



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

### Pavel Kysilka

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

### Libor Vinklát

+420/224 995 340  
lvinkl@csas.cz

### Luboš Mokrás

+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

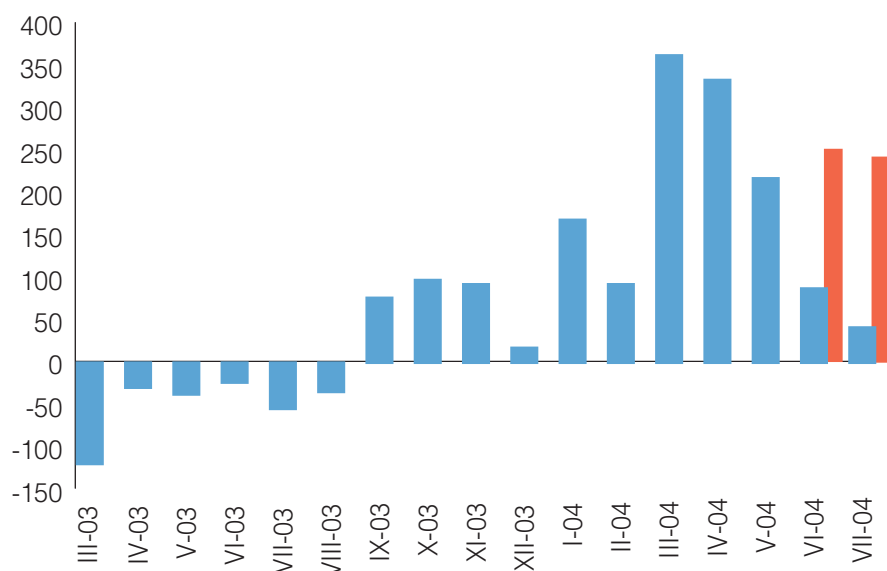
### Emilia Zampieri

+420/224 995 217  
ezampieri@csas.cz

### Miroslav Plojhar

+420/224 995 232  
mplojhar@csas.cz

### Změna počtu pracovních míst v USA (tis.)



Počet pracovních míst v USA v posledních dvou měsících ani zdaleka nedosáhl očekávání trhu (červené sloupce). Příliš slabý růst pracovních míst vyvolává obavy z poklesu spotřebitelské poptávky a tím i zpomalení ekonomického oživení v USA.

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Výhled úrokových sazeb pro srpen ani pro střednědobý horizont se výrazněji nemění. Spolu s většinou pozorovatelů očekáváme, že Fed na svém zasedání 10. 8. zvýší úrokové sazby o 25 bp na 1,50%, a že ve zvyšování sazeb bude pomalým tempem pokračovat i na dalších zasedáních v tomto roce. Změnu výhlídek by mohlo přinést případné zpomalení růstu amerického hospodářství ve druhém pololetí. V tomto případě by Fed pravděpodobně růst sazeb pozastavil. Naopak pokud by došlo k nečekané akceleraci inflace, lze očekávat mnohem rychlejší růst sazeb. ECB bude pravděpodobně držet úrokové sazby beze změny. Situaci by mohl změnit další růst cen ropy, který by se promítl do inflačních očekávání. V takovém případě by mohla ECB přistoupit ke zvýšení sazeb, a to i v případě, že by ceny ropy negativně ovlivnily růst. ČNB ve svých prohlášeních jasně naznačuje, že miní dostat české úrokové sazby na neutrální úroveň, což znamená pokračování jejich růstu. Otázkou je pouze jeho tempo. Podle našeho názoru při nízké inflaci bude ČNB volit spíše postupné zvyšování sazeb, a proto letos počítáme s jejich zvýšením o 25-50 bp.

## Dluhopisy

V cenách dluhopisů je v současnosti započítán scénář postupného růstu úrokových sazeb v USA a ČR a jejich stagnace v EMU. Pokud se na tomto výhledu nebude nic měnit, měly by dluhopisy v srpnu stagnovat. Obavy ze zpomalení růstu hospodářství by vedly k poklesu výnosů, naopak obavy z inflace by vedly k jejich růstu. V měsíčním horizontu hrozí spíše obavy ze zpomalení růstu. V půlročním horizontu by měly výnosy mírně růst kvůli zvyšování sazeb v USA a očekávanému zrychlení růstu světové ekonomiky. Situaci by změnilo, pokud by naděje na rychlejší růst byly zklamány, případně pokud by vysoké ceny ropy vedly k akceleraci inflace.

## Měny

Kurz dolaru k euru bude i v následujícím období ovlivňován dvěma proti sobě působícími skupinami faktorů. Na jedné straně by ve prospěch dolaru měl působit očekávaný rychlejší růst americké ekonomiky a zvyšování úrokových sazeb, na druhé straně by opačným směrem měl působit americký dvojí schodek (běžného účtu a státního rozpočtu). Stejně jako v předchozích měsících bude aktuální náhled investorů určovat krátkodobé výkyvy kurzu. Nepředpokládáme, že by v dohledné budoucnosti došlo k vytvoření jasného dlouhodobého trendu. Také koruna by se měla držet v dosavadním pásmu 31,20 až 31,80. Z tohoto pásma by ji mohl posunout impuls v podobě vážnějšího otřesu ve světové ekonomice (například další velký teroristický útok na území USA) a nebo nečekaně rychlé tempo růstu úrokových sazeb v ČR.

## Akciové trhy

Rekordně vysoké ceny ropy, mimořádně špatná poslední data z trhu práce v USA a obavy investorů z toho, že zisky firem v nadcházejících čtvrtletích již neporostou tak rychle, jako tomu bylo v minulých čtvrtletích, jsou hlavními důvody pro očekávaný pokles akciových trhů. Zřejmě nulový efekt bude mít na akcie i zvýšení sazeb v USA o 25bp na 1,5%, pokud v doprovodném komentáři Fed zopakuje stejné argumenty jako při minulém zvýšení sazeb na konci června. Ponechání sazeb beze změny, což je méně pravděpodobné, by vyvolalo zvýšené obavy o osud americké ekonomiky a mohlo by akcie paradoxně zatlačit dál dolů. Na české burze je nejpravděpodobnějším scénářem stagnace.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	8
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>13</b>
Politický a makroekonomický vývoj	13
Dluhopisové a peněžní trhy	16
Devizový trh	16
Český akciový trh	16
Přehled zpráv z akciového trhu	22
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	25
Makroekonomické prognózy	28
Kalendář - makro	29
Kalendář - akcie	30
Slovníček pojmů	31
Kontakty	34

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (30.7.)	Prognóza	
USA	3M: 1,45% 6M: 1,76% 2Y: 2,69% 5Y: 3,70% 10Y: 4,48% 30Y: 5,20%	→ ↘	Obchodování ovlivní především dvě události ze začátku měsíce: údaje z trhu práce a zasedání FOMC 10. srpna. Pokud růst počtu pracovních míst bude v souladu s očekáváním a Fed potvrdí svoji politiku postupného růstu úrokových sazeb, výnosy by měly v průběhu srpna pokračovat ve stagnaci. Pokud by kvůli slabému růstu počtu pracovních míst trh dospěl k názoru že americké ekonomice hrozí výrazné zpomalení, výnosy budou klesat. Pokles výnosů mohou způsobit i vysoké ceny ropy, které vyvolávají obavy ze zpomalení ekonomiky.
EU	3M: 2,16% 6M: 2,13% 1Y: 2,28% 5Y: 3,46% 10Y: 4,22% 15Y: 4,56%	→ ↘	Vývoj v EMU by měly ovlivňovat podobné faktory jako v USA a lze tedy předpokládat, že oba trhy se budou pohybovat paralelně. Pohyby výnosů by však proti USA měly být tradičně tlumenější a výraznější by měla být i případná tendence k poklesu výnosů.
ČR	3M: 2,39% 6M: 2,55% 1Y: 2,63% 5Y: 4,27% 10Y: 5,02% 15Y: 5,35%	→ ↘	Na českém trhu lze v srpnu očekávat pokračující klidné prázdninové obchodování. Kromě vývoje ve světě by hlavním tématem měly být spekulace o výsledku měnového zasedání bankovní rady ČNB na konci srpna. Pokud by trh spekoval na zvýšení úrokových sazeb, mělo by to vést k mírnému růstu výnosů, pokud bude očekávat spíše ponechání úrokových sazeb beze změny, měly by výnosy stagnovat.
Polsko	3M: 6,32% 6M: 6,69% 1Y: 7,13% 2Y: 7,81% 5Y: 7,83% 10Y: 7,48%	→ ↗	Ve vývoji výnosů na polských státních dluhopisech by měl dominovat vliv zvyšování úrokových sazeb. Nejpravděpodobnějším scénářem je tudíž růst výnosů zejména na krátkém konci výnosové křivky. Dluhopisy na středním a dlouhém konci by měly být relativně bezpečné.
Mad'arsko	3M: 11,10% 6M: 10,96% 1Y: 10,72% 5Y: 9,40% 10Y: 8,40%	→ ↘	Výnosy maďarských dluhopisů by v srpnu měly pokračovat v mírném poklesu. K tomu by měla přispět absence výrazně negativních makroekonomických dat, snížení úrokových sazeb NBH a alespoň dočasné uklidnění situace ve vládě Socialistické strany. Rizikem tohoto scénáře je odklon vlády od plnění slibů ve fiskální oblasti.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (30.7.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2018	↘	Předpokládáme, že kurz bude v srpnu pokračovat v kolísání na současných úrovních. Důležitá budou především očekávání vývoje americké ekonomiky a politiky Fedu. Případné náznaky pokračujícího zpomalení by působily proti dolaru. Stejně tak by dolar krátkodobě ovlivnily trvalí vysoké ceny ropy. Vzhledem k úrovni kurzu na přelomu července a srpna je pravděpodobné mírné oslabení dolaru v průběhu měsíce.
CZK / EUR	31,667	→	Kurz koruny k euru by se i v srpnu měl držet v pásmu 31,20 až 31,80 s možnými krátkodobými přesahy do širšího pásma 31,0 až 32,20. Ovlivňovat by ho měly především technické faktory jako například vývoj kurzu eura k dolaru a situace na regionálních trzích a reálné peněžní toky. Vzhledem k současné úrovni kurzu je pravděpodobnější jeho lehké posílení ke konci měsíce.
HUF / EUR	248,36	→	Forint by se v srpnu a v nejbližších měsících neměl příliš vzdálit od úrovně 250 HUF/EUR. Vysoký úrokový diferenciál měl spolu s relativně dobrými fundamenty ohledně hospodářského růstu a se snahou současně vlády snižovat fiskální deficit zajistit, že případná oslabení nebudou příliš výrazná a nebudou mít dlouhého trvání. Na druhou stranu nepředpokládáme, že by NBH byla ochotna dovolit rychlé posilování s perspektivou následných turbulencí. Hlavním rizikem tohoto vývoje je stejně jako v případě dluhopisů odklon vlády od programu fiskální konsolidace či přenos negativního sentimentu ze zahraničí.
PLN / EUR	4,3654	→ ↗	Výhled na zlotý je díky silným makroekonomickým fundamentům a pravděpodobnému pokračování cyklu růstu sazeb nadále pozitivní. Předpokládáme posilování zlotého i v měsíčním horizontu. Se silícím zlotým však roste riziko výrazné technické korekce, která může být odstartována negativními zprávami z politické scény, příp. schvalování zákonů reformy veřejných financí. I v případě technické korekce však neočekáváme změnu trendu.
SKK / EUR	40,115	→ ↗	I přes oslabení v závěru července předpokládáme, že trend posilující koruny bude pokračovat. Tomu bude nadále bránit slovenská centrální banka celou škálou instrumentů (slovní intervence, odmítání repo tendrů či dokonce snížením úrokových sazeb). V krátkodobém výhledu může dojít ještě k mírné korekci kvůli přestavování pozic hráčů na trhu. Do konce srpna by však koruna měla posílit zpět pod hladinu 40 SKK/EUR.

## Akciové trhy

	Kurz (31.7.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 11 01,72	→ ↘	Výrazně horší než očekávaná červencová data z trhu práce (zveřejněná v pátek 6.8. odpoledne), stále rekordně vysoké ceny ropy a očekávaný slabší růst firemních zisků v nadcházejících čtvrtletích (viz komentář na str. 9-10) budou tlačit americké i evropské burzy dolů. Důležitým signálem pro trh ale bude také doprovodný komentář Fedu k očekávanému zvýšení úrokových sazeb o 25bp 10.srpna. Samotné zvýšení sazeb o 25bp a stejný doprovodný komentář jako na konci června by na akcie neměl mít žádný větší vliv. Pokud by ale Fed ponechal sazby beze změny, mohlo by to mít na akcie paradoxně negativní vliv. Každopádně trh momentálně nemá mnoho impulsů pro změnu trendu. Výjimkou by snad mohly být mimořádně pozitivní čtvrtletní výsledky firem Cisco (zveřejňuje 10.8.) a Dell (12.8.)
	DJ Stoxx 50: 2 650,24		
ČR	PX-D: 1984,0	→	Na zahraničních trzích lze očekávat výrazný pokles ceny akcií. Ten bude ovlivňovat českou burzu hlavně skrze akcie Erste Bank a Komerční banka. Proti trendu by ale mohly jít akcie ČEZu, Unipetrolu či příp. Zentivy. Zdá se, že nejpravděpodobnějším scénářem tak zůstává stagnace. Vzhledem k situaci na zahraničních trzích je ale větším rizikem pokles indexů.
	PX 50: 790,2		

## České akcie

	Kurz (30.7.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	315,60 Kč		Vzhledem k tomu, že Česká spořitelna se stala jedním z poradců při privatizaci Českého Telecomu, nebudeme na tomto místě zatím zveřejňovat měsíční predikce vývoje kurzu akcií Českého Telecomu a náš komentář o očekávanému vývoji ceny akcie v následujícím měsíci.
České radiokom.	441,50 Kč		Z důvodu odkupu akcií Českých radiokomunikací společností Bivideon za cenu 440 Kč / akcii nebudeme prozatím na tomto místě zveřejňovat měsíční predikce vývoje kurzu akcie.
ČEZ	198,20 Kč	→ ↗	Expanze ve východní Evropě a pokračující velmi dobré trendy v prodeji elektřiny na domácím trhu by měly tlačit cenu akcie dál vzhůru. Negativní zprávou by mohla být neúměrně vysoká cena za koupi Slovenských elektráren.
Komerční banka	2.692 Kč	→	Nepříliš pozitivní pololetní výsledky budou hlavním důvodem pro stagnaci ceny akcie okolo současné ceny.
Philip Morris CR	15.318 Kč	→ ↘	Akcie oslabil poslední červencový den o 12% kvůli výrazně horším než očekávaným výsledkům za první pololetí. Domníváme se, že i přes tento silný pokles bude v srpnu oslabování pokračovat. Akcie se zřejmě podívají pod 15.000 Kč.
Unipetrol	78,70 Kč	→ ↗	Na konci srpna by se měla vyřešit situace okolo opce na akcie České rafinérské. Protože nepředpokládáme, že menšinoví akcionáři České rafinérské (ENI, Shell, ConocoPhillips) opci využijí a akcie od Unipetrolu koupí, akcie Unipetrolu by měla po této zprávě posílit zpět nad 80 Kč. Nicméně, riziko, že ENI nebo Shell opci využije je sice nízké, ale přesto existuje. Akcie by na takovou zprávu reagovala negativně.
Zentiva	523,3 Kč	→ ↗	Akcie Zentivy si zatím hledá svoji rovnovážnou cenu. Těsně před pololetními výsledky akcie silně posílila, těsně po výsledcích naopak část z těchto zisků ztratila. Protože ale byly pololetní výsledky podle našeho názoru povzbudivé, domníváme se, že cena akcie by mohla v srpnu pomalu stoupat směrem k 550 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

Finanční trhy se obávají zpomalení růstu americké ekonomiky

V červenci světové finanční trhy nejvíce ovlivňovaly obavy z možného zpomalování oživení amerického hospodářství. Tyto obavy se opíraly především o slabší růstové ukazatele zveřejněné v průběhu července. Obavy ze zpomalení růstu ekonomiky se promítly také do spekulací o možném odložení dalšího zvýšení úrokových sazeb v USA, které se očekávalo na srpnovém zasedání FOMC. Velmi pozorně bylo proto sledováno vystoupení prezidenta Fedu A. Greenspana před americkým Kongresem. Greenspan potvrdil pozitivní vyhlídky ekonomiky a zopakoval stanovisko Fedu, že za současné situace je možné zvyšovat úrokové sazby uměřeně. Spekulace na možnost odložení zvyšování úrokových sazeb po Greenspanově vystoupení prakticky ustaly.

Greenspan počítá s pokračováním silného růstu americké ekonomiky

A. Greenspan ve svém vystoupení před Kongresem sice hodnotil pozitivně stav a vyhlídky americké ekonomiky, zároveň však připustil, že vzhledem ke stadiu hospodářského cyklu zůstávají nezvykle nízké podnikové investice a tím i vytváření nových pracovních míst. Pokud by nedošlo ke zvýšení investiční aktivity v reakci na očekávané zvýšení poptávky po přírůstku pracovních míst v prvním pololetí, mohlo by to pro dynamiku oživení představovat problém. Tlaky na růst cen, které se projeví v prvním pololetí považuje Greenspan za přechodné a vyvolané jednorázovými faktory, jako byl například růst cen ropy. Nemělo by proto docházet k další akceleraci inflace. Pokud by se to však stalo je Fed připraven v zájmu zachování cenové stability k rychlejšímu zvyšování úrokových sazeb. Greenspan také zopakoval svá dřívější prohlášení, podle kterých je naprostá většina půjček v USA s pevnou úrokovou sazbou a zvyšování úrokových sazeb by se tedy nemělo odrazit v podstatném zvýšení zátěže dlužníků.

Greenspanovy názory sdílí i další čelní představitelé Fedu

V podobném duchu jako prezident Fedu mluvili také jeho další představitelé. Vesměs se vyslovovali optimisticky o perspektivách růstu v tomto a příštím roce. Probíhající oživení hospodářství je podle nich udržitelné. Většina jich také považovala zrychlení růstu cen za přechodný jev, zároveň však vyzívala k bdělosti vůči případným inflačním tlakům. Často byla také zdůrazňována závislost budoucí měnové politiky Fedu na vývoji hospodářství. Typické bylo vyjádření A. Greenspana, když řekl, že v současnosti nezná neutrální úroveň úrokových sazeb, ale že až na této úrovni budeme pozná to. Podle prezidenta texaského Fedu T. Hoeniga se Fed bude snažit neohrozit oživení americké ekonomiky a zároveň nepřipustit nadměrný růst cen.

Makroekonomické ukazatele potvrzovaly zpomalení ekonomiky

Červnové zpomalení se týkalo především růstových ukazatelů. Průmyslová výroba klesla o 0,3% a využití kapacit pokleslo ze 77,6% na 77,2%. Další známkou oslabení hospodářské aktivity byl výrazný pokles maloobchodních tržeb, který se koncentroval především na nižší zájem o automobily. Určitá slabost se však projevila i v dalších segmentech. Zpomalení růstu se projevilo i v indexu předstihových ukazatelů, který klesl o 0,2%. Indexy newyorského a filadelfského Fedu však naznačují, že by mělo jít jen o přechodný pokles dynamiky. Pozitivní vyhlídky potvrdily i celostátní indexy nákupních manažerů ISM zveřejněné na začátku srpna.

Údaje o vývoji HDP potvrdily značné oslabení růstu amerického hospodářství ve druhém čtvrtletí

Slabší výkonnost amerického hospodářství ve druhém čtvrtletí potvrdily i předběžné údaje o HDP. Klesla především spotřeba domácností. Pozitivní byl další růst investic, který dává naději na zlepšení výkonnosti americké ekonomiky ve druhém pololetí. Klíčový však bude vývoj spotřebitelské poptávky. Inflační ukazatele (deflátor a PCE indexy) ukázaly jednak pokračující negativní vliv růstu cen ropy a jednak kolísání jádrové inflace v okolí 2,0%. Také další údaje o vývoji inflace (CPI a PPI) potvrdily trvající nízkoinflanční prostředí a to přes negativní vliv vysokých cen ropy. Makroekonomické údaje tak potvrzují nejpravděpodobnější scénář postupného růstu úrokových sazeb.

Klíčový bude vývoj na americkém trhu práce

Pro další vývoj americké ekonomiky bude velmi důležitý vývoj na trhu práce. Pokud bude pokračovat růst počtu pracovních míst, mělo by to pomoci k udržení solidní spotřebitelské důvěry a nově zaměstnaní by měli přispět ke zvyšování spotřebitelské poptávky. Pokud by díky tvorbě nových pracovních míst klesla míra nezaměstnanosti, mohlo by časem dojít i ke zrychlení růstu mzdových příjmů, který byl v posledních letech velmi slabý. Na vyšší spotřebitelskou poptávku by potom měly reagovat společností investicemi, které by měly zajistit její uspokojení. Pokud se tento scénář

nenaplní, hrozí opětovné výrazné zpomalení americké ekonomiky, které by mělo pravděpodobně za následek podstatně nižší úrokové sazby než které jsou v současnosti započítány ve výnosové křivce.

#### Červnovou obchodní bilanci USA zlepšil růst exportu

Schodek obchodní bilance v červnu nečekaně klesl, především díky rekordně vysokému americkému vývozu. Schodek však zůstává stále velmi vysoký jak z historického hlediska tak z hlediska poměru deficitu běžného účtu k HDP. Nerovnováhu běžného účtu stále vyrovnává vysoký příliv zahraničních investic, především nákupy amerických státních dluhopisů. Současná výrazná nerovnováha, kdy jsou dovozy do USA hrazeny růstem státního zadlužení je dlouhodobě neudržitelná a dříve nebo později bude muset být odstraněna a to pravděpodobně oslabením dolaru. V současnosti je však velmi těžké odhadnout kdy k tomuto oslabení dojde. Pokud budou pokračovat intervence asijských centrálních bank proti posilování jejich měn a pokud budou investoři reagovat na vyšší úrokové sazby a pravděpodobný pokračující růst v USA nákupem amerických aktiv, může dolar dokonce přechodně výrazně posílit a to zejména vůči euru.

#### Ekonomiky EMU pokračují v postupném zrychlování růstu

Podle údajů zveřejněných v průběhu července pokračovalo v EMU postupné oživování hospodářství. Nadějně jsou také vyhlídky do dalších měsíců, jak potvrdily konjunkturální průzkumy. Oživení v EMU se stále do značné míry opírá o vývoz, ale v některých státech zároveň pokračuje postupné oživování domácí poptávky. Problémem zůstává nadále především Německo, kde je oživení taženo výhradně vývozem a je tedy citlivé na vývoj poptávky ve světě a kurz eura. Předpokládá se, že evropské ekonomiky budou akcelerovat až do konce letošního roku.

#### Inflaci nadále zvyšuje růst cen ropy

Inflaci stejně jako v předchozích měsících negativně ovlivňovaly vyšší ceny ropy, což vedlo k překročení hranice 2% meziročního růstu. Představitelé ECB opakovaně konstatovali, že zrychlení inflace je pouze dočasné. Podle předběžných údajů o vývoji červencové inflace v Německu a Itálii zatím zůstane meziroční inflace v Eurozóně nad 2%.

#### ECB by měla letos držet úrokové sazby beze změny

Nadále je vysoce pravděpodobné, že ECB bude v horizontu několika příštích měsíců držet úrokové sazby na současné úrovni. K jejich zvýšení by mohlo dojít v prvním čtvrtletí příštího roku pokud na jedné straně bude pokračovat současné oživení a na druhé straně nedojde k výraznějšímu růstu inflace. Kdyby přetrvávající vysoké ceny ropy negativně ovlivnily inflační očekávání, mohlo by ke zvýšení úrokových sazeb dojít i dříve. Tento výhled potvrdili i představitelé ECB, kteří ve svých vystoupeních především tlumili očekávání brzkého růstu sazeb.

#### Cena ropy vzrostla na dlouholetá maxima

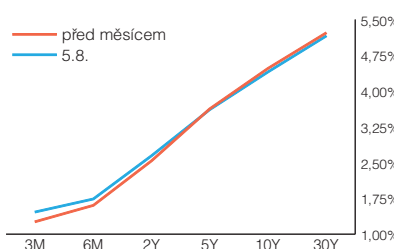
Cena ropy v průběhu července setrvala rostla a dostala se z 32 USD/brl až přes 40 USD/brl (ropa brent). Růst cen ropy měl několik příčin. Psychologicky silný dopad měla hrozba bankrotu ruské společnosti Jukos a především možnost, že by tato společnost, která zabezpečuje 20% ruského vývozu ropy, mohla zastavit těžbu. K růstu cen ropy přispěla i stávka norských těžbařů. Nadále se také projevovaly obavy z nesouladu mezi možnostmi zvyšování těžby a rychlostí růstu spotřeby ropy. Dalším zdrojem obav je stále nejistá situace na Středním východě. Vyřešení situace kolem Jukosu by mohlo vést k dočasnému snížení cen ropy zpět k 35 USD/brl. Předpokladem je, že nedojde ke komplikacím v řadě citlivých míst. Kromě Středního východu se jedná zejména o Nigérii a Venezuelu. Komplikace v centrech těžby by mohly vést k dalšímu výraznému zvýšení ceny ropy.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

Obchodování v červenci bylo do jisté míry ve znamení prázdninového klidu. Tomu odpovídaly relativně tlumené reakce dluhopisového trhu na jednotlivé události v průběhu měsíce. Na začátku měsíce udal tón nečekaně slabý údaj o počtu nově vytvořených pracovních míst za srpen, který vedl k bezprostřední reakci v podobně poklesu výnosů a eliminoval po příštích čtrnácti dnech jakékoliv náznaky trendu k jejich růstu. Tendence k poklesu výnosů vyvrcholila v polovině měsíce po zveřejnění makroekonomických údajů, které naznačovaly, že aktivita v americké ekonomice slábne. Situace se změnila až po ostře sledovaném projevu A. Greenspana. Prezident Fedu se vyjádřil o perspektivách vývoje hospodářství optimisticky, což potlačilo spekulace, že by Fed mohl ponechat na svém srpnovém zasedání úrokové sazby beze změny.

#### Americká výnosová křivka



Trend k růstu výnosů vyvrcholil v první polovině posledního červencového týdne po nečekaně silném růstu spotřebitelské důvěry. Na samém konci měsíce však slabé údaje o růstu HDP ve druhém čtvrtletí vedly k opětovnému poklesu výnosů. Výnos desetiletého dluhopisu se po poklesu na 4,35% vrátil na 4,60%, aby se na začátku srpna dostal zpět na 4,45%.

Pro obchodování v srpnu bude důležité zejména zasedání FOMC

Začátek srpna bude především ve znamení reakce trhu na údaje z trhu práce za červenec. Pokud by bylo dosaženo nebo překročeno očekávání dostal by trh impuls k poklesu cen (růstu výnosů) a naopak, opětovné zklamání po červnových slabších údajích by mohlo vyvolat obavy, že zeslábnutí růstu ekonomiky je výraznější než trh a Fed předpokládal. Ve druhém srpnovém týdnu se bude konat zasedání FOMC na kterém se všeobecně očekává další zvýšení úrokových sazeb o 25bp. na 1,50%. Trh bude také velmi pozorně sledovat formulaci prohlášení po skončení zasedání. Dalším důležitým faktorem bude na začátku měsíce opětovně zvýšená teroristická hrozba a to jak přímo v USA tak na právě probíhajících Olympijských hrách. Trh bude také velmi pozorně sledovat údaje o vývoji inflace. Vliv mohou mít také ceny ropy a to především v případě, že by pokračoval jejich růst. Předpokládáme, že pokud nedojde k výraznému překvapení u důležitých makroekonomických dat a nebo nepřekvapí Fed, budou se výnosy držet poblíž současných hodnot. Hrozbou v případě překvapení je spíše pokles výnosů.

Trh ve střednědobém horizontu počítá s dalším postupným růstem úrokových sazeb

V půlročním horizontu bude záležet především na tom, zda se naplní očekávání Fedu a dojde k opětovnému zrychlení růstu ekonomiky. Pokud ano bude Fed pokračovat v postupném zvyšování úrokových sazeb a trh bude reagovat růstem výnosů dluhopisů a to především na krátkém konci výnosové křivky. Mělo by tak dojít k postupnému zploštění výnosové křivky. Pokud by bylo zpomalení růstu trvalejší a pokud by bylo doprovázeno zmírňováním inflačních tlaků, mohlo by dojít k poklesu dlouhého konce výnosové křivky. Naopak, pokud by se projevil inflační tlak, mohlo by dojít k prudkému růstu výnosů kvůli obavám, že Fed bude nucen přejít na razantní zvyšování úrokových sazeb. Především ke konci roku by trh také mohl být ovlivněn prezidentskými volbami, které by mohly podpořit případnou tendenci k poklesu výnosů.

## EMU

Červenec byl v Evropě ve znamení klidného obchodování

Vývoj na evropských domácích trzích byl ovlivněn převážně chováním amerického trhu. Očekávání ohledně politiky ECB se nijak neměnila a nezměnil se ani výhled vývoje inflace v EMU, takže nebyly žádné silné místní důvody pro změny cen dluhopisů. Kromě obchodování na americkém dluhopisovém trhu částečně vývoj na evropských trzích ovlivňoval vývoj kurzu eura k dolaru. Oproti USA bylo obchodování všeobecně klidnější a změny výnosů menší. Výnos desetiletého dluhopisu klesl do poloviny měsíce z 4,25% na 4,20%, poté se zvýšil na 4,30% a na přelomu července a srpna se vrátil na 4,20%.

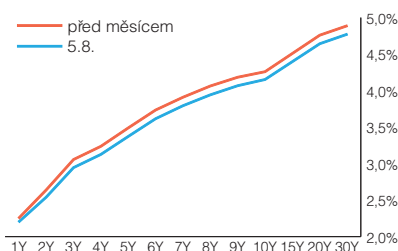
Také v srpnu by měl na dluhopisových trzích převládat klid

Předpokládáme, že klidné obchodování ovlivňované především vývojem na americkém trhu bude pokračovat i v srpnu. Podle předběžných údajů by se měla inflace držet na hodnotách přijatelných pro ECB. Nijak se proto nemění výhled na stabilní úrokové sazby a to pravděpodobně až do konce roku. Výnosy by se měly držet poblíž současných úrovní. Riziko je spíše stejné jako u USA na straně poklesu výnosů.

Střednědobě určí chování dluhopisů politika ECB

Střednědobě bude vývoj evropských dluhopisů záviset především na očekávaných změnách sazeb ECB. Pokud bude pokračovat současná tendence ke zvyšování aktivity evropských ekonomik a pokud by navíc pokračovalo zvyšování cen ropy ovlivňující inflační očekávání, přikročí patrně ECB ke zvýšení úrokových sazeb. Spolu s tím by mělo docházet k postupnému mírnému růstu výnosů dluhopisů, který by měl ke konci roku přejít do zploštění výnosové křivky. Rizikem je především zastavení oživení v USA, které by přibrzdilo růst v celé světové ekonomice a snížilo pravděpodobnost růstu úrokových sazeb a mohlo by tak vést k poklesu výnosů.

### Německá výnosová křivka



## Devizové trhy

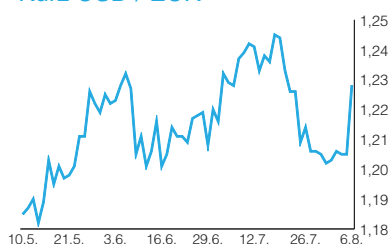
### USD / EUR

Kurz v červenci kolísal podle změn očekávání vývoje americké ekonomiky

Na začátku července ovlivnily kurz nečekaně slabé údaje z amerického trhu práce. Dolar začal oslabovat a protože i další údaje o vývoji americké ekonomiky potvrzovaly slábnutí růstu, pokračovalo oslabování dolaru až lehce přes polovinu měsíce, kdy se kurz dostal na 1,245. Hlavním motivem ovlivňujícím vývoj kurzu byly v první polovině července obavy, že slábnutí růstu americké ekonomiky povede k odkládání zvyšování úrokových sazeb. Změnu přinesl projev A. Greenspana, ve kterém označil červnové zpomalení za přechodný jev a potvrdil pokračování uměřeného růstu úrokových sazeb. Dolar zareagoval rychlým posilováním a ke konci července se kurz vrátil mezi 1,200 až 1,210. Dolaru v tomto období pomohly také technické faktory, především vysoký objem spekulativních investic, které byly zaměřeny na jeho očekávané další oslabování a které musely po obratu trendu být zavřeny. Posilování dolaru nedokázaly zastavit ani některé další slabší makroekonomické údaje zveřejněné v průběhu druhé poloviny července.

Předpokládáme, že se kurz udrží v dosavadním rozmezí

Kurz USD / EUR



Na začátku srpna bude pro vývoj kurzu opět významným impulsem zveřejnění údajů o vývoji na americkém trhu práce. Pokud by počet nově vytvořených pracovních míst překonal výrazněji očekávání, mohlo by to dolaru pomoci prorazit psychologickou technickou bariéru na hladinu 1,200. Naopak slabé údaje by pravděpodobně podobně jako v červenci vedly k výraznějšímu oslabení dolaru. Dalším mezníkem ve vývoji kurzu by mělo být zasedání FOMC 10. srpna. Je velmi pravděpodobné, že Fed podle očekávání bude pokračovat v postupném zvyšování úrokových sazeb o 25 bp. na 1,50%. Pokud se tak stane, soustředí se pozornost na formulaci prohlášení po zasedání. Pokud by v prohlášení byla zdůrazněna inflační rizika, pomohlo by to dolaru, naopak důraz na rizika pro růst ekonomiky by měl vést k oslabení dolaru. Pokud by Fed nenaplnil očekávání a sazby bu nezvýšil, nebo zvýšil více než se čeká, byla by pravděpodobně reakce kurzu dramatická. V průběhu měsíce budou pozorně sledovány další zveřejňované makroekonomické indikátory. Mělo by platit základní schéma, že rychlejší růst nebo vyšší inflace by měly podporovat dolar a naopak. Rizikem pro vývoj kurzu je zejména možnost většího teroristického útoku, který by vedl k prudkému oslabení dolaru. Celkově očekáváme, že v průběhu srpna nedojde k výraznějšímu narušení současné rovnováhy a kurz se tedy bude pohybovat nadále poblíž 1,200.

Střednědobě o vývoji kurzu rozhodne výkonnost americké ekonomiky

Vývoj kurzu v půlročním horizontu by měla určit především výkonnost americké ekonomiky. Pokud by skutečně zpomalení ve druhém čtvrtletí bylo pouze přechodné a ve druhém pololetí se růst HDP vrátil nad 4,0%, dolar by pravděpodobně postupně posiloval. Pomáhal by mu jak obnovený zájem o nákup amerických akcií tak růst úrokových sazeb, který by zmenšoval úrokový diferencál vůči EMU. Tento příliv kapitálu spolu s politikou pevných kurzů asijských vývozců by měl převážet nad vlivem vysokých schodků běžného účtu. Naopak další zpomalování růstu americké ekonomiky by mělo vést k silícímu tlaku proti dolaru. V takovém případě by se pravděpodobně negativní vliv schodků běžného účtu na kurz projevil naplno a dolar by mohl výrazně oslabit. Rizika pro dolar by v průběhu celého pololetí měla zůstat - možnost rozsáhlého teroristického útoku a přetrvávající vysoké ceny ropy. V podzimních měsících může být kurz ovlivněn i probíhajícím bojem v prezidentských volbách.

## Akciové trhy

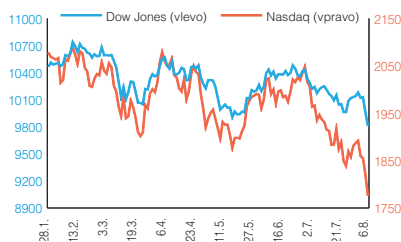
### Je akciový trh nadhodnocený?

Na akciích působí rekordní ceny ropy, smíšená makro data a zhoršený výhled budoucího růstu firemních zisků

Ani červenec nepřinesl růst cen akcií, ačkoliv tomu na konci června vše nasvědčovalo. Akcie tak stále nedokázaly v letošním roce generovat zisk a zůstávají (kromě indexu FTSE 300) ve ztrátě. Jednoznačným důvodem medvědího trhu byly světové ceny ropy, které se po červnovém zklidnění v červenci opět vyšplhaly na rekordní výše. Spolu s růstem cen ropy se nepřilíš pozitivně vyvíjely i některé červnové makroekonomické ukazatele. Ale ani úspěšné pololetní firemní výsledky tentokrát nepřesvědčily investory k masivnějšímu nákupu akcií. Ačkoliv většina firem překonala očekávání trhu, mnohdy nepřilíš přesvědčivé předpovědi firem na další čtvrtletí spíše rozšířily obavy z toho, že současné meziroční růsty zisků firem jsou do budoucna neudržitelné. Svou roli zřejmě hraje i fakt, že je období prázdnin, seriózní dlouhodobí



## Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Index S&P500 je v sestupném trendovém kanálu

Ekonomika USA ve 2Q zpomalila ...

... firemní výsledky ale byly opět velmi dobré a překonaly očekávání

Některé firmy ale předložily jen velmi opatrný nebo i zhoršený výhled na další období

P/E trhu sice klesá, PEG trhu ale roste

investoři mají dovolené a trh je spíše hnán krátkodobými momentovými spekulanty, kteří spíše sledují krátkodobé trendy jako např. ceny ropy než fundamentální či makroekonomická data. Indexy tak během července poměrně stabilně klesaly s menším výkyvem směrem vzhůru na konci července. V prvních srpnových dnech se trend ale vrátil zpět k oslabování s tím, jak ceny ropy vzrostly na nová maxima.

## VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	30.7.	30.6.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 101.7	1 140.8	(3.4%)	(0.5%)	11.3%	(0.9%)
Dow Jones	10 139.7	10 435.5	(2.8%)	(0.8%)	9.8%	(3.0%)
Nasdaq	1 887.4	2 047.8	(7.8%)	(1.7%)	8.8%	(5.8%)
DJ Stoxx 50	2 650.2	2 687.7	(1.4%)	(2.1%)	7.1%	(0.4%)
FTSE 300	981.99	998.28	(1.6%)	(1.1%)	11.1%	2.5%

Zhruba od února letošního roku se tak na grafu indexu S&P500 vytvořil viditelný mírně sestupný trendový kanál, ve kterém index zatím osciluje. Lokálního vrcholu index dosáhl ve druhé polovině června, nyní se index pohybuje nedaleko spodního okraje, který se nachází okolo 1075 bodů, tj. zhruba 5 bodů pod závěrem ze čtvrtka 5.8. Na stejné úrovni leží i jedna z Fibonacciho hladin podpory (pokud spojíme maximum na počátku září 2000 s minimem v březnu 2003 i pokud spojíme toto minimum s maximum v polovině letošního února), což naznačuje, že úroveň 1075 bodů bude silnou hranicí podpory. Pokud by se snad index dostal níže než uvedených 1075 bodů, nelze potom vyloučit volný pád až někam k hladině 1000 bodů. To by byl ale krizový scénář, který podle našeho názoru zatím není příliš pravděpodobný.

Pokud jde o makroekonomické důvody, potvrdilo se, že ekonomika USA ve druhém čtvrtletí poněkud zpomalila, obecně se ale má za to, že toto zpomalení (HDP vzrostl ve 2Q po přepočtu na celý rok jen o 3% po 4,5% růstu v 1Q) bylo jen dočasné, a že 3Q přinese opět silnější růst. Podrobnější komentář lze nalézt v kapitole Globální trhy - politický a makroekonomický vývoj na str. 5. Ve zkratce, Fed i její předseda Greenspan stále vidí oživení americké ekonomiky, i když připouští nízké podnikové investice a s tím spojený i slabý růst pracovních míst. Trh proto stále počítá s průměrným růstem úrokových sazeb, což prakticky znamená, že ceny akcií již v sobě započítaly očekávaný růst sazeb o 25bp na zasedání Fedu 10. srpna.

Pololetní výsledky amerických firem byly podle očekávání velmi dobré, avšak jak jsme již uvedli, tentokrát bohužel nenastartovaly očekávaný růst cen akcií. Trh čekal meziroční růst firemních zisků o 20,5%, ce skutečnosti ale ke konci měsíce po zveřejnění čtyř pětina firem z indexu S&P500 ale součet všech firemních zisků na akcii vzrostl meziročně o téměř 26%. Ještě na počátku čtvrtletí se přitom čekal růst jen o 15%. Druhé letošní čtvrtletí se tak zařadí spolu s dvěma předchozími mezi nejúspěšnější čtvrtletí, kdy růst zisků přesáhl hranici 25%. Ten úspěch se dal předpokládat a v minulých měsíčních zprávách jsme ho také avizovali. Očekávaný meziroční růst zisků na letošní rok se nezměnil a zůstává na úrovni +18,7%. Co se ale změnilo a co mohlo mít částečně negativní vliv na ceny akcií, je předpověď na rok 2005. Ta poklesla z 10,7% na 10,1%. Jinými slovy, analytici na základě předložených plánů a výhledů firem redukovali svoje předpovědi růstu zisků v roce 2005. Obavy trhu z toho, že podobně silný růst firemních zisků není udržitelný, byl tedy částečně oprávněný. Klasickým případem byla společnost Microsoft, která 22. července ohlásila zisk "jen" podle očekávání trhu (ačkoliv v předchozích dvou čtvrtletích překonala očekávání o 13 a 19%) a předložila výhled na další čtvrtletí 2 centy pod očekávání trhu.

Při růstu zisků firem a poklesu indexu S&P500 samozřejmě klesá i P/E trhu (poměr hodnoty indexu a sumy očekávaných zisků na akcii). Po třech měsících, kdy se pohybovalo okolo 16,9, na konci července kleslo na 16,1, což je nejnižší hodnota od března 2003. Za dobu našeho sledování (tj. od poloviny roku 2002) je současná hodnota 5% pod průměrem. To ale stále není rozhodující číslo. U podniků se někdy používá ukazatel PEG, tj. srovnání ukazatele P/E s očekávaným růstem zisků na akcii. Pokud za růst zisků dosadíme předpovídané zisky v příštích 4 čtvrtletích (3Q/04 - 2Q/05) a porovnáme je s minulými 4 čtvrtletími (3Q/03 - 2Q/04), čeká se růst jen o 10%. O jedno čtvrtletí zpátky byl přitom takto definovaný očekávaný růst ještě 13,9%. Pokles očekávání způsobil to, že nyní po uplynutí 2Q bereme do úvahy již

celé první pololetí roku 2005, kdy jsou očekávané růsty velmi slabé. PEG tak i přes pokles ukazatele P/E ve skutečnosti stoupl z 1,2 na 1,6 a trh je tedy podle těchto měřítek nyní více nadhodnocený, než byl kdykoliv během letošního roku.

#### Růst firemních zisků zpomalí ...

Krátce řečeno, čeká nás období, kdy zisky firem již neporostou tak rychle, jak tomu bylo v minulých třech rekordních čtvrtletích. Trh to ví (nebo tuší) a investoři se momentálně do nákupu akcií příliš nehrnou. Pokud k tomu přidáme rekordní ceny ropy, opětovně zvýšené riziko teroristických útoků, růst úrokových sazeb a mírné zpomalení ekonomiky ve 2Q, není pokles cen akcií nijak překvapivý.

#### ... ceny akcií proto budou v srpnu nejspíš dále klesat

Co lze čekat v srpnu? Trh má pravdu v tom, že silné růsty zisků v letošním prvním pololetí jsou neopakovatelné a je proto logické, že nás čeká období slabších růstů. To samo o sobě může být důvodem pro další mírný pokles cen trhu. Pokud k tomu přidáme stále rekordně vysoké ceny ropy a naopak rekordně slabou tvorbu nových pracovních míst (v červenci jen 32 tis.), nezbývá než v srpnu očekávat další pokles akciových trhů.

#### VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	VII-04	VI-04	V-04	3M	6M	12M
Informační technologie	-6.0%	2.8%	3.5%	-0.0%	-8.8%	10.3%
Internet	-11.3%	5.8%	6.6%	0.0%	-5.7%	23.8%
Sít'ová zařízení	-14.5%	7.5%	3.0%	-5.3%	-26.6%	18.9%
Výrobci počítač. techniky	-6.8%	2.8%	4.7%	0.3%	-10.6%	-10.6%
Pouze výrobce PC	-0.7%	12.5%	6.5%	18.9%	21.1%	40.7%
Polovodiče	-14.2%	-0.8%	10.2%	-6.1%	-19.0%	6.9%
Telekomunikace	1.7%	1.0%	-0.9%	1.7%	-0.1%	20.5%
Bezdrát. telekomunikace	-6.5%	2.8%	3.0%	-1.0%	-1.4%	37.7%
Biotechnologie	-7.6%	1.7%	-1.9%	-7.8%	-6.4%	4.1%
Farmacie	-3.1%	-1.9%	0.0%	-4.9%	-7.5%	-0.6%
Zdravot.a kosmet. zboží	-6.2%	1.3%	4.0%	-1.2%	-9.5%	18.3%
Spotřebitelské služby	-5.4%	-0.3%	-0.3%	-6.1%	-6.6%	0.1%
Doprava	-4.0%	0.5%	0.7%	-2.9%	-2.7%	10.0%
Bankovníctví	-1.9%	-0.3%	1.6%	-0.5%	-4.4%	6.8%
Finančnictví	-2.3%	0.3%	1.7%	-0.4%	-4.0%	9.1%
Petrochemie	2.2%	5.4%	0.0%	7.8%	15.7%	41.0%
Energetika	3.1%	6.4%	-0.6%	9.0%	15.2%	40.0%
Utility	1.4%	1.2%	0.5%	3.1%	1.4%	16.6%
Základní průmysl	-2.3%	5.0%	2.1%	4.8%	2.5%	17.2%

## STŘEDNÍ EVROPA

### Dluhopisové a peněžní trhy

#### Maďarsko

#### Za absence negativních zpráv maďarské dluhopisy v červenci rostly

V souladu s našimi očekáváními došlo v červenci k mírnému poklesu výnosů maďarských dluhopisů. K nejvýraznějšímu růstu cen došlo zejména ve střední části výnosové křivky (1 až 3-leté dluhopisy). Výnosy měly tendenci klesat (spolu s posilováním forintu) díky absenci negativních makroekonomických či politických zpráv a výhledu na další snížení úrokových sazeb Národní bankou Maďarska. Začátkem srpna však přišla korekce ruku v ruce s potenciálními problémy ve vládní Socialistické straně.

#### Předpokládané snižování úrokových sazeb by mělo pomoci dalšímu poklesu výnosů

Střednědobě považujeme za nejpravděpodobnější scénář dalšího mírného poklesu výnosů. Předpokládáme, že vláda sice slíbený rozpočtový deficit přesáhne, ne však tak, aby to vedlo k otevřeným sporům s centrální bankou a následným panickým výprodejům dluhopisů. Rovněž předpokládáme, že ve zbytku roku centrální banka přistoupí k dalšímu snížení úrokových sazeb o 0,5-1 procentní bod. Rizikem tohoto scénáře je výraznější zhoršení hospodaření státního rozpočtu či běžného účtu platební

bilance. Rovněž v případě odklonu vládní Socialistické strany od programu fiskální konsolidace (garantované současným premiérem a předsedou vládní strany Medgyessym a ministrem financí Draskovicsem) by došlo k výprodejům maďarských dluhopisů a forintu. Dodejme, že volba předsedy vládní strany se bude konat v říjnu.

V srpnu by měly výnosy dále mírně klesnout díky stabilizaci měnového kurzu forintu, snížení úrokových sazeb maďarskou centrální bankou (zasedání se koná 16. srpna) a (alespoň dočasnou) stabilizací na politické scéně.

## Polsko

Akcelerace inflace vedla v červenci k růstu výnosů

Výnosy na polských státních dluhopisech v červenci naopak rostly (rovněž v souladu s našimi očekáváními). Masivní růst výnosů podél celé výnosové křivky v polovině měsíce byl tažen zejména obavami z budoucího výrazného zvyšování úrokových sazeb polskou centrální bankou (NBP). Tyto obavy přišly po zveřejnění vysokého údaje o růstu spotřebitelských cen (meziročně 4,4%), který byl i nad pesimistickými odhady trhu. Výhled na růst úrokových sazeb převážil pozitivní zprávu, že Belkova vláda uspěla s prvním významným zákonem z Hausnerova balíčku, tj. se změnou indexace penzí. Úspěch byl o to pozitivnější, že zákon byl schválen za podpory hlavní opoziční strany Občanská platforma (po odmítnutí vládní verze zákona parlamentní komisí). Po výrazném přestřelení dluhopisy své ztráty ke konci měsíce korigovaly, a to i přes částečně překvapivé zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Podporu polským dluhopisům dodalo jednak prohlášení nově jmenovaného ministra financí a doposud liberálně smýšlejícího ekonomy Mirosława Gronického o potřebě a odhodlání pokračovat ve fiskálních reformách a rovněž ulehčení od obav, že centrální banka sazby zvýší v červenci dokonce o 50 bazických bodů.

Cyklus zvyšování úrokových sazeb bude tlačit výnosy nahoru, hlavně na krátkém konci výnosové křivky

Střednědobý výhled na polské dluhopisy je i nadále ovlivněn následujícími protikladnými faktory. Na jedné straně je to lepší výhled na hospodaření veřejných financí díky silnému ekonomickému oživení a posilování zlotého (což snižuje váhu cizoměnového polského dluhu). Rovněž i dočasná vláda Marka Belky bude pravděpodobně schopna prosadit aspoň část reformních zákonů. Na druhou stranu ve prospěch dalšího růstu výnosů (zejména na krátkém konci) bude působit pokračování v cyklu zvyšování úrokových sazeb. Otázkou zůstává, jak agresivně bude NBP zvyšovat své sazby a jaký efekt bude mít toto zvyšování sazeb na utlumení inflačních očekávání a tedy i inflace. Vzhledem k relativně nízkému poměru bankovních úvěrů k HDP, stagnující (či dokonce klesající) dynamice poskytování úvěrů podnikové sféře není působení úvěrového kanálu měnové politiky příliš efektivní. Hlavní vliv měnové politiky na tlumení inflačních tlaků a očekávání je ve zpřísnění měnových podmínek skrze posílení zlotého. Zlotý od poloviny května posílil vůči euru o 10% na úroveň z loňského září, což doposud není úroveň, která by ohrozila exportéry (jak se vyjádřil Guvernér NBP Balcerowicz). Posilování zlotého však podle našeho názoru neskončilo. Tudíž předpokládáme, že centrální banka bude ve zvyšování sazeb opatrná a do konce roku NBP zvýší repo sazbu na 6,5-7%. Růst sazeb a další posílení zlotého by mělo zchladit ekonomiku a snížit růst spotřebitelských cen i inflační očekávání. Výnosy na polských dluhopisech by tudíž měly mírně růst, hlavně na krátkém konci výnosové křivky. Ve střední části křivky (5 let) jsou však výnosy podle našeho názoru příliš vysoké vzhledem k naší predikci zpomalující inflace v podzimních a zimních měsících a tudíž i relativně mírnějšího zvyšování sazeb v roce 2005. Tato část křivky se jeví jako relativně bezpečná, stejně jako dlouhý konec, který je determinován dlouhodobou konvergencí k úrovni EMU. Rizikem tohoto scénáře jsou špatné zprávy z politické scény či ze zahraničí.

V měsíčním horizontu předpokládáme, že vliv pokračování v cyklu zvyšování úrokových sazeb převáží nad možnými pozitivními impulsy ze strany schválení dalších reformních zákonů z Hausnerova plánu a relativně dobrého vývoje plnění státního rozpočtu.

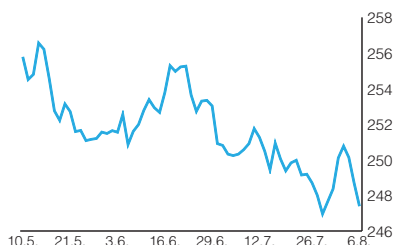
## HUF / EUR

V červenci forint spolu s dluhopisy posiloval

Oproti našim očekáváním, že forint bude stagnovat okolo psychologické hladiny 250 vůči euru, maďarská měna v závěru července posilovala společně s příznivým vývojem na dluhopisovém trhu až k hladině 246 HUF/EUR. Opět se tak projevila silná svázanost vývoje měnového kurzu forintu s toky portfoliových investic (hlavního zdroje financování vysokého schodku běžného účtu platební bilance) a rovněž

Kurz forintu by měl stagnovat blízko hladiny 250 HUF/EUR ve střednědobém i krátkodobém výhledu

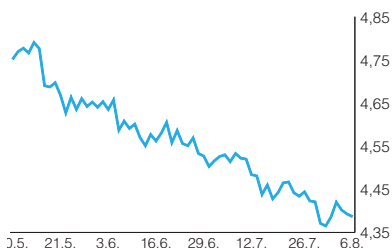
#### Kurz HUF / EUR



Posilování zlatého zatím bez výrazné korekce

Trend silícího zlatého by měl díky silným fundamentům pokračovat

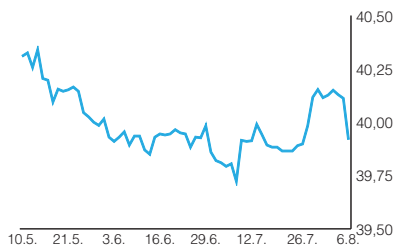
#### Kurz PLN / EUR



V srpnu předpokládáme další apreciaci zlatého, riziko výraznější korekce však roste

Slovenská centrální banka efektivně brání apreciaci měny

#### Kurz SKK / EUR



vývojem v regionu (v tomto případě s polským zlotým). Na začátku srpna se kurz maďarské měny po ohlášení problémů ve vedení vládní strany vrátil k úrovni 250 vůči společné evropské měně.

Ve střednědobém výhledu nevidíme pro další pokračování v posilování forintu velký prostor. Předpokládáme, že v případě posilování pod 245 HUF/EUR Národní banka Maďarska (NBH) přistoupí k rychlejšímu snižování úrokového diferenciálu. Po trpkých zkušenostech z minulého roku má NBH mnoho důvodů snažit se udržet měnový kurz na stabilní hladině. Rizikem tohoto scénáře je podobně jako v případě dluhopisů odklon vlády od plnění slibů ohledně výše fiskálních deficitů či dalšího prohloubení deficitu běžného účtu platební bilance. Opačným rizikem je spekulace na rychlé posilování forintu, snižování úrokových sazeb, pokles výnosů, příliv kapitálu a další posilování forintu.

V měsíčním horizontu očekáváme fluktuaci měnového kurzu forintu okolo hladiny 250 HUF/EUR. Rizika pohybů oběma směry se jeví jako vyvážená.

#### PLN / EUR

Výrazná technická korekce, které jsme se po rychlém posilování zlatého během května a června obávali, se v červenci nedostavila. Polský zlotý pokračoval ve výrazném posilování a technické korekce byly pouze krátké a ne příliš hluboké. Polské měně pomohl zejména výhled na pokračování ve zvyšování úrokových sazeb po zveřejnění růstu spotřebitelských cen a rovněž schválení novely zákona o indexaci důchodů (i přes nesouhlas parlamentního výboru a Polských sociálních demokratů). Na konci měsíce, po částečně překvapivém zvýšení repo sazby na 6%, zlotý prolomil psychologickou hladinu 4,40 PLN/EUR a načas atakoval hladinu 4,36 vůči euru.

Střednědobý výhled na polskou měnu je podle nás nadále pozitivní, i když tempo posilování je mnohem rychlejší než jsme očekávali a tudíž roste i riziko výraznější korekce. Předpokládáme, že cyklus zvyšování úrokových sazeb, silný ekonomický růst, z toho plynoucí zlepšení výsledku hospodaření veřejných financí, a schválení části zákonů z Hausnerova plánu by měl převážit nad negativními aspekty. Díky silnému hospodářskému růstu (a rovněž odsouvání některých výdajů do budoucna) se polské vládě pravděpodobně letos podaří nepřekročit ústavní limit veřejného dluhu 55% HDP. Rizikem a hlavním zdrojem možných korekcí trendu posilujícího zlatého je především vývoj ve fiskální oblasti, tj. neochota schvalovat reformní zákony před blížícími se volbami, podzimní diskuse o státním rozpočtu na rok 2005, problémy uvnitř vlády, či přesun potenciálního negativního sentimentu v regionu.

V měsíčním horizontu by zlotý měl opět posilovat. Riziko výraznější technické korekce v blízké budoucnosti dále vzrostlo. Mnozí investoři, kteří na nedávném posilování polské měny vydělali, jsou citliví na snížení dosavadního zisku při zpětné korekci. I kdyby se však tato výrazná korekce dostavila, neočekáváme, že by došlo ke změně trendu. Další podporu zlotému by v srpnu mělo dodat námi očekávané zvýšení úrokových sazeb o dalších 25 bazických bodů a rovněž nové makroekonomické údaje o silném hospodářském růstu. Rovněž předpokládáme, že Sejm na konci srpna schválí další reformní zákony (i když podle posledních zpráv ve zmírněné podobě).

#### SKK / EUR

V červenci pokračovalo přetlačování trhu a Národní banky Slovenska (NBS) ohledně rychlosti posilování koruny. Kurz koruny pokračoval v posilování i po červnovém snížení sazeb o 50 bazických bodů na 4,50% a v polovině měsíce dosáhl historického maxima 39,67 SKK/EUR. Následné přímé intervence NBS oslabily kurz slovenské měny zpět k hladině 40 SKK/EUR. V závěru července však slovenská koruna oslabila až na úroveň 40,15 vůči společné evropské měně. Za touto korekcí stálo několik možných důvodů. Mezi hlavními důvody to byly medializované problémy ohledně stavby automobilové továrny firmy KIA. Vládě se totiž doposud nepodařilo vykoupit všechny pozemky, na kterých by továrna měla stát. Navíc opozice prosadila zveřejnění tajných smluv mezi investorem a slovenským státem o rozsahu a podmínkách investičních pobídek. Společnost KIA si na toto chování následně stěžovala ve světovém finančním tisku. Možným důvodem bylo i riziko potenciálních problémů s dodávkami ruské ropy v případě bankrotu Jukosu.

### Fundamentální důvody ve prospěch slovenské koruny jsou stále silné

I přes krátkodobé oslabení si nemyslíme, že by u slovenské koruny došlo ke změně trendu dalšího posilování. Makroekonomické fundamenty (hospodářský růst, saldo vnější bilance, snižování fiskálních deficitů a pokračování v hospodářských reformách) ve prospěch slovenské měny jsou stále silné. Rovněž problémy ohledně výstavby automobilky KIA jsou pouze přechodného rázu. Předpokládáme, že bude pokračovat scénář mírného posilování koruny, kterému bude bránit centrální banka. Možné periody krátkodobých oslabení mohou pramenit z latentního rizika politických problémů. Nezdá se však, že by opozice byla schopna vládu a prosazování její hospodářské politiky do konce volebního období výrazněji ohrozit. V horizontu půl roku by koruna měla posílit na úroveň 39-39,50 vůči euru.

### Do konce srpna by se koruna měla dostat zpět pod 40 EUR/SKK

V průběhu srpna může dojít ještě k další korekci na koruně kvůli přestavení devizových pozic hráčů na trhu. Do konce měsíce by však koruna měla začít opět posilovat pod hladinu 40 SKK/EUR.

## ČESKÁ REPUBLIKA

### Politický a makroekonomický vývoj

#### Nová vláda premiéra S. Grosse pravděpodobně bude do značné míry pokračovat v politice předchozí vlády V. Špidly

V průběhu července byla jednáními mezi stranami vládní koalice postupně vyřešena vládní krize vzniklá odstoupením ministerského předsedy V. Špidly. Kompromis mezi koaličními stranami vedl k tomu, že v poměrně značné míře zůstalo zachováno personální obsazení předchozí vlády a že pravděpodobně zůstane zachováno i její směřování v hospodářské oblasti. I předchozí vláda v řadě otázek ke kompromisu dospívala jen obtížně. Její pozměněná sestava bude navíc omezena nutností co nejvíce vylepšit šance vládních stran ve volbách v roce 2006. Je proto pravděpodobné, že se prostor pro pokračování reforem značně omezí a hrozbou jsou možná populistická opatření. Ministrem financí zůstal B. Sobotka a ministrem hospodářství M. Urban. Prvním důležitým testem nové vlády bude návrh a schvalování rozpočtu na příští rok.

#### Růst průmyslové výroby si udržel vysoké tempo

V květnu průmyslová výroba pokračovala ve „svižném“ růstu, když se zvýšila meziročně o 12,7% (nad tržními i našimi očekáváními 10,1%, resp. 12%), po očištění o kalendářní variace vzrostla o 10,4%. Ještě vyššího tempa růstu dosáhly průmyslové tržby, meziročně o 16,3%. Tržby z přímého vývozu vzrostly o 21,9% (podíl na celkových tržbách činil 49,4%)

Více se vyrábělo zejména v sektoru dopravních prostředků, elektrických a optických zařízení, a hutních výrobků. Naopak jako tradičně výroba poklesla v kožedělném průmyslu. Oživení průmyslové výroby díky postupnému startování nových produkčních kapacit přímých zahraničních investorů a celosvětové (z velké části čínské) poptávce po hutních materiálech postupně zmírňuje tlak na pokles pracovních míst. V květnu se počet zaměstnanců snížil o 9,9 tis. (tj. meziročně o 0,9%). Při pokračování dosavadního trendu se dá očekávat, že se zastaví úplně. To by bylo pochopitelně výrazné odlehčení situace na českém trhu práce, když růst nezaměstnanosti v posledních 3 letech byl tažen zejména tvrdou nákladovou restrukturalizací v průmyslu (tj. propouštěním). Reálné mzdy v průmyslu vzrostly o 5,2%, což při růstu produktivity o 17,3% znamená pokles jednotkových mzdových nákladů o 10,3%. Výrazně rovněž rostl objem nových zakázek jak celkově (o 42,8%), tak i zakázek ze zahraničí (o 52,9%). Nejvyšší objem zakázek získal průmysl dopravních prostředků a hutnictví.

Květnový údaj z průmyslu je pozitivní zprávou o pokračujícím oživení české ekonomiky, což by se mělo postupně projevit i ve zlepšení situace na trhu práce. Avšak i přestože je průmyslová výroba tažena zejména vývozní aktivitou, vliv na celkový hospodářský růst je silně tlumený vysokou dovozní náročností české ekonomiky.

#### V květnu růst maloobchodních tržeb zpomalil

Tržby v reálném vyjádření vzrostly meziročně pouze o 0,5%, což bylo pod tržním konsensem (3,5% y/y) a našim pesimistickým odhadem (2% y/y). Po očištění o sezónní vlivy maloobchodní tržby téměř stagnovaly (+0,1% y/y).

Nízký růst tržeb byl dán zejména poklesem prodeje a oprav automobilů o 5,2% (od počátku roku pokles o 3,7%), což souvisí s letošními změnami v daňových odpisech automobilů. Avšak i růst prodeje v samotném maloobchodě zůstal za očekáváními (zpomalení na 1,6%). Nižší než v minulém roce byl hlavně prodej potravin v hyper-

marketech. Výrazný propad tržeb postihl rovněž příhraniční „duty-free shopy“. Vstup do EU a s tím spojené změny v nepřímých daních a clech se naopak pozitivně projevil na prodejích elektroniky, zboží pro domácnost a rovněž textilu a obuvi.

I přesto, že květnový růst tržeb zůstal opět za očekáváním, spotřebitelská poptávka zůstává v České republice stále poměrně silná. Připomeňme, že nízký růst maloobchodních tržeb byl v prvním čtvrtletí dostatečně kompenzován růstem v jiných segmentech sektoru služeb. Mzdy rostou v reálném vyjádření stále poměrně vysokým tempem a červnové zvýšení úrokových sazeb ČNB má na spotřebitelské půjčky marginální vliv. O tom, zda apetit českých spotřebitelů skutečně klesá, se dozvíme až podle statistik tržeb ve službách (bude zveřejněno 18. srpna). Neočekáváme výrazné zpomalení růstu tržeb ve službách.

Míra nezaměstnanosti v červnu zůstala beze změny na 9,9%

Počet registrovaných nezaměstnaných oproti květnu mírně poklesl na 517,5 tisíc. Pokles počtu nezaměstnaných byl dán nejenom vyřazením žadatelů ze statistik kvůli nástupu do nového zaměstnání, ale rovněž ze sankčních důvodů či na vlastní žádost - odchod do důchodu. Pozitivní zprávou je mírný nárůst volných pracovních míst na 45,4 tisíce (meziročně o 2,5 tisíce více) a tudíž pokles poměru nezaměstnaných na jedno volné pracovní místo na 11,4 (o 0,3 méně v porovnání s červnem 2003). Příznivý je rovněž pokles počtu nezaměstnaných absolventů na 38,4 tisíce. Důvody tohoto poklesu je však třeba hledat spíše v demografickém vývoji.

Nadále se ukazuje, že česká ekonomika není schopna ani při poměrně solidním tempu růstu (více než 3%) generovat dostatek pracovních míst. Očekáváme, že na konci roku registrovaná míra nezaměstnanosti vzroste na 10,5%.

V květnu pokračoval rychlý růst exportu

Květnový zahraniční obchod skončil ve schodku 0,9 mld. Kč po vysokém deficitu v dubnu (10,8 mld. Kč). V květnu dále zrychlila zahraniční výměna zboží, když exporty meziročně vzrostly o 33,9 % a importy o 32,1%. I když je tento nad očekáváním nízký schodek pozitivní zprávou, v jeho hodnocení musíme být opatrní. Výsledek byl totiž silně ovlivněn vstupem do EU, a to jednak vlivem dubnového předzásobení před změnou cel, ale i změnou sběru statistických dat. ČSÚ uvedl, že prozatím postrádá zhruba 15% požadovaných dat. Lze proto očekávat revizi květnových údajů.

Deficit běžného účtu ovlivnila repatriace zisků zahraničních investorů

Běžný účet platební bilance skončil v květnu v mínusu ve výši 8,4 mld. Kč (lehce nad tržním a našim odhadem -7 mld. Kč) po vysokém dubnovém deficitu 19,2 mld. Kč. Při velmi nízkém schodku obchodní bilance (0,9 mld. Kč) byl celkový schodek tvořen zejména výplatami dividend zahraničním vlastníkům a rovněž položkou reinvestované zisky (ve výši téměř 5 mld. Kč). Dodejme, že právě položka reinvestované zisky v případě České republiky výrazně zkresluje jak schodek běžného účtu, tak statistiku přímých zahraničních investic. Jedná se pouze o metodologickou záležitost. V jejich případě nedochází ke skutečnému toku peněz přes hranice a reinvestované zisky tudíž neovlivňují nabídku a poptávku na devizovém trhu. Přebytek na finančním účtu ve výši 11,1 mld. Kč více než dostatečně kompenzoval schodek na běžném účtu. Příliv kapitálu do ČR byl tvořen hlavně přímými zahraničními investicemi (v netto vyjádření 8,7 mld. Kč) a přílivem portfoliových investic (ve výši 1,9 mld. Kč).

Inflace roste, zůstává však velmi tlumená

Spotřebitelské ceny v červnu vzrostly oproti květnu o 0,2% (v souladu s tržním očekáváním a o 0,1 procentního bodu pod naším očekáváním). V meziročním vyjádření byly spotřebitelské ceny vyšší o 2,9%. Celkový růst cen byl tažen zejména sezónními vyššími cenami dovolených (o 4,5%), růstem cen tabákových výrobků (dozvuky lednového zvýšení spotřebních daní), vyššími cenami léčiv a růstem cen finančních služeb.

Poněkud překvapivý byl nepatrný růst cen v restauracích a v závodních jídelnách (o 0,4%, resp. 0,6%). Dalo se očekávat opožděné zvýšení cen ve stravování po květnovém zvýšení DPH v tomto segmentu. Ceny potravin se celkově nezměnily, což je v dost silném rozporu například s Polskem.

Letošní statistiky spotřebitelských cen ukazují, že je v České republice nízkoinflační prostředí. Růst spotřebitelských cen byl doposud tažen zejména faktory, které by neměly být pro měnovou politiku významné - zvýšení nepřímých daní, ceny potravin, ceny surovin. Ukazuje se však, že efekt zvýšení nepřímých daní se ve skutečných spotřebitelských cenách projevuje velmi tlumeně. Posledním důkazem je přeřazení stravovacích služeb do základní sazby DPH. I přes zvýšení této daně o 14 procentních bodů se tyto ceny (podle statistik ČSÚ) doposud v průměru nezvýšily ani o 5%.

Předpokládáme, že inflace (tj. meziroční CPI) na konci roku lehce převyší 3,0%. V roce 2005 by tempo růstu cen však již nemělo přesáhnout 3%. Inflace by tudíž měla směřovat do inflačního cíle ČNB. Tento scénář se částečně shoduje i s očekáváními ČNB podle nové inflační prognózy. Také ČNB počítá se stabilizací inflace a střed jejich predikcí se blíží očekáváním trhu. V komentáři k červnové inflaci ČNB uvedla, že byla o několik desetin procentního bodu nižší než očekávala, především kvůli praktické stagnaci cen potravin.

#### PPI překvapil silným růstem

V červnu pokračoval výrazný růst cen průmyslových výrobců, když naproti tomu tržní stejně jako naše očekávání bylo zpomalení meziměsíčního tempa růstu těchto cen. Oproti květnu ceny vzrostly o 1,1% a v meziročním vyjádření byly vyšší již o 6,2%. Celkový růst průmyslových cen byl podobně jako v předchozích měsících tažen cenami v hutnictví (o 5% m/m) a cenami v koksárenském a petrochemickém průmyslu (o 10% m/m). Samotné ceny železa, oceli a příbuzných materiálů se zvýšily o 11,3%. Podle ČSÚ byl růst cen energetických surovin tažen hlavně cenami koksu (ani ne tak cenami ropy). Cenové pohyby v ostatních složkách PPI byly zanedbatelné.

Letošní růst cen kovů a koksu souvisí s vysokou celosvětovou poptávkou po hutních výrobcích, kdy rovněž čeští hutní výrobci mohutně zvyšují svou produkci (viz údaje o průmyslové výrobě). V červnu jsme očekávali zpomalení rychlého tempa růstu cen kovů v českém PPI s ohledem na předchozí zpomalení růstu těchto cen ve světě. V případě České republiky je však vliv světových cen více opožděný než jsme očekávali.

#### Červnové zvýšení úrokových sazeb bylo schváleno těsnou většinou

Podle zápisu z červnového jednání Bankovní rady hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb 3 členové a 2 byli proti. Podle Minutes se v červnu zveřejněná makroekonomická data shodovala s vyzněním dubnové inflační zprávy. Připomeňme, že s touto zprávou je konzistentní mírný růst úrokových sazeb. I přes nejasnost ohledně přechodných efektů vstupu do EU a změn v nepřímých daních zazněl opět názor, že inflace přeci jenom roste a útlum spotřeby není tak výrazný (díky rychlejšímu růstu mezd a dynamice úvěrů). Na pořad dne přišel i spíše akademický důvod zvyšování sazeb – není dobré dlouhodobě záporné reálné úrokové sazby v prostředí rostoucí inflace růstu HDP. K nastavení sazeb se na tiskové konferenci vyjádřil rovněž člen Bankovní rady Pavel Racocha. Zopakoval důvody pro zvýšení sazeb z Minutes a vyjádřil názor, že sazby mohou do dvanácti měsíců vzrůst až o 100 bp. Podobné názory potom ještě na začátku srpna uvedl i v interview pro týdeník Týden. Naznačil, že úrokové sazby by mohly vzrůst na 3,5%.

#### Podle J. Fraita je současný kurz koruny vyhovující

V interview pro agenturu Bloomberg se k úrokovým sazbám a kurzu koruny vyjádřil i člen bankovní rady ČNB J. Frait. Kurz koruny je podle něj v současnosti na udržitelné úrovni. Ve zbytku roku by měl kurz koruny k euru zůstat v pásmu z prvního pololetí. Frait dále řekl, že inflace pravděpodobně neporoste tak výrazně jak ČNB předpokládala v dubnu. Z dlouhodobého hlediska v ČR nejsou inflační tlaky. V ČR je nízko-inflační prostředí se kterým jsou konzistentní nízké úrokové sazby. Růst sazeb proto může být menší než by odpovídalo dubnové inflační prognóze.

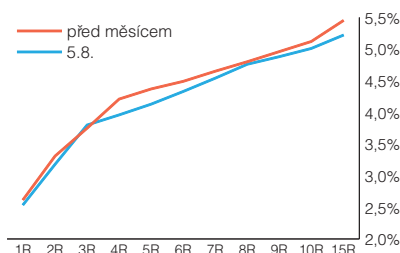
#### Na svém červencovém měnovém zasedání ponechala bankovní rada ČNB úrokové sazby beze změny

Bankovní rada České národní banky se rozhodla na svém měnovém zasedání na konci července ponechat úrokové sazby beze změny. Toto rozhodnutí bylo v souladu s tržním očekáváním. ČNB očekává růst CPI v červnu příštího roku mezi 2,2% až 3,6% a na konci roku mezi 2,3% až 3,7%. Odhady inflace v prvním pololetí provedené ČNB se tak přiblížily k odhadům trhu. Odhad HDP pro letošní rok byl snížen z 3,8% – 4,2% na 3,6% – 4,0% a v příštím roce zvýšen z 3,2% až 4,6% na 3,5% až 4,9%. Podle ČNB je tato prognóza konzistentní s postupným mírným růstem úrokových sazeb. I přesto, že Bankovní rada úrokové sazby nezměnila, porostou letos sazby pravděpodobně ještě o 25-50 bps. Důvodem budou argumenty o neadekvátnosti dlouhodobě záporných reálných úrokových sazeb v prostředí akcelerujícího hospodářství; mírná akcelerace tempa hospodářského růstu (tj. uzavírání produkční mezery); vyšší míra inflace než v době, kdy ČNB sazby snížila až na 2%, a rovněž riziko sekundárních vlivů růstu cen komodit (ropa, kovy).

## Dluhopisové a peněžní trhy

Dluhopisový trh je nastavený na postupný růst rokových sazeb

### Česká výnosová křivka



Obchodování by v srpnu mělo zůstat klidné

Podobně jako ve světě i v ČR počítáme s mírným růstem výnosů

Obchodování na českém dluhopisovém trhu bylo v červenci klidné a aktivita byla nízká. Trh byl na začátku měsíce ovlivněn především dozvuky překvapivého zvýšení úrokových sazeb na červnovém měnovém zasedání ČNB. Ve zbytku měsíce vliv tohoto kroku postupně slábl a především v jeho druhé polovině se na českém trhu výrazněji uplatnil i vliv trendu k lehkému poklesu výnosů ve světě. K poklesu výnosů částečně přispěl i postupný pokles politického napětí s tím jak se dařilo formovat novou vládu. Dalším faktorem podporujícím růst cen (pokles výnosů) byl vysoký zájem v aukcích dluhopisu 3,70/13 a nového tříletého dluhopisu 3,95/07. Na samém konci měsíce dalo další podnět k poklesu výnosů i zasedání bankovní rady, protože na tiskové konferenci po jeho skončení guvernér Z. Tůma řekl, že vzhledem k pozitivnímu vývoji inflace a snížení predikované inflace v její prognóze bude moci ČNB zvyšovat úrokové sazby pomalejším tempem než počítala. Postupný růst úrokových sazeb na neutrální úroveň však bude pokračovat. Výnos desetiletého dluhopisu v průběhu měsíce klesl z 5,20% na 5,00%.

Předpokládáme, že v srpnu bude pokračovat prázdninově klidné obchodování z července. Z domácích faktorů by mohly trh ovlivnit údaje o vývoji inflace, ale pokud nedojde k výraznému překvapení, neměla by být tržní trakce nijak dramatická. Dalším domácím faktorem s potenciálem ovlivnit vývoj na trhu budou aukce dluhopisů. Významnější by měl být vliv vývoje ve světě. V srpnu by podle našeho názoru měly dluhopisy stagnovat.

V půlročním horizontu bude pro trh rozhodujícím faktorem tempo zvyšování úrokových sazeb ČNB. Významný vliv bude mít také podobná aktivita Fedu. Trh bude také sledovat aktivitu v domácí a světové ekonomice a chování cen. Dalšími faktory budou vývoj politické situace, především projednávání rozpočtu na příští rok a vývoj kurzu koruny. Pokud by koruna začala významněji posilovat, podporovalo by to tendenci k poklesu výnosů a zužování rozdílu mezi výnosy českých a evropských dluhopisů. Předpokládáme však, že ve druhém pololetí je pravděpodobnější spíše posun výnosové křivky mírně směrem nahoru kvůli pokračujícímu oživení ve světě a očekávanému růstu úrokových sazeb.

## Devizový trh

Koruna se v červenci udržela v pásmu 31,20 až 31,80

### Kurz CZK / EUR



Střednědobě počítáme s pomalým posilováním koruny

Kurz koruny v červenci pokračoval v kolísání v rozmezí 31,20 až 31,80. V první polovině měsíce byla koruna povzbuzena nečekaným zvýšením úrokových sazeb na konci června, které povzbudilo spekulace na další růst úrokových sazeb. V polovině měsíce se posilování zastavilo na technické hladině 31,20. S přispěním nervozity na politické scéně se trend otočil a kurz se ke konci měsíce vrátil na 31,80.

V srpnu počítáme s pokračujícím kolísáním v dosavadním pásmu. Pouze nečekaný, silný impuls by mohl vést k vybočení, přičemž je podle našeho názoru v takovém případě pravděpodobnější oslabení do pásma 32,20 až 32,50. K takovému vývoji by mohl vést především dramatický růst pesimismu ohledně vývoje světové ekonomiky (ropa, terorismus).

Střednědobě počítáme s mírnou tendencí k posilování koruny, která by měla být podporována konvergencí ČR k úrovni EU. Tento proces však bude relativně pomalý a proto bude poměrně pomalé i očekávané posilování. Střednědobé trendy vyvolané buď změnami očekávání vývoje ekonomiky nebo technickými faktory budou i ve druhém pololetí trend k posilování podle našeho názoru do značné míry překrývat.

## Český akciový trh

Akcie v červenci oslabovaly

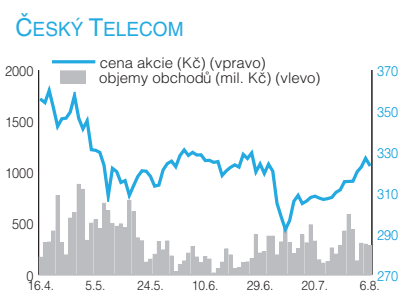
Po červnovém růstu indexy pražské burzy v červenci opět mírně oslabily. Hlavní akcie přitom skončily smíšeně, přičemž rozdíly mezi jednotlivými tituly velmi značné. Důvodů pro mírný pokles bylo několik. Svoji roli sehrály zahraniční trhy, které i přes očekávání růstu pokračovaly v trendu stagnace či mírného oslabování a ani zveřejňované firemní výsledky za 2Q investory nijak neoslbnily. Naopak příliš opatrné výhledy firem na druhou polovinu roku jen prohloubily obavy investorů z toho, že současný růst ziskovosti firem je neudržitelný.



### Pololetní výsledky byly příčinou poklesu některých českých akcií



### Akcie Philip Morris CR zažily poslední červencový den rekordní propad



### Obejmy obchodů opět na vzestupu

Z větší míry ale za poklesem trhu stály domácí důvody - vypršení nároků na výplatu dividend, vládní krize a na konci měsíce i pololetní výsledky. Technickým důvodem bylo vypršení nároku na dividendu u Komerční banky ve výši 200 Kč, na což akcie reagovala logicky 14.července poklesem o 160 Kč. Obavy trhu z horších pololetních výsledků banky stlačil cenu akcie 22.července až 2.418 Kč, ke konci měsíce ale velmi levná akcie opět přitáhla pozornost investorů, kteří její cenu vytáhli zpět nad 2.500 Kč. Pololetní výsledky nakonec dopadly mírně lépe, než trh očekával, což akcii pomohlo k růstu dále nad 2.650 Kč. Podobně díky vypršení nároku na 17 Kč dividendu oslabily 7.července o 15,70 Kč také akcie Telecomu. Akcie poté spadla 9.července až na 292,20 Kč, když trh sdílel obavy z osudu privatizace po demisi vlády Vladimíra Špidly. Ve zbytku měsíce ale akcie téměř všechny ztráty smazala, čemuž pomohly i pololetní výsledky, které byly lepší, než se očekávalo.

ČEZ měl na rozdíl od akcií KB nebo Telecomu zcela opačný vývoj. Akcie nejprve silně rostla až na maximum 203,80 Kč (20.července), kde se trend otočil a investoři začali vybírat zisky. Akcie do konce měsíce zkorigovala na 198 Kč, přesto ale za celý měsíc přidala 7,4% a stala se tak nejziskovějším titulem uplynulého měsíce. Pololetní výsledky ČEZu byly sice na provozní bázi horší než se čekalo, ziskovost ale překonala očekávání a navíc setkání managementu s analytiky 2.srpna mělo jednoznačně pozitivní nádech. Akcie sice zůstává na počátku srpna pod 200 Kč, je ale jen otázkou času, kdy se vrátí zpět nad 200 Kč.

Ostatní tituly skončily smíšeně. Erste Bank kopírovala negativní vývoj na evropských trzích, ale nakonec skončila jen s nepatrnou ztrátou. Zentiva po váhavém startu obchodování v první polovině července stagnovala, nakonec se ale přeci jenom odlepila od té startovací hranice 500 Kč a skončila červenec s růstem o 5,3%. Pololetní výsledky ukázaly solidní růst provozní výkonnosti a silný růst zisku. Naopak výrazně slabší (oproti očekávání) byly pololetní výsledky Philip Morris CR. Akcie proto poslední červencový den oslabila o 12% a zůstává i na počátku srpna v oslabujícím trendu. Unipetrol i České radiokomunikace shodně posílily o 5,1%. Akcie Unipetrolu po řadě negativních spekulací, které v květnu a červnu oslabily akcii z 81 na 72 Kč, přeci jenom během července získala část ztrát zpět. Situace kolem prodeje holdingu polské firmě PKN Orlen ale stále není jednoznačná a tak existuje poměrně silný prostor pro negativní i pozitivní překvapení. Zato jistotu mají akcie Českých radiokomunikací. Poté, co KCP schválila Bivideonu nabídku na odkup za 440 Kč se logicky cena akcie usadila na této úrovni. Lze očekávat, že menšinová akcionářská nabídka Bivideonu ve zvýšené míře využijí, čímž se do budoucna výrazně sníží likvidita akcie. Nejpravděpodobnějším scénářem pro příští rok tak zůstává stažení akcie z obchodování.

### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

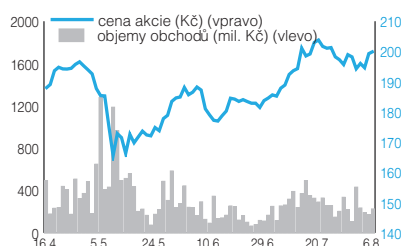
	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.7.	30.6.	1M	3M	12M	2004
PX 50	790.2	793.5	(0.4%)	(3.4%)	38.9%	19.9%
PX-D	1984.0	1994.8	(0.5%)	(2.9%)	41.3%	20.8%
Český Telecom	315.60	319.50	(1.2%)	(7.5%)	8.3%	8.3%
Č. radiokomunikace	441.50	420.10	5.1%	(14.2%)	68.5%	28.0%
ČEZ	198.22	184.59	7.4%	2.2%	63.8%	36.0%
Erste Bank	1 024	1 033	(0.8%)	2.2%	63.6%	28.3%
Komerční banka	2 692	2 937	(8.3%)	(9.3%)	26.9%	11.3%
Philip Morris ČR	15 318	15 945	(3.9%)	(12.9%)	12.5%	(2.6%)
Unipetrol	78.74	74.90	5.1%	(2.8%)	32.0%	18.5%
Zentiva	523	497	5.3%	--	--	7.9%

Objemy obchodů v červenci opět výrazně vzrostly. Po červnovém propadu se tak alespoň přiblížily rekordně vysokým jarním měsícům. Z tabulky je vidět, že nejvíce stouply obchody s akciemi Komerční banky, Českého Telecomu a ČEZu. Rekordní obchody se uskutečnily s akciemi Komerční banky ve dnech okolo 12 - 14.7., tj. v době těsně před a těsně po vypršení nároku na dividendu, a také na konci měsíce, kdy firmy zveřejňovaly pololetní čísla. Jistý objem přidal i první měsíc obchodování s akciemi Zentivy. Celkový objem obchodů s akciemi stoupl na 33,9 mld. Kč po červnových 24,5 mld. Kč. Denní průměr se zvýšil na 1,7 mld. Kč.

	červenec 2004		červen 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	15.4	45.5	8.5	34.9
Český Telecom	6.2	18.3	3.4	13.8
ČEZ	5.5	16.3	4.1	16.7
Zentiva	2.2	6.6	0.5	2.0
Erste Bank	2.0	5.8	2.4	9.8
Philip Morris ČR	1.6	4.8	1.9	7.8
České radiokomunikace	0.7	1.9	2.2	8.9
Unipetrol	0.3	0.9	1.5	6.1

## ČEZ se postupně stává mocnou středoevropskou firmou

### ČEZ



Pololetní výsledky potvrdily růstové trendy -

- roste poptávka po elektřině, podíl na domácím trhu i velkoobchodní ceny

ČEZ ale zisku trochu pomohl tím, že začal dividendy z dceřiných společností o čtvrtletí dříve než loni

Pololetní výsledky ČEZu (na provozní úrovni) byly sice horší, než trh očekával, meziročně růst byl ale i tak velmi silný a proto lze i 2Q považovat za provozně velmi úspěšné období, i když někteří analytici očekávali ještě silnější vývoj. Na úrovni čistého zisku ČEZ pozitivně překvapil. Hlavním důvodem lepšího než očekávaného zisku ale byla opět změna účetní metodiky, a to konkrétně účtování dividend od dceřiných společností. Na rozdíl od minulých let, kdy se dividendy účtovaly do finančních výnosů až v tom čtvrtletí, ve kterém byly vyplaceny, ČEZ nyní začal dividendy již ve druhém čtvrtletí s tím, že rozhodujícím kritériem není datum výplaty, ale datum schválení dividendy valnou hromadou příslušné dceřiné společnosti. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku tak vzrostly z 202 mil. Kč v 1H/2003 na 1.679 mil. Kč letos, což je vliv, se kterým zřejmě nikdo nepočítal. Např. jen podíl na mimořádné dividendě Severočeských dolů činí 785 mil. Kč. Dividenda byla přitom vyplacena až 9. července.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb se meziročně zvýšily o 16,8% na 31.14 mld. Kč. Důvodem růstu tržeb byl především zvýšený prodej elektřiny v ČR. Poptávka po elektřině v ČR se totiž meziročně zvýšila o 3,5%, přičemž ČEZ zvýšil svůj podíl na domácím trhu z 64,5% na 66,8% (podíl ČEZ na krytí poptávky vč. nákupů). Celkem tak ČEZ prodal v ČR o 23,6% (o 4,6 TWh) více elektřiny. Část domácích prodejů ale byly ve skutečnosti exporty (vysvětlení dále v textu), takže reálně ČEZ zvýšil objem prodané elektřiny v tuzemsku o 13,7% (o 2,7 TWh). ČEZ navíc letos prodává za vyšší velkoobchodní ceny než loni. Průměrná velkoobchodní prodejní cena elektřiny v tuzemsku stoupla meziročně z 854 Kč / MWh na 902 Kč / MWh. Lepší velkoobchodní ceny ČEZ nasmlouval již na konci loňského roku a odrážejí rostoucí ceny především na trzích v sousedním Německu. Export naopak letos zaostává za loňským rokem, což je ale známý fakt, který byl již opakovaně vedením ČEZ vysvětlován a námi komentován. Jde o to, že především Německo snížilo přeshraniční kapacity pro přenos elektřiny kvůli tomu, že potřebuje mít k dispozici rezervy pro případ špatných povětrnostních podmínek, které by omezovaly výkon větrných elektráren v Bavorsku. ČEZ tak nemůže exportovat tolik elektřiny, kolik by mohl a kolik vyvážel loni. Meziročně klesl deklarovaný vývoz elektřiny o 33,5% na 5,84 TWh. Skutečný export je ale vyšší, protože v důsledku nových pravidel je vyžadováno, aby každý vývozce (ČEZ) měl na přeshraničním profilu při dodávce jen jednoho zahraničního partnera, který splňuje požadavky příslušné přenosové soustavy. ČEZ je tak nucen část produkce určené na vývoz prodávat již v ČR, čímž dochází k mírnému nadhodnocení domácích tržeb a naopak k podhodnocení exportu. Pokud by se i tyto prodeje započítaly jako export, meziročně by vývoz klesl jen o 11,3% na 7,79 TWh. Pokles objemu vyvezené elektřiny je ale kompenzován 30% růstem exportních cen, celkově tak tržby za export jsou meziročně zhruba srovnatelné.

Nárůst přidané hodnoty o 15% při téměř stabilním vývoji osobních nákladů a odpisů zvýšil provozní zisk o 42% na 6,15 mld. Kč. Ve finančních výnosech se (jak již bylo řečeno) objevily dividendy od dceřiných společností ve výši 1,68 mld. Kč. V loňském prvním pololetí ČEZ do finančních výnosů účtoval jednorázový zisk z prodeje 66% ČEPS ve výši 12,5 mld. Kč, který tak zvedl úroveň čistého zisku na 12,33 mld. Kč. proto nelze meziročně srovnávat úroveň čistého zisku. V letošním prvním pololetí ČEZ žádný mimořádný finanční zisk neúčtoval, proto zisk meziročně klesl o 68% na 3,92 mld. Kč. Je nutné ještě dodat, že v letošním prvním čtvrtletí ČEZ z důvodů změny metodiky účtování derivátů vykázal mimořádnou ztrátu 1,1 mld. Kč. Tato ztráta

je jednorázová a neopakovatelná, ale ovlivní ziskovost za celý letošní rok. Pokud bych tedy odbourali všechny jednorázové efekty (loni prodej 66% ČEPS a Teplárny Náchod, letos změna metodiky účtování derivátů), ČEZ by letos zvýšil zisk o 20% na 4,7 mld. Kč.

DAIší mimořádné zisky přijdou ve druhém pololetí

Ve druhém pololetí bude mít ČEZ další jednorázové finanční příjmy, které posunou letošní nekonsolidovaný zisk někam blízko k úrovni 10 mld. Kč nebo mírně nad 10 mld. Kč. Prodej 34% PRE za 4,4 mld. Kč vynese účetní zisk 1 mld. Kč, protože čistá účetní hodnota tohoto podílu v aktivech ČEZ je 3,4 mld. Kč (ČEZ sice koupil tento podíl loni v dubnu za 3,82 mld. Kč, na konci roku ale k němu vytvořil opravnou položku ve výši 421 mil. Kč). Pokud současně prodá i 34% podíl v ČEPS za 6,5 mld. Kč (účetní hodnota tohoto podílu je 1,4 mld. Kč), bude celkový hrubý finanční zisk z obou transakcí činit 6,1 mld. Kč. Přidejme prodej budovy v centru Prahy a dostaneme se k číslu 6,5 mld. Kč. ČEZ letos čeká zisk bez mimořádných položek ve výši 5,5 - 6 mld. Kč. Včetně mimořádných položek by zisk měl činit 9,8 mld. Kč. Podle našich předpokladů by to mohlo být i mírně nad 10 mld. Kč.

POzitivní trendy by měly trvat nejméně do konce roku

Z předchozího textu vyplývá, že výsledky ČEZu jsou letos zatím významně lepší než v loňském roce, a to i přes to, že jde o nekonsolidovaná čísla. Hlavními důvody letošního příznivého stavu jsou, jak již bylo řečeno, růst domácí poptávky po elektřině, růst domácích velkoobchodních cen a růst podílu na trhu. Předpokládáme přitom, že tento stav potrvá nejméně do konce letošního roku. Svoji roli samozřejmě hrají i úspory na straně osobních nákladů, které meziročně vzrostly jen o 2,2%.

Dlouhodobá budoucnost firmy také není špatná

ČEZ je druhým největším evropským vývozcem elektřiny (po Francii). V řadě evropských zemí sílí poptávka po elektřině, přičemž klasická energetická zařízení zastarávají, nová jaderná zařízení se (až na výjimky) nestaví, vodní zdroje mají nízkou účinnost vzhledem k loňskému a letošnímu suchu a ostatní obnovitelné zdroje jsou nestabilní. ČEZ má po uvedení jaderné elektrárny Temelín do provozu dostatek zdrojů elektřiny a mohl by vyvážet mnohem více, kdyby tomu nebránily limitované přeshraniční profily. Je pravděpodobné, že závislost některých evropských zemí na dovozu elektřiny se bude s růstem evropské ekonomiky a zastaráváním energetických zdrojů spíše zvyšovat, což samozřejmě nahrává společnostem typu ČEZ, které mají nadbytečné zdroje. V této souvislosti má svoji logiku účast v soutěži na koupi Slovenských elektráren, které vlastní dvě jaderné elektrárny a jeden rozestavěný reaktor, který by mohl být relativně levně dostavěn. Právě export konkurenceschopné české a slovenské elektřiny vyráběné v levných jaderných zařízeních je jedním z budoucích pozitivních oblastí, které mohou zajistit ČEZu mimořádné postavení mezi evropskými energetickými exportéry a s tím spojený i ekonomický profit.

Expanze v regionu dostává reálné obrisy

Druhou pozitivní oblastí je expanze firmy v regionu střední a východní Evropy. ČEZ zatím vyhrál tender na tři bulharské distribuční společnosti a účastní se dále tendru na dvě rumunské distribuční společnosti a koupi Slovenských elektráren. ČEZ bude moci až do roku 2010 každoročně utratit cca 0,5 mld. eur na expanzi. ČEZ přitom sleduje všechny potenciální tendry od Německa přes státy bývalého Sovětského Svazu až po Blízký Východ. Tato strategie je správná, protože v řadě východoevropských zemí bude ČEZ moci uplatnit svoje energetické know-how a ze zaostalých sítí postupně budovat fungující průmysl. Prostor pro růst poptávky po elektřině především na Balkáně je enormní vzhledem k zaostalosti některých regionů. Rizikem je v tomto případě možnost přeplacení některých akvizic, příp. ochabení podpory státu jakožto většinového akcionáře společnosti.

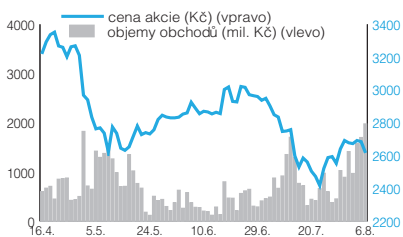
ČEZ má před sebou, zdá se, pozitivní budoucnost. V krátkodobém horizontu sice může cena akcie kolísat, dlouhodobě jsme ale přesvědčeni, že akcie dál poroste.

### Pololetní výsledky Komerční banky nebyly příliš přesvědčivé

Dojem z pololetních výsledků smíšený

Obavy, že výsledky za 1. pololetí nebudou příliš dobré, stlačily v červenci akcie banky podstatně dolů. Kromě toho banka v polovině měsíce vyplatila dividendu, což podle očekávání dále srazilo cenu akcie. Pololetní výsledky, které banka zveřejnila 29. července a na které trh netrpělivě čekal, byly sice lepší, než se očekávalo, celkový dojem ale zůstal smíšený. Akcie v červenci poklesly o 8,3 %, resp. 245 Kč, na 2692 Kč, ale během měsíce jejich cena spadla až na 2418 Kč. Avšak vezmeme-li v úvahu vyplacení hrubé dividendy 200 Kč, akcie v červenci dle našich očekávání stagnovaly. Třebaže akcie je od dubna ve ztrátě, za celý letošní rok zůstává stále 11% v zisku

## KOMERČNÍ BANKA



## Úrokové výnosy sice rostou ...

díky vysokému růstu na začátku roku.

I když výsledky za 1. pololetí (IFRS, nekonsolidované) byly lepší, než se obecně očekávalo, a okamžitá reakce trhu byla pozitivní, náš dojem z prezentovaných čísel byl spíše lehce negativní. Hlavním důvodem lepších než očekávaných výsledků byly totiž příjmy, které nepatří mezi základní zdroje podnikání banky: mimořádně vysoké a neočekávané dividendy od dceřiných společností. Ve srovnání s přepočítanými výsledky za 1. pololetí 2003 (v r. 2004 banka zavedla novou účetní politiku pro portfolio cenných papírů, které jsou určené k prodeji) se čistý zisk snížil o 4,8 % na 3,9 mld. Kč a provozní zisk zvýšil o 4,7 % na 5,3 mld. Kč. Obě čísla byla lepší než očekávaných 3,66 mld. Kč, resp. 5,2 mld. Kč. Avšak bez vlivu mimořádných dividend od dceřiných společností v hodnotě 322 mil. Kč by jak výnosy, tak i provozní zisk a čistý zisk byly horší než očekávání analytiků.

Zatímco čisté úrokové výnosy vzrostly více než jsme předpokládali, čisté výnosy z poplatků a provizí byly nižší, než se očekávalo. Příznivého vývoje čistých úrokových výnosů bylo dosaženo díky pozitivnímu vlivu rostoucího objemu půjček malým a středním podnikům a retailu. Celkový objem hypoték fyzickým osobám se zvýšil o 45% na 26 mld. Kč a spotřebitelské půjčky o 17% na 9,5 mld. Kč. Rovněž půjčky malým podnikům se zvýšily o 47% na 8,4 mld. Kč. Banka má rovněž prospěch ze zvětšování objemu peněz, který jde z termínovaných účtů na nízkouročené běžné účty. Čistá úroková marže se proto za celé první pololetí zvýšila na 3,0% oproti 2,9% v 1. čtvrtletí 2004. Ve stejném období loni ale byla čistá úroková marže vyšší - 3,1%. Očekáváme, že čisté úrokové výnosy se budou v dalším období zvyšovat jen postupně navzdory rostoucím úrokovým sazbám (po červnovém zvýšení sazeb o 25bp předpokládáme další jedno nebo dvě zvýšení o 25bp). Důvodem je skutečnost, že navzdory rostoucím objemům půjček jsou marže, a to zvláště na hypotékách, kvůli silné konkurenci na trhu velmi nízké. Na druhé straně rostoucí počet transakcí by měl zlepšit příjem z poplatků a provizí.

## ... rostou ale také provozní náklady

Mírně negativním překvapením byla též úroveň provozních nákladů. Zatímco se obecně očekávalo jejich mírné snížení, náklady se zvýšily téměř o 1% na 5,9 mld. Kč, třebaže banka nemá žádné restrukturalizační náklady jako v minulém roce. Hlavním důvodem jsou stabilní administrativní a personální náklady, i když počet pracovníků se snížil o 12 %, a stoupající odpisy. Náklady také ovlivňují vyšší DPH, příspěvky do Fondu pojištění vkladů a vyšší investice do informačních technologií. Z tohoto důvodu očekáváme, že banka již nebude profitovat z úspor nákladů ve srovnání s minulým rokem, kdy provozní náklady klesly o 8 %.

## Banka překvapila větší tvorbou opravných položek

Jiným tak trochu překvapivým vývojem bylo vytvoření vyšších rezerv, než se očekávalo. Zatímco náklady rizika (poměr nově vytvořených opravných položek vůči objemu nově vytvořených klientských úvěrů) zůstaly na celkem nízké hodnotě 0,45%, což naznačuje, že kvalita úvěrového portfolia je dobrá, banka zaúčtovala opravné položky k portfoliu CDO celkově ve výši 342 mil. Kč, z čehož 218 mil. Kč zaúčtovala do výkazu zisku a ztrát (jako náklad) a 124 mil. Kč přímo do vlastního kapitálu.

## V srpnu čekáme stagnaci

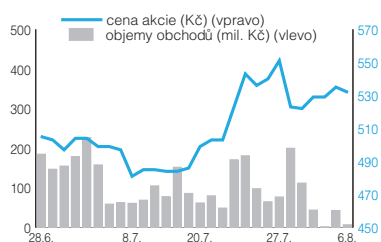
Třebaže se akcie zdají být v tomto okamžiku levné, nevěříme v rychlý návrat zpět na úroveň 3.000 Kč. Zveřejněné pololetní výsledky nejsou pro nás, ale domníváme se, že ani pro trh, nijak přesvědčivé. Z tohoto důvodu se domníváme, že pokud akcie vzrostou, investoři by mohli spíše inklinovat k vybírání zisků. Očekáváme proto, že akcie budou tento měsíc stagnovat na úrovni kolem 2.700 Kč.

## Zentiva zahájila první měsíc obchodování na pražské burze úspěšně

Investoři na pražské Burze cenných papírů uvítali na konci června Zentivu, největší farmaceutickou společnost operující na českém a slovenském trhu. Zentiva úspěšně zahájila veřejnou nabídku v Praze, první v desetileté historii Pražské burzy cenných papírů. Od počátku obchodování byla likvidita akcií Zentivy výborná, čímž se akcie zařadila mezi čtyři nejlikvidnější tituly pražské burzy.

Zentiva uveřejnila minulý týden své první prozatímní konsolidované výsledky. Stručně řečeno, tržby se meziročně zvýšily o 8,4% na 5.188 mil. Kč, provozní zisk meziročně stoupl o 8,8% na 1.312 mil. Kč a čistý zisk meziročně vyskočil o 33,5% na 753 mil. Kč. Meziroční tempa růstu jsou založena na srovnatelném základě, tj. na pro-forma výsledcích za 1. pololetí 2003, které v sobě zahrnují akvizici a sloučení Slovakofar-

## Zentiva



Zentivě klesají tržby na Slovensku, ale prudce rostou v Polsku a Rusku

my, jako kdyby ji společnost získala 1. ledna 2003. Tržby Zentivy se na českém trhu meziročně zvýšily o 10 % a celkově činily v 1. pololetí 2004 60 % celkových tržeb. Tržby na Slovensku se ale vyvíjely opačným směrem. Nové tržní ustanovení zavedené v listopadu 2003 jakož i postupná redukce starších produktů způsobily na Slovensku v 1. pololetí letošního roku 9,1% pokles prodeje léčiv. Zentiva ale dosáhla podstatně vyššího růstu v zahraničí. Její tržby meziročně vyskočily v Polsku o 148% a v Rusku o 58% (i když u obou z relativně nízkého základu). Důležité je, že výsledky za 1. pololetí 2004 ukázaly, že společnost je schopna generovat užitek z akvizice Slovakofarmy a zdokonalování řady výrobků. Hrubá marže Zentivy vzrostla v 1. pololetí 2004 z 56,7% na 63,8%. Na provozní úrovni byly tyto zisky částečně vykompenzovány rostoucím prodejnými a marketingovými náklady doprovázejícími expanzi exportu jakož i vyššími administrativními náklady zvýšenými v důsledku nákladů na emise akcií. Provozní marže tudíž zůstala v meziročním srovnání prakticky na stejné úrovni (25,3 % v 1. pol. 2004 oproti 25,2 % v 1. pol. 2003 pro-forma). Nižší úroveň dluhu spolu s jeho restrukturalizací pomohly zlepšit zisk z finančních operací. Nižší efektivní daň měla dále pozitivní vliv na zisk.

Firmě roste provozní i volné cash flow

Firma zvýšila během prvního pololetí cash flow z provozní činnosti o 58% na 855 mil. Kč. Cash flow z investiční činnosti se zvýšilo z 92 mil. Kč na 357 mil. Kč. Volné cash flow se tak zvýšilo o 10% na 499 mil. Kč. V tomto případě nejsou k dispozici srovnatelná pro-forma data a meziročně tak tyto výsledky lze jen těžko srovnávat. Volné cash flow spolu s prostředky za úpis nových akcií v hodnotě 2,3 mld. Kč společnost použila na splacení půjček. Součet krátkodobých a dlouhodobých závazků firmy tak poklesl během prvního pololetí o 3 mld. Kč na 2,9 mld. Kč, přičemž vlastní kapitál firmy se naopak zvýšil o 3,4 mld. Kč. Zadluženost (podíl závazků a vlastního kapitálu) se tak prudce snížila z 2,46 na 0,50.

Management čeká letos výrazně vyšší zisky než loni

Zveřejněné výsledky považujeme za velmi povzbudivé. Navíc na setkání s novináři řekl finanční ředitel P. Šulc, že letošní čistý zisk bude podstatně lepší než loňský (903,5 mil. Kč) kvůli nižší efektivní daňové sazbě a nižším úrokovým nákladům. Podle našeho názoru bylo načasování emise nových akcií správné. Zentiva se vrátila na kapitálové trhy v době, kdy je připravena sklízet užitek z nedávné restrukturalizace i nové strategie vývozu.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### Privatizace Českého Telecomu by mohla být zahájena v září

Prodej 51% státního podílu ve společnosti Český Telecom by mohl být zahájen již v září, pokud se do té doby podaří vytvořit novou vládu. Podle místopředsedy výkonného výboru FNM Pavla Kutý je pravděpodobné, že strategii privatizace Českého Telecomu projedná nový kabinet, pravděpodobně nejdříve v září. Mluvčí ministerstva financí potvrdil pravděpodobné zpoždění. (Zdroj: Reuters 9.7.2004)

#### Místopředseda FNM Pavel Kuta komentoval pro Bloomberg privatizaci Telecomu

Místopředseda FNM Pavel Kuta poskytl agentuře Bloomberg v pátek 16.července telefonické interview. Kuta v rozhovoru uvedl, že poradci pro privatizaci Telecomu již navrhli nejlepší způsob prodeje státních akcií Telecomu. Vláda by podle Kutý měla ustavit meziresortní komisi, která doporučení poradce předloží vládě. Vláda by měla doporučení projednat v září, příp. na konci srpna. Podle Kutý nedojde k žádnému zpoždění v privatizaci nebo bude zpoždění jen relativně malé. Na otázku, zdali budou akcie prodány přes kapitálový trh, Kuta odpověděl, že tato varianta je možná, jen pokud by byl nízký zájem investorů. Současně ale Kuta dodal, že podle jeho informací bude zájem relativně vysoký. (Zdroj: Bloomberg 16.7.2004)

#### Telekom Austria nemá zájem o podíl v Českém Telecomu

Rakouská telekomunikační spol. Telekom Austria popřela zprávu, že má zájem získat podíl v Českém Telecomu. Mluvčí firmy uvedl, že svůj zájem hodlá zaměřit pouze na mobilní operátory, a že firma usiluje o nové akvizice hlavně v jihovýchodní Evropě. (Zdroj: Reuters 12.7.2004)

#### Podle generálního ředitele čeká Telecom před privatizací silnou ziskovost

Český Telecom by si měl před plánovanými prodeji udržet solidní ziskovost i přes pokračující pokles tržeb, řekl generální ředitel Gabriel Berdár v rozhovoru pro agenturu Reuters. Berdár dále uvedl, že výsledky firmy za druhý kvartál nepřinesou žádná výrazná překvapení a že operátor pokračuje ve snižování nákladů, aby se vyrovnal s poklesem tržeb způsobených pokračujícím posunem u hlasových služeb od pevných linek k mobilním technologiím. Berdár potvrdil, že Český Telecom v tuto chvíli neplánuje žádné akvizice. Zčásti kvůli nadcházející privatizaci, ale také proto, že firma ještě

dokončuje vlastní restrukturalizaci. Berdár také dodal, že prozatím se nezdá, že by Telecom musel letos zase postoupit k odpisování majetku jako loni. (Zdroj: Reuters 12.7.2004)

#### Eurotel spustil rychlý mobilní internet přes CDMA

Eurotel začal 2.srpna nabízet rychlé neomezené mobilní připojení k internetu prostřednictvím technologie CDMA. Připojení přes USB modem o rychlosti až 800 kbit/s vyjde na 1070 Kč měsíčně. Průměrná rychlost stahování dat by se měla pohybovat kolem 256 kbit/s, uvedla firma. Služba poskytovaná na kmitočtech starší analogové hlasové sítě 450 MHz s předčíslem 601 bude zpočátku dostupná 70% populace ČR. Eurotel musel se spuštěním služby počkat na povolení ČTÚ, kterému předcházelo vyhodnocení zkušební provozu služby. Původně firma plánovala její komerční nabídku již na květen. Eurotel do jeho vývoje již investoval údajně 400 mil. Kč. Eurotel je jediným mobilním operátorem, který vlastní licenci pro frekvence CDMA. Konkurenční T-Mobile, který o kmitočty na CDMA rovněž neúspěšně usiloval, oznámil, že koncem roku nabídne rychlý přístup z mobilu na internet prostřednictvím technologie EDGE. Technologie CDMA by měla umožnit přístup na internet pomocí mobilních telefonů s pěti až desetinásobnou rychlostí než je současná technologie GPRS. Ta umožňuje rychlost jen kolem 50 kbit/s za cenu kolem 800 Kč měsíčně. (Zdroj: ČTK 20.7.2004 a 2.8.2004)

#### Výsledky Českého Telecomu za 1H/04 překonaly očekávání trhu

Konsolidované výsledky (podle IFRS) významně překonaly očekávání analytiků. Výnosy stouply o 23% na 31,1 mld. Kč, EBITDA vzrostl o 22% na 15,2 mld. Kč a čistý zisk se zvýšil o 46% na 3,33 mld. Kč. Trh přitom čekal výnosy 30,25 mld. Kč, EBITDA 14,9 mld. Kč a zisk 2,62 mld. Kč. Důvodem silného meziročního zvýšení tržeb a zisku byla především změna v konsolidaci Eurotelu. V roce 2003 Telecom konsolidoval jen 51% výsledků Eurotelu, po dokoupení zbylých 49% ale od prosince 2003 konsoliduje Eurotel ze 100%. (Zdroj: Reuters, ČTK 29.7.2004)

### České radiokomunikace

#### Bivideon zveřejnil nabídku na odkup akcií Českých radiokomunikací

Dne 5.srpna zveřejnil Bivideon v Hospodářských novinách nabídku na odkup akcií Českých radiokomunikací za cenu 440 Kč / akcii. KCP nabídku schválila mi-

nulý týden. Dobrovolná nabídka převzetí má parametry povinné nabídky převzetí. Pokud Bivideon překročí hranici 75% podílu na hlasovacích právech (nyní vlastní 71,9% podíl), nebude povinen uskutečnit další nabídku převzetí. Nabídka je závazná po dobu pěti týdnů, tj. do 9.září. V inzerátu Bivideon uvádí, že doposud neučinil rozhodnutí, zda v nejbližší době podpoří výplatu dividendy. V dalším textu uvádí, že stejně tak doposud neučinil rozhodnutí, zdali v nejbližší době předloží valné hromadě návrh na vyřazení akcií z obchodování na veřejných trzích, ale nelze vyloučit, že valná hromada společnosti v budoucnu takový návrh schválí.

#### Zisk Českých radiokomunikací za 1. pololetí klesl

České radiokomunikace vykázaly za 1. pololetí pokles zisku před zdaněním o 44% meziročně na 39 mil. korun hlavně kvůli klesajícím tržbám z datových a telekomunikačních služeb. Zisk byl hluboko pod očekáváním. Celkové výnosy klesly o 6,1% na 1,1mld. korun proti loňskému prvnímu pololetí. Na provozní úrovni se firma dostala do ztráty 31 mil. korun oproti zisku 25 milionů před rokem. Výsledky jsou nekonsolidované podle českých standardů

### ČEZ

#### ČEZ má kupce na 34% v Pražské energetice

ČEZ oznámil, že prodá 34% v Pražské energetice finanční skupině J&T za 4,4 mld. Kč. ČEZ získal 34% podíl v PRE od FNM v dubnu 2003, podle rozhodnutí ÚOHS ho ale musel do jisté doby zpětně prodat. Prodejní cena 4,4 mld. Kč je vyšší než cena 3,82 mld. Kč, za kterou ČEZ podíl od FNM kupoval. Navíc ČEZ na konci roku 2003 vytvořil k hodnotě této investice opravnou položku ve výši 421 mil. Kč, čímž účetní hodnota tohoto podílu v aktivech ČEZ klesla na 3,4 mld. Kč.

#### ČEZ získal tři bulharské energetické distributory za 281,5 mil EUR

Bulharská vláda oznámila vítěze soutěže na koupi elektroenergetických distribučních společností. ČEZ získá 67% podíl ve třech distributorech v západním Bulharsku za 281,5 mil eur. Rakouská EVN získala distributory v jihovýchodním a německý E.ON v severovýchodním Bulharsku. Transakce má být dokončena na podzim. Západní skupina, která má 1,9 mil. klientů, obsluhuje hlavní město Sofii a okolní region. Tři společnosti, které tuto skupinu tvoří, mají akciový kapitál ve výši zhruba 2,7 mil. eur a ročně prodají 7,6 TWh elektrické energie.

#### Stát chce koupit od ČEZu jeho 34% podíl v ČEPS

Stát hledá způsob, jak od ČEZ odkoupit jeho 34% podíl v ČEPS. ČEZ na prodej podílu vypsal soutěž, která končí 3. srpna. Mluvčí MF Radek Němeček uvedl, že stát bude chtít podíl koupit, pokud ČEZ v soutěži nevybere nového vlastníka. Mluvčí zároveň sdělil, že odkupní cena nesmí být vyšší než tržní cena stanovená na základě znaleckého odhadu a potvrdil, že předběžné odhady hodnotí podíl na 6,5 mld. Kč. ČEZ musí podíl prodat do 20. září, aby vyhověl loňskému rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže (ÚOHS). ČEZ prodal loni v dubnu 66% podíl v ČEPS za 15,2 mld. Kč. Účetní hodnota 34% podílu v ČEPS v aktivech ČEZ je 1,39 mld. Kč.

### ČEZ podal závaznou nabídku na koupi Slovenských elektráren

ČEZ podal 28.7. závaznou nabídku na koupi 66% podílu ve Slovenských elektrárnách. ČEZ podal nabídku na celou společnost včetně jaderných aktiv, součástí nabídky ale nejsou vodní elektrárna Gabčíkovo a dva jaderné reaktory v jaderné elektrárně Bohunice: Již odstavený reaktor A1 a jaderný reaktor V1, který by měl být odstaven v letech 2006 – 2008. ČEZ pouze nabídl, že bude tyto reaktory provozovat. Důvodem tohoto postupu jsou podle mluvčího ČEZu Kříže nutnost vysokých investic do těchto zastaralých zařízení. Nabízená cena nebyla zveřejněna. Podle některých analytiků by cena za 66% podíl v SE mohla činit 300 – 400 mil. dolarů. Z pěti předběžných uchazečů podali závazné nabídky čtyři: ČEZ, ruský Unified Energy System (UES), rakouský Verbund a italský Enel. Verbund ale má zájem koupit pouze klasická energetická zařízení, nikoliv jaderná. Slovensko přitom dává přednost privatizaci celé společnosti, tj. včetně jaderných zařízení. Privatizační poradce PriceWaterhouseCoopers, by měl předat svoje doporučení řídicí komisi do 12. srpna. Ministr Hospodářství Pavol Rusko v této souvislosti uvedl, že budou-li finální nabídky strategických investorů v privatizačním tendru příliš nízké, vláda může prodej 66% podílu ve Slovenské elektrárně stáhnout.

### ČEZ podá předběžnou nabídku v privatizaci rumunských distribučních společností

ČEZ potvrdil, že podá nabídku v privatizaci dvou rumunských distributorů elektrické energie - Electrica Oltenia a Electrica Moldova. Konečný termín pro podání závazných nabídek je 22. září. Dalšími zájemci o privatizaci těchto společností jsou americký AES, řecký Public Power, německý E.ON a španělský Union Fenosa. Electrica Oltenia obsluhuje 1,3 mil. klientů a celkový roční objem dodané elektřiny činí 6,8 TWh. Electrica Moldova obsluhuje 1,3 mil. klientů a ročně dodá

4,1 TWh elektřiny.

### ČEZ hledá investiční příležitosti ve střední a východní části Evropy

V rozhovoru s agenturou Dow Jones Newswires generální ředitel ČEZu Martin Roman uvedl, že ČEZ hledá investiční příležitosti ve všech státech bývalé Jugoslávie, v Moldavsku, na Ukrajině, v Bulharsku a také v Rakousku a v Německu. Roman dodal, že zatím odložené jsou akvizice v Maďarsku a také popřel, že by se ČEZ již rozhodl podat nabídku na koupi polské distribuční společnosti Polskie Sieci Elektroenergetyczne (PSE). Podle Romana má ČEZ každý rok volných 500 mil. eur na akvizice, aniž by musel zvyšovat zadlužení společnosti.

### ČEZ zvažuje stavbu uhelných elektráren v zahraničí

ČEZ zvažuje, že postaví nové uhelné elektrárny ne v ČR, ale ve východním Německu nebo jihozápadním Polsku, píše v dnešním vydání týdeník Euro. Podle doboře informovaného zdroje se firma poohlídí po možných lokalitách. Těmi mohou být hnědouhelný důl Laubag v Sasku nebo oblast okolo elektrárny Turow v Polsku. Obě lokality jsou blízko české hranice a na rozdíl od ČR nemají žádné limity na těžbu hnědého uhlí. Informaci Eura ale mluvčí společnosti ČEZ Ladislav Kříž popřel s tím, že v současné době nemá ČEZ žádné konkrétní plány týkající se výstavby elektráren v zahraničí. Kříž řekl, že ČEZ zvažuje různé varianty a do budoucna posoudí i možnost výstavby elektráren v EU, ale nyní žádný konkrétní záměr neexistuje.

### ČEZ bude vyplácet budoucí dividendy na spodním okraji plánovaného rozsahu

Náměstek ministra průmyslu V. Srba řekl, že ČEZ bude pravděpodobně muset vyplácet dividendy na spodním okraji plánovaného rozsahu 4,50-9,00 Kč kvůli akvizicím. Popřel dřívější informace, že by letos ČEZ mohl vyplatit mimořádnou dividendu. Letos ČEZ vyplatil dividendu 8 Kč / akcii.

### První blok Temelína opět dodává elektřinu do sítě

První blok elektrárny Temelín začal 14. července znovu dodávat elektřinu do sítě. Reaktor byl kvůli plánované tříměsíční revizi mimo provoz od 17. dubna. Reaktor energetici znovu nastartovali 7. července. Při plánované tříměsíční odstávce technici vyměnili čtvrtinu paliva a zkontrolovali technologické zařízení včetně tlakové nádoby reaktoru.

### ČEZ zveřejnil nekonsolidované výsledky za 1H podle českých standardů

Zatímco tržby a EBIT společnosti ČEZ za 1H/04 zaostaly za očekáváním, čistý zisk očekávaní překročil. Tržby vzrostly o

17% na 31,1 mld Kč, mírně pod očekáváním trhu 32,1 mld Kč. EBIT rostl o 42% na 6,15 mld Kč, opět pod očekáváním trhu 6,69 mld Kč. Čistý zisk klesl o 69% meziročně na 3,92 mld Kč. Loňský zisk byl ovlivněn mimořádným příjmem z prodeje přenosové společnosti ČEPS ve výši 15,2 mld Kč. Přes meziroční pokles překonal čistý zisk podstatně očekávání analytiků. Jedním z hlavních důvodů byly mnohem vyšší výnosy z dlouhodobých finančních investic, do kterých ČEZ počítá dividendy dceřinných společností. Kvůli změně v metodologii výpočtu čistého zisku, která započítává dividendy ihned po jejich schválení valnou hromadou dceřinné společnosti bez ohledu na to zda byla dividendy zaplacená nebo ne, vzrostly výnosy z dlouhodobých investic z 200 mil. Kč na 1,68 mld Kč, což pozitivně ovlivnilo zisk. ČEZ očekává, že letošní čistý nekonsolidovaný zisk bude 9,8 mld Kč. Bez mimořádných položek by se měl pohybovat mezi 5,5-6 mld Kč. Vedení také očekává, že společnost prodá letos o 2 TWh více elektřiny než v roce 2003, což zvýší tržby o 10% na 60 mld. Kč. (Komentář)

### Finanční ředitel ČEZ Svojitka odstoupil

ČEZ oznámil, že kvůli restrukturalizaci uvnitř skupiny došlo ke sloučení oddělení financí a strategie. Finanční ředitel David Svojitka proto poté oznámil svou rezignaci. Novým finančním ředitelem se stal dosavadní ředitel pro strategii Petr Vobořil. Členem představenstva se namísto odvolaného Svojitky stal ředitel eBanky Radomír Lašák. Lašák bude mít na starosti distribuční firmy, majetkové účasti a akvizice.

### Unipetrol

#### Dva zástupci PKN odstoupili z dozorčí rady Unipetrolu

Piotr Kearney a Andrzej Sikora odstoupili v pátek 23. července z dozorčí rady Unipetrolu. Důvodem odstoupení je podle spekulací médií skutečnost, že Evropská komise ještě neschválila akvizici Unipetrolu polským koncernem PKN. Hospodářské noviny v této souvislosti uvedly, že PKN Orlen ještě nepožádal EK a český antimonopolní úřad o povolení spojení obou společností. Důvodem je údajně to, že Unipetrol ještě nedodal potřebné dokumenty. Žádost by měla být zaslána nejdříve srpnu. ÚOHS má poté na posouzení až 5 měsíců.

#### Unipetrol zveřejnil nekonsolidované výsledky za 1H/2004

České rafinérské poklesl hrubý zisk z loňských 372 mil. Kč na 232 mil. Kč. Čísla ale nejsou meziročně srovnatelná, protože firma působila v prvním pololetí roku 2003 jako výrobně obchodní jednotka, zatímco v prvních šesti mě-

sících letošního roku už fungovala jako přepracovací rafinerie. Česká rafinerická na tento nový režim fungování přešla k 1. srpnu roku 2003. Chemopetrol zvýšil hrubý zisk o 256% na 651 mil. Kč. Tržby za vlastní výrobky se oproti 1H/2003 zvýšily o 23% na 12,4 mil. Kč. Na výsledku prvního pololetí se pozitivně projevíly příznivé petrochemické marže a vysoký objem výroby a prodeje. Benzina prohloubila ztrátu ze 120 mil. Kč na 262 mil. Kč. Tržby vzrostly o 30% na 9 mld. Kč. Prohloubení ztráty způsobil růst cen ropy v 1. pololetí a s tím související nárůst cen pohonných hmot. Kvůli ostré konkurenci na maloobchodního trhu čerpacích stanic nebyl nárůst přenesen do konečných prodejních cen, čímž došlo k poklesu obchodní marže. Kaučuk vykázal pokles hrubého zisku o 16% na 118 mil. Kč. Tržby stouply o 16,5% na 4,86 mld. Kč. V obou oblastech hlavní činnosti, na trzích polystyrenů i SBR pokračoval silný růst cen vstupních surovin. U SBR se jej podařilo díky vysoké poptávce po gumárenských směsích částečně promítnout i do cen produktů, v polystyrenech však marže stagnovaly. Paramo zvýšilo meziročně zisk před zdaněním na 100 mil. Kč ze 27 mil. Kč loni díky příznivým maržím na trzích paliv, silnému kursu koruny vůči dolaru, který zlevnil nákup ropy, a dokončení fúze s kolínskou rafinerií Koramo. Spolana vykázala zisk před zdaněním ve výši 51 mil. Kč po ztrátě 314 mil. Kč loni. Důvodem zisku byla příznivě se vyvíjející situace na trhu s plasty, která se odrazila ve vyšších tržbách za prodej PVC a síranu amonného. Hospodářský výsledek společnosti Unipetrol Rafinerie za 1H/04 dosáhl výše 120 mil. Kč především díky vyšší průměrné rafinerické marži. (Komentář)

#### Unipetrol zveřejnil konsolidované výsledky za 1H/2004 podle českých standardů

Výnosy stouply meziročně o 5,9% na 34,1 mld. Kč, provozní zisk vyskočil o 74% na 2,2 mld. Kč a čistý zisk se zvýšil o 27% na 1,14 mld. Kč. Marže EBITDA (provozní zisk před odpisy) stoupla z 10,2% na 12,5%, marže provozního zisku se zvýšila z 3,9% na 6,5%. Hlavními důvody meziročně lepších výsledků jsou zlepšené petrochemické marže, zvýšená kapacita a tržby v dceřiné společnosti Chemopetrol, zvýšená poptávka po styren-butadienovém kaučuku (SBR), zlepšená situace na trhu PVC, zvýšené tržby za prodej asfaltu a růst kurzu koruny vůči dolaru. (Komentář)

#### Komerční banka

#### Komerční banka vykázala lepší než očekávané výsledky za 1H/04

Komerční banka dosáhla nekonsolidovaného zisku (podle IFRS) 3,87 mld. Kč po

zisku 4,06 mld. Kč loni. Trh přitom čekal zisk jen 3,66 mld. Kč. Celkové výnosy stouply o 2,8% na 11,2 mld. Kč (nad očekávaných 10,9 mld.), zatímco provozní zisk vzrostl o 4% na 5,31 mld. Kč (nad očekávaných 5,21 mld. Kč). Čisté úrokové výnosy podle očekávání mírně vzrostly na 6,12 mld. Kč, zatímco čisté výnosy z poplatků a provizí rostly pomaleji, než se čekalo na 4,34 mld. Kč. Zisk z finančních operací se zvýšil o 13% na 358 mil. Kč. Celkové náklady ale stouply na 5,89 mld. Kč, což bylo nad očekávaní analytiků ve výši 5,72 mld. Kč. Kvůli účetní změně hodnocení cenných papírů určených k prodeji banka přepočítala výsledky za 1H/03. (Komentář)

#### Erste Bank

#### Erste Bank rozštěpila 8.7. akcie v poměru 1:4

Banka navýšila základní kapitál z rezerv na 482 885 784 eur. Úpravou stoupl podíl jedné akcie na základním kapitálu z dosavadních 7,27 na 8 eur. Po rozštěpení akcií klesla nominální hodnota jedné akcie na 2 eura, počet akcií se zvýšil na 241 442 892 kusů a cena akcie klesla na čtvrtinu.

#### Erste Bank má silný zájem o rumunský trh

Finanční ředitel Erste Bank R. Ortner řekl, že banka má zájem o koupi rumunské spořitelny Casa de Economii si Consumatiuni (CEC). Dodal, že věří v silný potenciál bankovních a pojišťovacích služeb ve střední a východní Evropě.

#### Česká spořitelna více než zdvojnásobila objem hypotečních úvěrů

Česká spořitelna zvýšila objem poskytnutých hypotečních úvěrů v první polovině letošního roku na 10,3 mld. Kč oproti 4,4 mld. Kč ve stejném období loni. Počet nových hypotečních úvěrů se zdvojnásobil na 8.080. Zvýšila se i průměrná výše hypotečního úvěru, a to z 1,1 mil. Kč na 1,27 mil. Kč.

#### Ratingová agentura Moody's zvýšila rating finanční síly České spořitelny

Ratingová agentura Moody's zvýšila rating finanční síly České spořitelny, člena skupiny Erste Bank, z C- na D+ se stabilním výhledem. Dlouhodobý a krátkodobý depozitní rating zůstal beze změny na A2 resp. Prime-1. Moody's uvedla, že zvýšení ratingu odráží expanzi podnikání a zlepšení risk managementu.

#### Česká spořitelna zveřejnila výsledky za 1H/04

Česká spořitelna zvýšila nekonsolidovaný zisk podle českých standardů za 1H/04 meziročně o 9% na 3,68 mld. Kč. Provozní výnosy se zvýšily o 11% na 12,37 mld. Kč.

#### Zentiva

#### Merrill Lynch uplatnil nadalokoační opci u Zentivy

Manažer primární emise akcií společnosti Zentiva oznámil, že uplatnil v plném rozsahu opci na úpis dalších 1,5 milionu kusů kmenových akcií, což odpovídá 4% základního jmění Zentivy. Celkový objem emise tak vzrostl na 211 mil. dolarů, tj. zhruba na 5,6 mld. korun.

#### Zentiva dosáhla solidních pololetních výsledků

Zentiva zveřejnila první pololetní výsledky po úspěšném veřejném úpisu akcií na konci června. Prodej vzrostl meziročně o 8,4% na 5,19 mld Kč, provozní zisk se zvýšil o 8,8% na 1,31 mld Kč a čistý zisk stoupl o 33,5% na 753 mil. Kč. Provozní marže stagnovala na 25,3%. Růstové ukazatele jsou založeny na pro forma výsledcích za první pololetí minulého roku, které zahrnují konsolidaci Slovakofarmy jako kdyby byla koupena 1. ledna 2003. Podle společnosti silný růst exportu do Polska a Ruska vedl ke zvýšení prodejů léků meziročně o 10,1%. Finanční ředitel společnosti P. Šulc řekl novinářům, že letošní čistý zisk bude podstatně lepší než loňský kvůli nižší efektivní daňové sazbě a nižším úrokovým nákladům. Provozní marže bude pod úrovní prvního pololetí, ale vyšší než v roce 2003. (Komentář)

#### Philip Morris CR

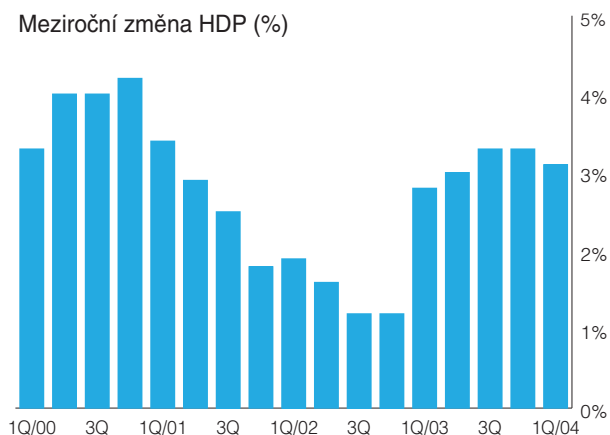
#### Výsledky za 1. pololetí Philip Morris byly pod očekáváním trhu

V prvním pololetí letošního roku klesl nekonsolidovaný čistý zisk Philip Morris o 18% na 1,81 mld. korun podle českých standardů. Tržby klesly o 12,6% na 5,85 mld. korun, provozní zisk (EBIT) se snížil o 19,8% na 2,49 mld. korun a zisk před zdaněním byl nižší o 20% na 2,56 mld. korun. Výsledky zaostaly za očekáváním trhu. Odbyt v Česku klesl o 2,2% a jeho tržný podíl se na lokálním trhu snížil o čtyři procentní body na 75,5 procent podle průzkumu spol. AC Nielsen. Firma uvedla, že po rozšíření Evropské unie ovlivnilo podnikatelské prostředí zrušení 55procentního cla na cigarety dovážené ze zemí unie, který ovlivnilo hlavně cigarety ve střední cenové kategorii. Vývoz na Slovensko klesl o 22%. Podle firmy byl příčinou vyšší odbyt před loňským nárůstem spotřební daně a celkový pokles trhu. Na Slovensku drží firma téměř 56procentní podíl. Vývoz Philip Morris do ostatních zemí poklesl meziročně o 3,5%. Firma předpokládá, že vývozy na Slovensko zůstanou po zbytku letošního roku stabilní. (Komentář)

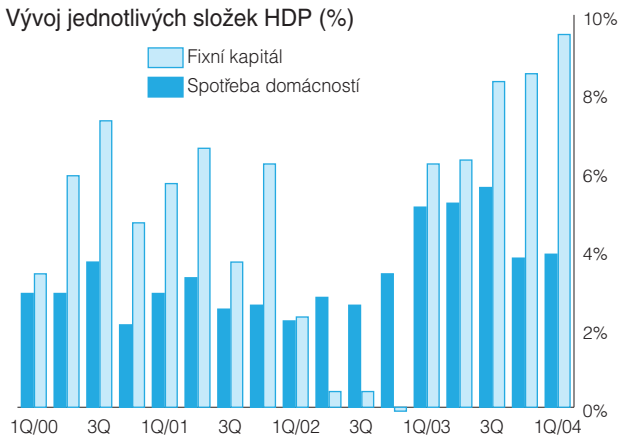


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

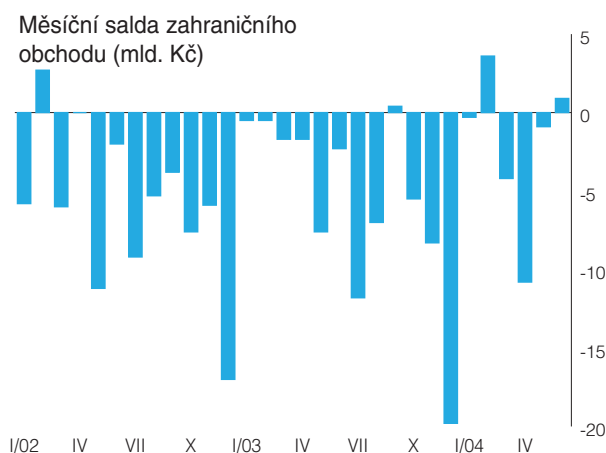
Meziroční změna HDP (%)



Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



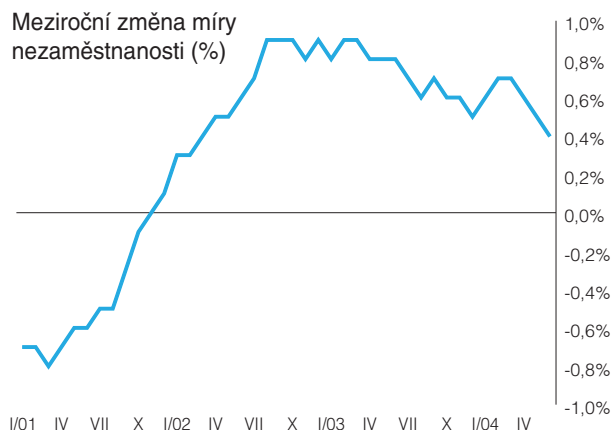
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



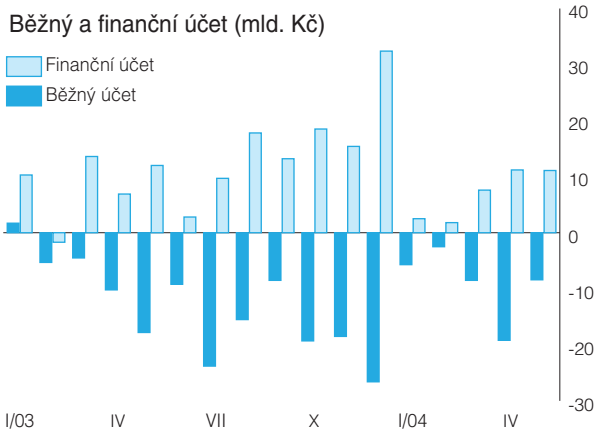
Míra nezaměstnanosti (%)



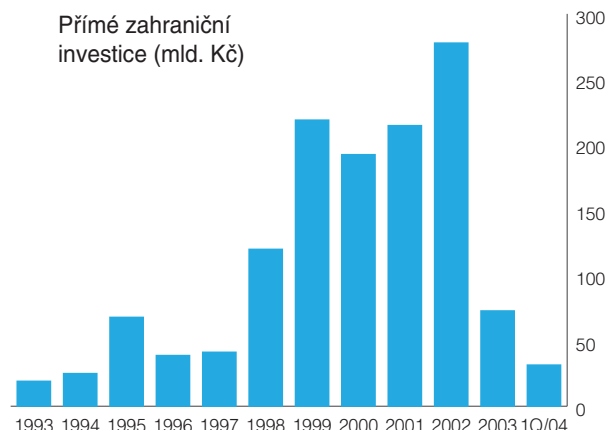
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)

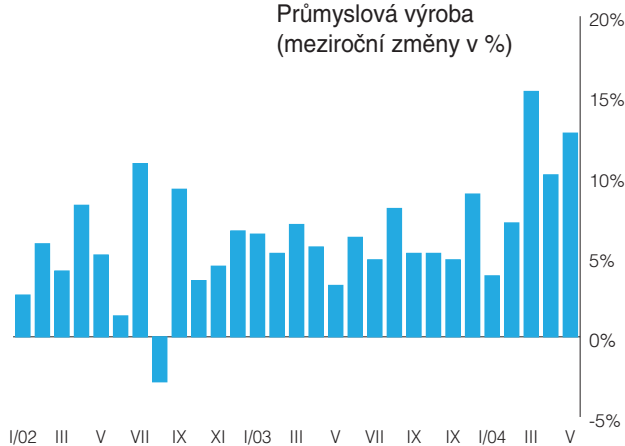


Přímé zahraniční investice (mld. Kč)

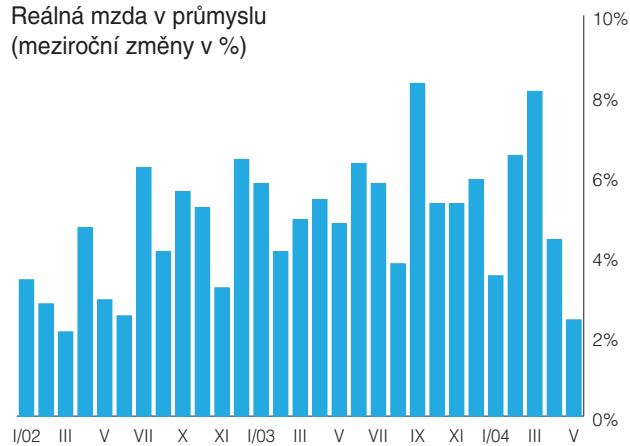


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

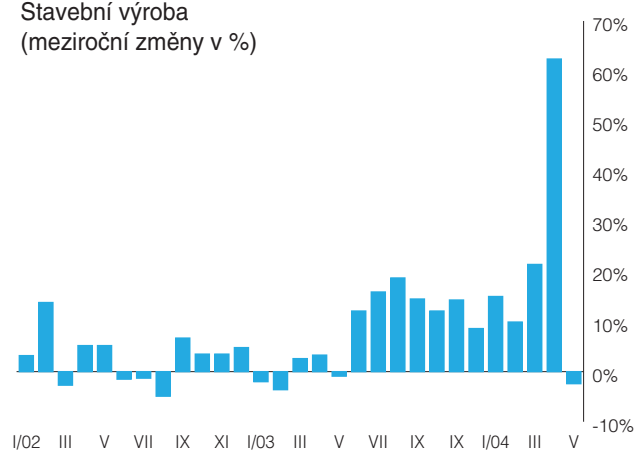
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



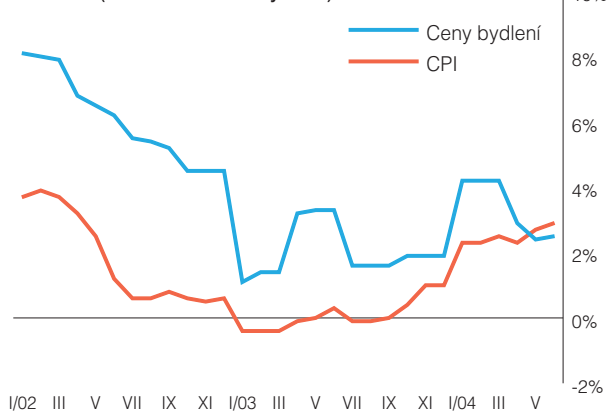
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



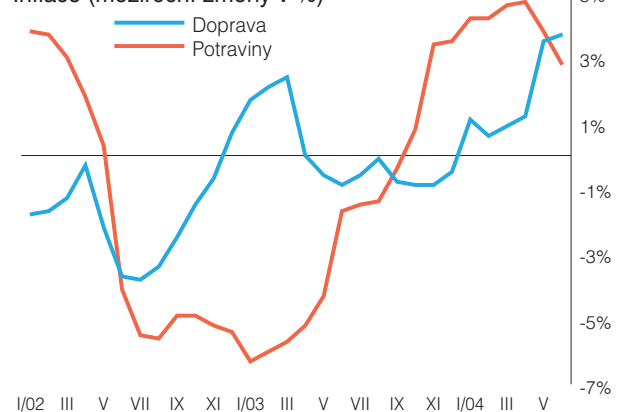
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



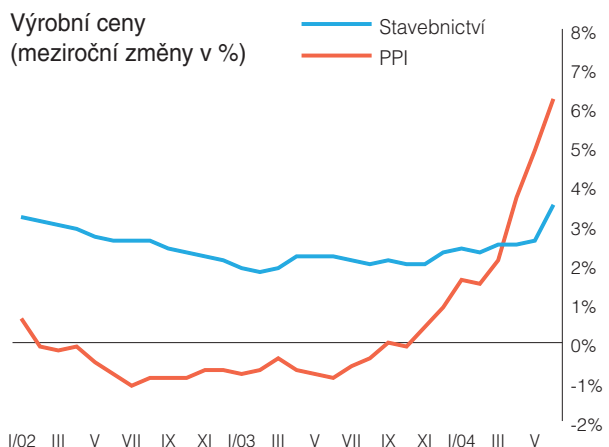
Inflace (meziroční změny v %)



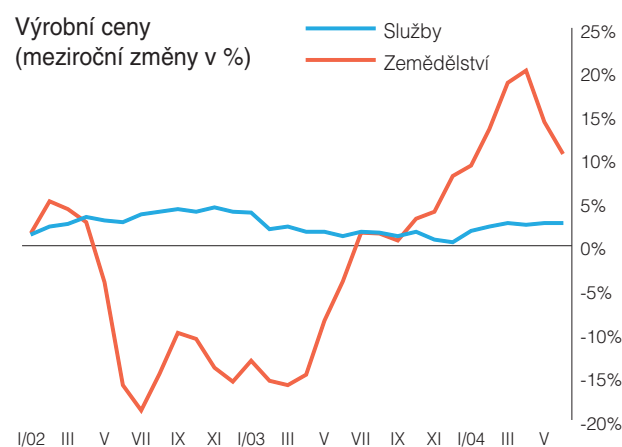
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

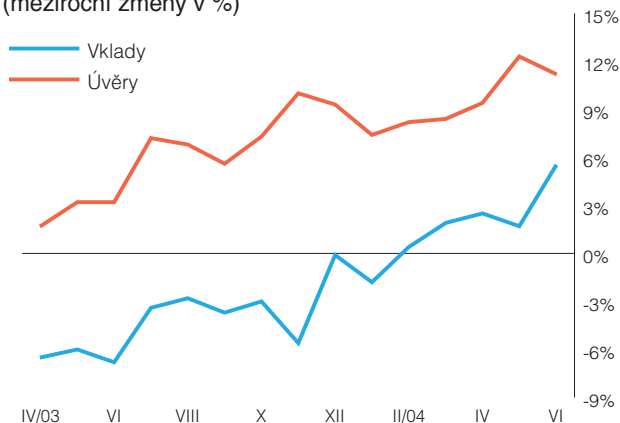


Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

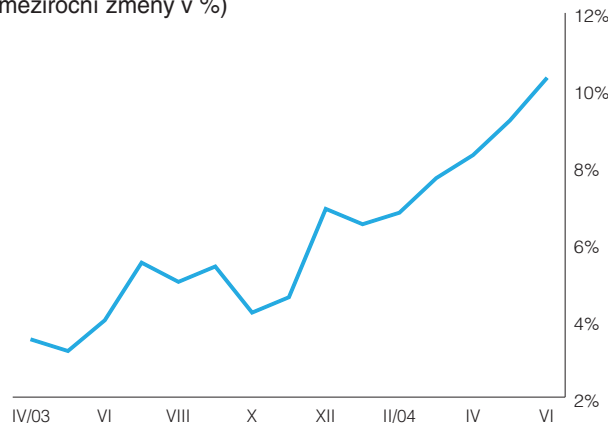


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

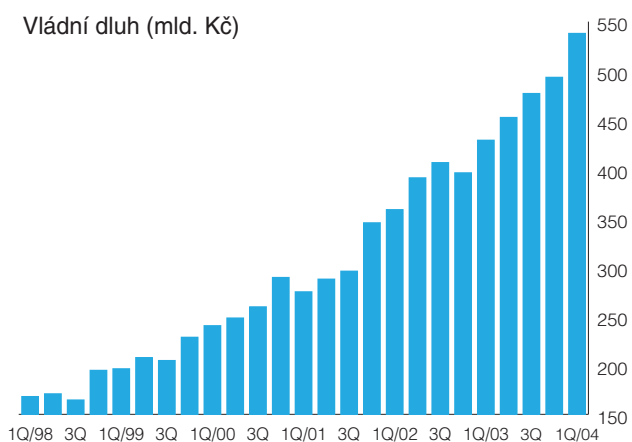
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



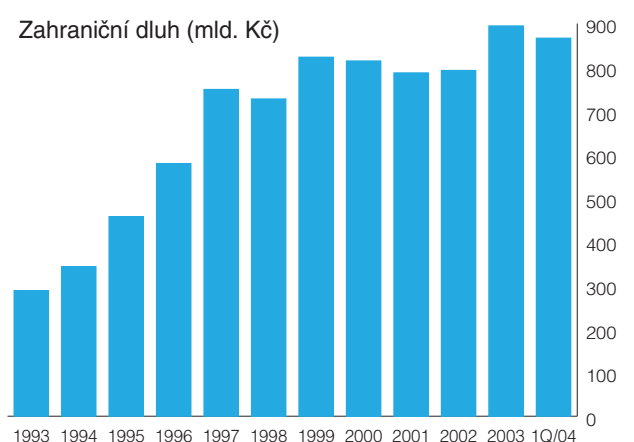
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



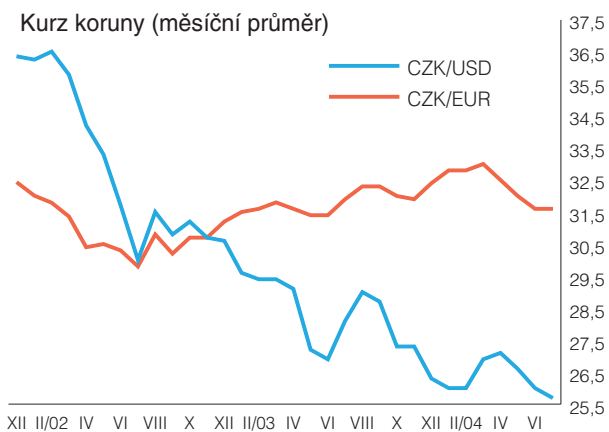
Vládní dluh (mld. Kč)



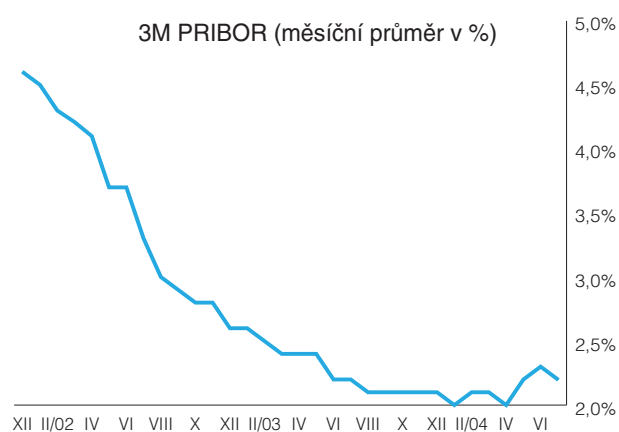
Zahraniční dluh (mld. Kč)



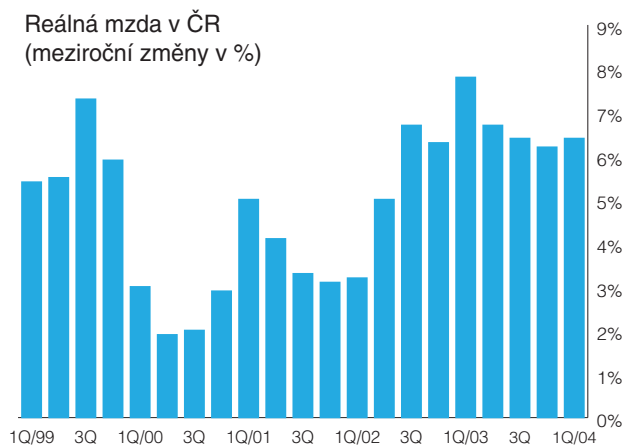
Kurz koruny (měsíční průměr)



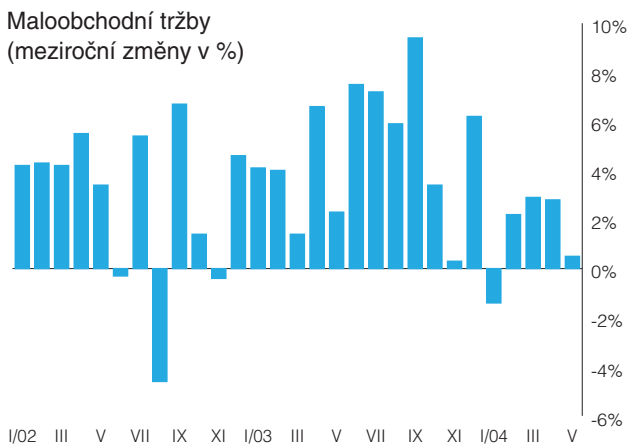
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



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 %)	2.6	1.5	3.1	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.3	4.9	3.5	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	3.4	7.4	5.5	4.0	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	7.0	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	3.4	3.0	2.8
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	-2.7	-2.4	-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	-5.6	-6.2	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-2.9	-1.9	-4.2	-4.9	-3.7	-3.3
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	26.5	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 %)		0,5%		-0,5%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(květen)	12,7%	(červen)	10,0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		-2,4%		3%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		0,9		-11,0
	(mil. USD)		35		-423
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,2%		0,4%
	(meziroční růst v %)	(červen)	2,9%	(červeneč)	3,2%
PPI	(meziměsíční růst v %)		1,1%		0,2%
	(meziroční růst v %)		6,2%		6,6%
Nezaměstnanost	(%)		9,9%		10,3%
CZK / EUR		30.6.	31,70	31.7.	31,90

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2002	2003	2004e	2005e	CPI (%)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	2.0%	2.9%	3.5%	4.0%	Česká republika	0.6%	1.0%	3.5%	3.5%
Maďarsko	3.5%	2.9%	3.7%	4.2%	Maďarsko	4.8%	5.7%	6.2%	4.2%
Polsko	1.4%	3.7%	5.5%	5.0%	Polsko	0.7%	1.7%	3.8%	3.4%
Slovensko	4.4%	4.2%	4.8%	5.2%	Slovensko	3.4%	9.3%	6.6%	3.5%
Běžný účet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e	3M úrokové sazby	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	-6.0%	-6.5%	-5.8%	-5.0%	Česká republika	3.5	2.2	2.4	3.2
Maďarsko	-7.0%	-8.9%	-8.0%	-7.2%	Maďarsko	7.9	11.8	9.9	7.5
Polsko	-3.4%	-1.8%	-2.4%	-2.8%	Polsko	6.9	5.6	6.9	7.2
Slovensko	-8.2%	-0.9%	-1.4%	-3.3%	Slovensko	7.5	6.2	4.7	4.0

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
CPI (meziměsíčně)	7/2004	9.8.	9:00	0.3%	0.2%
Nezaměstnanost	7/2004	9.8.	9:00	10.2%	9.9%
Běžný účet	6/2004	11.8.	10:00	-9,3 mld. Kč	-8,4 mld. Kč
Průmyslová výroba (meziročně)	6/2004	12.8.	9:00	12.2%	12.7%
PPI (meziměsíčně)	7/2007	13.8.	9:00	0.4%	1.1%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2004	18.8.	9:00	2.0%	0.5%
Zasedání ČNB		26.8.			2,25%
Reálné mzdy	2Q/2004	30.8.	9:00	3,9%	6,4%
Obchodní bilance	7/2004	3.9.	9:00		
<b>Polsko</b>					
Běžný účet	6/2004	11.8.	16:00	-164 mil. eur	-234 mil. eur
Peněžní zásoba - M3	7/2004	13.8.	16:00	0.2%	1.1%
CPI (meziměsíčně)	7/2004	16.8.	16:00	0.0%	0.9%
PPI (meziměsíčně)	7/2004	18.8.	16:00		-0.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2004	18.8.	16:00		15.7%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2004	20.8.	10:00		8,6%
Nezaměstnanost	7/2004	20.8.	10:00		19.5%
Zasedání NBP		25.8.			6.00%
<b>Maďarsko</b>					
Obchodní bilance	6/2004	9.8.	9:00	-250 mil. Eur	
CPI (meziměsíčně)	7/2004	11.8.	9:00		0.1%
Zasedání centrální banky	8/2004	16.8.	14:00		11.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2004	19.8.	9:00		
PPI (meziročně)	7/2004	31.8.	9:00		
HDP (meziročně)	2Q/2004	1.9.	9:00		4.2%
<b>EU</b>					
GE: běžný účet	6/2004	10.8.	8:00		8,8 mld. eur
GE: obchodní bilance	6/2004	10.8.	8:00		14,2 mld. eur
GE: HDP (meziročně)	2Q/2004	12.8.	8:00		1.5%
EMU: HDP (meziročně)	2Q/2004	13.8.	11:00		
GE: PPI (meziročně)	8/2004	17-19.8.			1,5
EMU: průmyslová produkce (meziroč.)	6/2004	17.8.	11:00		
EMU: CPI (meziměsíčně)	7/2004	18.8.	11:00		2.4%
EMU: obchodní bilance	6/2004	18.8.	11:00		
EMU: běžný účet	6/2004	20.8.	10:00		
GE: IFO	8/2004	26.8.	10:00		95.6
EMU: M3 (meziročně)	7/2004	26.8.	10:00		
GE: nezaměstnanost	8/2004	2.9.	9:55		
EMU: PPI (meziročně)	7/2004	2.9.	11:00		
EMU: zasedání ECB	8/2004	2.9.	13:45		
EMU: maloobchodní prodeje	7/2004	3.9.	11:00		
<b>USA</b>					
FOMC	8/2004	10.8.	20:15	1.5%	1.25%
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	8/2004	12.8.	14:30	1.0%	-1.1%
Zásoby	6/2004	12.8.	16:00	0.5%	0.4%
Obchodní bilance	6/2004	13.8.	14:30	-46,5 mld. \$	-46,0 mld. \$
PPI (meziměsíčně)	7/2004	13.8.	14:30	0.2%	-0.3%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	7/2004	13.8.	15:50	98.0	96.7
CPI (meziměsíčně)	7/2004	17.8.	14:30		
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	7/2004	17.8.	15:15		-0.3%
Využití průmyslových kapacit	7/2004	17.8.	15:15		77.2%
Spotřebitelská důvěra	8/2004	18.8.	0:30		
Předstihové indikátory	7/2004	19.8.	16:00		-0.2%
Philadelphia Fed	8/2004	19.8.	18:00		36.1
Obj. zboží dlouh. spotřeby (meziměs.)	7/2004	25.8.	14:30		0.7%
HDP (meziročně)	2Q/2004	27.8.	14:30		3.0%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	7/2004	30.8.	14:30		0.2%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	7/2004	30.8.	14:30		-0.7%
Chicagský PMI	8/2004	31.8.	16:00		64.7
ISM (dříve NAPM) - výrobní	8/2004	1.9.	16:00		62.0

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Srpen</b>		
během měsíce	ČEZ	Rozhodnutí o vítězi soutěže na koupi Slovenských elektráren
koncem měsíce	Unipetrol	Vyprší termín pro rozhodnutí menšinových akcionářů (ENI, Shell, ConocoPhillips) ohledně koupě akcií České rafinérské
12.8.	ČEZ	Termín, dokdy má poradce při privatizaci Slovenských elektráren předat svoje doporučení řídicí komisi
17.8.	Erste Bank	Konsolidované výsledky podle IFSR za 1H/2004
17.8.	Česká spořitelna	Konsolidované výsledky podle IFSR za 1H/2004
17.8.	Komerční banka	Výplata dividendy 200 Kč / akcii (před zdaněním)
31.8.	Unipetrol	Konsolidované výsledky podle IFSR za 1H/2004
<b>Září</b>		
9.9.	České radiokomunikace	Končí odkup akcií za cenu 440 Kč / akcii
22.9.	ČEZ	Poslední den, dokdy mohou investoři podat závazné nabídky na koupi dvou rumunských distribučních společností - Electrica Oltenia a Electrica Moldova

## SLOVNÍČEK POJMŮ

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

# POZNÁMKY



# POZNÁMKY

# POZNÁMKY

# KONTAKTY

Úsek treasury – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor obchodování – ředitel	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
Peněžní trhy	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
	Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	raprokok@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	dmdadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Jan Došek	tel. +420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	tel. +420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Martin Urban	tel. +420/224 995 554	murban@csas.cz
Odbor finanční instituce a primární emise - 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
Úsek prodej produktů FT – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor prodej produktů Treasury	Pavel Křivonožka	tel. +420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/224 995 584	tkosutova@csas.cz
	Vít Horník	tel. +420/224 995 530	vhornik@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
Odbor prodej produktů kapitálového trhu - ředitel	Emil Št'áva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
Akcie	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
Dluhopisy	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
Odbor správa aktiv – ředitel	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
Odbor Analýza finančních trhů – ředitel	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklat@csas.cz
Analýza instrumentů s fix. výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza	Miroslav Plojhar	tel. +420/224 995 232	mplojhar@csas.cz
Analýza akcií (bankovní sektor)	Emilia Zampieri	tel. +420/224 995 217	ezampieri@csas.cz
Erste Bank Vídeň - Strategy & Sector Group CEE			
Equity Research Co-Head Henning Esskuchen (IT, média)		tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head Günther Artner		tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekom.)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tpletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovníctví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/224 995 940	vurbankova@csas.cz

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

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

**ČESKÁ **  
**SPOŘITELNA**