



# 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

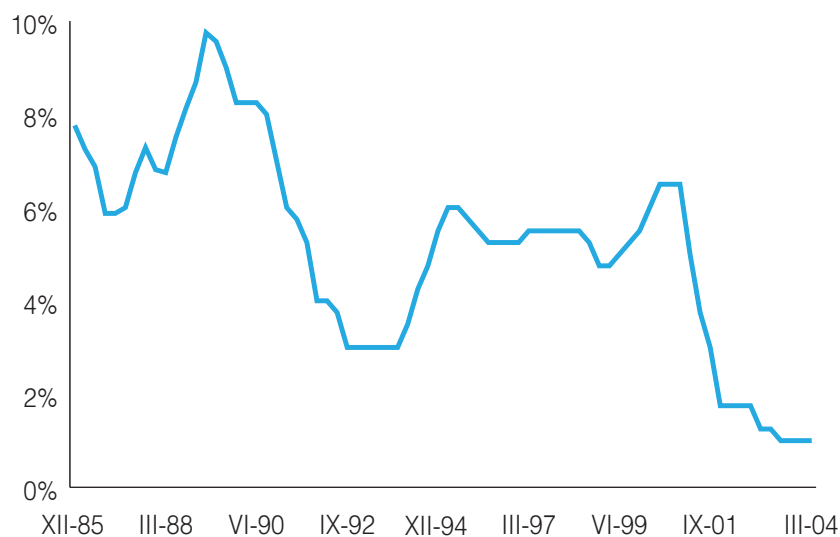
### Emília Zampieri

+420/224 995 217  
ezampieri@csas.cz

### Luboš Mokráš

+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

### Základní úroková sazba Fedu



Zvýší Fed základní úrokovou sazbu? Více na str. 5 a 8

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb v USA v následujících měsících se v dubnu dále zvýšila. Rychlejší růst inflace a nebo počtu pracovních míst by mohly vést k prvnímu zvýšení sazeb už v několika následujících měsících. Je však otázkou, zda Fed bude chtít zvyšovat sazby těsně před prezidentskými volbami, když inflace zůstává poměrně nízká a v ekonomice je stále mnoho nevyužitých kapacit. Podle našeho názoru tak zatím zůstává nejpravděpodobnější variantou stabilita sazeb do čtvrtého čtvrtletí a potom jejich postupný růst. V EMU pravděpodobně zůstanou kvůli slabému růstu hospodářství na jedné straně a inflaci pohybující se blízko hranice 2% na druhé straně sazby řadu měsíců stabilní. ECB očividně není ochotna sazby snižovat a pokud nedojde k trendovému růstu inflace, nebude pro jejich zvyšování důvod. ČNB signalizuje připravenost ke zvyšování úrokových sazeb v letošním roce. Podmínkou bude, že se potvrdí její makroekonomická prognóza. Záležet bude jak na tempu růstu HDP tak na vývoji inflace.

## Dluhopisy

Všeobecně by měl převažovat trend k růstu výnosů spojený s očekávaním růstu úrokových sazeb Fedu. Tento trend by měl být nejvýraznější v USA a pokud tomu pomohou makroekonomické ukazatele také v ČR. Na trzích EMU by měl být růst bržděn slabostí růstu hospodářství. Mělo by tak docházet ke zvyšování rozdílu ve výnosech amerických a evropských dluhopisů.

## Měny

Na přelomu dubna a května došlo k obratu střednědobého trendu k oslabování dolaru. Předpokládáme, že kurz dolaru k euru se v průběhu května dostane minimálně na 1,23 a v dalších měsících minimálně na 1,26. Momentálně je nejsledovanějším faktorem úrokový diferenciál, respektive perspektiva zvyšování úrokových sazeb v USA. Postupně by se měl úrokový diferenciál překloupat z negativního na pozitivní. Dalšími sledovanými faktory budou vývoj deficitu běžného účtu USA, který by měl působit proti dolaru, a růstový diferenciál mezi USA a EMU, který by naopak měl dolar podporovat. U koruny předpokládáme pokračující kolísání v intervalu 32,10 až 32,80 ovlivňované zejména krátkodobými toky portfoliových investic, reálnými peněžními toky a repatriacemi zisků ze zahraničních investic.

## Akciové trhy

Zahraniční akciové trhy s napětím očekávají data z amerického trhu práce. Vývoj počtu pracovních míst naznačí další postup Fedu při stanovení úrokových sazeb. Akciové trhy budou i nadále velmi citlivé na jakékoliv informace týkající se rychlosti a způsobu změny úrokových sazeb v USA. Pražská burza má před sebou korekci, kterou podle očekávání odstartoval vstup ČR do EU. Nepředpokládáme, že by se trend v následujících týdnech otočil zpět k růstu.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>12</b>
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	15
Český akciový trh	15
Přehled zpráv z akciového trhu	20
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	23
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	25
Makroekonomické prognózy	28
Kalendář - makro	29
Kalendář - akcie	30
Slovníček pojmů	31
Kontakty	35

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (30.4.)	Prognóza	
USA	3M: 0,97% 6M: 1,16% 2Y: 2,32% 5Y: 3,63% 10Y: 4,51% 30Y: 5,29%	↗	Dominujícím faktorem určujícím vývoj na dluhopisovém trhu by mělo být aktuální očekávání vývoje úrokových sazeb. Trh se bude koncentrovat zejména na údaje o inflaci a vývoji na trhu práce. Především vyšší než očekávaný růst inflace by mohl vyvolat až panickou reakci a prudký růst výnosů. Pokud budou makroekonomické údaje potvrzovat pokračující růst hospodářství a umírněnou inflaci, měly by výnosy růst jen pozvolna.
EU	3M: 2,11% 6M: 2,06% 1Y: 2,11% 5Y: 3,41% 10Y: 4,18% 15Y: 4,61%	→ ↗	Trend k růstu výnosů by měl být v EMU bržděn poměrně slabým růstem hospodářství. Dalším faktorem brzdícím růst výnosů by mohlo být posilování eura. Mělo by tak docházet k postupnému zvyšování rozdílu mezi výnosy amerických a evropských dluhopisů.
ČR	3M: 6M: 1Y: 2,22% 5Y: 3,87% 10Y: 4,77% 15Y: 5,17%	→ ↗	Český trh by měl nadále především sledovat trend k růstu výnosů ve světě. Na druhém místě bude aktuální hodnocení pravděpodobností zvýšení sazeb ČNB. Pokud by data naznačovala možnost zvýšení úrokových sazeb v dohledné době, měl by český trh sledovat spíše USA, pokud budou data naznačovat spíše pozdější termín růstu sazeb, měl by se český dluhopisový trh držet spíše trhu EMU.
Polsko	3M: 5,76% 6M: 5,96% 1Y: 6,37% 2Y: 7,28% 5Y: 7,43% 10Y: 7,23%	→ ↘	Pokud se podaří nové vládě M. Belky získat důvěru v parlamentu, mělo by na dluhopisovém trhu dojít k částečné korekci. Ta však nebude příliš výrazná kvůli očekávaním růstu úrokových sazeb v Polsku a trendu k růstu výnosů ve světě. Pokud by pokračovala politická nejistota je naopak pravděpodobný růst výnosů.
Mad'arsko	3M: 11,7% 6M: 11,5% 1Y: 10,8% 5Y: 8,86% 10Y: 7,97%	→	Na mad'arském trhu proti sobě budou působit očekávaný další postupný pokles úrokových sazeb a domácí makroekonomická situace (především vývoj rozpočtu) spolu s trendem ve světě. Celkově by tak měly výnosy dluhopisů v průběhu měsíce kolísat na dosavadních úrovních. Vyloučit nelze obnovení výraznějšího přílivu investic ze zahraniční a mírný pokles výnosů.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (30.4.)	Prognóza	
USD / EUR	1,198	→ ↘	Trh bude sledovat především pravděpodobný vývoj úrokových sazeb v USA a tím i vývoj úrokového diferenciálu. Na druhém místě by měl pozornost trhu v následujícím měsíci poutat vysoký schodek amerického běžného účtu, nejistý vývoj americké ekonomiky a globální faktory (především Irák). Na kurz budou také silně působit technické faktory. Celkově očekáváme oslabení dolaru minimálně na 1,23.
CZK / EUR	32,547	→	Kurz koruny k euru by měl zůstat uzavřený v pásmu 32,10 až 32,80. Krátkodobé trendy by měly být inspirovány toky krátkodobých portfoliových investic, většími clientskými obchody a repatriací zisků ze zahraničních investic. Vliv mohou mít i výraznější pohyby eura k dolaru.
HUF / EUR	250,88	→	Kurz forintu bude záležet především na přílivu portfoliových investic. Pokud nedojde ke komplikacím, měl by stále vysoký úrokový diferenciál stačit na udržení současného kurzu případně i mírné posílení. V průběhu měsíce však lze očekávat krátkodobá, technicky motivovaná oslabení.
PLN / EUR	4,7991	→ ↗	Vývoj kurzu zlotého bude kriticky spojen s osudem nové vlády M. Belky. Pokud bude vláda schválena, mělo by to předznamenat zklidnění politické situace a to by pro zlotý bylo pozitivní. Naopak neschválení vlády by politickou situaci dále vyhrtilo a prakticky nutně vedlo k předčasným volbám. Politická nejistota spojená s touto situací by vedla k tlaku proti zlotému. Za pravděpodobnější pokládáme první scénář.
SKK / EUR	40,470	→ ↗	Po jednoznačném negativním stanovisku centrální banky k posilování slovenské koruny pod 40,0 lze v nejbližších měsících očekávat stabilitu kurzu. Na jedné straně by měla kurz pozitivně ovlivňovat očekávání rychlého růstu hospodářství, na druhé straně mohou působit krátkodobá oslabení a politická nejistota. Výraznějšímu posílení bude bránit centrální banka.

## Akciové trhy

	Kurz (30.4.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1107,3	→	Trh bude i nadále ignorovat mimořádně dobré firemní výsledky za 1Q a bude se výhradně koncentrovat na makroekonomická čísla. Investoři budou především sledovat klíčová data z trhu práce a jakékoliv známky inflačních tlaků, které by mohly zvýšit pravděpodobnost, že Fed 30. června či 10. srpna zvýší úrokové sazby. Silný růst počtu pracovních míst v kombinaci s dalšími proinflačními důkazy by zcela jistě tlačil ceny akcií dál dolů. Naopak umírněná makročísla mohou pomoci zklidnit rozjitřenou atmosféru a přinejmenším zastavit tlaky na pokles akcií. I kdyby počet pracovních míst rostl silněji, než trh očekává, neočekáváme žádné silnější důkazy o růstu inflačních tlaků. Předpokládáme proto, že akcie budou nejspíš v květnu stagnovat.
	DJ Stoxx 50: 2707,69		
ČR	PX-D: 2042,6	→ ↘	Počátkem května zasáhlo český akciový trh dlouho očekávané vybírání zisků. V minulém měsíční zprávě jsme na tomto místě varovali, že počátkem května (po vstupu ČR do EU) tato korekce přijde. Vzhledem k tomu, že trh korekci dlouho očekával, nemělo by to být žádné překvapení. Podle našeho názoru mohou nejvíce oslabit České radiokomunikace, Philip Morris CR, příp. Český Telecom z důvodů odstoupení generálního ředitele Eurotelu nebo Komerční banka kvůli slabším výsledkům za 1Q.
	PX 50: 818,0		

## České akcie

	Kurz (30.4.)	Prognóza	
Český Telecom	341,30 Kč	→ ↘	Předpokládáme, že korekce, která podle očekávání začala vstupem ČR do EU, může s určitými výkyvy pokračovat přinejmenším po celý měsíc. Výměna manažerů v Eurotelu je pro Telecom samozřejmě další negativní zprávou, stejně jako protahování výběru privatizačního poradce, kterého vláda měla podle původního termínu vybrat do konce května. Naopak definitivní schválení privatizačního poradce nebo informace o event. návrhu na výplatu dividendy v letošním roce mohou akcii pomoci korigovat tento pokles.
České radiokom.	514,60 Kč	↘	Akcie příliš rostla v minulých dnech, korekce je tedy oprávněná. Protože hlavními hráči jsou v tomto případě domácí krátkodobí spekulanti, předpokládáme, že tendence trhu k oslabování může pokles akcií Českých radiokomunikací jen urychlit.
ČEZ	193,95 Kč	→ ↘	ČEZ je akcií, která již delší dobu generuje pouze pozitivní zprávy. Akcie má stále růstový potenciál a přes silný růst v letošním roce je vůči konkurenci stále podhodnocená. Také výsledky za 1Q byly z provozního hlediska mimořádně dobré. Akcie nemá důvod oslabovat, pokud ale klesá celý trh, bude klesat i akcie ČEZ. Dlouhodobým investorům lze doporučit akcii držet, příp. při dalším poklesu dokupovat.
Unipetrol	80,99 Kč	→	Vzhledem k privatizaci pokles trhu akcií Unipetrolu nejspíš nijak neovlivní.
Komerční banka	2.968 Kč	→ ↘	Kombinace vybírání zisků v regionu a horších než očekávaných výsledků za 1Q bude tlačit cenu akcie nyní dolů. Spekulace na vysokou dividendu ustoupily prozatím do pozadí, návrh na výplatu dividendy bude znám až těsně před valnu hromadou, tj. v polovině června. Momentálně neexistuje žádný stimul, který by mohl otočit kurz zpět nad 3.000 Kč.

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

# GLOBALNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

A. Greenspan naznačil blížící se růst úrokových sazeb Fedu

V květnu se pozornost soustředila především na politiku hlavních centrálních bank (Fed a ECB) prezentovanou jejich čelnými představiteli (především A. Greenspanem a J-C. Trichetem). Představitelé Fedu potvrdili, že čas přechodu k růstu úrokových sazeb se blíží, nenaznačili však, že by se chystali přistoupit ke zvyšování úrokových sazeb v blízké budoucnosti. Trh však po silných údajích z trhu práce a nečekaně rychlém růstu maloobchodních cen poněkud zpanikařil a opět začal počítat se zvýšením sazeb už kolem pololetí letošního roku. ECB důsledně setrvala u své politiky stabilních úrokových sazeb a její představitelé opakovaně odmítli tlak ze strany politiků na jejich snížení. ECB tradičně zdůvodňuje neochotu snížit úrokové sazby očekávaným rychlejším růstem evropských ekonomik v letošním roce, očekávaným zvýšením inflace, neschopností nižších sazeb povzbudit růst hospodářství a potřebou strukturálních reforem v rámci EMU.

Růstové ukazatele převážně potvrzovaly pokračování oživení hospodářství

Makroekonomické údaje zveřejněné v dubnu v USA převážně potvrzovaly silný růst hospodářství. Překvapivě vysoký byl zejména růst maloobchodních tržeb a objednávek zboží dlouhodobé spotřeby za březen. Očekávání překonaly indexy nákupních manažerů jak ve výrobních tak v nevýrobních odvětvích. Velmi silný zůstal také trh s nemovitostmi. Zklamáním byly především údaje o vývoji průmyslové výroby, které jsou v rozporu s jinak optimistickým obrazem vývoje amerického hospodářství. Také index nákupních manažerů ISM a údaj o vývoji továrních zakázek zveřejněné na začátku dubna podpořily očekávání pokračujícího silného růstu hospodářství.

Údaje o vývoji HDP poněkud zklamaly slabším růstem a vyšší inflací

Zveřejnění předběžných údajů o růstu HDP v prvním čtvrtletí přineslo částečné zklamání. Namísto očekávaného růstu o 5% analizovaně rostla ekonomika „jen“ o 4,2%. Navíc se na tomto růstu poměrně výrazně podílelo zvýšení výdajů federální vlády. Pozitivem je, že tento růst je stále široce založen a že se na něm v podstatné míře podílejí investice. Vzhledem k relativně slabému růstu počtu nových pracovních míst v prvním čtvrtletí lze očekávat i pokračování silného růstu produktivity práce. Negativně překvapil poměrně vysoký růst deflátoru, který podpořil obavy z možného vzniku inflačních tlaků. Celkově údaje o vývoji HDP potvrzují postupné zpomalování tempa růstu z vrcholu ve třetím čtvrtletí minulého roku. Důležité bude, zda se trendy ke zpomalování v dalších čtvrtletích zastaví a zda se nebudou stupňovat příznaky přechodu k růstu cen.

Jádrová inflace se odrazila ode dna

Ke zvýšení očekávání růstu úrokových sazeb přispělo i zrychlení inflace, především její jádrové složky. Poněkud vyplašené investory sice svými vystoupeními, ve kterých se okrajově zmínili i o březnových inflačních údajích, uklidňovali někteří představitelé Fedu, ale pokud by nešlo o výjimku a inflace by v dalších několika měsících dále zrychlovala, znamenalo by to podstatný impuls pro rychlé zvyšování úrokových sazeb. Růst cen byl přitom v březnu široce založený. Nepodílely se na něm jen vyšší ceny ropy a dalších komodit, a už přímo nebo zprostředkovaně, ale i trvalý růst cen ve službách, zdravotnictví a školství a částečně i vliv oslabení dolaru. Jak připustili sami představitelé Fedu, mimo jiné i A. Greenspan, společnosti znovu začínají mít díky stále vysoké spotřebitelské poptávce sílu zvyšovat ceny. Pokud by se navíc sekundárně promítl vliv zvýšení cen komodit do inflačních očekávání, musel by nutně Fed zasáhnout. O tom, že ovlivňování inflačních očekávání je předním úkolem Fedu v dubnu mluvil guvernér Fedu B. Bernanke.

Spotřebitelská poptávka zůstává silná

Povzbudivé údaje z trhu práce spolu s působením daňového stimulu vedly k zastavení poklesu až ke zvýšení spotřebitelské důvěry. Zatím se tak nenaplní obavy pesimistů, že vysoké zadlužení domácností a nízký růst disponibilních příjmů spolu s obavami z vývoje na trhu práce povedou k poklesu spotřebitelské důvěry a následnému propadu poptávky. Jak upozornila guvernérka Fedu S. Bies, zadlužení domácností je sice vysoké, ale převážně se jedná o dlouhodobé hypotéky s fixním úrokem. Znamená to, že domácnosti mají dobrou představu jakou zátěž pro ně splácení jejich zadlužení bude představovat a také to znamená, že ani zvýšení úrokových sazeb nemusí bezprostředně vést k prudkému propadu spotřebitelské poptávky.

První zvýšení úrokových sazeb nebude dříve než za několik měsíců

Nejpravděpodobnějším scénářem vývoje úrokových sazeb nadále zůstává jejich stabilita nejméně do čtvrtého čtvrtletí a pravděpodobně až do konce roku. Předpo-

kladem je především stabilní inflace, jejíž jádrová část by se měla udržet v okolí 1,5%. Neměl by také příliš rychle růst počet nových pracovních míst a především by nemělo docházet k tlaku na růst mezd. Konečně faktorem, který by indikoval rychlý přechod ke zvyšování úrokových sazeb by bylo i prudké zvyšování využití průmyslových kapacit. Současná úroveň úrokových sazeb je nepochybně vysoce stimulující a není dlouhodobě udržitelná, jak to ostatně opakovaně zdůraznili představitelé Fedu. Největší pozornost vzbudilo opakování tohoto faktu A. Greenspanem při jeho vystoupení před kongresovou komisí. Pokud jeden nebo několik výše zmíněných faktorů proti očekáváním bude signalizovat riziko vzniku inflačních tlaků nebo přehřátí ekonomiky může Fed přistoupit ke zvýšení úrokových sazeb už v červnu nebo srpnu. Tato očekávání potvrdilo i prohlášení po skončení květnového zasedání FOMC. Fed v něm uvedl, že rizika pro růst a inflaci jsou nyní vyrovnaná a vypustil zmínku o tom, že si může dovolit být trpělivý. Nahradil jí tvrzením, že zvyšování úrokových sazeb může být vzhledem ke stále vysokým nevyužitým kapacitám pravděpodobně uměřené.

Evropské ekonomiky pokračují v postupném přechodu k mírnému růstu

Makroekonomické údaje o vývoji evropských ekonomik nepřinesly v dubnu výraznější překvapení. Zajímavý byl rozpor mezi poklesem německého konjunkturálního indexu ZEW, který je kompilován na základě ankety mezi ekonomy a analytiky a růstem obdobného indexu institutu IFO kompilovaného z odpovědí podniků. Podle vývoje indexu IFO je možné usuzovat, že německá ekonomika by mohla být skutečně značně citlivá na vývoj směnného kurzu eura k dolaru. Růstové indikátory v EMU je možné označit jako smíšené. Naznačují nadále mírné zlepšení dynamiky evropského hospodářství. Jeho růst by však měl být daleko slabší než růst v USA nebo asijských státech.

ECB se nekompromisně staví proti snížení úrokových sazeb

V dubnu se jednoznačně přiosřilo odmítavé stanovisko představitelů ECB k možnému snížení úrokových sazeb. Argumenty, kterými toto stanovisko zdůvodňují zůstávají stejné: současná úroveň sazeb je dostatečně nízká, evropské ekonomiky jsou na cestě k oživení a dodatečná měnová stimulace by jim nepomohla a hrozí mírný růst inflace ke dvou procentům v důsledku rostoucích cen komodit. Tlak na pokles sazeb částečně zmírňuje i oslabení eura z maxim k dolaru. Evropské politiky však neustávají v slovním tlaku na uvolněnější měnovou politiku. ECB nadále přičítá nízký růst evropských ekonomik jejich strukturálním defektům a nedostatečné ochotě k razantním reformám.

Čína podniká rozhodná opatření proti přehřátí ekonomiky

Rostoucí pozornost k sobě v průběhu dubna poutal vývoj čínského hospodářství. Základními tématy bylo jeho možné přehřátí, spekulace na možnou úpravu kursového režimu čínské měny a slabost čínského finančního systému. Ke všem těmto tématům se vyjádřili v průběhu měsíce čínští představitelé. Potvrdili, že se připravuje přechod k pružnějšímu režimu směnného kurzu, který nebude vázán čistě na dolar, ale na koš měn. Na konci měsíce čínský premiér oznámil rozhodná opatření proti možnému přehřátí čínské ekonomiky, proti nadměrnému růstu investic a půjček a proti slabosti finančního systému. Světové finanční trhy přijaly toto oznámení velmi vážně, jednak jako potvrzení, že čínskému hospodářství skutečně hrozí potíže a jednak jako varování, že Čína už nebude tak silným motorem růstu světového hospodářství jakým byla v předchozích letech.

Cena ropy se drží vysoko nad 30 USD/brl

Cena ropy se nadále drží vysoko nad 30 USD/brl (brent). Důvodem byl jednak neklid na Blízkém a Středním východě, především zhoršování situace v Iráku. Růst cen byl podpořen nízkými zásobami u hlavních odběratelů, prudkým zvyšováním spotřeby v Číně a neochotou kartelu OPEC zvýšit těžební kvóty. OPEC začal dokonce uvažovat, že místo zvýšení těžebních kvót zvedne cílový interval pro cenu koše několika různých typů ropy tak aby jeho střed byl na 32 USD/brl. Představitelé evropských, amerických i mezinárodních institucí vyjádřili obavy z negativního vlivu vysokých cen ropy na růst světové ekonomiky. Protože pravděpodobnost výraznějšího zlepšení situace v Iráku a zvýšení kvót OPEC je nízká, zůstanou ceny ropy v nejbližších měsících pravděpodobně výše než jsem původně očekávali a budou se držet mezi 30 až 35 USD/brl. V případě dalších komplikací by mohly dokonce růst až ke 40 USD/brl.

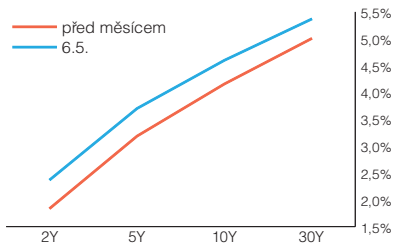
## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

V průběhu dubna pokračoval růst výnosů

Na začátku dubna pokračoval rychlý růst výnosů, který začal v poslední třetině března. Výnosy rychle rostly až do poloviny dubna., kdy se prudký růst zastavil

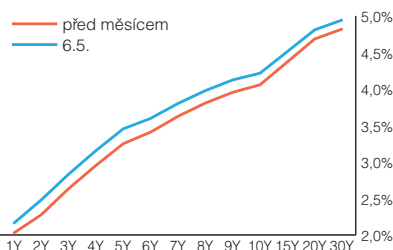
### Americká výnosová křivka



Rizikem pro růst výnosů je zejména možná slabost trhu práce

Opatrný postoj ECB, který zpochybnil možnost snížení úrokových sazeb, otevřel prostor pro růst výnosů i v EMU

### Německá výnosová křivka



Rozdíl mezi výnosy evropských a amerických dluhopisů by se měl postupně zvětšovat

Dolar v dubnu dočasně posiloval

na hladině 4,40%. Do konce měsíce se potom výnosy držely v intervalu 4,40% až 4,50%. Růst výnosů byl odstartován pozitivními makroekonomickými údaji (důležitý byl především překvapivě vysoký růst počtu pracovních míst v březnu) a podpořen náznaky představitelů Fedu o možném blížícím se zvýšení úrokových sazeb. Dalším faktorem působícím na trh je postupný růst obav z vyšší inflace.

Trend k růstu výnosů bude pravděpodobně pokračovat i v květnu. Jeho síla bude záviset především na zveřejňovaných makroekonomických údajích, podle kterých bude trh odhadovat rychlost růstu úrokových sazeb. Pozorně budou sledovány zejména údaje o vývoji na trhu práce a údaje o vývoji inflace. Především v případě vyššího růstu cen by mohlo dojít k prudkému až panickému růstu výnosů. Případné poklesy výnosů by měly být pouze krátkodobé a měly by mít technický charakter.

Ve střednědobém výhledu by měl také přetrvávat trend k růstu výnosů. Hladina ke které bude směřovat dlouhý konec výnosové křivky bude určena v první řadě očekávanou úrovní budoucí inflace. Je pravděpodobné, že dojde k přestřelení a že výnosy v jeho důsledku narostou výše než by odpovídalo přísně racionálnímu hodnocení vývoje fundamentálních parametrů. Trend k růstu výnosů by mohla zvrátit pouze série vysoce negativních makroekonomických údajů, která by zpochybňovala pokračování rychlého růstu ekonomiky. Tímto způsobem by mohl působit zejména negativní vývoj na trhu práce podpořený slábnutím růstu hospodářství a následné oslabení spotřebitelské poptávky, který by mohl vyvolat začarovaný kruh poklesů ekonomické výkonnosti a slábnutí spotřebitelské poptávky. Zároveň by se musela jádrová inflace držet zřetelně pod 2%. Také rozsáhlý úspěšný teroristický útok na území USA by mohl vést k obratu trendu.

## EMU

Evropský trh v průběhu dubna v zásadě sledoval vývoj ve Spojených státech. Také v EMU výnosy rostly, ale podstatně pomalejším tempem než v USA. Výnosy v průběhu dubna vzrostly o pouhých 7bp a u desetiletého dluhopisu se dostaly na 4,20%. Kromě vývoje v USA byl evropský trh ovlivněn také odmítavým postojem činitelů ECB k možnému poklesu úrokových sazeb. Tento faktor podpořil tendenci k růstu výnosů. Naopak stále slabý růst evropského hospodářství a spíše pesimistický pohled trhu na jeho další perspektivy růst výnosů brzdily.

Stejně jako v dubnu by i v květnu měly zůstat evropské dluhopisy pod vlivem dvou základních faktorů: trendu k růstu výnosů v USA na jedné straně a slabého růstu evropských ekonomik na druhé straně. Vliv slabého růstu v EMU však již pravděpodobně nebude podporován spekulacemi na snížení úrokových sazeb ECB. Naopak, poněkud rychlejší růst CPI spíše podpoří růst výnosů. Jeho celkové tempo by však mělo zaostávat za USA a mělo by proto docházet k postupnému zvětšování rozdílu mezi výnosy v USA a EMU.

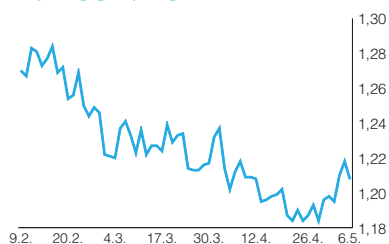
Evropa by měla pod převažujícím vlivem vývoje v USA zůstat i střednědobě. Růst výnosů by měl být i v horizontu několika měsíců brzděn slabším růstem v EMU. Podobně jako v USA bude i v EMU trh citlivě reagovat na údaje o inflaci. Pokud by se růst cen komodit výrazněji promítl do růstu spotřebitelských cen, reagoval by na to trh velmi citlivě, protože ECB je mnohem citlivější na vývoj inflace než Fed. Relativně čerstvá očekávání poklesu úrokových sazeb by se tak lehko mohla změnit na očekávání jejich růstu. Výnosy mohou být citlivé i na případné opětovné výraznější posílení eura k dolaru, které by přispělo ke snížení tlaku na jejich růst.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Duben byl ve znamení převažujícího tlaku na posilování dolaru. Ten byl inspirován především spekulacemi na rychlý růst úrokových sazeb v USA a následného otočení úrokového diferenciálu vůči EMU, který je nyní z hlediska Spojených států negativní. Tento faktor byl podporován i technickými motivy, především dosažením důležité technické hladiny 1,180. Po jejím dosažení se růstový potenciál dolaru postupně vyčerpal a na přelomu dubna a května přešel dolar k oslabování. Fundamentální motivací pro změnu střednědobého trendu je především snížení očekávání rychlého růstu úrokových sazeb, opět však hrají podstatnou roli technické faktory.

## Kurz USD / EUR



Střednědobě by kurz měl kolísat

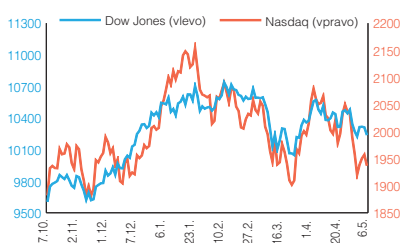
Oslabování dolaru by mělo pokračovat i v červnu, nemělo by však být nijak dramatické. Informace podporující očekávání růstu úrokových sazeb v USA by měly být pro dolar podporou a naopak. Dolar by měl být částečně podpořen i rostoucím pozitivním spreadem mezi dluhopisovými výnosovými křivkami v USA a EMU. Proti dolaru by měl působit především trvající vysoký schodek běžného účtu, obavy z negativního vlivu vysokých rozpočtových schodků a obavy ze zpomalení růstu americké ekonomiky.

Nepředpokládáme, že by trend k opětovnému posilování eura byl dlouhodobý a silný. Poměrně málo pravděpodobné je, že by euro opět testovalo hladinu 1,30. Pokud by k tomu došlo je možné očekávat protiakci ECB. Pravděpodobnější variantou je, že se růst zastaví v okolí 1,25 a že následně kurz přejde k opětovnému posilování dolaru. Motivem by mělo být opět zvyšování úrokových sazeb v USA. Jakékoliv informace zesilující očekávání rychlého růstu sazeb v USA proto budou působit silně ve prospěch dolaru. Nejsilněji by ovšem zapůsobilo případné reálné zvýšení sazeb, které by mohlo odstartovat trend k výraznému posílení dolaru.

## Akciové trhy

## Trhy se bojí růstu úrokových sazeb

## Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Ještě počátkem dubna se všeobecně věřilo, že americké firmy zveřejní velmi pozitivní čtvrtletní výsledky a akcie na to budou po tříměsíční stagnaci opět reagovat růstem. Splnila se ale pouze první polovina toho očekávání. Americké firmy skutečně vykázaly v prvním čtvrtletí zisky, které překročily očekávání trhu. Za jiných okolností by se ceny akcií vydaly vzhůru. Na trh ale vstoupil nový fenomén, který zcela ovlivnil chování investorů v dubnu a který bude mít svůj vliv na chování trhů přinejmenším po celý zbytek letošního roku: Strach ze zvyšování úrokových sazeb v USA.

## VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	30.4.	31.3.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 107.3	1 126.2	(1.7%)	(2.1%)	20.8%	(0.4%)
Dow Jones	10 225.6	10 357.7	(1.3%)	(2.5%)	20.6%	(2.2%)
Nasdaq	1 920.2	1 994.2	(3.7%)	(7.1%)	31.1%	(4.2%)
DJ Stoxx 50	2 707.7	2 663.3	1.7%	0.4%	16.8%	1.8%
FTSE 300	993.40	981.46	1.2%	1.2%	21.0%	3.7%

Obavy trhu z růstu úrokových sazeb jsou trochu přehnané

Obavy trhu jsou přitom jen částečně podložené. Úrokové sazby v USA jsou na nejnižší úrovni za posledních téměř 50 let a například během silného růstu akciového trhu v letech 1995 až 1999 byla základní úroková sazba okolo 5%. Obavy z růstu zadlužení domácností a poklesu spotřebitelské poptávky jsou poněkud liché vzhledem k tomu, že hypotéční sazby domácností mají většinou dlouhodobý fixní úrok a neměly by tudíž vést k nějakému dramatickému poklesu disponibilních příjmů. Firemní financování se sice růstem sazeb poněkud prodraží, jde ale o nákladovou položku, která sníží daňový základ firem a tím i platbu daně. Samozřejmě, že růst úrokových sazeb obecně snižuje hodnotu aktiv včetně akcií a trhy by měly tuto změnu ve svých hodnoceních reflektovat. A to se také během dubna stalo. Poměr hodnoty indexu S&P500 a součtu očekávaných firemních zisků v nadcházejících 4 čtvrtletích (P/E trhu) podle výpočtů společnosti Thomson klesl k 30. dubnu na úroveň 16,9, což je nejméně za poslední rok, během kterého se tento ukazatel pohyboval v intervalu 17,2 - 18,6. Otázkou je, zdali tento pokles je dostatečný nebo zdali korekce bude pokračovat.

Klíčová makrodata: trh práce, maloobchodní tržby a CPI

Co způsobilo takový rozruch a zcela otočilo vnímání investorů od výborných firemních čísel k makroekonomickým datům a úrokovým sazbám? Byly to hlavně tři základní makroekonomická čísla: První signál vyslal report z trhu práce 2. dubna, který signalizoval prudké zvýšení počtu pracovních míst. Na tento signál ještě akciové trhy reagovaly pozitivně. Následoval ale rekordně vysoký růst maloobchodních tržeb zveřejněný 13. dubna a další den vyšší než očekávaný růst indexu spotřebitelských cen. Po této sérii mimořádných čísel akcie definitivně ukončily krátké období růstu (25.3. až 5.4.) tažené spekulacemi na dobré čtvrtletní výsledky a pozornost investorů se přesměrovala na spekulace ohledně toho, kdy a o kolik Fed zvýší úrokové sazby. Silná makro čísla potvrdily koncem měsíce i další ukazatele, jako např. rekordní počet



nově zahájených obytných domů, prodeje nových domů nebo mimořádně silné objednávky zboží dlouhodobé spotřeby. Mírně proti trendu byl první odhad HDP za 1Q, který byl nižší než se očekávalo, přesto ale detailnější rozbor čísel vyvolal další obavy z inflačních tlaků, což tlačilo akcie dál dolů. Investoři koncem dubna přestali úplně sledovat firemní výsledky a soustředili se pouze na zasedání Fedu 4. května a report z trhu práce, který v době psaní tohoto textu ještě nebyl znám. Podrobnější komentář k zasedání Fedu a další makroekonomický rozbor lze nalézt v kapitole Globální trhy - Politický a makroekonomický vývoj na straně 5.

#### Firemní výsledky za 1Q byly mimořádně pozitivní

Přestože jsme před rizikem obav z růstu úrokových sazeb v minulé zprávě varovali, nečekali jsme, že tento rizikový faktor bude mít tak silný vliv, že přebije všechny ostatní pozitivní zprávy. Firemní výsledky za 1Q byly totiž mimořádně příznivé. Měřeno ke konci dubna zveřejnilo čtvrtletní čísla 82% (410) firem z indexu S&P500. Fakta jsou následující:

- a) tři čtvrtiny firem překonalo očekávání trhu (historicky za posledních 10 let překonává očekávání trhu jen 58% firem)
- b) měřeno v dolarech, firmy překonaly očekávání trhu o 8,4% (historický průměr je jen 3%)
- c) zisky za 1Q/04 stouply meziročně o 26,5% (ještě před měsícem očekával trh meziroční růst jen o 16,9%)
- d) tržby firem stouply meziročně o rekordních 11,7%
- e) během dubna se zvýšilo očekávání trhu na meziroční růst firemních zisků ve 2Q/04 ze 14,9% na 16,8%

#### Nejziskovější sektory

Které hlavní sektory táhly zisky firem vzhůru? V minulé měsíční zprávě jsme uvedli, že to budou především základní materiály (meziroční očekávaný růst o 77%), technologie (+54%) a finance (+23%). Ve skutečnosti rostly zisky v sektoru materiálů o 109%, u technologií o 66% a ve finančním sektoru o 32%. V sektoru materiálů firmy těžily ze zvýšené globální poptávky (především ze strany Číny) po komoditách typu papír, kovy nebo chemie. U technologií se projevila stále nízká srovnávací základna a zisky bank zase v sobě odrážejí obecný boom hospodářství.

#### Výhled trhu na 6 měsíců

Pokud bychom měli předpovědět vývoj na dalších řekněme 6 měsíců, můžeme se podívat na predikci firemních zisků. Za půl roku budou trhy očekávat (pokud se predikce během půl roku nezmění), že index S&P500 'vydělá' v následujících 4 čtvrtletích 69,5 dolaru. Pokud se předpovědi budou postupně zvyšovat o průměrných 1% / čtvrtletí, bude predikce ještě vyšší - zhruba 71 dolarů. Při stejném poměru hodnoty indexu S&P500 a očekávaných firemních zisků jako je dnes (16,9) by index měl vzrůst o 8,4% na 1.200 bodů. Pokud by index stagnoval, P/E trhu klesne ze současných 16,9 na 15,6.

#### Klíčovým údajem budou data z trhu práce zveřejněná 7. května

Podle našeho názoru nemá akciový trh nyní jednotný názor na to, kam by měly ceny akcií dále směřovat. Americká ekonomika silně roste podpořená mimo jiné stabilní domácí poptávkou, slabým dolarem i vysokou světovou poptávkou po komoditách. Na maximum je ale cena ropy, situace v Iráku se nelepší, rizika terorismu trvají a navíc se v USA chystají v listopadu prezidentské volby. I přes poslední silnější růst indexu CPI inflační tlaky americké ekonomice zatím nehrozí, a proto většina ekonomů se shoduje na tom, že zvyšování úrokových sazeb bude velmi mírné a pomalé. Velmi pravděpodobně se tak nebude opakovat situace z roku 1994, kdy Fed zvýšil sazby ze 3% na 6% během 13 měsíců v obavách z inflace. Zásadní informací budou data z trhu práce zveřejněná v pátek 7. května. Silný růst počtu pracovních míst zvýší pravděpodobnost zvýšení sazeb na příštím zasedání 30. června, zatímco slabý růst zřejmě vyloučí zvýšení sazeb až do prezidentských voleb na počátku listopadu.

#### Nejpravděpodobnější predikcí na květen je stagnace

Předpokládáme, že akcie budou v následujících dnech nejspíš stagnovat s tím, že pozornost trhu bude především upřena na data z trhu práce a následně na jakékoliv známky inflačních tlaků a zmínky o zvýšení úrokových sazeb. Období bezstarostného růstu z loňského roku je pryč, jakýkoliv, byť slabý, růst bude doprovázen pochybnostmi o tom, zdali radši nevybrat zisky, protože už následující den to může jít opět dolů. Nejpravděpodobnější predikcí na květen je stagnace. Nicméně, je na místě varovat, že kombinace mimořádně silného růstu pracovních míst a silící inflace může tlačít akciový trh psychologicky dál dolů.

## VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	IV-04	III-04	II-04	3M	6M	12M
Informační technologie	-4.1%	-2.5%	-2.4%	-8.7%	-0.9%	24.2%
Internet	-4.2%	-0.4%	-1.2%	-5.8%	9.9%	53.9%
Síťová zařízení	-13.6%	-4.7%	-5.8%	-22.5%	-4.2%	46.0%
Výrobci počítač. techniky	-4.2%	-3.0%	-4.0%	-10.9%	-5.5%	-5.5%
Pouze výrobce PC	-9.7%	12.1%	0.6%	1.9%	2.9%	50.6%
Polovodiče	-9.0%	-3.0%	-2.4%	-13.8%	-10.7%	33.4%
Telekomunikace	-4.1%	-0.9%	3.3%	-1.8%	11.2%	35.4%
Bezdrát. telekomunikace	-3.8%	-3.8%	7.6%	-0.4%	22.8%	56.8%
Biotechnologie	-0.6%	-3.6%	6.0%	1.5%	12.0%	40.2%
Farmacie	3.4%	-6.0%	0.2%	-2.7%	6.0%	5.1%
Zdravot.a kosmet. zboží	-4.0%	1.0%	-5.6%	-8.4%	9.5%	45.9%
Spotřebitelské služby	3.0%	-4.2%	0.7%	-0.6%	9.7%	11.4%
Doprava	-1.6%	-0.2%	2.0%	0.2%	4.1%	23.2%
Bankovníctví	-5.3%	-0.5%	1.9%	-3.9%	1.3%	20.4%
Finančnictví	-4.8%	-1.2%	2.5%	-3.6%	3.4%	20.1%
Petrochemie	1.8%	0.1%	5.3%	7.3%	23.3%	40.3%
Energetika	1.6%	-0.6%	4.6%	5.7%	22.8%	34.8%
Utility	-3.9%	0.7%	1.5%	-1.7%	6.1%	16.7%
Základní průmysl	-4.7%	-2.2%	4.9%	-2.2%	4.7%	24.8%

## STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

## Maďarsko

Po korekci související s vývojem ve světě se dluhopisy vrátily k posilování

Na začátku dubna došlo na maďarském dluhopisovém trhu k mírné korekci, která do značné míry souvisela s růstem výnosů ve světě. Korekce však byla pouze mírná a výnosy přešly poměrně brzy do kolísavé konsolidace. Na přelomu dubna a května se trh vrátil k posilování. Po období výrazného poklesu výnosů došlo v dubnu k především technicky motivované pauze. Trh trávil zisky z předchozího období a sbíral síly k dalšímu růstu. Po začátku měsíce, kdy bylo obchodování dominantně ovlivněno změnou sentimentu světových trhů, sílil ke konci měsíce vliv domácích faktorů, především očekávaného postupného poklesu úrokových sazeb. Že trh s poklesem sazeb počítal oprávněně dokázala svým chováním centrální banka, když na začátku května snížila sazby na 11,5%.

V květnu by se měl náznak návratu ke snižování výnosů proměnit v trvalejší, ovšem nijak dramatický, trend. Podněty k poklesu výnosů by měly být domácího původu. Trh bude počítat s dalším postupným poklesem stále vysokých krátkodobých úrokových sazeb. Volatilitu do očekávaného trendu mohou vnášet zveřejňované domácí makroekonomické údaje a také možný další tlak na růst výnosů ve světě.

Střednědobý výhled bude ovlivněn především tím, do jaké míry se podaří obnovit makroekonomickou rovnováhu

V horizontu několika měsíců bude vývoj na dluhopisovém trhu záležet především na dvou základních faktorech: na politice centrální banky (především na tom jak rychle bude snižovat úrokové sazby) a na celkové makroekonomické a politické rovnováze v Maďarsku. Kritickým se může ukázat především vývoj rozpočtového schodku. Negativní impulsy pro maďarský trh mohou přijít také zvenčí (možný trend k růstu výnosů ve světě) a z vývoje kurzu forintu. Devizový a dluhopisový trh jsou spolu v Maďarsku těsně provázány díky vysoké aktivitě zahraničních portfoliových investorů. Dluhopisový trh tak může být citlivý na vývoj zahraničně obchodní rovnováhy a na případné turbulence na rozvíjejících se trzích, které mohou vzniknout například nestabilitou čínského hospodářství.

## Polsko

Politická nejistota a očekávání růstu úrokových sazeb, spolu s vlivem vývoje ve světě, vedly k prudkému růstu výnosů

Polský dluhopisový trh byl na přelomu března a dubna zasažen souhrou několika negativních faktorů, které vedly k prudkému růstu výnosů. Stejně jako v případě Maďarska, pouze výrazně silněji, poskytl prvotní impuls vývoj na světových trzích. Tento impuls byl dále zesílen očekáváním růstu úrokových sazeb v Polsku, zejména po tom co centrální banka změnila hodnocení situace z neutrálního na sklon ke zvyšování úrokových sazeb. V politice centrální banky se tak odrazil především velmi silný růst ekonomiky nadále tažený především exportem. Postupně se však k exportu přidávají i domácí spotřeba a investice a centrální banka se tak začíná obávat popřávkových cenových tlaků. Inlace zatím zůstává nejnižší v regionu, její zvyšování je však zřetelné. Dalším silným impulsem k růstu výnosů byla nejistá politická situace a s ní spojené oslabování zlotého.

Zklidnění politické situace by mělo vést ke korekci a poklesu výnosů

V květnu by na polském dluhopisovém trhu mělo dojít ke korekci, kterou by mohlo podpořit jednak částečné zklidnění politické situace po změně vlády a jednak očekávané posilování maďarských dluhopisů, které by mělo zlepšit celkové investiční klima v regionu. Situaci může komplikovat vývoj na světových trzích, případná ostřejší vyjádření členů měnového výboru centrální banky (NBP), makroekonomické údaje vzbuzující obavy z rychlejšího růstu cen a nebo obnovení politického napětí.

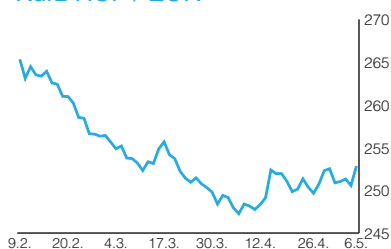
Střednědobě bude trh ovlivňovat především politika centrální banky, politická situace a stav rozpočtu

Střednědobě je na polském trhu možné očekávat především zvýšenou volatilitu. Obecnější předpověď je navíc komplikovaná možnými výraznějšími změnami tvaru výnosové křivky. K největším pohybům by mělo docházet v jejím středu. Krátký konec je fixován sazbami NBP a dlouhý je částečně fixován konvergenčními očekáváním, dlouhodobými makroekonomickými úvahami a vývojem ve světě. Do středu výnosové křivky se pak promítá očekávaný vývoj domácích sazeb, zveřejňované makroekonomické údaje, pohyby zlotého a politické krize. Pokud se nestane něco mimořádného, měly by výnosy na krátkém konci mít tendenci k lehkému růstu, ve středu k mírnému poklesu při vysoké volatilitě a na dlouhém konci k mírnému růstu.

## HUF / EUR

Technické faktory a úrokový diferenciál spoluurčovaly vývoj forintu

### Kurz HUF / EUR



Vývoj kurzu forintu k euru byl v květnu řízen převážně technickými faktory. Z toho vyplývala relativně vyšší volatilita při obchodování v širším pásmu 248,0 až 256,0. Trh často prudce reagoval na krátkodobé faktory, silnou roli hrála aktuální situace na dluhopisovém trhu. Charakteristická pro vývoj situace byla krátká prudká posílení, následovaná pozvolným zotavováním kurzu. Hlavním motivem určujícím současnou relativní sílu forintu je v současnosti příliv krátkodobých investic motivovaný vysokým úrokovým diferenciálem. To vysvětluje vysokou volatilitu a kolísavou stagnaci.

Střednědobě hrozí možnost opakování náhlých oslabení z minulého roku

V květnu by měla pokračovat vzájemná provázanost vývoje na dluhopisovém a devizovém trhu. K atraktivitě úrokového diferenciálu přitahující krátkodobý kapitál by se mohlo přidat očekávání dalšího poklesu úrokových sazeb, které by mohlo motivovat obnovení přílivu konvergenčních investic na dlouhém konci výnosové křivky. Forint by měl zůstat silně volatilní a náchylný k prudkým oslabením, ale celková tendence by měla směřovat spíše k posilování.

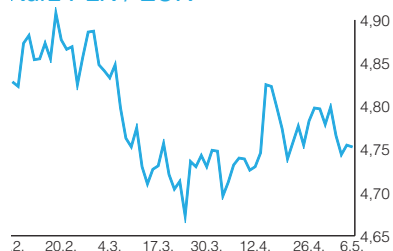
Při relativně pozitivním krátkodobém výhledu hrozí ve střednědobém výhledu prudká, i když dočasná, oslabení podobná těm z minulého roku. Motivem by mohl být především projev domácí makroekonomické rovnováhy, především případný výrazně nepříznivý vývoj státního rozpočtu. Na kurz bude mít vliv i politika centrální banky, především tempo a rozsah dalšího poklesu úrokových sazeb. Podobně jako u zlotého lze tedy očekávat především vysokou volatilitu, technický charakter obchodování a silný vliv psychologických faktorů.

## PLN / EUR

Obavy z vývoje politické situace byly hlavním faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu

Nadějně posilování zlotého z března bylo v dubnu, podle našeho názoru dočasně, přerušeno především obavami z negativního vývoje na politické scéně a obavami z negativního vývoje státního rozpočtu. K těmto dvěma faktorům se přidal i výprodej na dluhopisovém trhu opírající se především o očekávaný růst úrokových sazeb. Na rozdíl od dluhopisů bylo oslabení zlotého relativně mírné a ani v nejhroších obdobích se nedostal nad letošní minima. Částečné uklidnění politické scény pomohlo zlotému na začátku května k výraznému posílení.

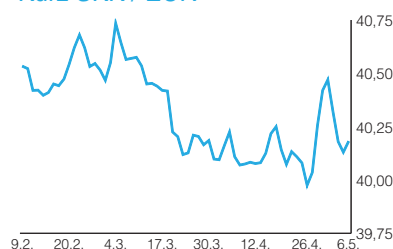
## Kurz PLN / EUR



Zklidnění na politické scéně by mohlo přinést posílení zlotého

Posilování slovenské koruny brání centrální banka

## Kurz SKK / EUR



Tlak na posilování slovenské koruny by měl přetrvat

Nezbytné zboží a služby pořídíme draž, zbytečné naopak levněji

Čína již nevyváží deflaci ale inflaci – zatím jen nákladovou

Toto posílení by se mělo přenést i do května. Kritické bude především schválení nové polské vlády vedené M. Belkou. Pokud bude vláda schválena, měla by se zklidnit jak politická situace tak dluhopisový trh, což by mělo zlotý podpořit.

Střednědobě proti sobě stojí pozitivní vývoj makroekonomických parametrů a nejistá politická situace. Lze proto očekávat pokračující zvýšenou volatilitu. Pokud se podaří stabilizovat politickou situaci, mělo by převažovat posilování, pokud se jí stabilizovat nepodaří, měl by se zlotý pohybovat na současných úrovních a vyloučit nelze ani oslabení. Vysoká nejistota však bude přetrvávat až do příštích voleb, ať už se budou konat v řádném termínu a nebo půjde o volby předčasné. I když získá vláda M. Belky podporu v parlamentu bude pod stálým tlakem kvůli nízké popularitě vládnoucí strany, nejisté podpoře v parlamentu, hrozby překročení limitů pro státní zadlužení a růstu popularity populistických stran.

## SKK / EUR

Kurz slovenské koruny se v průběhu května postupně dostal pod důležitou psychologickou hladinu 40,0. Kurz byl podporován očekáváním pozitivního makroekonomického vývoje a především částečným zklidněním politické situace po prezidentských volbách a neúspěšném hlasování o odvolání ministra financí I. Mikloše. Vláda je sice menšinová a existují i silné rozpory uvnitř koalice, ale stále znovu se ukazuje, že pro důležité návrhy je schopna zajistit parlamentní podporu. Dá se proto předpokládat, že probíhající reforma veřejných financí bude pokračovat. Na konci měsíce byl kurz výrazně ovlivněn zasedáním bankovní rady centrální banky (NBS). Došlo jednak k nečekanému snížení úrokových sazeb a jednak k ostré slovní intervenci proti posilování slovenské koruny. NBS se podařilo srazit kurz výrazně nad 40,0, ale už na začátku května se vrátil zpět do okolí 40,10.

Slovenská koruna se bude pravděpodobně v dohledné době držet mírně nad 40,0, především kvůli obavám ze zásahu NBS v případě dalšího posilování. Pokud se nebude komplikovat politická situace a pokud se bude v souladu s pozitivními očekáváním vyvíjet stav hospodářství, je jen otázkou času kdy bude hranice 40,0 opět testována. NBS v takovém případě pravděpodobně bude opět slovně intervenovat a pokud to nebude stačit může přistoupit i k přímým intervencím. Dlouhodobě se jí však zřejmě hladinu 40,0 nepodaří udržet a bude muset připustit postupné zhodnocování slovenské koruny.

## ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

V březnu se růst spotřebitelských cen zrychlil z 2,3% na 2,5% meziročně vlivem vyšších cen potravin a bydlení. Zdražování se dotklo i finančních služeb, veřejného stravování a pivnic. Ceny poklesly naopak u oděvů, elektroniky, domácích spotřebičů a rekreace. V dubnu očekáváme další mírné zrychlení růstu spotřebitelských cen především v důsledku růstu cen alkoholu a cigaret (viz odložený dopad zvýšení spotřební daně), pohonných hmot a služeb. Výraznější změny v cenách zaznamenáme až v květnové inflaci, která nám napoví, jak restauratéri, prodejci běžného spotřebního zboží, poskytovatelé osobních služeb a jiní upravili své ceny po změnách v DPH. Podle dostupných informací se ceny pohybují oběma směry nicméně zdá se, že směr vzhůru převažuje. Centrální banka je však připravena výraznějšímu oživení inflace zabránit.

Česká republika stejně jako mnohé evropské státy se nevyhnula zdražení průmyslových produktů, když na světovém trhu dramaticky vzrostly ceny šrotu. Také ceny ropy pokračovaly ve svém růstu. Průvodním jevem oživení světové ekonomiky je právě růst cen surovin, který nyní zaznamenáváme. Kromě těchto vnějších faktorů se na růstu cen českých průmyslových výrobců již dlouhou dobu intenzivně projevuje růst cen zemědělských produktů, které se na celkovém 0,8%-tním meziměsíčním růstu podílely více než polovinou. V meziročním srovnání se březnové PPI vyhoupllo na 2,1% a navzdory dubnovému pravidelnému poklesu cen energie zamíří ceny výrobců k 2,5%. Tomuto růstu nezabrání ani očekávané zvýšení sazeb ČNB, nebo

má alespoň prozatím čistě nákladový charakter.

#### Výrobní aktivita je nebývale silná

Průmyslová produkce si v únoru připsala 7,1% meziročně a překonala tak naše i tržní očekávání. Tržby z průmyslové činnosti rostly o 8,6% a produktivita práce vzrostla o 10,7%. Výroba rostla zejména v hutnictví, zpracování dřeva a chemickém průmyslu. V poklesu pokračoval textilní průmysl, který se nedokáže vyrovnat s konkurencí levných asijských dovozů. Klesala také výroba elektřiny a těžba hnědého uhlí. Tržby z přímého vývozu průmyslových podniků rostly reálně o 13,5%, což odpovídá trendu zlepšování zahraničně obchodní bilance. Nové zakázky rostly o 18,8%, z toho ze zahraničí o 20,8%. Největší přírůstek zakázek zaznamenala výroba motorových vozidel. Silná cenová konkurence na evropském trhu a přesouvání části výrobních kapacit do středoevropského regionu pomáhá zdržet český průmysl na růstové trajektorii. Paradoxně tak pokulhávající výkonnost evropských ekonomik může živit výrobní aktivitu našeho regionu, neboť silný tlak na snižování nákladů v EU zvyšuje atraktivnost kvalitních ale stále levnějších polotovarů a výrobků od nových členů EU.

#### ... ale na nezaměstnanosti se to neprojevuje

Míra nezaměstnanosti dosáhla v březnu podle evidence úřadů práce 10,7%, poté co zahájení sezónních prací snížilo počet nezaměstnaných z únorových 570.757 na 559.822 osob. Sezónní pracovní místa v zemědělství, stavebnictví a službách však nestačí absorbovat uvolněné pracovní síly z průmyslu a ještě přitom nabírat čerstvé absolventy škol. O problému slabé poptávky po pracovních silách a nevhodné struktuře volných pracovních sil hovoří i další, např. mezinárodní statistika – šetření pracovních sil. Podle mezinárodní metodiky vzrostla nezaměstnanost v ČR v prvním čtvrtletí na 8,7%, čímž se přiblížila rekordním úrovním z let 1999-2000. Kromě růstu počtu lidí bez práce na 443 tisíc se zvyšuje podíl dlouhodobě nezaměstnaných na více jak polovinu. Stále největší počet nezaměstnaných pochází ze zpracovatelského průmyslu. Boj vlády proti šedé ekonomice se zatím na údajích o zaměstnanosti příliš neprojevil. Rozdíl mezi mírou nezaměstnanosti měřenou úřady práce a ILO se nijak viditelně nesnížil a počet podnikatelů bez zaměstnanců dále roste na úkor podnikatelů se zaměstnanci, přičemž část těchto změn lze přičíst snaze podnikatelů „optimalizovat“ svoji daňovou zátěž. V letošním roce v souvislosti s vyostřením konkurence na domácím trhu po vstupu do EU počítáme s určitou konsolidací počtu podnikatelských subjektů a nadprůměrně vysokým počtem nezaměstnaných, kterým jen pozvolna poroste šance na uplatnění.

#### Slabé tržby maloobchodníků ne-svědčí o síle spotřeby

Maloobchodní tržby se v únoru zvýšily jen o 2,3% meziročně, zatímco trh očekával 2,5%. Naše predikce 1,5%-tního růstu se však ukázala být příliš pesimistická. Ačkoliv tržby autoservisů a autosalónů byly opět slabé (poklesly o 4,2%), ostatní maloobchodníci zaznamenali mírný růst tržeb mimo jiné díky sezónním slevám. Chuť spotřebitelů utrácet výrazně oslabila, což se vždy nejzřetelněji projeví u luxusního zboží jako jsou auta. Nejistý dopad změn DPH a spotřebních daní na ceny zboží zatím odrazují spotřebitele od větších nákupů. Dojde-li však k cenovým úpravám ve prospěch spotřebitelů, nelze vyloučit postupné oživení spotřeby. Každopádně tak silný jako loňský růst spotřebitelských výdajů se už letos nezopakuje. Růst české ekonomiky se musí letos spolehnout více na investice a vývoz než jen na spotřebu domácností.

#### Lidé vybírají z účtů a zároveň čerpají nové úvěry

Peněžní zásoba v březnu zrychlila na 8,3%. U úvěrů podnikům došlo meziročně k nevýznamnému zrychlení růstu. Úvěry domácnostem začaly znovu růst a dosáhly téměř 245 mld. Kč (o 30,3% více než vloni). Na druhé straně ubylo 11,3 mld. Kč na termínovaných a 5,7 mld. Kč na běžných vkladech. Nízké úročení vkladů a velmi pravděpodobně i splácení úvěrů stojí za tímto poklesem. Struktura finančních aktiv českých domácností prochází postupnou změnou, která se nejvýrazněji projeví právě v bankovních vkladech – v jejich relativním úbytku ve prospěch ostatních alternativních forem úspor.

#### Letošní vývoj zahraničního obchodu zůstává přes březnový deficit příznivý

Česká obchodní bilance se v březnu vrátila do červených čísel, když vývoz zaostal za dovozem o 4,6 mld. Kč. Ačkoliv v loňském roce byl březnový schodek o 2,9 mld. Kč nižší a trh počítal nanejvýš se 4,5 miliardovým schodem, lze s ohledem na dynamiku vývozu považovat i letošní březnový výsledek za dobrý. Růst dovozu, který tentokrát očekávaně překonal růst exportu, souvisel podle našeho názoru z nemalé části s předzásobením se polotovary a pořízením elektrických přístrojů a strojírenských výrobků investičního charakteru. Je-li tomu tak, investiční a výrobní aktivita v ČR sílí. Výsledky zahraničního obchodu za první tři měsíce roku, které jsou o 3 mld. Kč lepší než v loňském roce, naznačují, že čistý export má šanci se stát jedním z významných

zdrojů růstu české ekonomiky v prvním čtvrtletí letošního roku. 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 s mírným snížením obchodního schodku na zhruba 60 mld. Kč. Výraznější pokles bude také bránit vyšší investiční aktivita firem realizovaná z velké části dovozem.

Přebytek obchodní balance snížil výrazně deficit běžného účtu

Deficit na běžném účtu platební bilance v únoru poklesl na 1,8 mld. Kč z lednových 4,7 mld. Kč zhruba v souladu s našimi očekáváními (2 mld. Kč). O zlepšení běžného účtu se postarala obchodní bilance, která v únoru překvapila vysokým přebytkem. Naopak bilance služeb se výrazně zhoršila, když dosáhla pouze desetiny loňské úrovně. Na finančním účtu se opět objevilo kladné číslo, s velkou rezervou pokrývající deficit běžného účtu. Příliv přímých zahraničních investic se mírně zvýšil na 9,2 mld. Kč a bilance portfoliových investic vykázala přebytek vlivem nižší poptávky po zahraničních akciích a přílivem peněz do českých peněžních instrumentů. Stejně jako obchodní tak i platební bilance bude v letošním roce velmi volatilní, citlivá na výkyvy v zahraniční poptávce a toku krátkodobého kapitálu. Přímé zahraniční investice ani bilance služeb se zatím nevyvíjí příliš příznivě. Z tohoto plyne i volatilita na koruně, jejíž kurz může tápat mezi 32-33 Kč za euro ve snaze najít nějaký střednědobý trend.

ČNB šíří na trhu optimismus

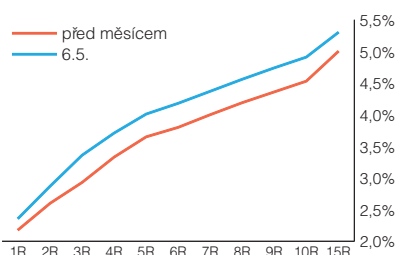
Bankovní rada ČNB se na svém dubnovém zasedání rozhodla ponechat svoji klíčovou sazbu na 2%, jak všichni očekávali. Trh však šokovala svým optimismem ohledně růstu české ekonomiky v letošním a příštím roce. Nová dubnová predikce ČNB předpokládá, že růst českého hospodářství dosáhne letos 3,8-4,2% a v roce 2005 3,2-4,6%. Ještě v lednu byla její predikce konzervativnější alespoň, co se týká roku 2004 (2,9-3,4% v roce 2004 a 3,4-4,9% v roce 2005). Aktuální inflační predikce předpokládá v září 2005 inflaci mezi 2,3-3,7% (původně 1,8-3,2% pro červen 2005). Současná růstová predikce ČNB je nejoptimističtější na trhu a spoléhá na stále solidní růst spotřeby domácností (4%) a silné oživení investiční aktivity (na 6,5%). Optimistickému výhledu ČNB odpovídá i rétorika guvernéra Zdeňka Tůmy, který řekl, že nelze vyloučit dřívější než původně uvažovaný růst sazeb. Tento jestřábí komentář poslal trhu jasný signál -- dosáhli jsme dna úrokových sazeb a předpokládaný pohyb je směrem vzhůru. Obzvláště přesvědčivá by byla zpráva, že na dubnovém zasedání se kromě stability sazeb hlasovalo o jejich růstu. Pokud se tak stalo (a to se dovíme ze zápisu z jednání, který vyjde 11. května) a v červnu se dočkáme silných růstových i inflačních čísel (vyjde květnová inflace a HDP za 1Q 2004), nelze vyloučit zvýšení sazeb už na červnovém zasedání. Také připadá do úvahy i druhá varianta, ČNB si počká na novou aktualizaci prognózy a zvýší sazby až v červenci ale o celý půl procentní bod na 2,5%. Do začátku června zůstanou karty otevřené a můžeme jen čekat, kdy bude zahájen cyklus postupného zvyšování sazeb.

## Dluhopisové a peněžní trhy

Český trh byl ovlivněn především zvýšením pravděpodobnosti růstu úrokových sazeb v letošním roce

Český dluhopisový trh do značné míry kopíroval vývoj na evropských trzích. Také zde po prudkém růstu výnosů na přelomu března a dubna přešel trh do stagnace. Růst výnosů se obnovil v posledním týdnu dubna a především na krátkém konci výnosové křivky k němu přispělo zasedání bankovní rady ČNB. Na tiskové konferenci po jeho skončení guvernéř ČNB Z. Tůma řekl, že by centrální banka mohla přistoupit ke zvýšení úrokových sazeb dříve než původně předpokládala. To utvrdilo trh v už existujícím očekávání růstu úrokových sazeb a přispělo k upevnění trendu k růstu výnosů.

Česká výnosová křivka



Střednědobě by měl pokračovat postupný růst výnosů v souladu s trendem ve světě

V květnu by český trh měl pokračovat ve sledování vývoje na světových trzích, především v EMU. Zároveň bude velmi důležitý vývoj domácí inflace, především způsob jakým se odrazí vstup do EU a s ním spojené daňové změny v cenách. Celkově by měl přetrvávat trend k mírnému růstu výnosů. Rozdíl mezi českými a německými výnosy by se měl držet mezi 40 až 70 bp. Výraznější rozšiřování rozdílu by měl bránit především trvajícím dostatek likvidity na českém trhu.

Postupný růst výnosů předpokládáme i střednědobě. Nejdůležitějším faktorem bude politika centrální banky a způsob, jakým bude reagovat na vývoj inflace v květnu a červnu. Červenec je podle našeho názoru měsícem kdy je možnost zvýšení úrokových sazeb nejvyšší. Náš dluhopisový trh bude i v dalších měsících reagovat na vývoj ve světě, především v EMU. Pokud by v ČR došlo ke zvýšení úrokových sazeb,

přičemž sazby v EMU by zůstaly stabilní, mohl by se spread k bondům dále mírně rozšířit na 60 až 100 bp.

## Devizový trh

Kurz CZK / EUR



Dlouhodobý trend k mírnému posilování bude střednědobě do značné míry překryt krátkodobou volatilitou

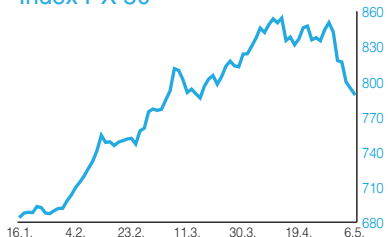
Kurz koruny k euru v dubnu kolísal v rozmezí 32,10 až 32,80. Pohyby koruny byly motivovány krátkodobými technickými faktory a aktuálními reálnými peněžními toky. Kurz byl částečně ovlivňován také vývojem v regionu, především zprostředkovaně přes toky portfoliových investic.

V květnu, ale také střednědobě, by mělo pokračovat dosavadní kolísání kurzu v intervalu 32,10 až 32,80. Kurz by měl být ovlivněn opět především technickými faktory a reálnými peněžními toky. Důležité bude sledovat vývoj obchodní bilance, bilance běžného účtu a přímých investic. Koruna potenciálně zůstává zdrojem pro financování investic do dalších střeoevropských měn, což může vyvolat občasně tlaky na její oslabení. Střednědobě mohou mít výraznější vliv peněžní toky související s repatriací výnosů ze zahraničních investic. Nadále předpokládáme, že koruna bude dlouhodobě pomalu posilovat, toto posilování však vzhledem k jeho pomalosti bude do značné míry překryto krátkodobou volatilitou.

## Český akciový trh

Výprodej poslední dubnový den odstartoval očekávanou korekci

Index PX 50



Výprodej poslední dubnový den odstartoval očekávanou korekci

V minulé měsíční zprávě jsme varovali, že korekce na českém akciovém trhu, který byl v dubnu již několik měsíců na desetiletém maximu, může přijít každým dnem, ale že neočekáváme, že se tak stane do konce dubna, tj. do dne vstupu země do EU. Ve skutečnosti první silný výprodej přišel právě v ten poslední dubnový den, kdy firmy zveřejňovaly svoje výsledky za 1Q. Je pravdou, že téměř 8% propad akcií Komerční banky souvisel hlavně s neuspokojivou výší čistého zisku za 1Q, akcie ale již od polovina dubna ztratily svůj růstový trend a v podstatě stagnovaly. Duben tedy nakonec přinesl jen stagnaci, když silný růst v první polovině měsíce vystřídala stagnace ve druhé polovině měsíce a silný pokles poslední den v měsíci. Proti trendu šly pouze akcie Unipetrolu, které reagovaly velmi pozitivně na závaznou nabídku, kterou na koupi 62,99% balíku akcií předložil na konci dubna polský PKN Orlen. Unipetrol má ale velmi nízký podíl na indexu PX50 a trh tak vůbec neovlivnil. K poklesu indexu PX50 o 0,7% ještě přispěl technický pokles akcie Philip Morris CR zhruba o hodnotu dividendy (15. dubna o 5,7%). Protože je PX50 cenový index a nikoli výnosový index, výplaty dividend se v jeho výpočtu nezohledňují. Bez vlivu dividendy Philip Morris CR by ale index PX50 meziměsíčně téměř stagnoval.

### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	30.4.	31.3.	1M	3M	12M	2004
PX 50	818.0	823.8	(0.7%)	18.2%	57.1%	24.1%
PX-D	2042.6	2056.8	(0.7%)	18.3%	56.2%	24.3%
Český Telecom	341.30	340.20	0.3%	18.4%	4.9%	17.2%
Č. radiokomunikace	514.60	491.50	4.7%	51.0%	170.8%	49.2%
ČEZ	193.95	190.77	1.7%	29.1%	84.7%	33.1%
Unipetrol	80.99	64.10	26.3%	18.8%	71.0%	21.9%
Komerční banka	2 968	3 201	(7.3%)	13.7%	51.4%	22.7%
Erste Bank	4 008	3 980	0.7%	15.0%	80.1%	25.6%
Philip Morris ČR	17 585	19 101	(7.9%)	9.5%	58.1%	11.8%

Období silného růstu českých akcií je ale nyní již zcela jistě za námi. Otázkou nyní zůstává, zdali budou akcie v následujících měsících stagnovat či oslabovat. Podle našeho názoru je řada titulů zralá na silnější korekci (Philip Morris CR, České radiokomunikace, Komerční banka), některé tituly na slabší korekci (Český Telecom, ČEZ). U akcií Komerční banky trh nebyl spokojen se čtvrtletními výsledky, zatímco akcii Telecomu mohou oslabovat současné rozpory vedení Telecomu a Eurotelu. Naopak velmi pozitivní výsledky společnosti ČEZ a příznivé predikce na celý letošní rok mohou držet tuto akcii na současných cenách bez nějaké viditelné korekce. Pokud jde o akcie Erste Bank, pouze připomínáme, že akcionáři na valné hromadě 4.května schválili (podle očekávání) výplatu dividendy 1,5 eura a rozštěpení akcií v poměru

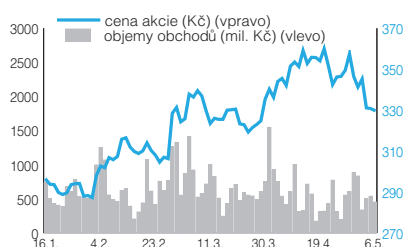
1:4. Banka také 10.května zveřejní konsolidované výsledky za 1Q.

	duben 2004		březen 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	15.1	35.5	13.23	27.3
Český Telecom	11.5	27.2	16.83	34.7
ČEZ	8.7	20.4	8.39	17.3
Philip Morris ČR	2.1	4.9	4.27	8.8
Erste Bank	2.0	4.7	2.95	6.1
Unipetrol	1.8	4.3	0.85	1.8
České radiokomunikace	1.2	2.8	1.71	3.5

Významně klesl objem obchodů s akciemi Telecomu

Rekordně vysoké objemy obchodů trvaly i v dubnu. Celkový objem obchodů s akciemi mírně klesl z březnových 48,4 mld. Kč na 42,4 mld. Kč. Nejvíce obchodů ale bylo tentokrát realizováno s akciemi Komerční banky, zatímco obchody s akciemi Českého Telecomu se výrazně snížily. Denní průměr obchodů mírně klesl z březnových 2,1 mld. Kč na 2,0 mld. Kč.

### ČESKÝ TELECOM



Odvolení jednatelů Eurotelu hlavním tématem minulého měsíce

### Odejde T.Valeski z postu generálního ředitele Eurotelu?

Podobně jako i ostatní hlavní tituly pražské burzy akcie Telecomu v první polovině měsíce rostly, ve druhé polovině dubna se ale růst otočil na pokles a akcie nakonec do konce měsíce ztratily všechny svoje předchozí zisky. V zásadě se tak naplnily oba rizikové scénáře, před kterými jsme varovali v minulé měsíční zprávě - sklon k vybírání zisků před koncem měsíce a neshody mezi vedením Telecomu a Eurotelu.

Odvolení generálního ředitele Eurotelu Terrence Valeskiho a šéfa právní divize Eurotelu Luboše Bórica z pozic jednatelů Eurotelu bylo oprávněně centrálním tématem minulého měsíce. Pikantní je na tomto sporu skutečnost, že jeho nitky vedou (podle četných spekulací) do nejvyšších politických míst. Ihned poté, co dozorčí rada Telecomu 28. dubna poměrem hlasů 10:4 odvolání obou jednatelů schválila, rezignovali tři její členové, kteří jsou současně považováni za spojence ministra informatiky Vladimíra Mlynáře: předseda dozorčí rady Ondřej Felix, ekonom Adam Blecha a auditorka Hana Doležalová. Demisí údajně jednu chvíli hrozil i sám Mlynář, nakonec ale pouze prohlásil, že se od rozhodnutí dozorčí rady Telecomu distancuje, a že změny na postech statutárních zástupců Eurotelu mohou při privatizaci poškodit i samotný Český Telecom. Jisté ale je, že Mlynář odstoupením svých lidí z dozorčí rady Telecomu ztratil vliv na dění v této společnosti. Novými jednateli Eurotelu se stali člen představenstva Telecomu Michal Heřman a výkonný ředitel Telecom pro plánování a controlling Martin Bek. Valeski a Bórik sice zůstali na svých manažerských pozicích, podle našeho názoru je ale pouze otázkou času, než sami na své posty rezignují.

Eurotel by si měl uchovat nezávislost na Telecomu

Kdo by mohl Valeskiho eventuálně vystřídat? Podle některých spekulací tisku by to mohl být ředitel odboru IT ministerstva vnitra Zdeněk Zapletal nebo jeden z nových jednatelů Eurotelu. Otázka nového generálního ředitele ale není zásadní. Rozhodující je skutečnost, že Český Telecom získal absolutní vliv nad hospodařením silně ziskového Eurotelu. Samotný Telecom (bez Eurotelu) totiž vykázal za 1Q ztrátu 309 mil. Kč, zatímco Eurotel má na kontě zisk 2 mld. Kč. Z pozice Telecomu je logické, že chce kontrolovat finanční toky svojí mnohem úspěšnější dceřině společností, kterou ovládá ze 100%, a do vedení dosadit někoho, kdo bude s mateřskou společností lépe komunikovat a dceřinou společností manažersky vést takovým směrem, který bude vyhovovat především Telecomu. Mlynářem proklamovaná nezávislost Eurotelu na Českém Telecomu tímto krokem vzala zcela zasvě. Je zřejmé, že pro budoucnost Eurotelu by bylo příznivější, kdyby jej ovládali vlastníci, jejichž jediným manažerským cílem je zvyšovat hodnotu společnosti pro své akcionáře. Protože Eurotel tvoří většinu hodnoty samotného Telecomu, přesměrováním manažerských priorit úspěšné mobilní dcery může utrpět především sám Telecom.

Řešením problému je Telecom co nejrychleji zprivatizovat

Podstata celého problému je ale někde úplně jinde, a to v neschopnosti státu koordinovaně řídit vyspělou technologickou firmu s celonárodní působností v tak složitém a současně vysoce konkurenčním oboru jako jsou telekomunikace. Telecom měl být již dávno soukromou společností podnikající na liberalizovaném trhu. Podobný problém by vůbec nenastal a ministři by ho vůbec nemuseli řešit. Jediným správným



řešením tohoto problému by měla být snaha Telecom co nejrychleji zprivatizovat a tím problém přehodit na soukromého vlastníka. Podle očekávání se ale celý proces již začíná opožďovat - jeden z účastníků soutěže na poradce již podal odvolání proti vyřazení ze soutěže pro formální nedostatky a vyhodnocení tendru se tak zatím o pár týdnů odsouvá. Jen těsná spolupráce všech zainteresovaných osob na všech důležitých postech zaměřená na společný cíl přinese svoje ovoce v podobě úspěšné privatizace. V opačném případě hrozí další blamáž. Současný vývoj v Telecomu není dobrý a trh ji zatím hodnotí jednoznačně: akcie od 28. dubna (357,50 Kč) klesla do 4. května (331,10 Kč) o 7,4%.

### Výsledky Telecomu za 1Q/04 nepřinesly žádné překvapení

Pokud jde o výsledky Telecomu za 1Q/2004, jejich hodnocení je složité vzhledem k tomu, že Telecom konsoliduje od prosince 2003 Eurotel ze 100% a konsolidované výsledky proto nejsou meziročně srovnatelné. Celkové výnosy z pevných linek (meziročně srovnatelné) se snížily o 10% díky silnému poklesu počtu provolaných minut a tím i výnosů z hovorného (o 29%). Svůj vliv zřejmě sehrálo zvýšení DPH u telekomunikací od 1. ledna. Telecom do počtu minut zařazuje také minuty připojení na internet, které v 1Q/04 také meziročně poklesly (o 10%), ačkoliv až do roku 2003 vždy meziročně rostly. První meziroční pokles provolaných minut u internetu zřejmě odráží přechod uživatelů od dial-up připojení ke konkurenčním variantám, kterými jsou ADSL, kabelovému připojení, paušální tarify mobilních operátorů nebo WiFi. Celkové ale tržby za přenos dat již 6 měsíců stagnují okolo 2 mld. Kč. Telecom dokázal část poklesu tržeb v segmentu pevných linek kompenzovat redukcí nákladů, přesto ale EBITDA klesl o 9% (4,3 mld. Kč) a EBIT o 11% na 632 mil. Kč. Stabilní pokles tržeb v segmentu pevných linek tentokrát hravě vynahradil segment mobilních služeb, kde se ale změnila konsolidace Eurotelu. Díky tomu konsolidovaný EBITDA vzrostl o 20% na 7.6 mld. Kč a provozní zisk o 38% na 2,4 mld. Kč. Efekt konsolidace Eurotelu bude samozřejmě meziročně zvedat ziskovost firmy po celý letošní rok. Pozitivní obrázek hospodaření obou firem poskytuje výkaz cash flow. Na konsolidované bázi Telecom zvýšil free cash flow o 6% na 3,4 mld. Kč, které zcela použil na splacení části dluhu. Lze předpokládat, že za celý rok Telecom vykáže opět free cash flow ve výši nejméně 15 mld. Kč. Stručně řečeno, výsledky za 1Q/04 nijak nepřekvapily a pouze potvrdily předchozí trendy.

### Květen: mírný pokles

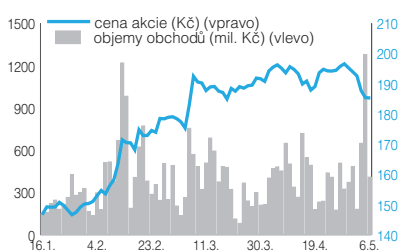
Předpokládáme, že vývoj akcií Telecomu v květnu bude spíše mírně ztrátový. Důvodů je několik: Manažerské rozepře mezi Telecomem a Eurotelem, zastavení růstu trhu a obecný trend k vybírání zisků v regionu a možné potíže s výběrem poradenské společnosti při privatizaci.

### ČEZ zvyšuje prodej elektřiny v ČR

Akcie ČEZu sice splnila naše očekávání a v dubnu mírně posílila, splnilo se ale naše varování, že na konci měsíce a počátkem května může přijít korekce a vybírání zisků. Trh se skutečně poslední dubnový den otočil a korekce pokračovala i v prvních květnových dnech. ČEZ sice nebyl akcií, která by utrpěla tak silné ztráty, jako Komerční banka nebo telekomunikační tituly, přesto je jistý tlak na oslabení znát. V minulé měsíční zprávě jsme krátce srovnali ČEZ se západoevropskými utilitami a také jsme komentovali pravděpodobnost, že vláda skutečně kývne na prodej 16% akcií ČEZ na burze. Tato možnost se nám jeví jako čím dál méně pravděpodobná. V hlavním komentáři se proto dnes soustředíme na výsledky společnosti za 1Q/04.

ČEZ vydal 30. dubna nekonsolidované čtvrtletní výsledky (podle českých standardů) za 1Q/04 a také konsolidované výsledky podle IFRS za minulý rok, které dosud nebyly zveřejněny. Výsledky za 2003 sice trh mírně překvapily (ČEZ na rozdíl od předchozích čtvrtletních čísel nezahrnul do výsledků zisk z prodeje 66% v ČEPS), data ale jsou přeci jenom trochu zastaralá a tudíž jim nikdo nevěnoval větší pozornost. Nekonsolidované výsledky za 1Q/04 ale také přinesly některá překvapení. Především ČEZ oznámil silný meziroční růst (26%) celkových tržeb z prodeje elektřiny. Důvodů je několik: Meziroční 3% růst poptávky po elektřině v ČR, 5% nárůst průměrné velkoobchodní ceny elektřiny v ČR (což souvisí s růstem cen elektřiny v Německu koncem minulého roku, kdy ČEZ organizoval aukce na prodej letošní elektřiny), růst podílu na domácím trhu a také prudký nárůst exportních cen (o 31%). Celý objem zvýšení prodeje elektřiny jde na vrub růstu prodejů na domácím trhu, zatímco exporty meziročně stagnovaly. Právě stagnace tržeb za export ale byla hlavním a příjemným překvapením. Jestliže se zvýšení prodeje na domácím trhu všeobecně očekávalo, trh předpokládal, že očekávaný růst exportních cen elektřiny bude slabší a avizovaný

### ČEZ



### Mimořádně dobré provozní výsledky za 1Q

## Tržby za export lepší než se čekalo

výpadek objemu vyvezené elektřiny nepokryje.

ČEZ již dopředu naznačoval, že v letošním roce vyveze méně elektřiny než loni kvůli sníženým přeshraničním kapacitám na hranicích s Rakouskem a Německem, kde si přenosové soustavy chtějí letos rezervovat větší kapacity pro případ okamžitého dovozu elektřiny v případě náhlých výpadků energetických sítí (viz např. loňské události v Itálii) a také pro případ nedostatku elektřiny v regionech, které jsou zásobeny německými větrnými elektrárnami. ČEZ loni vyvezl 18,7 TWh elektřiny, zatímco letos lze reálně očekávat zhruba 16 TWh, což znamená pokles o 14%. V 1Q zatím poklesl export o 23% na 3,2 TWh, ale část z elektřiny, která mířila na export, byla prodána domácím obchodníkům a tím pádem klasifikována jako prodej na domácím trhu. To je důsledek nových pravidel, podle kterých musí ČEZ mít při přeshraniční dodávce jen jednoho zahraničního partnera. Pokud by tato elektřina byla klasifikována jako export, export by ve skutečnosti klesl jen o 7% na 3,9 TWh. I bez této opravy ale tržby za export stagnovaly, což lze přičíst růstu exportních cen o 31%. Samozřejmě, že ČEZ je schopen vyvážet více elektřiny, což mu ale zúžení přeshraničních profilů zatím nedovoluje. Tato situace bude zřejmě trvat přinejmenším po celý rok. Jedinou útěchou tak zbývá fakt, že nové krátkodobé exportní kontrakty jsou za výrazně vyšší ceny a kompenzují tak pokles objemu exportovaného produktu.

## Mimořádné účetní změny způsobily pokles zisku ...

Protože provozní náklady vzrostly meziročně jen o 16% (bez odpisů), EBITDA stoupl o 32% a provozní zisk o 48%. Zvýšily se i marže EBITDA (z 41,7% na 44,8%) a marže provozního zisku (z 22,1% na 26,6%). Čistý zisk ale klesl o 28% na 1,63 mld. Kč, tj. výrazně pod očekávání trhu. Důvodem poklesu byla jednorázová a mimořádná změna metodiky účtování zajišťovacích derivátů (1,1 mld. Kč) a kurzové ztráty (0,6 mld. Kč) pramenící z poklesu kurzu koruny v 1Q. Zatímco první z těchto efektů ovlivní výsledky za celý letošní rok, silící koruna může kurzové ztráty do konce roku zcela smazat. Mimořádná ztráta 1,1 mld. Kč je ale pouze účetním nákladem bez vlivu na reálné toky peněz (nehotovostní náklad), tj. bez vlivu na cash flow společnosti. Naopak, free cash flow (rozdíl mezi provozním cash flow a investičními výdaji) se meziročně zdvojnásobil na 6,4 mld. Kč.

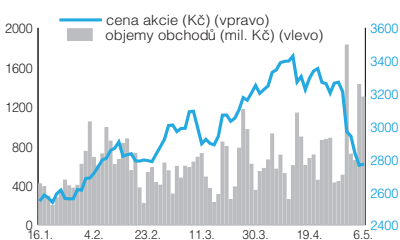
## ... free cash flow se ale zdvojnásobil

## Akcie má stále prostor pro růst, ale krátkodobě nelze vyloučit mírný pokles

Celkový dojem z výsledků za 1Q je přes mimořádně slabší zisk velmi pozitivní a zakládá velmi slibné očekávání i do budoucna. Akcie by za normálních okolností na výsledky reagovala pozitivně, nový trend oslabení na domácím trhu ale s sebou strhnul i akcie ČEZu, i když jejich pokles byl slabší než u jiných titulů. Podle našeho názoru má ČEZ stále silný růstový potenciál, který by měl limitovat hloubku možné korekce jeho akcií v následujících týdnech. Krátkodobě sice lze očekávat jisté oslabení, dlouhodobí investoři by se ale neměli nechat vyvést z míry a poklesu využít k nákupu akcií.

## Komerční banka: Horší výsledky za 1Q vyvolaly vybírání zisků

## KOMERČNÍ BANKA



## Zisk za 1Q pod očekáváním

Minulý měsíc jsme předpokládali, že růstový trend u akcií Komerční banky bude ještě během dubna pokračovat, přičemž jsme současně varovali, že po silném růstu bude téměř jisté následovat korekce. Bohužel překvapivě horší než očekávané výsledky za 1Q/04 vyvolaly vybírání zisků ještě poslední dubnový den, čímž se kurz akcie dostal rázem zcela mimo naše měsíční predikce. Akcie sice byla ve druhé polovině dubna v sestupném trendu, v reakci na výsledky ale spadla poslední dubnový den o 7,6%, čímž prohloubila ztrátu za celý měsíc na 7,3%. Výsledky za 1Q jsou také hlavním tématem našeho komentáře.

Čistý zisk za 1Q/04 vzrostl o 39% na 2 mld. Kč, byl ale pod očekáváním 2,29 mld. Kč. Pokud bychom eliminovali mimořádný finanční zisk 800 mil. Kč z prodeje dceřiné společnosti MUZO, čistý zisk by byl zhruba 1,6 mld. Kč. Hlavními důvody horšího zisku byly nižší výnosy, vyšší náklady, mírně vyšší tvorba opravných položek na ztrátové úvěry a dceřiné společnosti a vyšší efektivní sazba daně z příjmu. Po povzbudivých výsledcích ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku investoři očekávali růst výnosů i provozního zisku. Banka ale naopak vykázala v 1Q/04 meziroční 3% pokles provozního zisku, stagnující výnosy a 2,5% růst nákladů. Mírný růst nákladů jsme očekávali, ale stagnace výnosů byla pro nás zklamáním. Čisté úrokové příjmy skončily podle očekávání (3 mld. Kč), růst výnosů z poplatků a provizí byl ale nižší než naše očekávání (růst o 4,6% na 2,1 mld. Kč), a to i kdybychom vzali do úvahy sezónní vlivy. Zisk z obchodování také klesl více, než jsme předvíдали (částečně také díky účetním změnám zúčtování kapitálových zisků a ztrát u cenných papírů určených

k prodeji). Negativním překvapením byla také ztráta ve výši 57 mil. Kč z obchodování s deriváty, byť měla jen velmi nízký podíl na celkových výnosech. Nízký čistý zisk z obchodování (175 mil. Kč) jinak nebyl překvapením, protože banka již dříve avizovala strategii koncentrace více na retailový segment trhu než na investiční bankovníctví. Růst celkových nákladů o 2,9% způsobil především meziroční 9% vzestup osobních nákladů. Důvodem růstu byla situace v 1Q/2003, kdy banka tehdy rozpustila vyšší objem prostředku původně vyčleněných na bonusy a tím zmenšila objem osobních nákladů. Stav zaměstnanců meziročně klesl o 9% na 8.160. Administrativní náklady sice meziročně poklesly o 4%, ale podle očekávání byly negativně ovlivněny zvýšením DPH a příspěvků do Fondu pojištění vkladů. Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům se meziročně zvýšila o 5,5% na 191 mil. Kč kvůli vyšší rizikovým nákladům a rostoucímu úvěrovému portfoliu. Čistý zisk také negativně poznamenala vyšší efektivní sazba daně (33%), kterou banka účtovala i přes pokles daně z příjmu na 28%. Důvodem bylo zaúčtování zisku z prodeje společnosti MUZO.

Větší koncentrace na retail je hlavním cílem banky pro budoucí období

Výsledky byly z hlediska výnosů negativním překvapením. Do budoucna ale vidíme pozitivní trend růstu poskytovaných úvěrů a s tím spojený i růst výnosů. Za 1Q se úvěrové portfolio zvýšilo nejenom v oblasti retailu (+33%), ale také v segmentu podnikových úvěrů (+5%). Také očekáváme, že se efektivní daň z příjmu bude stabilizovat okolo 28%. Na druhé straně nepředpokládáme v dohledné budoucnosti žádný prodej aktiv. Na setkání s analytiky management znovu zopakoval, že věří v novou obchodní strategii banky, která by se měla více zaměřit na retailový segment trhu.

Předpokládáme, že akcie do konce května získá část svých ztrát zpět

Trh reagoval na výsledky za 1Q, které byly horší než se čekalo jak na provozní úrovni, tak na úrovni zisku, velmi prudce a rychle. Důvodem pro pokles ceny akcie ale bylo, kromě výsledků za 1Q, také všeobecné vybírání zisků spojené s dlouho očekávaným vstupem ČR do EU, což byla událost, která po mnoho měsíců hnala ceny akcií vzhůru až na desetiletá maxima v polovině dubna. Po prvním poklesu na počátku května, kdy se cena akcie dostala až na úroveň okolo 2.800 Kč a níže, věříme, že akcie získá do konce měsíce část svých ztrát zpět. Předpokládáme ale, že akcie prozatím zůstane pod hranicí 3.000 Kč. V krátkodobém horizontu nevidíme žádnou událost, která by mohla vyhnat cenu akcie výš a očekáváme, že akcie se bude spíše pohybovat v současném koridoru ovlivňovaná technickými a psychologickými faktory. Také očekávání výplaty dividendy jsou nyní spíše v pozadí zájmu investorů, protože návrh na její výši bude znám až těsně před valnou hromadou, která se bude konat 17. června.

Vliv vstupu ČR do EU na Komerční banku

Pokud jde o vliv vstupu ČR do EU na samotnou Komerční banku, nevidíme žádnou okamžitou změnu podnikatelského prostředí v bankovním sektoru, ale ve střednědobém a dlouhodobém horizontu předpokládáme nárůst konkurence u vybraných produktů, jako např. spotřebitelské a hypotéční úvěry, kreditní karty, prodej podílových fondů nebo správa aktiv. Nárůst konkurence může mít nepříznivý vliv na výši poplatků a může v těchto segmentech trhu změnit podíly na trhu.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### Soutěž na privatizačního poradce odložena o dva týdny

Výběr poradce pro privatizaci Českého Telecomu, který měl být ukončen do konce dubna, byl odložen o nejméně dva týdny. Důvodem je odvolání konsorcia HSBC / Komerční banka proti vyloučení ze soutěže kvůli nesplnění formálních kritérií. FNM odvolání zamítl, konsorcium se ale ještě může odvolat k antimonopolnímu úřadu, což by protáhlo soutěž o více jak dva týdny.

#### Euro: Deutsche Telekom má zájem koupit Český Telecom

Týdeník Euro informoval, že podle několika na sobě nezávislých zdrojů má údajně Deutsche Telekom zájem koupit Český Telecom formou přímého prodeje za cenu až 130 mld. eur. Zprostředkovatelem celé transakce má být podle Eura Zdeněk Bakala, který to sám ale popírá. Mluvčí Deutsche Telekom Hans Ehnert odmítl tyto spekulace komentovat a pouze zopakoval, že německý operátor momentálně není v akviziční náladě. Místopředseda FNM Pavel Kuta a ministr informatiky Vladimír Mlynář popřeli, že by se Deutsche Telekom zajímal o Český Telecom nebo že by existoval zájemce, který by za Český Telecom nabídl až 130 miliard korun.

#### Telecom bude možná po privatizaci v roce 2005 rozdělen

Podle místopředsedy FNM Pavla Kuty nebude kupci Českého Telecomu bráněno v tom, aby od Telecomu oddělil jeho dceřinou společnost Eurotel. Kuta řekl, že někteří investoři mohou mít zájem pouze o Eurotel, jako např. mobilní operátoři Orange nebo Vodafone. Pokud stát prodá většinový balík akcií konsorciu firem, mohly by si firmy následně Český Telecom rozdělit na segment pevných linek a segment mobilních linek.

#### Telecom založil v Eurotelu dozorčí radu

Český Telecom založil v Eurotelu pětičlennou dozorčí radu, přes kterou bude mít větší dohled nad hospodařením společnosti. Dozorčí radu Telecom ustavil v zakladatelské listině, která nahradila dříve platnou společenskou smlouvu z doby, kdy měl Eurotel dva majitele – Telecom a Atlantic West. V dozorčí radě zasedli předseda dozorčí rady Telecomu Ondřej Felix, předseda FNM Jan Juchelka, náměstek ministra financí Zdeněk Hrubý, Adam Blecha za ministerstvo informatiky a ředitel oboru IT ministerstva vnitra Petr Zatloukal.

#### Telecom odvolal jednatele Eurotelu

Dozorčí rada Českého Telecomu schválila poměrem hlasů deset ku čtyřem odvolání jednatele Eurotelu Terrence Valeskiho a Luboše Bórika. Po jednání dozorčí rady rezignovali na členství její předseda Ondřej Felix, ekonom Adam Blecha a auditorka Hana Doležalová, kteří jsou považováni za stoupence ministra informatiky Mlynáře a hlasovali proti odvolání. Následně představenstvo Telecomu jednatele odvolalo a současně za nové jednatele zvolilo bývalého finančního ředitele Eurotelu, nyní výkonného ředitele Telecomu pro transformaci, Michala Heřmana a šéfa kontrolingu a účetnictví Telecomu Martina Beka. Valeski i Bórik zatím i nadále vykonávají své manažerské funkce, přišli však o významné pravomoci. Ministr informatiky Vladimír Mlynář řekl, že personální změny ve vedení Eurotelu jsou v rozporu se strategií, na základě které vláda loni schválila dokoupení 49% podílu v Eurotelu. Mlynář požádal antimonopolní úřad o přešetření celé události a dodal, že se od jednání Telecomu distancuje.

#### Eurotel odložil spuštění rychlého internetu přes CDMA

Podle informací tisku se Eurotel rozhodl odložit plánované spuštění rychlého mobilního přístupu na internet prostřednictvím technologie CDMA. Službu měla firma komerčně nabízet od května, ale zavede ji asi až v červenci. Důvodem jsou potíže se získáním povolení od ČTÚ. Eurotel do technologie investoval kolem 400 milionů korun. Společnost chce pro technologii CDMA použít svoji starší mobilní síť NMT, potřebuje však povolení ČTÚ ke změně technických parametrů v licenci. CDMA by měla umožnit připojení o rychlosti kolem 200 kbit/s.

#### Telecom může vyplatit dividendu ze zisku minulých let

Finanční ředitel Českého Telecomu Juraj Šedivý připomněl, že společnost může pro výplatu dividendy použít nerozdělený zisk z minulých let, který činí 6,6 mld. Kč. To odpovídá dividendě 20,50 Kč / akcii. Šedivý dodal, že o výplatě dividendy se rozhodne až těsně před valnou hromadou, která je plánována na červen.

#### Český Telecom zvýšil v 1Q zisk o 44% na 1,4 mld. Kč (podle IFRS)

Konsolidované výnosy se zvýšily o 18% na 15,0 mld. Kč, EBITDA (provozní zisk před odpisy) stoupl o 20% na 7,57 mld. Kč a provozní zisk vzrostl o 38% na 2,36 mld. Kč. Výsledky nejsou meziročně srovnatelné, protože Telecom od prosince 2003 konsoliduje dceřinou společnost Eurotel ze 100%, zatímco dříve ji konsolidoval jen z 51%. Z hlediska provozního

zisku a čistého zisku byly výsledky lepší, než trh očekával. Tržby byly naopak nižší oproti konsensu. Změna v konsolidaci výsledků Eurotelu byla hlavním důvodem pro meziroční růst zisku. Bez Eurotelu (nekonsolidovaně) Telecom vykázal ztrátu 309 mil. Kč po zisku 183 mil. Kč ve stejném období loni. Výnosy z hovorného v segmentu pevných linek klesly meziročně o 29%, výnosy z měsíčních paušálních poplatků klesly o 4% a výnosy z přenosu dat (internetu) rostly o 4%. Počet pevných linek poklesl o 3% na 3,52 mil., počet provolaných minut klesl o 13%.

#### Eurotel zvýšil zisk v 1Q o 22% na 2 mld. Kč

Tržby vzrostly o 4% na 7,1 mld. Kč, EBITDA se zvýšil o 1% na 3,56 mld. Kč. Počet zákazníků vzrostl meziročně o 8% na 4,3 mil. Počet provolaných minut stoupl o 2% na 1,1 mld., počet SMS se zvýšil o 6% na 574 mil. Eurotel také uvedl, že datové služby jsou stále více populární. Celkové výnosy v tomto segmentu vzrostly meziročně o 20% na téměř 1 mld. Kč.

### České radiokomunikace

#### Místopředseda představenstva Peter Kadas rezignoval

Novým místopředsedou představenstva se stal člen představenstva Scott Baker. Novými členy představenstva se stali finančník Zdeněk Bakala a zástupci Deutsche Bank Mark Donegan a Dominic Redfern. Předsedou představenstva zůstává generální ředitel Miroslav Čuřín.

#### České radiokomunikace hospodařily v 1Q se ziskem

Podle českých účetních standardů vykázaly České radiokomunikace v 1Q/04 hrubý zisk 55 mil. Kč po loňské ztrátě 2 mil. Kč. Tržby klesly o 6% na 495 mil. Kč především kvůli meziročně nižším výnosům z pronájmu okruhů a poklesu výnosů z rozhlasového vysílání. 12% pokles provozních nákladů ale zvýšil provozní zisk na 51 mil. Kč po ztrátě 12 mil. Kč loni.

#### České radiokomunikace hospodařily loni s konsolidovaným ziskem 1,75 mld. Kč

Podle IFRS dosáhly loni České radiokomunikace (ČRa) konsolidovaného zisku 1,75 mld. Kč po zisku 47 mil. Kč v roce 2002. Výnosy meziročně klesly o 9% na 2,16 mld. Kč, provozní ztráta se ale výrazně snížila na 38 mil. Kč z 464 mil. Kč v roce 2002. Pokles provozní ztráty způsobily především výrazně nižší provozní náklady. Konsolidované výsledky zahrnují výsledky T-Mobile CR, na kterém mají ČRa 39,2% podíl. T-Mobile CR skončil loňský rok se ziskem 4,4 mld. Kč (podle německých GAAP), podíl ČRa na vý-

sledcích T-Mobile CR činil 1,78 mld. Kč.

## ČEZ

### Alan Svoboda zvolen místopředsedou představenstva ČEZ

Alan Svoboda byl 26. dubna zvolen novým členem představenstva společnosti ČEZ a 3. května také místopředsedou představenstva společnosti ČEZ. Svoboda, výkonný ředitel pro obchod, nahradil ve funkci člena představenstva Josefa Sedláka. Svoboda dříve působil jako partner mezinárodní konzultantské společnosti McKinsey a v letech 1998 a 1999 byl finančním ředitelem a členem představenstva Západočeské energetiky.

### MPO: ČEZ by se neměl privatizovat v tomto volebním období

Ministr průmyslu Milan Urban řekl, že je proti tomu, aby se společnost privatizovala v tomto volebním období, tj. do poloviny června 2006. Urban řekl, že vhodným termínem pro prodej budou léta 2008 – 2010 a dodal, že mezi ministry se pouze vedou diskuse ohledně možného prodeje menšinového balíku akcií společnosti.

### FNM: Stát by měl prodat 16% akcií ČEZ

Stát by měl využít současně vysoké ceny akcie ČEZ a prodat 16% akcií ČEZ na akciovém trhu, řekl místopředseda FNM Pavel Kuta. Ministři jsou podle Kuty rozděleni v názoru, zdali akcie prodat či nikoliv. Zatímco ministr financí Sobotka tlačí na prodej akcií, ministr průmyslu Urban by dal přednost akcie neprodávat. Rozhodnutí musí padnout do konce května, pokud chce stát získat peníze z prodeje ještě letos, dodal Kuta. Ministr financí Bohuslav Sobotka v této souvislosti uvedl, že momentálně neexistují žádné plány na prodej 16% akcií ČEZ na akciových trzích, dodal ale, že o tom bude jednat s ministrem průmyslu Urbanem.

### ČEZ má dost finančních zdrojů na koupi Slovenských elektráren

Zástupci ČEZ uvedli, že společnost má dostatek finančních zdrojů na koupi Slovenských elektráren (SE). Předseda představenstva a generální ředitel Martin Roman řekl novinářům, že ČEZ vytvoří ročně pozitivní cash flow ve výši okolo 25 miliard korun, přičemž tyto zdroje může věnovat na rozvoj SE včetně event. dostavby třetího a čtvrtého bloku jaderné elektrárny v Mochovcích. Roman také potvrdil, že ČEZ se stále zajímá o většinové balíky ve třech slovenských distributorech elektřiny a pokračuje v úsilí o vstup do distribučních společností v Polsku a Bulharsku.

### Podání nabídek na bulharské distribuční společnosti o měsíc odloženo

Bulharsko odložilo termín pro podání finálních závazných nabídek o 1 měsíc na 25. června. Vedle ČEZ se chystá nabídky podat italský Enel, německý E.ON, řecký Public Power a rakouský EVN. Bulharsko doufá, že z prodeje sedmi distribučních společností získá alespoň 300 mil. dolarů.

### ČEZ se poohlíží po nových akvizicích v Polsku

Z hlediska potenciálních akvizičních cílů je Polsko, vedle Slovenska a Bulharska, hlavní prioritou, řekl nový generální ředitel ČEZu Martin Roman. Roman dodal, že ČEZ je jednou z nejméně zadlužených energetických společností, takže prostor pro další akvizice je velmi velký.

### ČEZ by mohl investovat v Rumunsku a Makedonii

Ministr průmyslu Milan Urban včera podpořil akviziční strategii společnosti ČEZ, když řekl, že chce, aby se ČEZ stal silnou společností na trhu ve střední a východní Evropě. Urban dodal, že ČEZ by mohl investovat v Rumunsku a Makedonii. Agentura Bloomberg k tomu uvedla, že Rumunsko se v současnosti chystá prodat podíly ve dvou regionálních distribučních společnostech: Electrica Moldova, která operuje na severovýchodě Rumunska a Electrica Oltenia na jihozápadě země.

### ČEZ vydá dluhopisy v hodnotě 300 – 400 mil. eur

Finanční ředitel Svojitka dodal, že firma jistě letos vyplatí atraktivní dividendu. K právě probíhajícím akvizicím Svojitka uvedl, že hloubková kontrola ve Slovenských elektrárnách (SE) potvrdila hluboké problémy a dodal, že představenstvo ČEZu jen těžko schválí nákup zadlužených SE kvůli vysokému riziku skrytých nákladů. ČEZ se ale kromě Slovenska a Bulharska poohlíží po akvizičních cílech v Rumunsku, Makedonii a jižním Polsku. Svojitka v této souvislosti uvedl, že tyto akvizice se neuskuteční před rokem 2005 a kromě toho akvizice v jižním Polsku by stejně byly pro ČEZ velmi drahé. Svojitka také uvedl, že ČEZ musí do srpna prodat 34% podíl v PRE a potvrdil, že pro ČEZ výhodnou variantou by byla výměna tohoto podílu za jiný podíl, např. za podíl ve Východoslovenské energetice, který vlastní RWE.

### Společnost ČEPS by mohla koupit od ČEZ vlastní akcie

Podle návrhu ministerstva průmyslu by společnost ČEPS mohla sama koupit 34% balík vlastních akcií, který nyní drží ČEZ, ale který ČEZ musí podle rozhodnutí antimonopolního úřadu v dohledné době prodat. Ministr průmyslu Urban odmítl sdělit, za jakou cenu je možné 34% balík akcií prodat. Loni ČEZ prodá-

val 66% akcií ČEPS Ministerstvu práce a sociálních věcí a státem ovládané společnosti Osinek za zhruba 15 mld. Kč.

### První blok Temelína byl odstaven

ČEZ odstavil 17. dubna první blok JE Temelín kvůli plánované tříměsíční revizi a výměně čtvrtiny paliva.

### ČEZ měl v 1Q/2004 výborné provozní výsledky, zisk ale klesl

Nekonsolidované výsledky za 1Q překvapily trh. I přes 23% růst výnosů na 17,1 mld. Kč se firmě podařilo zvýšit marži EBITDA (z 41,7% na 44,8%) a marži EBIT (z 22,1% na 26,6%). 3% růst poplatků po elektřině, růst podílu na trhu a 5% růst velkoobchodní ceny elektřiny byly hlavními důvody růstu tržeb za prodej elektřiny na domácím trhu. Na druhou stranu export elektřiny klesl meziročně téměř o čtvrtinu kvůli omezení přeshraničních kapacit, 30% nárůst vývozních cen ale pokles objemu vykompenzoval, takže tržby za export byly meziročně srovnatelné. Pomalejší růst provozních nákladů zvýšil provozní marže i provozní ziskovost (o 48% na 4,5 mld. Kč), čistý zisk ale klesl o 28% na 1,63 mld. Kč. Důvodem poklesu byla jednorázová a mimořádná změna metody účtování derivátů (1,1 mld. Kč) a kurzové ztráty (0,6 mld. Kč) pramenící z poklesu kurzu koruny v 1Q. Zatímco první z těchto efektů ovlivní výsledky za celý letošní rok, silící koruna může kurzové ztráty do konce roku zcela smazat. I přes horší zisk lze výsledky za 1Q považovat za velmi úspěšné.

## Unipetrol

### Vláda prodala Unipetrol polské PKN Orlen

Vláda 28. dubna rozhodla, že prodá svůj 62,99% podíl v Unipetrolu polské PKN Orlen za 11,3 mld. Kč (99 Kč / akcii). Současně vláda vyslovila souhlas s prodejem pohledávek ČKA za dceřinými společnostmi Unipetrolu v účetní hodnotě 4,5 mld. Kč za 1,745 mld. Kč. PKN tak celkem zaplatí 13,05 mld. Kč. Smlouva bude obsahovat tři odkládací podmínky: Souhlas ÚOHS, souhlas Evropské komise a uplatnění kupní opce konsorcia IOC (Agip, Shell, ConocoPhillips) na zbylých 51% akcií České rafinérské. Podle ministra financí Sobotky bude moci PKN Orlen volně nakládat s majetkem holdingu. Závaznou nabídku na akcie Unipetrolu podala do konečného termínu 28. dubna pouze PKN Orlen. Britsko-nizozemský koncern Royal Dutch/Shell z výběrového řízení poslední den odpoledne odstoupil a nabídku nepodala ani maďarská společnost Mol. PKN Orlen nabídku podala samostatně bez oficiálních partnerů. Vítěz soutěže bude muset do 60 dnů po získání podílu učinit menšinovým akci-

onářům nabídku převzetí. Přiměřenost ceny v povinné nabídce převzetí by měla doložena posudkem znalce, který musí schválit Komise pro cenné papíry. Ještě před podáním závazné nabídky generální ředitel polské PKN Orlen Zbigniew Wrobel řekl, že pokud PKN soutěž vyhraje, prodá některá aktiva Unipetrolu americké ConocoPhillips a české společnosti Agrofert.

#### Audit konsolidovaných výsledků Unipetrolu snížil čistý zisk

Na základě auditovaných konsolidovaných výsledků za minulý rok vzrostly Unipetrolu tržby o 13% na 67,9 mld. Kč a provozní zisk se téměř ztrojnásobil na 734 mil. Kč, čistý zisk ale klesl o 86% na 88 mil. Kč. Auditovaný zisk byl o 40% nižší než neauditovaný čistý zisk 148 mil. Kč, který firma zveřejnila na konci února. Výsledky jsou podle českých účetních standardů.

#### Unipetrol zveřejnil výsledky dceřiných společností za 1Q/04 podle českých účetních standardů

České rafinérské klesl hrubý zisk na 67 mil. Kč z loňských 878 mil. Kč, Chemopetrol vykázal hrubý zisk 265 mil. Kč po ztrátě 86 mil. Kč loni, Kaučuk dosáhl hrubý zisk 56 mil. Kč po zisku 87 mil. Kč loni, Benzina snížila ztrátu na 94 mil. Kč ze 115 mil. Kč v 1Q/03 a Paramo skončilo 1Q/2004 s hrubým ziskem 3 mil. Kč po loňské ztrátě 77 mil. Kč.

#### Komerční banka

#### Výsledky Komerční banky za 1Q/04 pod očekáváním

Bance stoupl nekonsolidovaný zisk o 39% na 2,0 mld. Kč (podle IFRS), což bylo pod očekávání trhu ve výši 2,29 mld. Kč. Hlavními důvody horšího zisku byly nižší výnosy, vyšší náklady, mírně vyšší tvorba opravných položek na ztrátové úvěry a dceřiné společnosti a vyšší efektivní sazba daně z příjmu. Pozitivní vliv zisku z prodeje bývalé dceřiné společnosti MUZO ve výši 770 mil. Kč se očekával. Celkové výnosy meziročně stagnovaly na 5,3 mld. Kč. Čisté úrokové výnosy vzrostly o 1% na 2,99 mld. Kč, výnosy z poplatků a provizí mírně stouply o 4,6% na 2,1 mld. Kč. Trh ale u obou čísel očekával vyšší hodnoty. Provozní náklady vzrostly o 3% na 2,9 mld. Kč kvůli vyšším osobním nákladům, které vzrostly meziročně o 9% díky tomu, že banka v 1Q/2003 rozpustila velký objem prostředků vyčleněných na bonusy. I přes negativní vliv vyšší DPH a růstu příspěvků do Fondu pojištění vkladů celkové administrativní náklady poklesly o 4%. V důsledku stagnace výnosů a růstu provozních nákladů klesl provozní zisk o 2,9% na 2,4 mld. Kč. Celková tvorba rezerv a opravných položek klesla mezi-

ročně o 40% na 191 mil. Kč. V důsledku prodeje dceřiné společnosti MUZO se zvýšil objem daně z příjmu o 36%, což negativně poznamenalo čistý zisk.

#### Erste Bank

#### Erste Bank vyplatí dividendu 1,5 euro

Řádná valná hromada schválila 4. května výplatu dividendy ve výši 1,5 euro / akcii. Výplata dividendy se bude konat 7. května 2004. Rozhodné datum pro výplatu dividend je 6. května 2004. Na výplatu dividend společnost uvolní 89,92 mil. eur - tj. asi čtvrtinu loňského zisku 353 mil. eur. Akcionáři dále schválili navýšení kapitálu z 435 628 641,82 eur na 479 550 464 eur rozpuštěním nerozděleného zisku a dodatečně splaceného kapitálu společnosti a rozštěpení akcií v poměru 1:4. Každá akcie bude rozdělena na čtyři nové akcie, čímž se jejich počet zvýší čtyřnásobně na 239 775 232. Každá nová akcie bude mít nominální hodnotu 2 eura, základní kapitál bude činit 479 550 464 eur.

#### Erste Bank zvýšila svůj podíl ve Slovenskej sporitelni (SLSP)

Erste Bank včera podepsala smlouvu na koupi dalších 10% akcií SLSP. Současně EB zaplatila kupní cenu 72 mil. eur. Vypořádání transakce a s tím spojený převod akcií se uskuteční pravděpodobně 20. dubna 2004. Touto transakcí Erste Bank zvýšila svůj podíl v SLSP ze 70,01% na 80,01%. Zbývajících 19,99% podíl, který vlastní EBRD, může Erste Bank získat díky call/put opci, kterou je možno uplatnit po 1. lednu 2005.

#### Auditované výsledky Erste Bank za loňský rok potvrdily předběžná čísla

Podle auditovaných výsledků (IFRS) zvýšila Erste Bank loni čistý zisk meziročně o 38% na 353 mil. eur. Čisté úrokové příjmy vzrostly o 5% na 2,587 mld. eur, čisté výnosy z poplatků a provizí vzrostly o 5,5% na 997 mil. eur. Zisk před daní se zvýšil o 14,6% na 762 mil. eur. Banka předpověděla pro letošní rok dvojciferný růst čistého zisku a potvrdila dlouhodobý cíl zisku v roce 2005 ve výši 500 mil. eur. Poměr náklady/výnosy (cost-income ratio) by měl v roce 2005 poklesnout na úroveň 60 - 62% z loňských 64,2%.

#### Philip Morris CR

#### Akcionáři Philip Morris ČR schválili dividendu 1575 Kč / akcii

Akcionáři na řádné valné hromadě odhlasovali výplatu dividendy 1575 Kč / akcii. Po vyplacení tantiém 120 tis. Kč bylo zbylých 605 tis. Kč převedeno do nerozděleného zisku. Na dividendu tak bude rozděleno téměř 100% z loňského zisku 4,325 mil. Kč. Dividendy budou vyplaceny akcionářům, kteří vlastnili ak-

cie ke dni konání valné hromady. Výplata bude probíhat od 17.5. do 30.9.

#### Philip Morris ČR varoval před zvýšením spotřební daně a zrušením dovozního cla na cigarety

Na řádné valné hromadě varovalo vedení Philip Morris CR, že nedávné zvýšení spotřební daně zvýšilo růst maloobchodních cen a zvýšilo také tlak na objem prodeje a marže. Management také v této souvislosti varoval před růstem nelegálního dovozu cigaret. Vedení společnosti dále uvedlo, že silný dopad na trh cigaret bude mít i zrušení importního cla na dovoz cigaret, který začalo platit od 1. května v souvislosti se vstupem ČR do EU, a nová omezení tabákové reklamy platné k 1.7.2004. Jedním ze zvažovaných opatření na redukci nákladů je také sloučení výroby cigaret do jednoho závodu v Kutné Hoře a tím uzavření provozu v Hodoníně.

## TRŽNÍ ODHADY PRAVDĚPODOBNOSTI ZMĚN ÚROKOVÝCH SAZEB

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

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

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

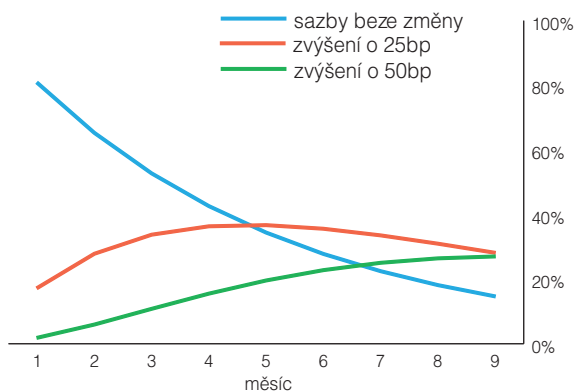
### Změna rétoriky ČNB přesvědčila trh o růstu sazeb

Nedávné komentáře guvernéra ČNB Zdeňka Tůmy o možnosti růstu sazeb a optimistický výhled ČNB na růstový potenciál české ekonomiky přesvědčil snad i ty největší pochybovače o tom, že cyklus uvolňování měnové politiky je dávno za námi a že je na čase diskutovat o termínu prvního zvýšení sazeb. Trh pod vlivem jestřábích komentářů ČNB a střízlivého optimismu amerického fedu zvýšil svoje sázky na růst sazeb. Nyní se zhruba 40%-tní pravděpodobností počítá v letních měsících s repo sazbou 2,25% a na konci roku s pravděpodobností okolo 30% vidí klíčovou sazbu na 2,5%. Možnost, že by se úroveň sazeb v ČR v letošním roce nezměnila, je podle trhu zanedbatelná a pravděpodobněji se spíše jeví růst sazeb na 2,75%. FRA křivka se vlivem jestřábího postoje ČNB posunula nahoru a mírně zvýšila svoji strmost. Její tvar a poloha odpovídají očekávanému zahájení cyklu postupného zvyšování sazeb.

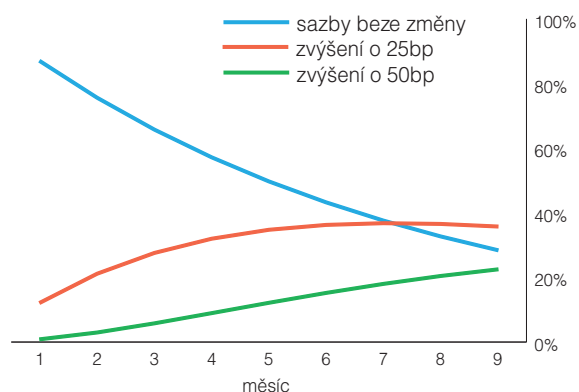
### Je optimismus ČNB na místě?

ČNB přišla na trh s růstovou predikcí, která překonává všechna dosavadní očekávání trhu. Je-li tento optimismus oprávněný, ukáží již červnová data za HDP v prvním čtvrtletí letošního roku. Podaří-li se české ekonomice díky růstu investic a vývozu dosáhnout alespoň 3,5% růstu a připíší-li si spotřebitelské ceny v květnu více než 3% meziročně, můžeme se již na červnovém zasedání ČNB dočkat změny sazeb. V úvahu však připadá i další varianta – bankovní rada ČNB vyčká se změnou sazeb na čtvrtletní aktualizaci makroekonomické predikce a zvedne sazby hned o celých půl procenta, zůstane-li predikce nadále optimistická. V opačném případě (pomalejší růst ekonomiky a nevýrazné oživení inflace) se prostor pro růst sazeb výrazně zúží a první spíše „nápravné“ zvýšení sazeb přijde v průběhu druhé poloviny roku. FRA sazby se vzhledem k existujícím rizikům zdají být adekvátně vysoké. Přes přechodné korekce je jejich růst v delším horizontu nevyhnutelný.

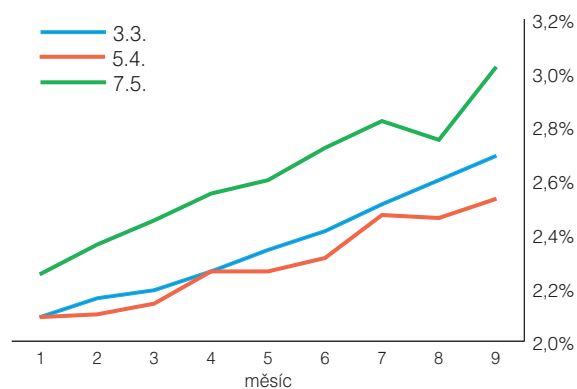
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb  
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - květen 2004



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



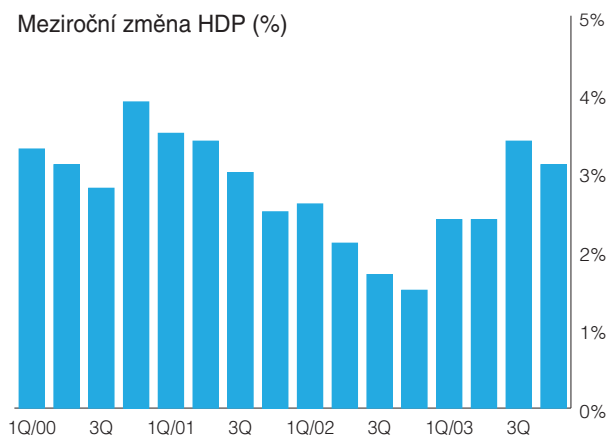
Křivka FRA počátkem března, dubna a května 2004



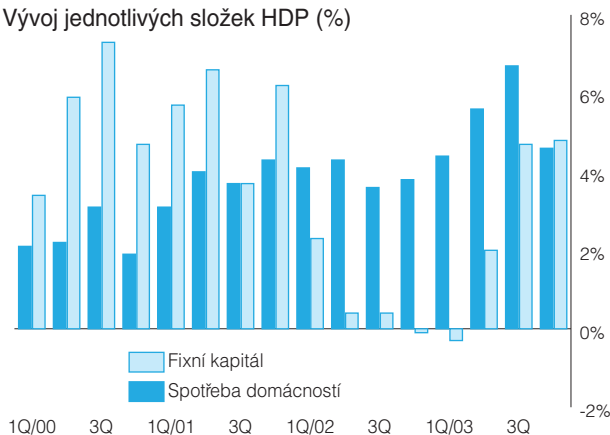


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

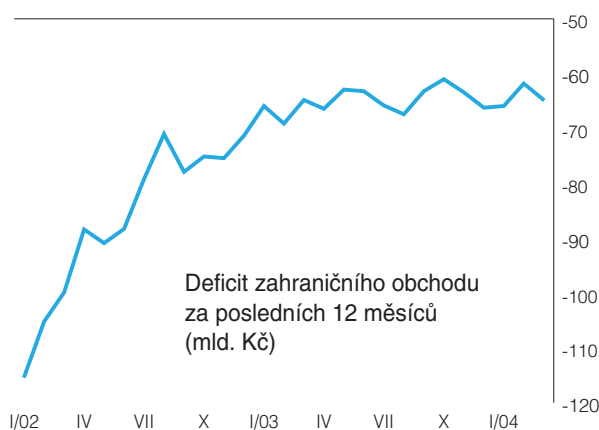
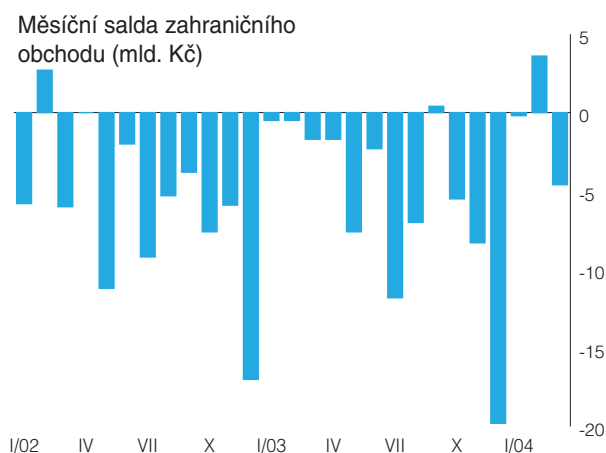
Meziroční změna HDP (%)



Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



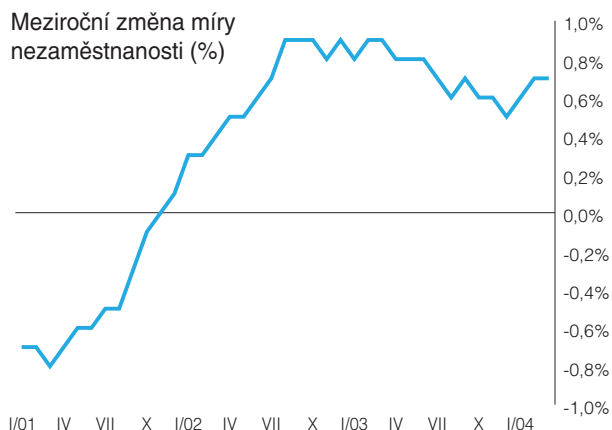
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



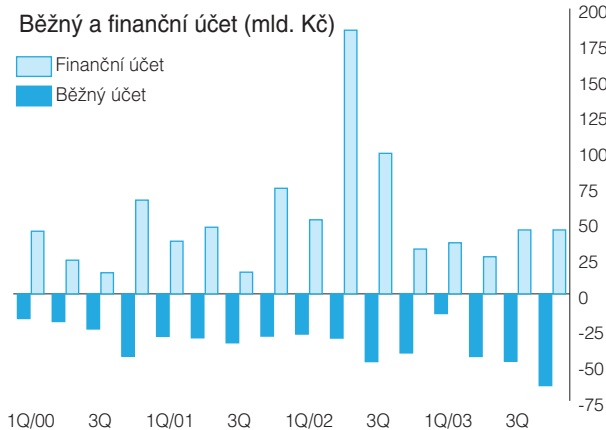
Míra nezaměstnanosti (%)



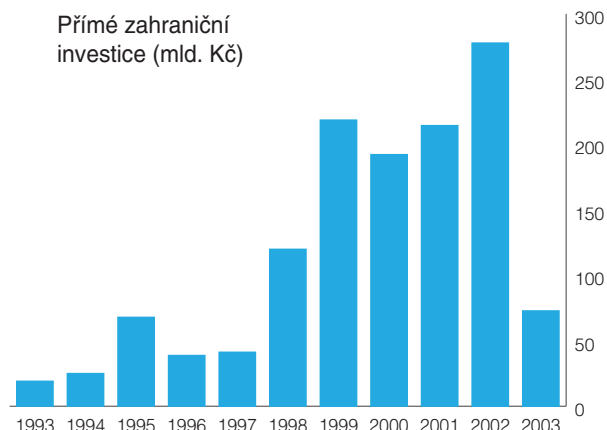
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)

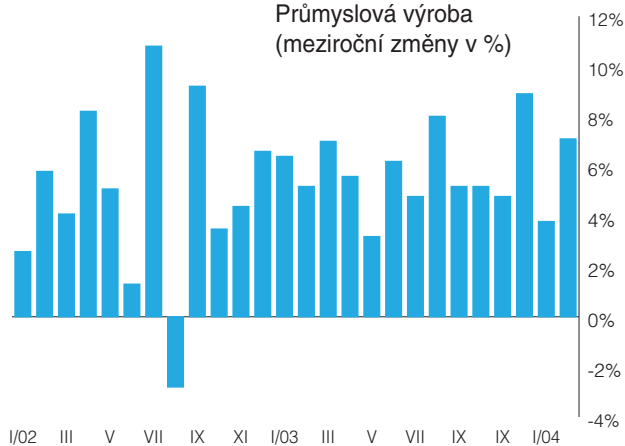


Přímé zahraniční investice (mld. Kč)

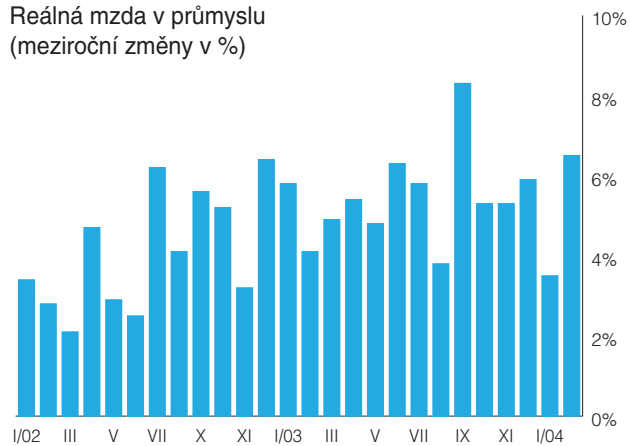


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

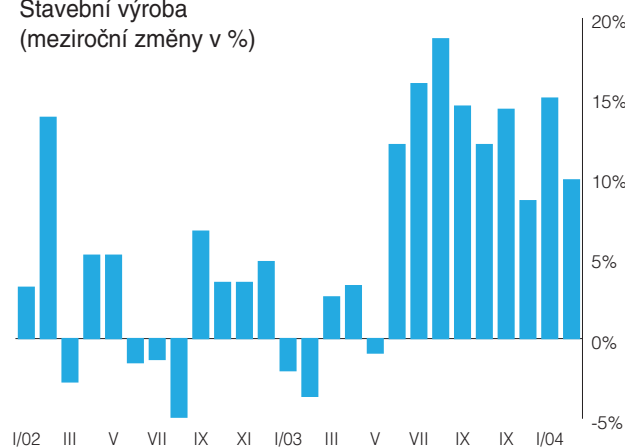
**Průmyslová výroba**  
(meziroční změny v %)



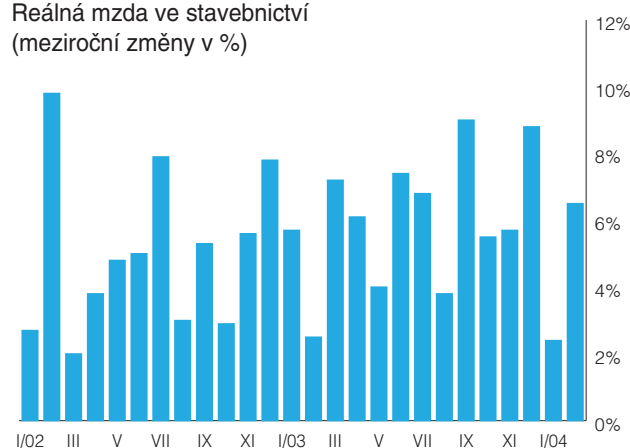
**Reálná mzda v průmyslu**  
(meziroční změny v %)



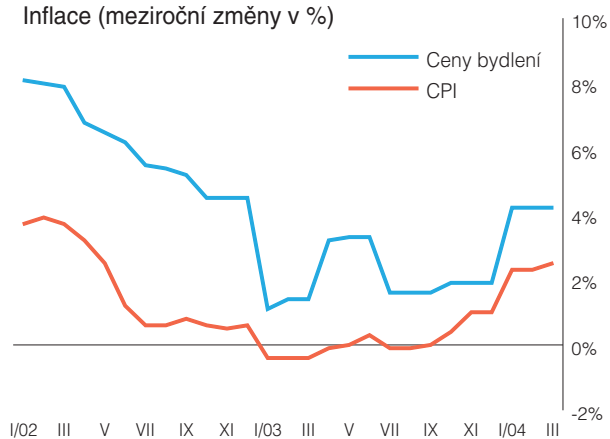
**Stavební výroba**  
(meziroční změny v %)



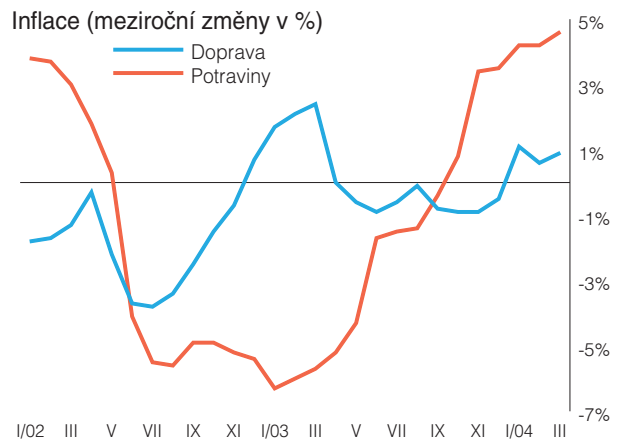
**Reálná mzda ve stavebnictví**  
(meziroční změny v %)



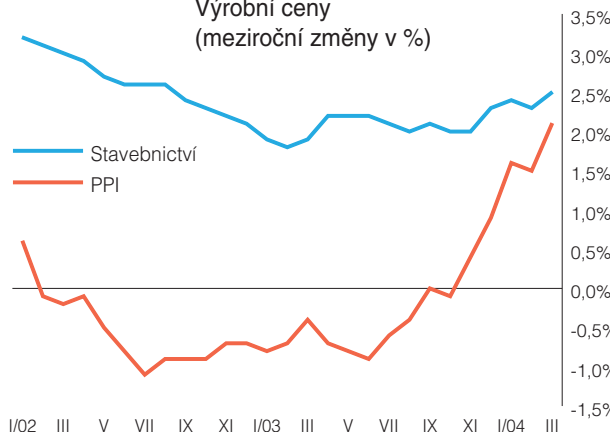
**Inflace (meziroční změny v %)**



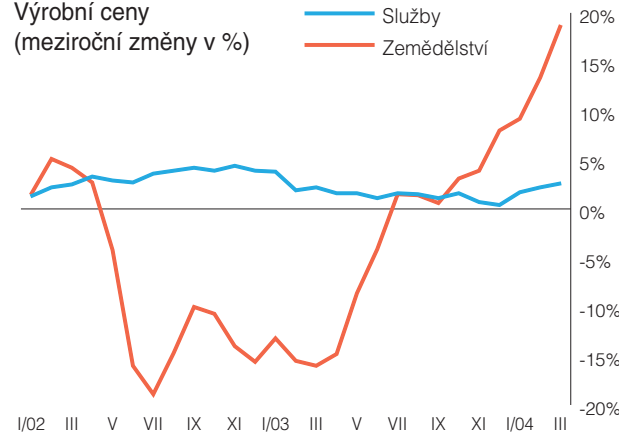
**Inflace (meziroční změny v %)**



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

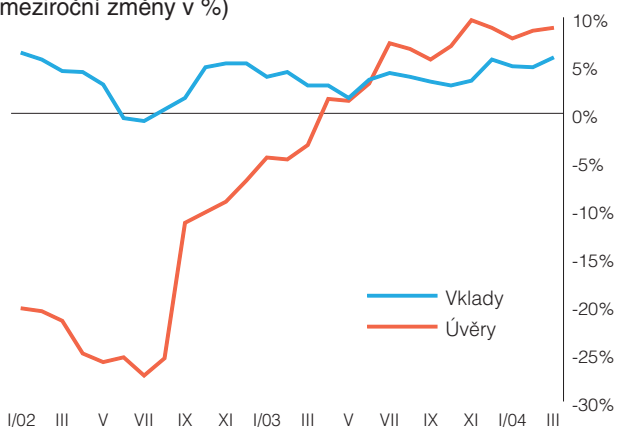


**Výrobní ceny**  
(meziroční změny v %)

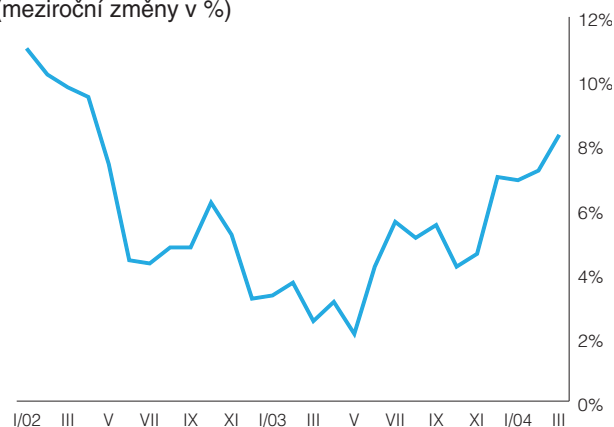


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

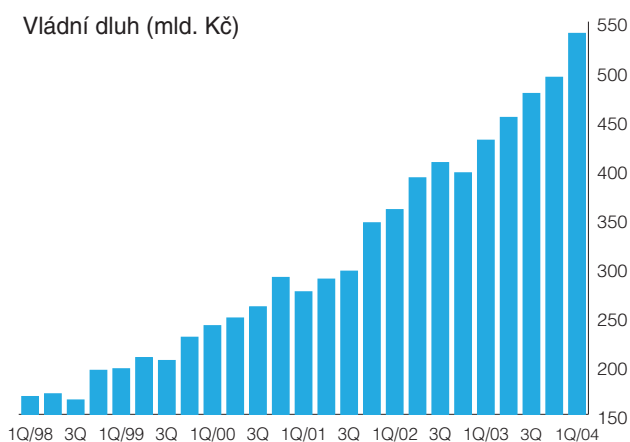
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



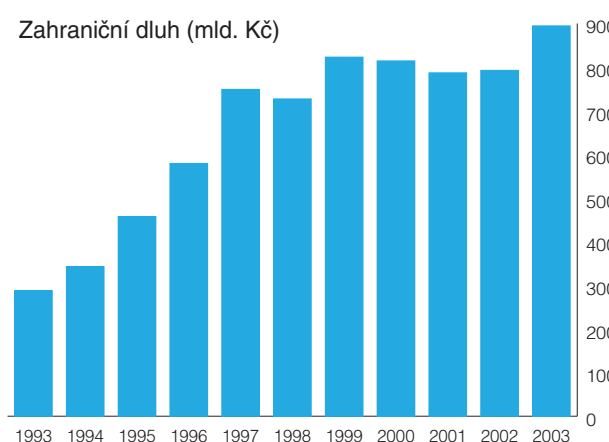
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



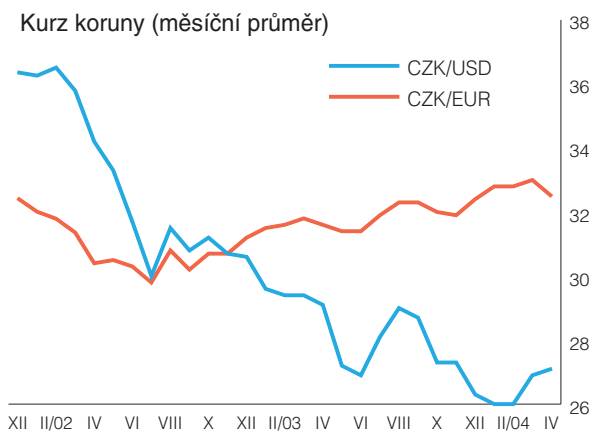
Vládní dluh (mld. Kč)



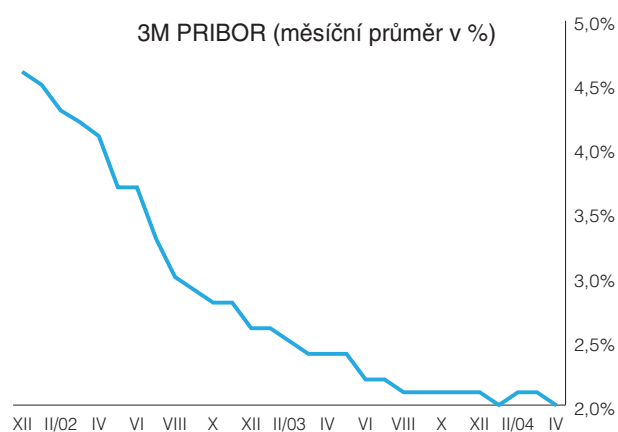
Zahraniční dluh (mld. Kč)



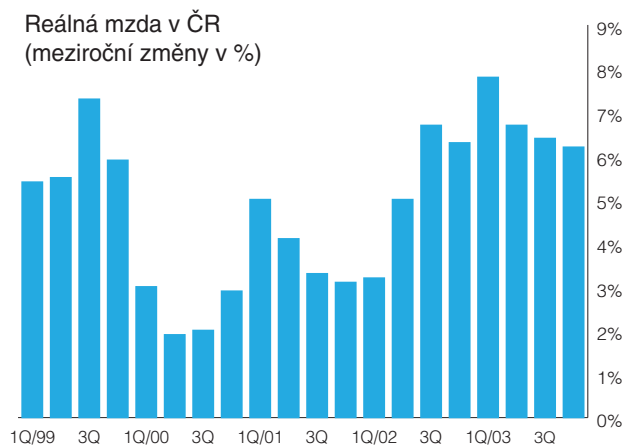
Kurz koruny (měsíční průměr)



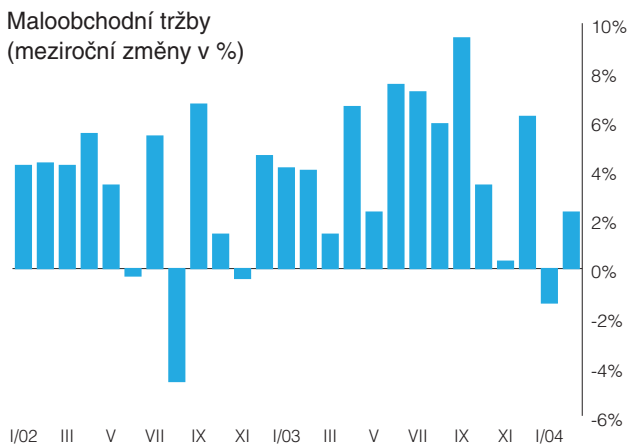
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR  
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby  
(meziroční změny v %)



# MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	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	4.0	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	6.0	7.5	7.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.0	3.5	4.5	4.0
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	101.0
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)	-5.0	-3.0	-2.9	-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)	-5.4	-5.7	-6.5	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-2.9	-1.9	-4.5	-5.1	-3.9	-3.4
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.3	-0.5	-5.4	-5.8	-3.3	-5.1
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-4.8	-6.4	-5.4	-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	27.4	26.7	25.8
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	27.1	26.4	25.9
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	32.3	31.5	30.5
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	32.0	31.1	30.6

## Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		2,3%		4,5%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(únor)	7,1%	(březen)	9,0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		9,9%		15%
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,1%		0,3%
	(meziroční růst v %)		2,5%		2,6%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,8%		-0,3%
	(meziroční růst v %)	(březen)	2,1%	(duben)	2,6%
Nezaměstnanost	(%)		10,7%		10,4%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-4,6		-5,0
	(mil. USD)		172		-186
CZK / EUR		30.4.	32,60	31.5.	32,20

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2001	2002	2003	2004e	CPI (%)	2001	2002	2003	2004e
Česká republika	3.1%	2.0%	2.9%	3.5%	Česká republika	4.1%	0.6%	0.5%	3.5%
Maďarsko	3.8%	3.5%	2.7%	3.5%	Maďarsko	6.8%	4.8%	5.1%	5.4%
Polsko	1.0%	1.3%	3.6%	4.8%	Polsko	3.6%	0.7%	1.7%	2.8%
Slovensko	3.3%	4.4%	4.2%	4.8%	Slovensko	6.3%	3.4%	9.0%	7.4%
Běžný účet (% HDP)	2001	2002	2003	2004e	3M úrokové sazby	2001	2002	2003	2004e
Česká republika	-5.7%	-6.5%	-6.6%	-5.8%	Česká republika	5.1	3.5	2.2	2.4
Maďarsko	-3.4%	-3.9%	-6.3%	-4.9%	Maďarsko	10.5	7.9	12.0	7.8
Polsko	-4.1%	-3.4%	-1.8%	-2.4%	Polsko	12.0	6.7	5.5	5.8
Slovensko	-8.6%	-8.2%	-2.6%	-4.4%	Slovensko	7.7	7.5	6.1	5.4

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
CPI (meziměsíčně)	4/2004	10.5.	9:00	0.2%	0.1%
Nezaměstnanost	4/2004	10.5.	9:00	10.3%	10.7%
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2004	12.5.	9:00	9.8%	7.1%
PPI (meziměsíčně)	4/2004	14.5.	9:00	-0.3%	0.8%
Běžný účet	3/2004	14.5.	10:00	-9,0 mld. Kč	-1,8 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	3/2004	18.5.	9:00	4.0%	2.3%
Obchodní bilance	4/2004	26.5.	9:00	-5 mld. Kč	-4,6 mld. Kč
Zasedání ČNB		27.5.		2,0%	2,0%
<b>Polsko</b>					
Peněžní zásoba - M3	4/2004	14.5.	16:00		0.6
CPI (meziměsíčně)	4/2004	14.5.	16:00		0.3%
Zasedání NBP		18.5.			5.25%
PPI (meziměsíčně)	4/2004	20.5.	16:00		1.3%
Průmyslová výroba (meziročně)	4/2004	20.5.	16:00		23.8%
Nezaměstnanost	4/2004	24.5.	10:00		20.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2004	24.5.	10:00		20,7%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziměsíčně)	4/2004	11.5.	9:00	0.5%	0.5%
Obchodní bilance	3/2004	12.5.	9:00		-433 mil. eur
Běžný účet	3/2004	13.5.	8:30		-722 mil. eur
Průmyslová výroba (meziročně)	3/2004	14.5.	9:00		12.3%
Zasedání centrální banky		17.5.	14:00		11,5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	3/2004	25.5.	9:00		7,2%
HDP (meziročně)	1Q/2004	2.6.	9:00		
PPI (meziročně)	4/2004	3.6.	9:00		
<b>EU</b>					
GE: průmyslová produkce (meziročně)	3/2004	7.5.	12:00		
GE: obchodní bilance	3/2004	11.5.	8:00		12,1 mld. eur
GE: běžný účet	3/2004	11.5.	8:00		5,1 mld. eur
GE: HDP (meziročně)	1Q/2004	13.5.	8:00		0.0%
EMU: HDP (meziročně)	1Q/2004	14.5.	11:00		0,6%
EMU: CPI (meziměsíčně)	4/2004	18.5.	11:00		0,7%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	3/2004	18.5.	11:00		
EMU: obchodní bilance	3/2004	19.5.	11:00		
GE: IFO	5/2004	25.5.	10:00		
EMU: běžný účet	3/2004	26.5.	10:00		
EMU: M3 (meziročně)	4/2004	28.5.	10:00		
EMU: spotřebitelská důvěra	5/2004	28.5.	11:00		
EMU: zasedání ECB	6/2004	3.6.	13:45		2,00%
GE: nezaměstnanost	5/2004	8.6.	9:55		
<b>USA</b>					
Nezaměstnanost	4/2004	7.5.	13:30	5.7%	5.7%
Obchodní bilance	3/2004	12.5.	14:30	-42,6 mld. USD	-42,1 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	4/2004	13.5.	14:30	0.0%	1.8%
PPI (meziměsíčně)	4/2004	13.5.	14:30	0.2%	0.5%
CPI (meziměsíčně)	4/2004	14.5.	14:30	0.3%	0.5%
Zásoby	3/2004	14.5.	14:30	0.5%	0.7%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	4/2004	14.5.	15:15	0.5%	-0.2%
Využití průmyslových kapacit	4/2004	14.5.	15:15	76.7%	76.5%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	5/2004	14.5.	15:50	95.5	94.2
Předstihové indikátory	4/2004	20.5.	16:00		
Philadelphia Fed	5/2004	20.5.	18:00		32.5
Spotřebitelská důvěra	5/2004	25.5.	16:00		92.9
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	4/2004	26.5.	14:30		3.4%
HDP	1Q/2004	27.5.	14:30		4.2%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	4/2004	28.5.	14:30		0.4%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	4/2004	28.5.	14:30		0.4%
Chicagský PMI	5/2004	28.5.	16:00		63.9
ISM (dříve NAPM) - výrobní	5/2004	1.6.	16:00		62.4

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Květen</b>		
10.5.	Erste Bank	Konsolidované výsledky za 1Q/2004 podle IFRS
10.5.	Česká spořitelna	Konsolidované výsledky za 1Q/2004 podle IFRS
17.5.	Philip Morris ČR	Začíná výplata dividendy 1575 Kč / akcii (konec výplat 30.9.)
25.5.	ČEZ	Termín pro podání závazných nabídek na koupi bulharských distribučních společností
26.5.	Česká spořitelna	Řádná valná hromada
konec měs.	Český Telecom	Termín pro výběr privatizačního poradce
konec měs.	ČEZ	Konsolidované výsledky za 1Q/2004 podle IFRS
<b>Červen</b>		
7.6.	Komerční banka	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem účasti na valné hromadě
8.6.	Unipetrol	Konsolidované výsledky za 2003 podle IFRS
10.6.	Komerční banka	Rozhodný den pro účast na valné hromadě

## SLOVNÍČEK POJMŮ

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

# POZNÁMKY



# POZNÁMKY

# POZNÁMKY

# 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. +420/224 995 505	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**