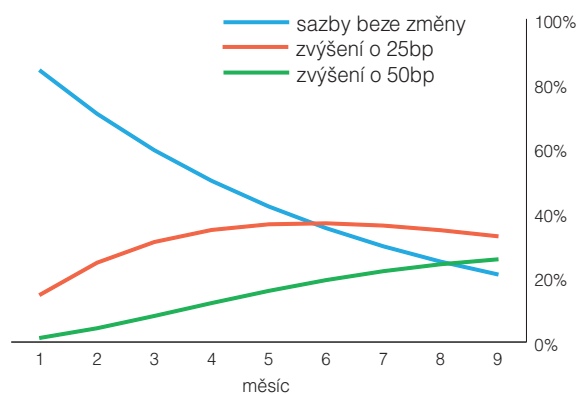
Prostor pro další pokles FRA sazeb se uzavírá

Zatímco za současné situace lze považovat opatrný postoj trhu k růstu sazeb za adekvátní, nevylučujeme v blízké budoucnosti zvrát ve vývoji vyvolaný rychlejší oživením české inflace. Navíc další řada příznivých zpráv z americké ekonomiky by vytlačila výnosy včetně evropských a českých nahoru. Doporučovali bychom proto využít v současné době nízkých FRA sazeb k zajištění levného financování nebo-li platit FRA sazby. Rychlejší růst inflace v ČR a pozitivní makroekonomické zprávy z USA mají velký potenciál zvýšit strmost FRA křivky.

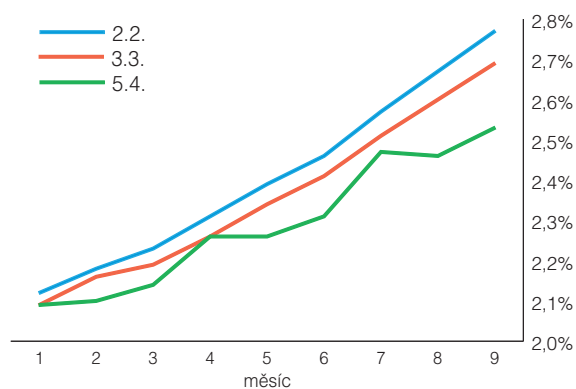
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb  
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - duben 2004



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



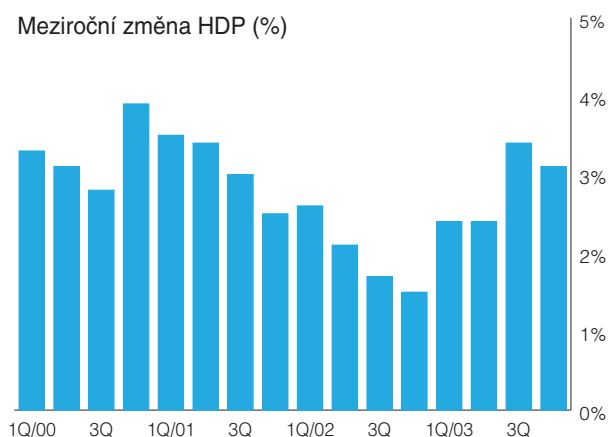
Křivka FRA počátkem února, března a dubna 2004



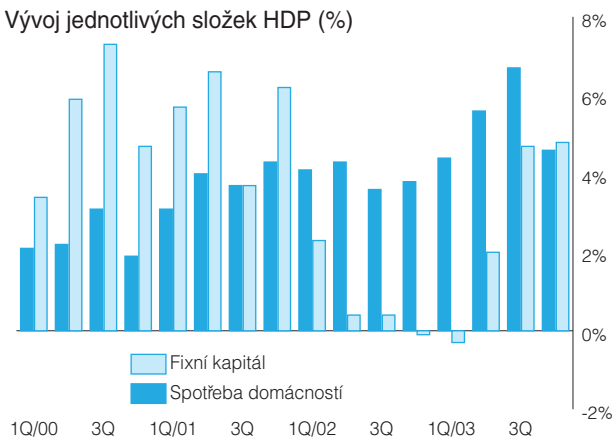


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

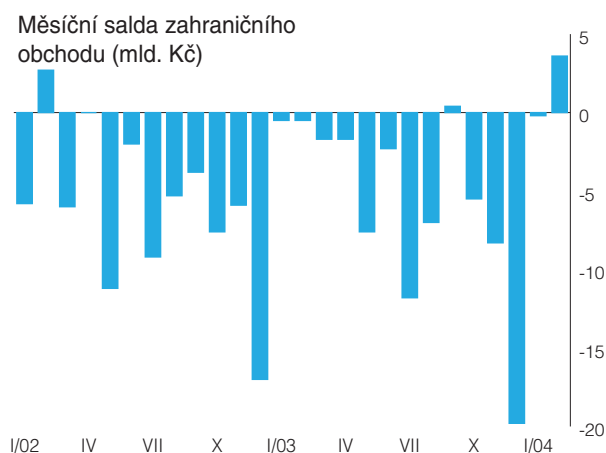
Meziroční změna HDP (%)



Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



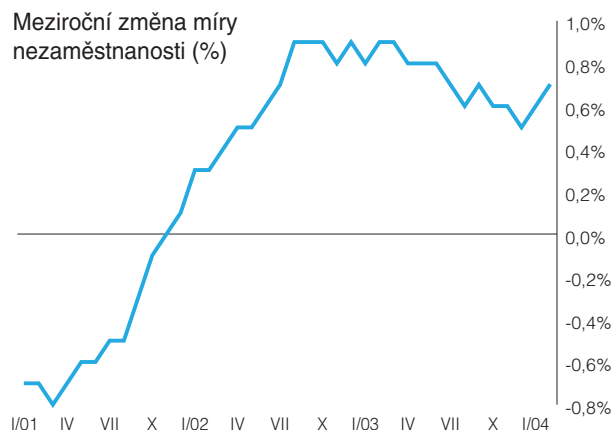
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



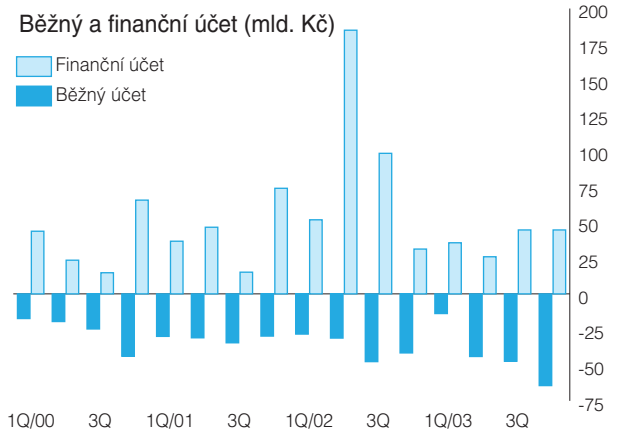
Míra nezaměstnanosti (%)



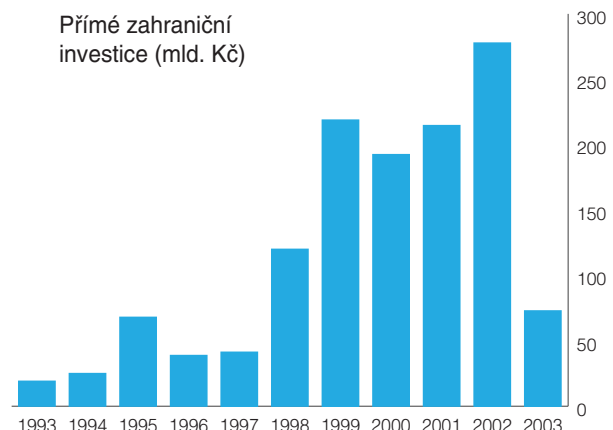
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)

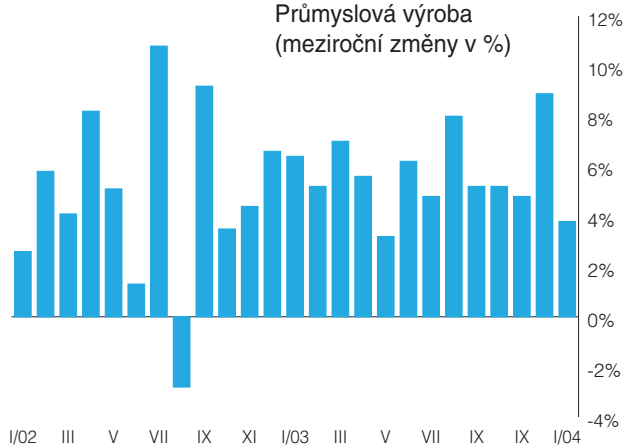


Přímé zahraniční investice (mld. Kč)

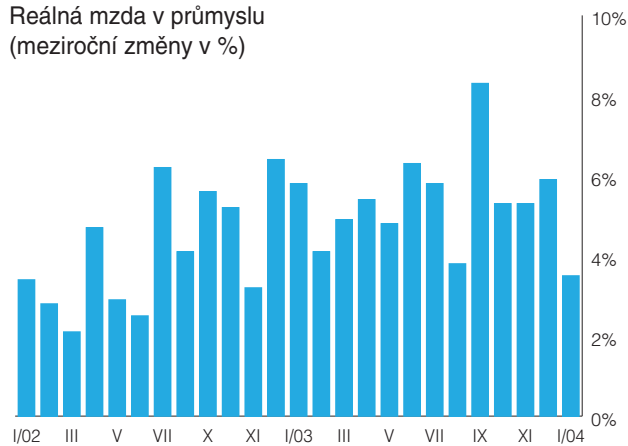


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

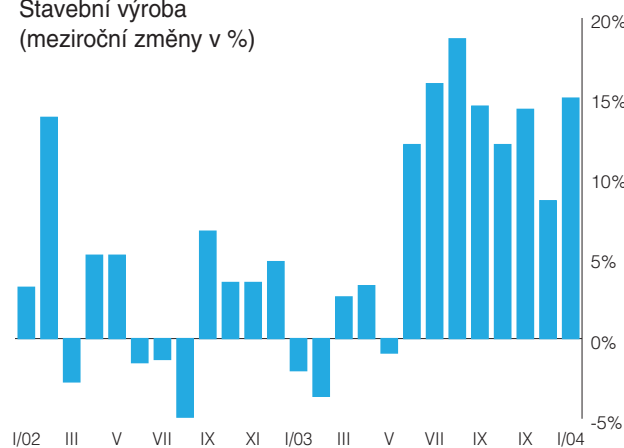
**Průmyslová výroba**  
(meziroční změny v %)



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



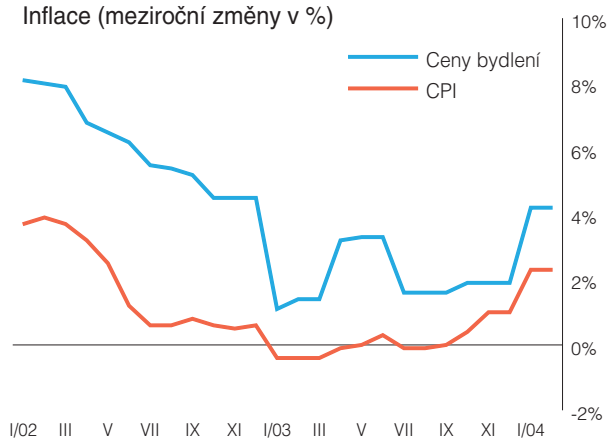
**Stavební výroba**  
(meziroční změny v %)



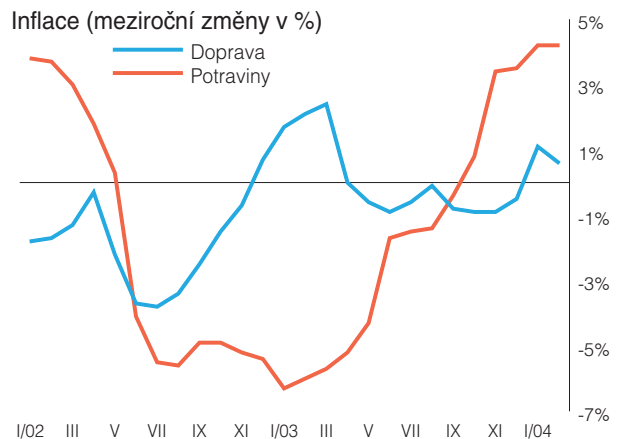
**Reálná mzda ve stavebnictví**  
(meziroční změny v %)



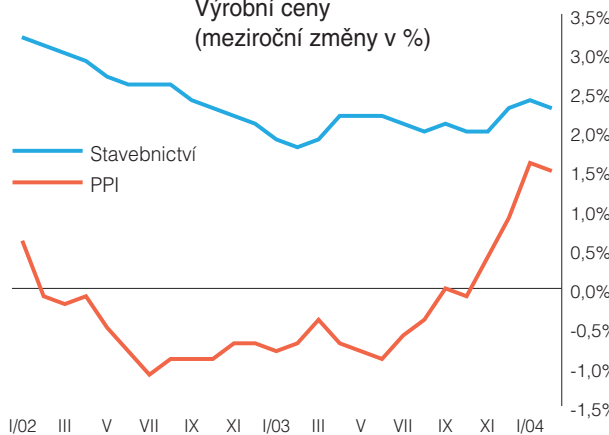
**Inflace (meziroční změny v %)**



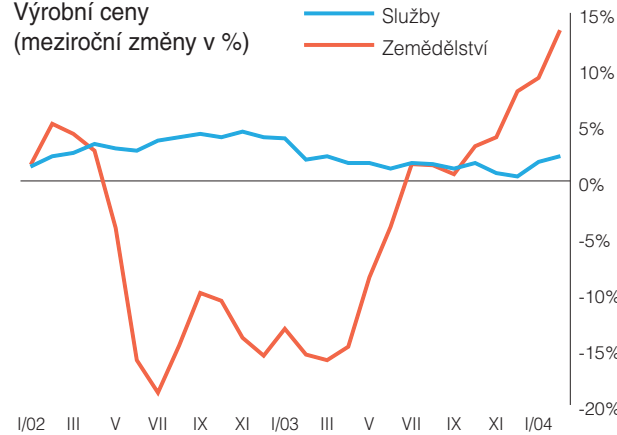
**Inflace (meziroční změny v %)**



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

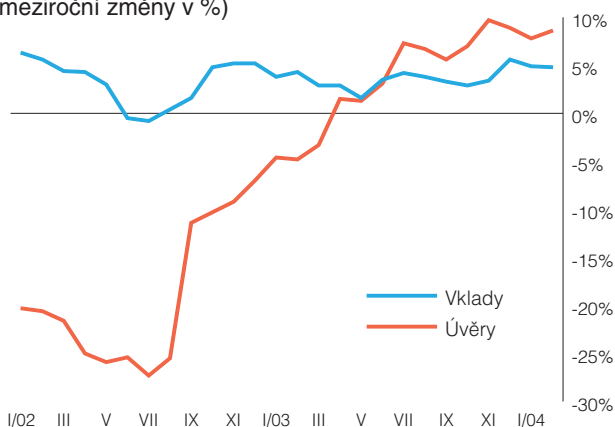


**Výrobní ceny**  
(meziroční změny v %)

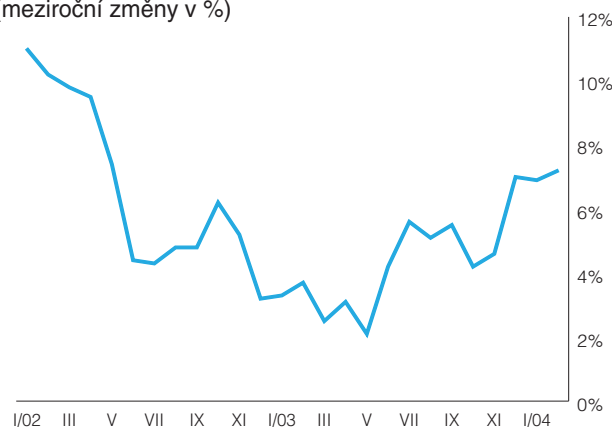


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

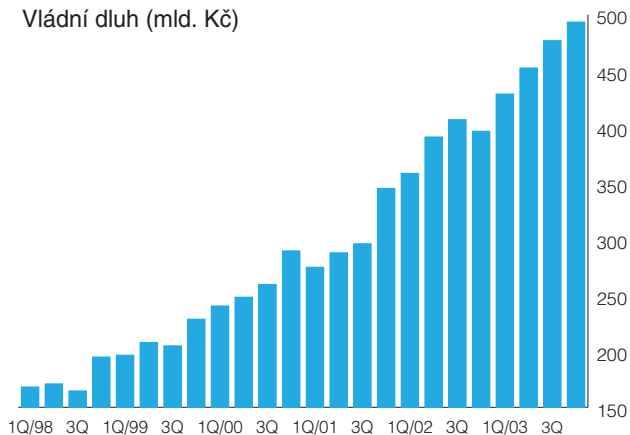
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



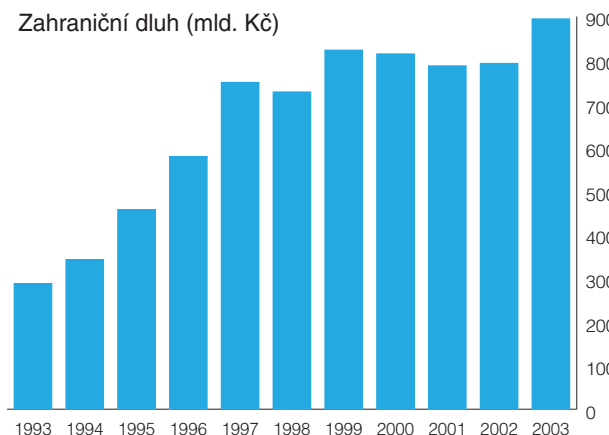
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



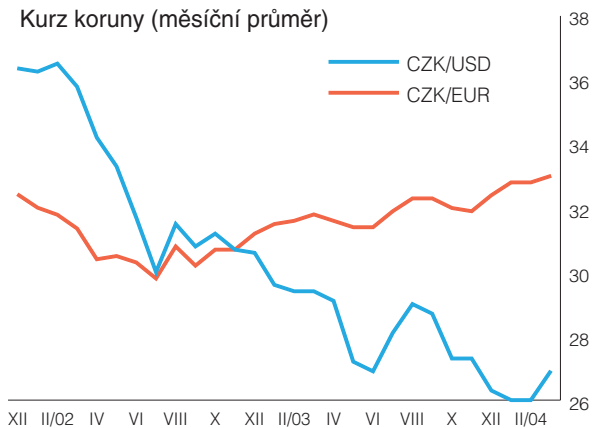
Vládní dluh (mln. Kč)



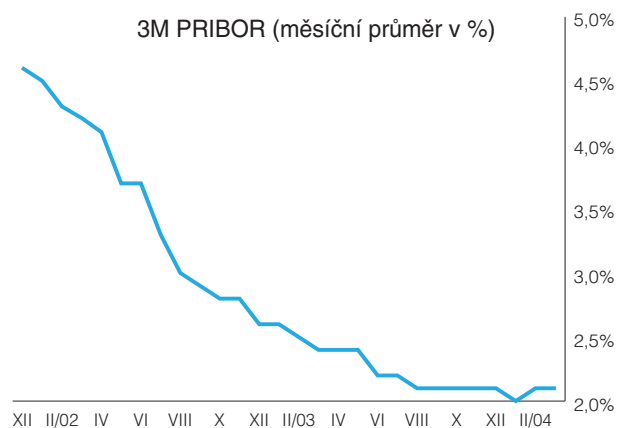
Zahraniční dluh (mln. Kč)



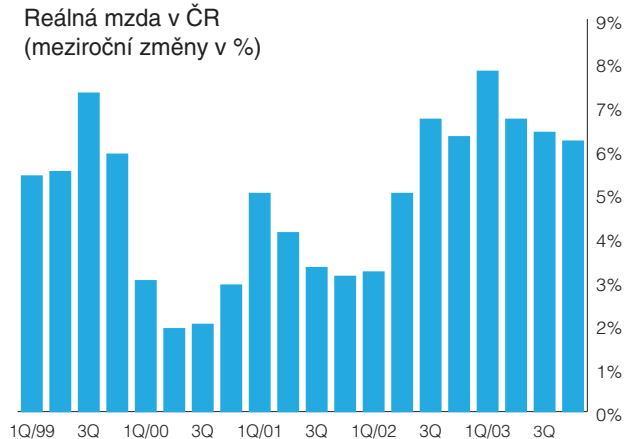
Kurz koruny (měsíční průměr)



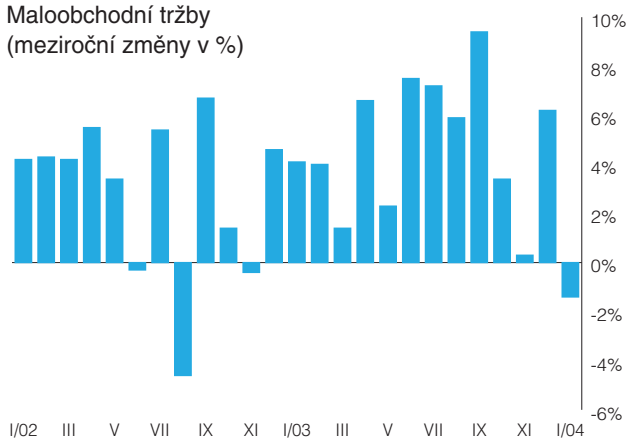
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR  
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby  
(meziroční změny v %)



# MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	3.1	2.0	2.9	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.9	5.5	3.0	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	0.6	3.7	3.5	3.5	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	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	3.5	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	100.5	102.0
Vývoz	(mld. USD)	33.4	38.5	48.7	60.9	73.1	91.4
Dovoz	(mld. USD)	36.4	40.7	51.3	63.4	75.1	93.0
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.4	-3.2	-3.1	-2.6	-1.9	-1.4
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.8	38.0	41.0	46.2	49.2
Běžný účet	(% z HDP)	-5.7	-6.0	-6.5	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-3.1	-2.0	-4.6	-5.1	-3.9	-3.4
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2,4	-0.5	-5.6	-5.7	-3.3	-5.1
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-5,2	-6.7	-5.8	-6.5	-5.5	-5.1
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	5.1	5.5	5.8
Peněžní zásoba M2	(mez. růst v % roční prům.)	12.1	6.7	7.0	6.0	8.0	7.0
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	26.5	26.5	25.9
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	27.1	26.4	26.0
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	32.3	30.9	29.8
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	32.0	30.4	29.9

## Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		-1,4%	(únor)	1,5%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(leden)	3,8%		5,8%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		15%		18%
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,2%		0,3%
	(meziroční růst v %)		2,3%		2,7%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,3%		0,3%
	(meziroční růst v %)	(únor)	1,5%	(březen)	1,5%
Nezaměstnanost	(%)		10,9%		10,7%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		3,6		-2,5
	(mil. USD)		138		-93
CZK / EUR		31.3.	32,83	30.4.	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%	4.2%	4.8%	Slovensko	6.3%	3.4%	9.3%	7.1%
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	-8.4%	-8.2%	-0.9%	-2.1%	Slovensko	7.7	7.5	6.2	5.4

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
CPI (meziměsíčně)	3/2004	8.4.	9:00	0.2%	0.2%
Nezaměstnanost	3/2004	8.4.	9:00	10.7%	10.9%
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2004	8.4.	9:00	6.3%	3.8%
Běžný účet	2/2004	14.4.	9:00	-4,0 mld. Kč	-4,66 mld. Kč
PPI (meziměsíčně)	3/2004	15.4.	9:00	0.3%	0.3%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2004	15.4.	9:00	2.3%	-1.4%
Obchodní bilance	3/2004	27.4.	9:00	-2,0 mld. Kč	-3,6 mld. Kč
Zasedání ČNB		29.4.		2,0%	2,0%
<b>Polsko</b>					
Peněžní zásoba - M3	3/2004	14.4.	16:00		0.9
CPI (meziměsíčně)	3/2004	14.4.	16:00		0.1%
PPI (meziměsíčně)	3/2004	20.4.	16:00		0.6%
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2004	20.4.	16:00		2.1%
Nezaměstnanost	3/2004	22.4.	10:00		20.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	3/2004	22.4.	10:00		12,1%
Zasedání NBP		26.-27.4.			5.25%
<b>Maďarsko</b>					
Průmyslová výroba (meziročně)	2/2004	8.4.	9:00		9.9%
Obchodní bilance	2/2004	9.4.	9:00		-232 mil. eur
Běžný účet	2/2004	13.4.	8:30		-163 mil. eur
CPI (meziměsíčně)	3/2004	14.4.	9:00		1.2%
Zasedání centrální banky		19.4.	14:00		12.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	2/2004	23.4.	9:00		
PPI (meziročně)	3/2004	30.4.	9:00		
Zasedání centrální banky		3.5.	14:00		
<b>EU</b>					
GE: obchodní bilance	2/2004	8.4.	8:00	12,0 mld. eur	12,3 mld. eur
GE: běžný účet	2/2004	8.4.	8:00	4,2 mld. eur	-1,2 mld. eur
GE: průmyslová produkce (meziročně)	2/2004	8.4.	12:00	2.9%	1.9%
GE: CPI (meziměsíčně)	3/2004	13.-16.4.			0.2%
EMU: registrace nových vozů	3/2004	15.4.	8:00		1,8%
GE: PPI (meziročně)	3/2004	16.-20.4.			-0.1%
EMU: CPI (meziměsíčně)	3/2004	16.4.	11:00		0,2%
EMU: HDP (meziročně)	4Q/2003	16.4.	11:00		0,3%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	2/2002	19.4.	11:00		0,6%
EMU: obchodní bilance	2/2004	19.4.	11:00		1,2 mld. eur
GE: IFO	4/2004	26.4.	10:00		
EMU: běžný účet	2/2004	27.4.	10:00		-5,3 mld. eur
EMU: M3 (meziročně)	3/2004	28.4.	10:00		6,3%
EMU: spotřebitelská důvěra	4/2004	30.4.	11:00		-14,0
EMU: zasedání ECB	5/2004	6.5.	13:45		
<b>USA</b>					
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	3/2004	13.4.	14:30	0.7%	0.6%
Zásoby	2/2004	13.4.	14:30	0.3%	0.1%
Obchodní bilance	2/2004	14.4.	14:30	-42,3 mld. USD	-43,1 mld. USD
CPI (meziměsíčně)	3/2004	14.4.	14:30	0.3%	0.3%
Philadelphia Fed	4/2004	15.4.	18:00	25.0	24.2
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	3/2004	16.4.	15:15	0.4%	0.7%
Využití průmyslových kapacit	3/2004	16.4.	15:15	76.9%	76.6%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	4/2004	16.4.	15:50	96.5	95.8
Předstihové indikátory	3/2004	19.4.	16:00		0.0%
Běžová kniha		21.4.	20:00		
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	3/2004	23.4.	14:30		2.5%
Spotřebitelská důvěra	4/2004	27.4.	16:00		88.3
HDP	1Q/2004	29.4.	14:30		4.1%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	3/2004	30.4.	14:30		0.4%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	3/2004	30.4.	14:30		0.2%
Chicagský PMI	4/2004	30.4.	16:00		57.6
ISM (dříve NAPM) - výrobní	4/2004	3.5.	16:00		62.5
FOMC	5/2004	4.5.	20:15	1.00%	1.00%



## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Duben</b>		
9.4.	Unipetrol	Končí proces 'due diligence' (odloženo z 2.4.)
14.4.	Erste Bank	Auditované výsledky za rok 2003
14.4.	Philip Morris CR	Poslední den, kdy se akcie obchoduje v systému SPAD s právem na dividendu
19.4.	Philip Morris CR	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
20.-26.4.	Philip Morris CR	Blokace převodu akcií v SCP
23.4.	Unipetrol	Konečný termín pro podání závazných nabídek na koupi 62,99% balíku akcií
26.4.	Philip Morris CR	Valná hromada v 10.00 hod. - rozhodný den pro výplatu dividendy
27.4.	České radiokomunikace	Konsolidované výsledky podle IFRS za minulý rok
28.4.	Unipetrol	Auditované konsolidované výsledky podle CAS za minulý rok
29.4.	Unipetrol	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1Q/2004
30.4.	ČEZ	Konsolidované výsledky podle IFRS za minulý rok
30.4.	Komerční banka	Nekonsolidované/konsolidované výsledky podle IFRS za 1Q/2004
30.4.	Česká spořitelna	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1Q/2004
do 30.4.	ČEZ	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1Q/2004
do 30.4.	Český Telecom	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1Q/2004
do 30.4.	České radiokomunikace	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1Q/2004
30.4.	Unipetrol	Konečný termín pro výběr vítěze soutěže na koupi 62,99% balíku akcií

## SLOVNÍČEK POJMŮ

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

# KONTAKTY

<b>Úsek treasury – ředitel</b>	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
<b>Odbor obchodování – ředitel</b>	Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	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
	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
<b>Peněžní trhy</b>	Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
<b>Dluhopisy a úrokové deriváty</b>	Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	raprokop@csas.cz
	Petr Kašpar	tel. +420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	Tomáš Kroužel	tel. +420/224 995 572	tkrouzel@csas.cz
	Dan Maděra	tel. +420/224 995 583	dmadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
<b>Obchodování na vlastní účet</b>	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
<b>Odbor finanční instituce a primární emise</b>			
- ředitel	Jan Brabec	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Libor Cupal	tel. +420/224 995 170	lcupal@csas.cz
	Jana Daňková	tel. +420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz
	Karin Minichbauer	tel. +420/224 995 133	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	tel. +420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
<b>Úsek prodej produktů FT – ředitel</b>	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
<b>Odbor prodej produktů Treasury</b>			
- ředitel	Pavel Bárta	tel. +420/224 995 800	pbarta@csas.cz
	Patrik Banáry	tel. +420/224 995 530	pbanary@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/224 995 584	tkosutova@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 Matyšček	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
	Petr Vnuk	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
<b>Odbor prodej produktů kapitálového trhu</b>			
- ředitel	Emil Štáva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
<b>Akcie</b>	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
<b>Dluhopisy</b>	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
<b>Odbor správa aktiv – ředitel</b>	Radek Urban	tel. +420/261 075 435	radek.urban@csas.cz
Investiční poradenství	Daniel Drahotský	tel. +420/261 075 447	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/261 075 448	pholecek@csas.cz
<b>Odbor Analýza finančních trhů – ředitel</b>	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklata@csas.cz
Analýza instrumentů s fix. výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza	Helena Horská	tel. +420/224 995 439	hhorska@csas.cz
Analýza akcií (bankovní sektor)	Emília Zampieri	tel. +420/224 995 217	ezampieri@csas.cz
<b>Erste Bank Vídeň - Strategy &amp; Sector Group CEE</b>			
Equity Research Co-Head Henning Esskuchen (IT, média)		tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head Günther Artner		tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekom.)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tpletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovníctví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/221 010 555	vurbankova@csas.cz

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

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

**ČESKÁ **  
**SPOŘITELNA**