



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

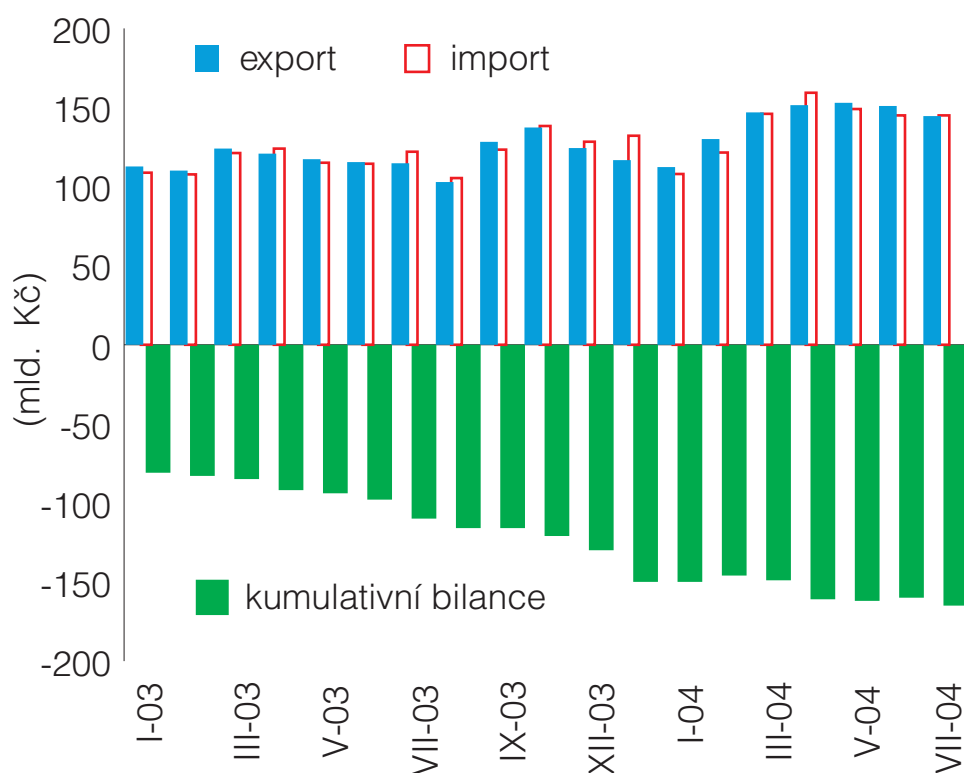
**Pavel Kysilka**  
hlavní ekonom  
+420/261 073 489  
pkysilka@csas.cz

**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



Zlepšující se exportní výkonnost přispívá ke snižování schodku obchodní bilance České republiky

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Ve Spojených státech by měl pokračovat postupný růst úrokových sazeb. Podmínkou je, že na jedné straně nedojde k hlubšímu poklesu hospodářské aktivity a na druhé straně nedojde k akceleraci inflace. Podle svého posledního prohlášení Fed za větší riziko považuje inflaci, současně zpomalení ekonomické aktivity je podle něj pouze přechodné. ECB by měla ponechat úrokové sazby beze změny nejméně do konce letošního roku. Pokud by pokračovalo postupné zrychlování tempa růstu hospodářství, mohla by ECB v prvním čtvrtletí příštího roku přistoupit ke zvýšení úrokových sazeb. ČNB podle všeho bude pokračovat pomalým tempem ve zvyšování úrokových sazeb. Jeho celková velikost bude záviset na vývoji inflace a rychlosti růstu hospodářství.

## Dluhopisy

Americký i evropský dluhopisový trh by se měl v září koncentrovat především na růstové ukazatele kvůli sílícím obavám ze zpomalení růstu světové ekonomiky. Pokud by tyto obavy budou potvrzovat, měly by výnosy dále mírně klesat. Inflace by trh ovlivnila pouze v případě, že by došlo k její nečekané akceleraci. Trh také budou sledovat vývoj cen ropy a na konci září zasedání FOMC. České dluhopisy by měly sledovat přípravu státního rozpočtu na příští rok, údaje o vývoji inflace a růstové ukazatele. Trh si pravděpodobně zachová očekávání postupného mírného růstu úrokových sazeb, což by mělo vést ke kolísání výnosů v okolí současných úrovní.

## Měny

Kurz dolaru k euru by měl pokračovat v kolísání mezi 1,20 až 1,24. V tomto rozmezí by ho měla držet panující rovnováha mezi deficitem amerického běžného účtu a přílivem kapitálu do USA. Z pásma by kurz mohla dostat série makroekonomických údajů naznačujících výraznější zpomalení americké ekonomiky. V takovém případě by měl dolar oslabit mezi 1,26-1,28. Naopak kombinace poklesu cen ropy pod 40 USD/brl a silnějších růstových ukazatelů v USA by mohl vést k posílení dolaru k 1,18. Koruna podle našeho názoru v průběhu září dočasně oslabí přes 32,0. Tlak vůči koruně by měl pocházet z nejistoty kolem přípravy státního rozpočtu na příští rok, pouze velmi pomalého růstu úrokových sazeb a repatriací zisků zahraničních investorů.

## Akciové trhy

Posledních pět let americké akcie vždy v září výrazně oslabovaly. Ani nyní není situace růžová. Růst firemních zisků se zpomaluje, výrobci čipů varují před oslabením poptávky, cena ropy zůstává vysoko nad 40 dolarů za barel a navíc na mnoha místech světa se opět zvyšuje frekvence teroristických činů. Akciím neprospěje ani další očekávané zvýšení úrokových sazeb v USA o 25bp. V Praze se pozornost investorů soustředí uje na ČEZ, což je nyní jediný rostoucí titul. Spekulovat je ale možné i s akciemi Unipetrolu, které se stále obchodují pod očekávanou hodnotou, za kterou by měl PKN Orlen někdy okolo Vánoc odkupovat akcie menšinových akcionářů. Pozornost trhu by se mohla koncem měsíce otočit i směrem k akciím Českému Telecomu, až se nová vláda zase začne zabývat jeho privatizací. Zbytek českých akcií bude spíše stagnovat.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>12</b>
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	15
Devizový trh	16
Český akciový trh	16
Přehled zpráv z akciového trhu	20
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	23
Makroekonomické prognózy	26
Kalendář - makro	27
Kalendář - akcie	28
Slovníček pojmů	29
Kontakty	31

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.8.)	Prognóza	
USA	3M: 1,59% 6M: 1,80% 2Y: 2,40% 5Y: 3,31% 10Y: 4,12% 30Y: 4,93%	→ ↗	Obavy ze zpomalování růstu americké ekonomiky by měly vést k mírnému poklesu výnosů. Jeho rozsah bude záviset na tom, nakolik zveřejňované makroekonomické parametry tyto obavy podpoří. Pokud by došlo k nečekanému zrychlení inflace a nebo náznakům opětovného zrychlování růstu hospodářství, mohl by trh svoje očekávání otočit a v tomto případě by došlo k výraznějšímu růstu výnosů.
EU	3M: 2,14% 6M: 2,11% 1Y: 2,20% 5Y: 3,32% 10Y: 4,02% 15Y: 4,39%	→	Vývoj na evropských dluhopisových trzích by měl být v září klidný a mělo by ho ovlivňovat především chování amerického trhu. Za nejpravděpodobnější scénář vývoje pokládáme stagnaci výnosů.
ČR	3M: 6M: 1Y: 2,88% 5Y: 4,29% 9Y: 5,06% 15Y: 5,33%	→	Chování českého trhu by v září mělo ovlivňovat především očekávání dalšího vývoje úrokových sazeb. Předpokládáme, že v září nedojde k zásadnější změně očekávání a výnosy dluhopisů by tak měly kolísat v úzkém rozmezí. Trh bude sledovat zejména údaje o inflaci.
Polsko	3M: 6,90% 6M: 7,15% 1Y: 7,30% 2Y: 7,86% 5Y: 7,66% 10Y: 7,32%	→	Odhodlání polské centrální banky dále zvyšovat úrokové sazby bude tlačit na růst výnosů na krátkém konci výnosové křivky. Prognóza inflace NBP je však podle nás nadsazená a do konce roku se realita rozejde s prognózou. Předpokládáme tudíž, že střed a konec křivky by měl být bezpečný. Stále velmi prohnutá výnosová křivka by se měla dále narovnávat.
Maďarsko	3M: 10,94% 6M: 10,93% 1Y: 10,78% 5Y: 9,81% 10Y: 8,76%	→ ↘	Výnosy maďarských státních dluhopisů mají omezený prostor k poklesu v měsíčním i střednědobém horizontu, hlavně na krátkém konci a středu výnosové křivky. Pokles výnosů je však podmíněn absencí dalších politických otřesů a pokračování v politice fiskální konsolidace.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (31.8.)	Prognóza	
USD / EUR	1,218	→ ↘	Nejpravděpodobnější variantou vývoje v září je pokračující kolísání kurzu v rozmezí 1,20-1,25. Předpokladem je udržení rovnováhy mezi deficitem běžného účtu na jedné straně a přílivem kapitálu do USA na straně druhé. Obavy ze zpomalování růstu americké ekonomiky a následného zastavení zvyšování úrokových sazeb by mohly vést k výraznějšímu oslabení dolaru přes hranici 1,25.
CZK / EUR	31,850	→	Koruna by podle našeho názoru v průběhu září mohla přechodně mírně oslabit lehce nad 32,0. Proti koruně by mohla působit nejistota kolem přípravy rozpočtu na příští rok a pokračující repatriace zisků. Pomalý růst úrokových sazeb by zatím koruně neměl poskytnout dostatečnou podporu. Střednědobě nadále očekáváme mírné posilování koruny.
HUF / EUR	248,75	→	Forint by měl i nadále fluktuovat blízko hladiny 250 HUF/EUR. Tato hladina se zdá jako rovnováha mezi vysokým úrokovým diferencíalem na jedné straně a rizikovostí měny kvůli makroekonomickým nerovnováhám, tj. deficit rozpočtu i běžného účtu. Významnější riziko je ve prospěch oslabení kvůli možným dalším politickým problémům či odklonu nové vlády od politiky fiskální konsolidace.
PLN / EUR	4,4507	→ ↗	Ve střednědobém horizontu stále zastáváme pozitivní výhled na polskou měnu díky silným makroekonomickým fundamentům (hospodářský růst, nízký schodek běžného účtu, cyklus zvyšování úrokových sazeb). Fluktuace směrem k oslabení budou způsobovat kromě technických faktorů a možného negativního regionálního sentimentu problémy na politické scéně, schvalování reformy veřejných financí či pohyby na eurodolarovém trhu. V září by měl zlotý posílit na hladinu 4,40 EUR/PLN či více.
SKK / EUR	40,243	→ ↗	Slovenskou korunu nadále považujeme díky silným fundamentům za měnu s potenciálem k dalšímu posilování. Po skončení prázdninové nálady na trzích a za absence reálných toků ven ze země v podobě dividendových plateb by měla slovenská měna v září opět atakovat či prorazit hranici 40 korun vůči euru.

## Akciové trhy

	Kurz (31.8.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 11 04,24  DJ Stoxx 50: 2 620,03	→	Pokud vezmeme do úvahy vývoj na akciových trzích v posledních 5 letech, září je zdaleka nejhorším měsícem. Index S&P500 oslabil v průměru o 5,7% během posledních 5 září. Pokud přidáme rizikové faktory jako stále velmi vysoké ceny ropy, varovné komentáře amerických technologických firem Cisco a Intel, slabší meziroční růst firemních zisků ve druhé polovině letošního roku, další očekávaný růst úrokových sazeb 21. září nebo opětovně zvýšené hrozby terorismu, nemá podle našeho názoru akciový trh nyní žádný silnější impuls pro růst.
ČR	PX-D: 2029,3  PX 50: 816,0	→	Očekáváme v září smíšený vývoj. Některé tituly mohou dále posilovat (např. ČEZ a Unipetrol), jiné mohou korigovat (Philip Morris CR, příp. Zentiva). Svůj vliv bude mít i akcie Erste Bank a Českého Telecomu, kde by vláda měla do konce měsíce rozhodnout o způsobu privatizace.

## České akcie

	Kurz (31.8.)	Prognóza	
Český Telecom	332,50 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.	438,10 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	206,00 Kč	→ ↗	Expanze ve východní Evropě a pokračující velmi dobré trendy v prodeji elektřiny na domácím i zahraničním trhu by měly tlačit cenu akcie dál vzhůru. Navíc se zdá, že pominuly obavy z prodeje 16% akcií na trhu. Výhra v tendru na Slovenské elektrárne může být lehce kontroverzní informací, která může posunout akcie dál vzhůru nebo také mírně dolů - bude záležet na ceně a dalších podmínkách této akvizice. Trend ale zatím zůstává velmi pozitivní.
Komerční banka	2.807 Kč	→	Akcie zatím nemá sílu vyrůst na hodnoty, na kterých se pohybovala na jaře. Jedním z důvodů jsou i nepřilíhš pozitivní pololetní výsledky, které banka zveřejnila na konci července.
Philip Morris CR	14.956 Kč	→ ↘	Předpokládáme spíše tendenci k dalšímu oslabování ceny akcie. Důvodem jsou slabé pololetní výsledky a postupně očekávané zdražování cigaret.
Unipetrol	82,62 Kč	↗	Po vyřešení problému okolo České rafinérské již definitivnímu převzetí Unipetrolu polským PKN Orlen brání pouze souhlas Evropské komise. Akcie by měla postupně růst směrem k hodnotě, za kterou bude PKN muset odkupovat akcie menšinových akcionářů - tj. směrem k 89 Kč.
Zentiva	596,0 Kč	→	Po velmi rychlém nárůstu až těsně pod úroveň 600 Kč se zdá, že počáteční euforie poněkud vyprchala a akcie si nyní bude nějakou dobu hledat svoji rovnovážnou úroveň.

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

# GLOBÁLNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

V srpnu převládaly obavy ze zpomalení růstu světové ekonomiky

V srpnu světové finanční trhy podobně jako v červenci ovlivňovala především obava, že zpomalení růstu americké a čínské ekonomiky nebude pouhou přechodnou epizodou, ale povede k dlouhodobější stagnaci. Obavy vzbuzoval především strmý růst ceny ropy a jeho negativní důsledky pro spotřebitelskou důvěru a poptávku. Jak představitelé Fedu tak ECB opakovaně potvrzovali své přesvědčení o optimistických vyhlídkách pro růst světového hospodářství, přestože připouštěli, že vysoké ceny ropy mohou vést k jeho zpomalení.

Fed v souladu s očekáváním zvýšil úrokové sazby na 1,5%

Fed na srpnovém zasedání FOMC, v souladu s všeobecným očekáváním, zvýšil úrokové sazby o 25bp. na 1,50%. Z prohlášení po zasedání vyplynulo, že hodlá ve zvyšování sazeb uměřeným tempem pokračovat a že bude sledovat vývoj inflace, aby v případě nutnosti včas zabránil vzniku inflační spirály. Fed bude pravděpodobně pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb také na zasedání FOMC 21. září. Prezident santlouiského Fedu W. Poole řekl, že ani případné krátkodobé výkyvy na trhu práce Fed od zvyšování úrokových sazeb neodvrátí, protože nemůže reagovat na jednorázové události. Do značné míry tak zpochybnil spekulace, že by Fed v případě opakování velmi slabých údajů z trhu práce z července mohl další zvyšování úrokových sazeb odložit.

Růst HDP za 2. čtvrtletí byl revidován směrem dolů

Předběžné údaje o vývoji HDP ve druhém čtvrtletí potvrdily očekávanou revizi směrem dolů, způsobenou především vysokým červnovým schodkem zahraničního obchodu. Struktura HDP se oproti prvnímu odhadu poněkud zlepšila: vzrostla spotřeba domácností a dále se zvýšily investice. Deflátoři zůstaly beze změny, zatímco u PCE cenových indexů došlo k mírnému snížení jejich růstu. Růst investic dává naději na zvýšení tempa růstu hospodářství ve druhém pololetí. Podle předběžných odhadů by se mohl růst HDP ve třetím čtvrtletí přiblížit ke čtyřem procentům. Relativně nízká inflace umožňuje Fedu pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb uměřeným tempem.

Počet vytvořených pracovních míst v červenci prudce poklesl

Srpen začal pro finanční trhy šokem. Namísto očekávaného přírůstku počtu pracovních míst ve výši 250 tis. došlo pouze k přírůstku o 32 tis. Trhu nepomohl ani vykázaný pokles míry nezaměstnanosti z 5,6% na 5,5%. Nečekané zpomalení tvorby pracovních míst potvrdilo nižší růst americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí a mimořádnou opatrnost podniků, které se snaží vyhnout růstu nákladů a na minimum proto omezují najímání nových pracovníků. Pokud by zpomalení tvorby pracovních míst mělo trvalejší charakter, vzniká riziko, že bude nepříznivě ovlivněna spotřebitelská důvěra a následně poptávka domácností. To by vedlo k dalšímu zpomalení růstu hospodářství. Tyto obavy ale zmírnily srpnové údaje z trhu práce. Počet nově vytvořených pracovních míst vzrostl na 144 tis. a údaj ze červenec byl revidován na 73 tis. Dluhopisový trh po tomto údaji počítá prakticky s jistotou se zvýšením úrokových sazeb na zářijovém zasedání FOMC.

Spotřebitelská poptávka zůstává zatím relativně stabilní

Jak spotřebitelská důvěra tak poptávka, podle údajů zveřejněných v srpnu, zůstávají na relativně vysokých úrovních. Spotřebitelskou důvěru sice částečně negativně ovlivnily vysoké ceny benzínu a slabší trh práce, pokles spotřebitelské poptávky však zatím nebyl nijak výrazný. U maloobchodních tržeb i osobní spotřeby došlo ke zlepšení. Negativem je slabý růst osobních příjmů, který by mohl ovlivnit spotřebu domácností v dalších měsících. To by vedlo k dalšímu zpomalení růstu HDP. Z hlediska finančních trhů by takový vývoj znamenal intenzivní tlak na pokles výnosů dluhopisů.

Inflace přes růst cen ropy zatím nepředstavuje problém

Všechny inflační ukazatele zveřejněné v průběhu srpna potvrdily bezproblémový vývoj. Celková inflace je nadále ovlivňována vysokými cenami ropy, ale její jádrová složka (bez zahrnutí cen potravin a energií) se drží pod hranici 2,0%. Fed tedy vývoj cen zatím nenutí ke zrychlování růstu úrokových sazeb. Případné inflační tlaky jsou nadále omezovány nevyužitými kapacitami v ekonomice a tlakem levných dovozů. Lze očekávat, že příznivý vývoj cen bude pokračovat i v dalších měsících.

Zhoršení růstových ukazatelů vzbuzuje obavy z dalšího zpomalování dynamiky hospodářství

Růstové ukazatele naznačily po červnovém výraznějším zpomalení mírné zlepšení. Růst hospodářství má však stále daleko k tempu z druhé poloviny minulého roku. Názory na další vývoj se rozcházejí. Fed a optimistická část analytiků předpokládají, že americká ekonomika je ve fázi udržitelného růstu a že v dalších čtvrtletích a

příštím roce poroste mírně nad tempem udržitelného růstu. Pesimisté se obávají, že kombinace negativního vlivu vysokých cen ropy, opatrnosti podnikové sféry a vysoké zadluženosti domácností bude růst hospodářství silně tlumit. K nervozitě přispívá i vrcholící prezidentská předvolební kampaň. Který ze scénářů se bude realizovat by měla ukázat druhá polovina tohoto roku. Pokud by měli pravdu pesimisté lze očekávat zastavení růstu úrokových sazeb v okolí 2,0%, pokud má pravdu Fed lze očekávat růst úrokových sazeb v průběhu příštího roku nad 3,0%.

Vyhledky evropské ekonomiky zůstávají mírně optimistické

Ani stav ani vyhledky evropského hospodářství se v srpnu nijak výrazněji nezměnily. Inflace zůstala prakticky stabilní. Důležité je, že podle prohlášení představitelů ECB je její současné mírné zvýšení způsobené vysokými cenami ropy pouze přechodné a že ke konci roku by se měla vrátit pod hranici 2,00%. Nadále také pokračuje postupné zvyšování tempa růstu ekonomiky. Ani vysoké ceny ropy ani slabá domácí poptávka zatím nevedly k razantnějšímu zhoršení očekávání v německém průmyslu, což je pozitivní z hlediska celé eurozóny. Trvajícím nedostatečným domácí poptávkou způsobená částečně probíhajícími reformami sociálního systému však bude bránit podstatnějšímu urychlení růstu ekonomiky.

ECB pravděpodobně ponechá úrokové sazby na současné úrovni řadu měsíců

ECB v současnosti nemá důvod měnit nastavení měnových podmínek. Nenutí ji k tomu ani vývoj inflace ani úroveň hospodářské aktivity ani hladina, na které se pohybuje kurz eura k dolaru. Převládá očekávání, že by ECB mohla v prvním čtvrtletí příštího roku přistoupit k mírnému zvýšení úrokových sazeb kvůli pokračujícímu zrychlování růstu ekonomiky. Pokud by však zpomalil růst amerického a čínského hospodářství a tím i poptávka po vývozech z EMU, nemusel by se tento scénář realizovat. Existuje tedy poměrně vysoké riziko, že úrokové sazby v eurozóně zůstanou stabilní i v prvním pololetí příštího roku. Menší riziko spočívá v obnovení prudkého růstu cen ropy a jejich stabilizaci na úrovních ještě podstatně vyšších než v současnosti, následném zvýšení inflace a vzniku inflační spirály. V konečném důsledku by tak mohlo dojít ke vzniku stagflace podobně jako v sedmdesátých letech. V takovém případě by nejprve ECB musela obnovit cenovou stabilitu, což by vedlo ke zvyšování úrokových sazeb za ekonomické stagnace.

Cena ropy se v srpnu přiblížila k 50USD/brl

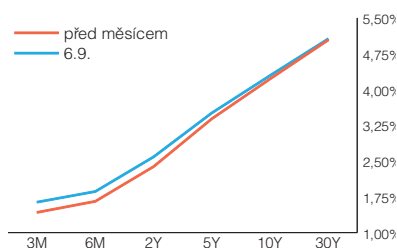
V prvních třech týdnech srpna pokračoval prudký růst cen ropy. Napětí na trhu souviselo s konáním referenda o odvolání prezidenta H. Chavéze ve Venezuele, pokračujícímu napětí na Středním východě a obavami z rychlého růstu spotřeby v Indii a Číně. Růst cen byl také vydatně podporován spekulacemi. Kolem dvacátého srpna se po přiblížení k ceně 50 USD/brl (pro americkou lehkou ropu) růstové momentum vyčerpalo a cena ropy poměrně rychle oslabila k 42 USD/brl. Rovnováha na trhu ropy však zůstává křehká a jakékoliv zhoršení situace (rizikem je nadále především Střední východ) může vést k novému kolu prudkého zvyšování ceny. Pokud zůstane situace klidná, měla by cena směřovat mezi 35 – 40 USD/brl.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

Obavy ze zpomalení růstu amerického hospodářství vedly k poklesu výnosů

#### Americká výnosová křivka



Trh by se v září měl koncentrovat na růstové ukazatele

Obrat k poklesu výnosů, ke kterému došlo na konci července po zveřejnění nečekaně slabého růstu HDP ve druhém čtvrtletí, vydržel po celý srpen. Hned na začátku měsíce dostal dluhopisový trh další impuls k poklesu výnosů v podobně podstatně slabšího než očekávaného růstu počtu pracovních míst. Také další makroekonomické údaje zveřejňované v průběhu srpna trh utvrzovaly v přesvědčení, že zpomalení růstu americké ekonomiky může být trvalejší. Zasedání FOMC naplnilo očekávání a na vývoj na trhu mělo jen omezený vliv. Nebýt opakovaného ujišťování představitelů Fedu, že americké hospodářství má dobrou perspektivu a že současné zpomalení je pouze přechodné a že Fed tedy může pokračovat v uměřeném zvyšování úrokových sazeb, mohly výnosy v průběhu měsíce klesnout ještě více. Výnos desetiletého dluhopisu v průběhu měsíce poklesl z 4,45% na 4,10%. Došlo k mírnému zvýšení strmosti výnosové křivky, když výnos pětiletého dluhopisu klesl poněkud více (o 40 bp).

Na začátku září se stejně jako v předchozích měsících pozornost trhu soustředí na data z trhu práce. Pokud by po dvou slabších měsících opět zaostal růst počtu pracovních míst za očekáváním, podstatně by zesílily spekulace na zastavení zvyšování úrokových sazeb. Trh by se pravděpodobně domníval, že Fed v situaci kdy zveřejňované údaje o vývoji inflace nenaznačují její akceleraci s dalším zvyšováním



sazeb vyčká na skončení období slabší hospodářské aktivity. Pozorně bude sledován také dopad rekordně vysokých cen ropy na inflaci a spotřebitelskou důvěru. Pokud by průzkumy ukazovaly na další pokles spotřebitelské důvěry, mělo by to na dluhopisy podobné dopady jako stagnace na trhu práce. Vyšší inflace by mohla zesílit spekulace na vznik stagflace, které se začaly objevovat už v srpnu. Pro trh bude důležitý konec září kdy se koná další zasedání FOMC. Fed pravděpodobně bude pokračovat ve zvyšování sazeb dalším 25bp krokem. Podle prohlášení po skončení zasedání bude trh usuzovat, za jak vážné považuje Fed riziko dlouhodobějšího zpomalení růstu hospodářství. Nejpravděpodobnějším scénářem vývoje je mírný pokles výnosů v průběhu měsíce.

O střednědobém výhledu rozhodne postoj Fedu ke zvyšování úrokových sazeb

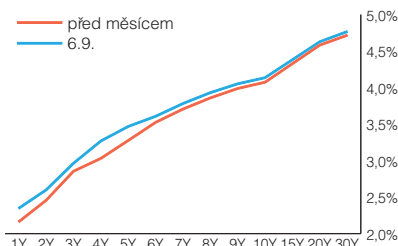
Střednědobý výhled se nemění. Nejdůležitější otázkou zůstává, zda má pravdu Fed a současné zpomalení růstu hospodářství je pouze přechodné a nebo mají pravdu pesimisté a jde o trvalejší jev. Na tom, který ze scénářů se uskuteční závisí tempo a rozsah dalšího zvyšování úrokových sazeb. Pokud Fed uzná, že růst hospodářství bude delší dobu slabý, bude to mít pro trh zásadní význam a dojde k podstatnému prohloubení současného trendu k poklesu výnosů. Naopak náznaky obnovování hospodářské dynamiky by vedly ke zvratu a návratu k růstu výnosů. Z dalších faktorů budou mít pro vývoj na dluhopisovém trhu význam vývoj cen ropy, závěrečná fáze prezidentské předvolební kampaně a případné teroristické útoky nebo jejich zvýšená hrozba.

## EMU

Obchodování v Evropě se v srpnu řídilo především podle vývoje v USA

Evropské dluhopisové trhy na začátku měsíce také reagovaly na slabé údaje z amerického trhu práce. Pokles výnosů však na rozdíl od USA skončil už na začátku druhého srpnového týdne a ve zbytku měsíce trh stagnoval. V průběhu měsíce tak došlo k poměrně výraznému snížení rozdílu mezi americkými a evropskými výnosy. Výhled vývoje úrokových sazeb v EMU je na rozdíl od USA poměrně jistý. Všeobecně se očekává, že ve zbytku letošního roku zůstanou úrokové sazby na současných dvou procentech a v příštím roce by mohlo dojít k mírnému růstu v závislosti na vývoji ekonomiky. Tento scénář je také započítán ve výnosové křivce a není proto důvod k jejím výraznějším pohybům. Výnos desetiletého dluhopisu klesl z 4,20% na 4,05%. Do deseti let byl pokles výnosové křivky prakticky paralelní, nad deset let klesly výnosy o trochu méně, u třicetiletého dluhopisu o 15 bp.

### Německá výnosová křivka



Předpokládáme, že také v září bude obchodování na evropských dluhopisových trzích klidné. Ovlivňovat by ho měl především vývoj amerického trhu, jehož pohyby by měla Evropa tlumeně sledovat. Pokud by došlo k výraznějším pohybům kurzu eura k dolaru, mohlo by to také ovlivnit vývoj cen dluhopisů. Celkově předpokládáme mírný růst cen dluhopisů (pokles výnosů). Podmínkou je, že nedojde ke zvýšení aktivity v americké ekonomice a nebo nečekaně silnému růstu inflace.

Rizikem pro evropské dluhopisové trhy je odklad očekávaného zvýšení úrokových sazeb

Trvalejší tendence ke zpomalování růstu světové ekonomiky by mohla vést k opuštění očekávání růstu úrokových sazeb ECB. To by mohlo vést k prodlouženému střednědobému poklesu výnosů. Tento scénář však má řadu rizik. Obnovení rychlejšího růstu americké ekonomiky a nebo stabilizace cen ropy na vysokých úrovních negativně ovlivňujících jak hospodářskou aktivitu tak inflační očekávání by mohly vést k obratu a k obnovení trendu k růstu výnosů.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Slabší vyhlídky americké ekonomiky působí proti dolaru

Obchodování v první polovině srpna ovlivnil především zhoršený výhled americké ekonomiky. Dolar v tomto období oslabil z 1,200 na 1,238. Po tom co se euru nepodařilo překonat hladinu 1,238 došlo ke zvratu, který byl motivován především technicky, a kurz se rychle vrátil zpět na 1,200. Pokračovala tak patová situace, kdy na jedné straně proti dolaru působí vysoké schodky obchodní bilance a běžného účtu a na druhé straně na něj působí vysoký příliv zahraničních investic, představovaných především nákupem asijských centrálních bank.

Kolísání v dosavadním pásmu by mělo pokračovat i v září

Předpokládáme, že v září nedojde k výraznější změně a bude pokračovat kolísání v širším intervalu 1,18 až 1,26 podobně jako v předchozích několika měsících. Vzhledem k současné úrovni kurzu lze očekávat, že dolar bude po většinu měsíce slabší

Kurz USD / EUR



Střednědobě je pravděpodobnější oslabení dolaru

než na jeho začátku. Pokud by pokračovala tendence k slábnutí aktivity v americkém hospodářství, podpořilo by to tendenci k oslabování dolaru a je možné, že by se v takém případě mohl kurz dostat k horní hranici uvedeného intervalu. Pro vývoj kurzu bude důležité také zasedání FOMC na konci září. Pokud by Fed v prohlášení po skončení zasedání naznačil, že dále zpomalí tempo růstu úrokových sazeb, mělo by to dále podpořit oslabování dolaru. Naopak data naznačující zrychlení růstu ekonomiky nebo vyšší inflaci by mohla dolar podpořit. Důležitý bude také vývoj cen ropy.

Střednědobě bude vývoj kurzu ovlivněn třemi faktory: výkonností americké ekonomiky, intenzitou přílivu zahraničních investic do USA a vývojem schodku obchodní bilance a schodku běžného účtu. Rizika jsou v současnosti zřetelně na straně oslabování dolaru. Ke změně by došlo, pokud by se americká ekonomika dostala ze současného útlumu. Na vývoj kurzu může mít vliv i průběh prezidentské předvolební kampaně a následně výsledek voleb. Rizikovými faktory bude nadále mezinárodní terorismus a vývoj cen ropy.

Akciové trhy

Intel oslabil ceny technologických akcií

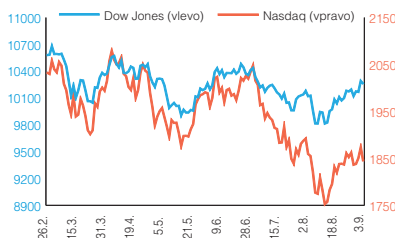
Akcie v první polovině srpna oslabovaly ...

Srpen podle očekávání tlačil ceny světových akcií dolů. Důvodem byly především nepříliš pozitivní americká makroekonomická data (výrazně slabá tvorba nových pracovních míst zveřejněná 6.srpna) a rostoucí ceny ropy. Negativním impulsem byla i horší předpověď tržeb na 3Q významné technologické společnosti Cisco 10.srpna po zavření trhu. Naopak zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů na 1,5% ohlášené 10.srpna bylo trhy očekáváno a trh proto nijak negativně nepoznamenalo. Naopak, ceny akcií v okamžité reakci po zvýšení sazeb (tj. 10.srpna před zavřením) rostly uklidněné poměrně optimistickým doprovodným komentářem Fedu.

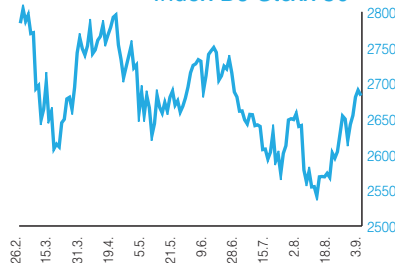
... ve druhé polovině srpna ale poněkud nečekaně rostly

Ve druhé polovině srpna se ale dosud medvědí trh otočil a až do počátečních zářijových dní posiloval. Prvotním impulsem byl slabší než očekávaný růst indexu spotřebitelských cen v USA a zřejmě i toužebně očekávaná emise akcií internetového vyhledavače Google. Trh si začal více všímat technologií, které do té doby velmi oslabily. 20. srpna začaly konečně klesat do té doby rostoucí ceny ropy a trh tak měl další prorůstový impuls. Do té doby ztrátové indexy tak do konce měsíce svoje ztráty téměř srovnaly s výjimkou indexu Nasdaq Composite, který skončil srpen se ztrátou 2,6%.

Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Index DJ Stoxx 50



Intelu se hromadí zásoby čipů. Co s tím?

VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	31.8.	31.7.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 104.2	1 101.7	0.2%	(1.5%)	9.5%	(0.7%)
Dow Jones	10 173.9	10 139.7	0.3%	(0.1%)	8.1%	(2.7%)
Nasdaq	1 838.1	1 887.4	(2.6%)	(7.5%)	1.5%	(8.3%)
DJ Stoxx 50	2 620.0	2 650.2	(1.1%)	(2.1%)	5.7%	(1.5%)
FTSE 300	970.06	981.99	(1.2%)	(1.7%)	8.3%	1.3%

V prvních zářijových dnech se pozornost trhu soustředila především na dvě klíčové události: Aktualizace vlastních predikcí očekávaných čtvrtletních výsledků společnosti Intel (2.9. po zavření trhu) a tvorba nových pracovních míst (3.9. před začátkem obchodování). Někteří analytici již dopředu varovali, že Intel možná zhorší vlastní předpověď tržeb a zisku na 3Q. Trh vzal tato varování v úvahu a očekával mírné zhoršení provozních čísel. Skutečnost ale byla o mnoho horší. Intel oznámil, že registruje slabou poptávku po počítačových a komunikačních čipech, na základě čehož se mu zvýšily současné zásoby čipů o 100 - 150 mil. dolarů. To povede k poklesu tržeb ve 3Q skoro o půl miliardy dolarů a k poklesu marže hrubého zisku. Úroveň zásob vůči předpokládaným tržbám je nyní údajně extrémně vysoká. Bylo by logické, kdyby Intel v reakci na kumulaci zásob snížil ceny čipů. To ale Intel oznámil již 24. srpna a reakce zákazníků byla i tak nadále slabá. Druhou možností je omezení výroby. To ale naráží na skutečnost, že výroba čipů má vysoké fixní náklady a velmi nízké variabilní náklady. To by vedlo k prodražení výroby a dalšímu poklesu marží. Zdá se tedy, že kumulace zásob Intelu bude nějakou dobu pokračovat, dokud se poptávka opět nezvýší. Spolu s Intelem okamžitě zhoršily svoje predikce na 3Q i další výrobci



čipů (Altera, Integrated Device Technology a Cypress Communications). Zajímavé je také to, že sice letní měsíce jsou tradičně slabší z hlediska trhu s osobními počítači, situace se ale běžně zlepšuje v září, kdy domácnosti nakupují počítače při příležitosti začátku školní sezóny. Výrobci čipů ale snížili svoje očekávání právě v době, kdy by se naopak měly prodeje díky tomuto efektu zvedat. To by naznačovalo, že firmy jsou skeptické i k oživení trhu díky školní nákupní sezóně. Je jasné, že taková predikce od firmy, která drží 80% celosvětového trhu s čipy ovlivní celý sektor výroby osobních počítačů a nepřímo většinu technologických akcií. Je příznačné, že sektor čipů byl již v srpnu zdaleka nejhorším sektorem s dvojcifernou meziměsíční ztrátou (viz tabulka) a index Nasdaq Composite oslabil v srpnu o 2,6%, zatímco Dow Jones i S&P500 velmi mírně posílily. Sektorový index výrobců čipů (SOX), který v srpnu oslabil o 10,9%, ztratil v prvních třech zářijových dnech dalších 3,5%. Index stabilně oslabuje od svého maxima na počátku letošního roku, přičemž pokles se v posledních dnech mírně zrychlil. Od počátku roku index ztrácí téměř 30% svojí hodnoty.

Počet nových pracovních míst tentokrát nezklamal

Události v sektoru čipů ovlivnily hlavně technologický index Nasdaq. Ostatní indexy pozitivně ovlivnily data z trhu práce, které byly zveřejněny hned následující den na počátku obchodování. Trh očekával 150 tis. nových pracovních míst, realita byla 144 tis. pracovních míst. Vzhledem k tomu, že v předchozích dvou měsících byla tvorba nových pracovních míst výrazně slabší, trh si ulehčeně vydechl (více najdete v komentáři na str. 5). Vyšší tvorba nových pracovních míst a pokles nezaměstnanosti kompenzoval negativní situaci na trhu technologií, čímž došlo k jen kosmetickému poklesu indexů Dow Jones i S&P500, zatímco Nasdaq Composite reagoval na Intel silným poklesem.

Trhy stále nemají dobrý důvod k růstu

Zdá se, že v současné době na trzích přeci jenom převládá pesimismus nad optimismem. Ceny ropy sice od 20. srpna začaly klesat, v posledních dnech se ale pokles zastavil a ceny dokonce opět mírně stouply. Ceny ropy budou i do budoucna významným faktorem, který může trhy rozhýbat na obě strany. Události v Rusku v Osetii přitáhly opět pozornost celého světa k hrozbě terorismu. Kromě toho na Floridě řádil na začátku září doposud nejničivější hurikán, který si vyžádal škody odhadem za rekordních 35 mld. dolarů. Postižené budou pojišťovny, hotely a restaurace, zatímco vydělají řetězce jako Home Depot nebo Lowe.

Mnohé společnosti redukuje svoje odhady na 3Q

Navíc září je tradičně nejhorším měsícem pro vývoj na akciových trzích. Firmy tradičně v tomto měsíci přehodnocují svoje odhady na výsledky za 3Q a druhou polovinu roku, přičemž v mnoha případech firmy po špatných prodejích během prázdnin a v předškolním období svoje odhady tržeb a zisků redukuje. V posledních několika dnech snížily predikce (kromě výrobců čipů) i Cisco, 3Com, National Semiconductor, automobilky Ford a General Motors nebo řetězce Starbucks a Dollar Tree. Naopak proti trendu šel Dell, který zvýšil predikci tržeb a zisku na 3Q díky silným prodejům v zahraničí.

Z hlediska poměru P/E a očekávaného růstu zisků firem je trh nadhodnocen

Z hlediska očekávaných firemních zisků na 3Q a 4Q se během srpna nic výrazné nezměnilo. Analytici nyní předpokládají, že zisky firem z indexu S&P500 porostou ve 3Q meziročně o 14,9% (1.srpna bylo očekávání 14,7%) a ve 4Q o 15,7% (1.srpna 15,6%). I nadále ale trh zůstává nadhodnocený, pokud bychom jako měřítko použili ukazatel PEG (poměr P/E a očekávaného růstu zisků). Analytici nyní totiž očekávají jen 10% růst zisků firem v nadcházejících 4 čtvrtletích vůči předchozím 4 čtvrtletím. V předchozích měsících letošního roku se přitom čekal růst mezi 12,1% a 13,9%. P/E trhu sice mírně pokleslo (z úrovně okolo 17 - 18) na současných 16,1, PEG ale právě díky poklesu očekávaného růstu zisků stoupl na 1,2 - 1,4 na 1,6, což naznačuje, že trh je s ohledem na očekávaný růst ziskovosti více nadhodnocený než tomu bylo v předchozích měsících letošního roku.

Předpověď na září: stagnace

Nedomníváme se, že v současnosti existují silné důvody pro růst cen akcií. Výjimkou by mohly být akcie defenzivních klasických (neteknologických) firem, kam by se investoři mohli ve zvýšené míře přesouvat z oslabujících technologií. Nejpravděpodobnějším scénářem pro září proto zůstává stagnace. Akcie by ale mohly dále oslabovat, pokud by ceny ropy opět rostly, dále se zvýšila hrozba terorismu, významná firma zveřejnila varování před zhoršením výsledků ve 3Q, zhoršovala se americká makrodata nebo pokud by Fed 21. září vydal negativně laděný komentář k vývoji americké ekonomiky ve 3Q. Naopak akcie by mohly posilovat, pokud by uklidnila situace v Iráku a v Rusku okolo společnosti Jukos, což by mohlo dále snížit ceny ropy. Možné zvýšení úrokových sazeb o 25bp 21. září zřejmě nebude mít na ceny akcií větší vliv.

## VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	VIII-04	VII-04	VI-04	3M	6M	12M
Informační technologie	-4.3%	-6.0%	2.8%	-7.5%	-10.5%	0.7%
Internet	-3.6%	-11.3%	5.8%	-9.5%	-7.9%	13.3%
Síťová zařízení	-4.8%	-14.5%	7.5%	-12.5%	-25.8%	2.0%
Výrobci počítač. techniky	-6.0%	-6.8%	2.8%	-9.9%	-12.4%	-12.4%
Pouze výrobce PC	-3.5%	-0.7%	12.5%	7.8%	16.3%	25.8%
Polovodiče	-10.9%	-14.2%	-0.8%	-24.1%	-26.1%	-18.6%
Telekomunikace	-0.3%	1.7%	1.0%	2.4%	-3.6%	18.5%
Bezdrát. telekomunikace	3.5%	-6.5%	2.8%	-0.4%	-5.1%	37.3%
Biotechnologie	2.8%	-7.6%	1.7%	-3.4%	-9.3%	9.1%
Farmacie	2.4%	-3.1%	-1.9%	-2.7%	-5.4%	6.3%
Zdravot. a kosmet. zboží	-2.8%	-6.2%	1.3%	-7.7%	-6.8%	5.6%
Spotřebitelské služby	1.5%	-5.4%	-0.3%	-4.3%	-5.9%	5.7%
Doprava	-0.2%	-4.0%	0.5%	-3.7%	-4.8%	4.6%
Bankovníctví	4.5%	-1.9%	-0.3%	2.3%	-2.0%	13.6%
Finančnictví	3.2%	-2.3%	0.3%	1.1%	-3.3%	13.9%
Petrochemie	-1.9%	2.2%	5.4%	5.7%	7.8%	33.2%
Energetika	-1.8%	3.1%	6.4%	7.7%	8.1%	29.8%
Utility	3.6%	1.4%	1.2%	6.4%	3.5%	19.2%
Základní průmysl	1.5%	-2.3%	5.0%	4.2%	-0.8%	15.7%

## STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

## Maďarsko

Politika vévodila dluhopisům  
v Maďarsku

Relativně příznivá makroekonomická data a snížení úrokových sazeb maďarskou centrální bankou o půl procentního bodu přispěly v souladu s našimi očekáváními k poklesu výnosů v první polovině měsíce. Vliv těchto faktorů však vzal rychle za své po té, co Premiér Medgessy v druhé polovině srpna odvolal tři ministry, včetně ministra hospodářství z koaliční strany Svobodných demokratů. V následném sporu s koaličním partnerem i v rámci Socialistické strany nenašel Medgessy dostatečnou podporu, a proto se rozhodl odstoupit. Vládní Socialistická strana vybrala bývalého ministra sportu a mládeže Ference Gyurcsanyho, aby se stal novým premiérem. Obavy o osud dosavadní hospodářské politiky, která se snažila alespoň o částečnou fiskální konsolidaci a nejistota setrvání hlavního garanta pokračování fiskální konsolidace ministra financí a garanta fiskální zdrženlivosti Drascovicse, vedly ke skokovému nárůstu výnosů o 40 bps téměř podél celé výnosové křivky.

Prostor pro pokles výnosů existuje,  
je však nadále omezený

Ve střednědobém výhledu stále předpokládáme, že existuje prostor pro mírný pokles výnosů, zejména na střední a krátkém konci výnosové křivky. Pokles výnosů by měl být tažen pomalým snižováním úrokových sazeb maďarskou centrální bankou a výhledem na mírné snížení makroekonomických nerovnováh. Tento pokles je však podmíněn zachováním hospodářské politiky fiskální konsolidace, setrváním současného ministra financí Drascovicse ve funkci a absencí další politické krize. Předpokládáme, že v září budou výnosy stagnovat na současných vysokých hodnotách či budou velmi mírně klesat.

## Polsko

Výnosová křivka se v srpnu narovnávala

V souladu s naším očekáváním byly výnosy na krátkém konci výnosové křivky opět pod silným tlakem kvůli politice zvyšování úrokových sazeb Národní bankou Polska (NBP). Oproti našim očekáváním (stagnace výnosů) na střední a dlouhém konci křivky, výnosy za celý srpen poklesly. K výraznému poklesu výnosů došlo po zveřejnění makro dat (inflace a údaj o průmyslové výrobě), které naznačovaly nižší inflační tlaky a tedy i menší prostor k dalšímu zvyšování úrokových sazeb. Překvapivě vysoké zvýšení úrokových sazeb NBP (o 50 bps oproti našemu i tržnímu očekávání o 25 bps)

Krátký konec by měl být nadále pod tlakem, střed a dlouhý konec bezpečný

a následné „jestřábí“ komentáře guvernéra NBP Balcerowicze vedly k opětovnému nárůstu výnosů. Tento růst výnosů byl však menší než bychom podle kroku NBP očekávali.

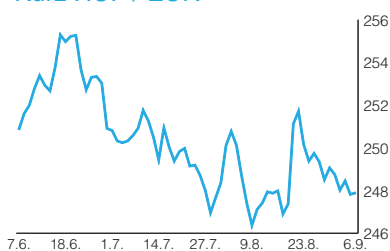
Ve vývoji polského trhu dluhopisů by měla mít nadále hlavní roli měnová politika centrální banky. Podle zveřejněné Inflační zprávy předpokládají analytici NBP další růst ročního CPI až k 6% na začátku příštího roku z červencových 4,6%. Připomínáme, že se jedná o výhled podmíněný nezměněnými úrokovými sazbami. Centrální banka se obává nárůstu inflačních očekávání, které se „přelije“ do mzdových požadavků a povede ke mzdové inflační spirále. Vzhledem ke špatným zkušenostem Polska s vývojem inflace a vynucením následně silné měnové restriktce v roce 2000, jsou centrální bankéři možná až příliš konzervativní. Studujeme-li tisková prohlášení NBP, hlasování o sazbách či vyjádření jednotlivých členů, jestřábí názory guvernéra ve Výboru pravděpodobně dominují. Je tudíž pravděpodobné, že další zvýšení úrokových sazeb přijde brzy. Předpokládáme dalšího čtvrt bodu již v září. Ve střednědobém výhledu však předpokládáme, že NBP zmírní svůj restriktivní modus operandy. Inflační prognózu na začátek roku 2005 považujeme za nadsazenou. Podle našeho výhledu by měla meziroční míra inflace začít v podzimních měsících klesat s tím, jak začnou odeznívat inflační vlivy spojené se vstupem do EU. Inflace však do poloviny příštího roku pravděpodobně zůstane nad inflačním cílem 1,5-3,5%. Spíše vidíme riziko pro opětovný nárůst inflace v příštím roce díky silící domácí poptávce. Na tomto místě připomínáme, že zatím není možné vidět růst mezd, pouze potencionální tlaky v rámci vyjednávání o mzdách na příští rok. Současné mzdy byly dohodnuty v minulém roce, když byla inflace 1%. Druhým významným faktorem vývoje na polském trhu dluhových instrumentů s pevným výnosem je vývoj politické situace a průběh reformy veřejných financí. Vláda Marka Belky připravila návrh státního rozpočtu na příští rok s poměrně nízkým deficitem (tzn. nižší potřeba emitovat dluhopisy). Díky vysokému tempu hospodářského růstu se Polsku letos pravděpodobně podaří nepřekročit druhý limit veřejného zadlužení, který je dán ústavou ve výši 55% HDP. V příštích měsících však čeká polské bondy i měnu tvrdá zkouška v podobě jednání o státním rozpočtu v parlamentu a druhém hlasování o důvěře Belkově vládě. Základním scénářem je tedy růst výnosů na krátkém konci výnosové křivky kvůli měnové politice NBP. Střed a dlouhý konec výnosové křivky by měl být bezpečný. Předpokládáme tudíž další vyrovnávání výnosové křivky v září i v dalších měsících.

## HUF / EUR

Forint i přes politické otřesy stabilní

Oproti silné reakci dluhopisového trhu na politické otřesy zůstal měnový kurz forintu vůči euru v srpnu v souladu s našimi očekáváními poměrně stabilní. Po počátečním oslabení ke 252 HUF/EUR se brzy vrátil zpět do pásma 247-249 HUF/EUR. Silná korelace mezi vývojem dluhopisů a forintem, která je dána financováním vysokého schodku běžného účtu platební bilance přílivem portfoliového kapitálu, tak v posledních měsících poněkud překvapivě slábne.

Kurz HUF / EUR



Stagnace měnového kurzu forintu blízko úrovně 250 HUF/EUR by měla pokračovat

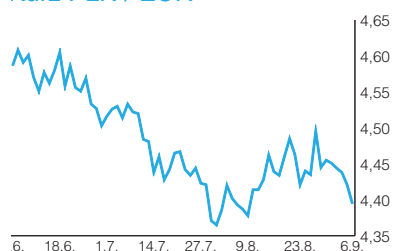
Vysoký úrokový diferenciál a relativně vysoké tempo hospodářského růstu vytvářejí forintem podporu proti výraznějšímu dlouhodobému oslabení. Naopak vysoké makroekonomické nerovnováhy (běžného účtu platební bilance a státního rozpočtu) a stálé riziko politických problémů brání forintem ve výraznějším posílení. Rovněž nepředpokládáme, že by maďarská centrální banka akceptovala rychlé posílení měnového kurzu s rizikem následných fluktuací. Za hranici tolerované apreciacie považujeme 245 HUF/EUR. Z těchto důvodů očekáváme stagnaci kurzu forintu blízko hladiny 250 HUF/EUR ve střednědobém i měsíčním výhledu. Jako výraznější se nyní jeví riziko oslabení v případě další eskalace politických problémů, prudkého zhoršení fiskálního salda či odklonu hospodářské politiky od programu fiskální konsolidace.

## PLN / EUR

Technické faktory a slabší makroekonomická data přispěly k srpnové korekci

Výraznější technická korekce letošního rychlého posilování zlotého vůči euru, které jsme se obávali již v červenci, se dostavila v srpnu. Kromě technických faktorů přispěl k srpnovému oslabení polské měny i regionální sentiment a hlavně slabší makroekonomická data. Data o inflaci, průmyslové výrobě a mzdách vedla hráče na trhu k přesvědčení, že prostor pro další růst úrokových sazeb je omezený. Výbor pro měnovou politiku (MPC) vedený Leszkiem Balcerowiczem je však doposud jiného názoru. MPC věnoval větší pozornost rostoucím inflačním očekáváním a rostoucí do-

## Kurz PLN / EUR



Za vysoké volatility by měl zlotý posilovat

máci poptávce. Zvýšení úrokových sazeb o více než trh očekával vedlo krátkodobě k posílení zlotého pod 4,40 vůči euru, avšak poté krátkodobě oslabil až na hladinu 4,50 PLN/EUR a skončil na 4,45 PLN/EUR.

Ve střednědobém horizontu stále zastáváme pozitivní výhled na polskou měnu. Mezi faktory, které by měly působit ve prospěch dalších zisků zlotého vůči euru, je silný hospodářský růst tažený nejenom exporty, ale i domácí poptávkou. Dále připomeňme, že schodek obchodní bilance i celého běžného účtu platební bilance zůstává velmi nízký. Zlotému pomáhá i fakt, že polská centrální banka bude pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. Příliv zahraničních investic (např. plánovaný prodej části akcií banky PKO BP na burze) či z rozpočtu EU by měl zesílit. Rovněž očekáváme částečné zlepšení fiskální kondice díky schválení aspoň části zákonů z Hausnerova reformního balíčku a vyšším příjmům (vyšší než očekávaný hospodářský růst a inflace). Fluktuační zlotého směrem k oslabení budou způsobovány zejména problémy na politické scéně (hlasování o důvěře a blížící se volby), nejistotou ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb, pohyby kurzu USD/EUR či snahou některých hráčů rozhábat trh. V měsíčním horizontu považujeme za nejpravděpodobnější pohyb měnového kurzu na hladinu 4,40 EUR/PLN či níže díky zveřejnění silnějších makroekonomických dat a dalšímu zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Rizikem tohoto vývoje jsou kromě slabších makroekonomických dat i politické problémy ohledně projednávání státního rozpočtu na příští rok a blížící se hlasování o důvěře menšinové vládě Marka Belky, které se bude konat v říjnu.

## SKK / EUR

Slovenská koruna si vybírá oddechový čas

## Kurz SKK / EUR



Nepředpokládáme změnu trendu posilování slovenské měny

V rozporu s našimi očekáváními (mírné posilování) slovenská koruna pod úroveň 40 SKK/EUR dlouho nevydržela a díky negativnímu sentimentu v regionu a i na jihoafrickém randu, který velké banky obchodují v jednom balíku spolu se středoevropskými měnami, oslabila až ke 40,30 vůči euru. Slabší údaj o obchodní bilanci, převody dividend, problémy ohledně výkupu či vyvlastnění pozemků pro automobilku KIA a prázdninová atmosféra na trhu nedodaly koruně náležitě impulsy. Koruna tak v druhé polovině měsíce fluktovala v pásmu 40,05-40,25 SKK/EUR.

I přes prázdninovou slabost považujeme slovenskou korunu nadále za měnu s potenciálem k dalšímu posilování. Silné makroekonomické fundamenty (ekonomický růst, hospodářské reformy, nízký deficit běžného účtu platební bilance či snižování rozpočtových schodků) by měly vytvářet i nadále koruně podporu. Měl by tudíž pokračovat základní scénář, kdy koruna díky fundamentům posiluje a proti tomu stojí centrální banka. V půlročním horizontu stále předpokládáme cílovou úroveň 39-39,50 vůči euru. Rizikem této predikce je latentní riziko politických konfliktů, prudké zhoršení pozitivního makroekonomického vývoje, ztráta zájmu o korunu kvůli výhledu pouze pomalého posilování či spekulace ohledně jmenování bankovní rady na začátku příštího roku.

Po skončení prázdninové nálady na trzích a za absence reálných toků ven ze země v podobě dividendových plateb by měla slovenská měna v září opět atakovat či prorazit hranici 40 korun vůči euru.

## ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

Vyslovení důvěry vládě parlamentem ukončilo vládní krizi

Politickou situaci uklidnilo vytvoření nové vlády vedené S. Grossem. Její akceschopnost už v září prověří jednání o rozpočtu na rok 2005. Lze předpokládat, že zájem všech tří stran na udržení koalice a fungování vlády do konce volebního období umožní sestavení rozpočtu. Vzhledem k těsné většině vlády v parlamentu však bude pravděpodobně docházet v dalších měsících k obdobím zvýšeného politického napětí, která mohou ovlivňovat především vývoj kurzu koruny. Vláda bude s velkou pravděpodobností pokračovat v politice předchozího kabinetu V. Špidly. Nelze tak očekávat žádné snahy o razantní reformy. Pravděpodobně jsou spíše kosmetické úpravy a populistické snahy o oslovení voličské základny koaličních stran. Akceschopnost vlády budou také ochromovat značně rozdílné názory koaličních stran na řadu důležitých problémů.



### Průmyslová produkce pokračovala v rychlém růstu

Průmyslová produkce v červnu vzrostla meziročně o 15,1% (očistěno od počtu pracovních dní o 12,8%). Průmyslové tržby se zvýšily o 14,9% (o 12,5% očistěno o kalendářní variace). Výrazně rostla zejména výroba kovů a hutních výrobků (o téměř 40% díky celosvětové poptávce po kovech a růstu cen kovů a kovodělných výrobků), elektronických a optických přístrojů a dopravních prostředků. Není snad třeba připomínat, jak velký vliv na tato růstová čísla mají přímí zahraniční investoři. Díky vysoké dynamice průmyslové aktivity se již téměř zastavil propad v počtu zaměstnanců (v červnu meziročně již „pouze“ o 6 tisíc, tj. o 0,6%). Do konce roku by tak mělo dojít k toužebně očekávanému obratu nejen v zaměstnanosti v průmyslu, ale také na celém českém trhu práce (míra nezaměstnanosti by tak v příštím roce měla začít klesat bez ohledu na použitou metodiku). Průměrná mzda v průmyslu se zvýšila meziročně o 7,1% (očistěno o inflaci o 4,1%), což při růstu produktivity práce o 15,5% znamená pokles jednotkových mzdových nákladů o 7,3%. Pokračoval rovněž příznivý vývoj v zadávání nových zakázek (celkový růst o 25,1%, z toho zakázek ze zahraničí o 25,6%).

Vývoj průmyslové produkce je jedním z indikátorů růstu celé ekonomiky. Pokračující vysoká tempa průmyslové výroby i průmyslových tržeb naznačují postupnou akceleraci růstu HDP (měřítko růstu ekonomické výkonnosti). Podobně jako v případě zlepšování kumulativního salda obchodní bilance a výrazného růstu českých vývozu se však růst v průmyslu nemusí výrazně projevit v růstu celkového HDP. A to proto, že podle statistik ČSÚ je za vysokými údaji o vývozech zejména změna vývozních cen. Podle dat o reálném růstu HDP se tak většina růstu průmyslu a zlepšení vývozu v nominálních cenách projevuje ve zhoršení čistých exportů ve stálých cenách. Jednoduše řečeno: hodně vyrábíme, hodně vyvážíme, ale také hodně dovážíme a ve stálých cenách dovozy převyšují vývozy (alespoň podle statistik ČSÚ).

### Maloobchodní tržby po květnovém slabém růstu opět zrychlily

Červnové maloobchodní tržby byly o 3,7% vyšší než v minulém roce po revidovaném růstu o 0,7% v květnu. Za více než očekávaným zvýšením tržeb v celém maloobchodu je nárůst značně volatilního motoristického segmentu. Ten v červnu vzrostl o 3,8%, zejména díky meziročně vyšším prodejům automobilů (o 6%). V samotném maloobchodu se tržby zvýšily o 3,7%, kdy se dařilo jak prodejům potravin, tak zejména textilu a obuvi (nárůst díky dřívějším slevám o 20,8%). Zatímco tržby v maloobchodu zůstaly ve druhém kvartálu poměrně slabé (růst pouze o 2,5%), tempo růstu tržeb v celém segmentu služeb zůstává stále vysoké (ve druhém čtvrtletí o 4,8%). Tržby rostly hlavně v oblasti prodeje a poradenství ohledně počítačů (o 13,2%), v dopravě (o 13%) a v ubytování a stravování (o 5,4%). Z toho tržby za ubytování rostly o 21,9% (také díky turistům, kteří přijeli na hokejový šampionát), naopak v pohostinství tržby propadly o 0,3% (kvůli květnovému navýšení DPH). Silný růst tržeb ve službách naznačuje, že spotřebitelská poptávka je v České republice stále silná, a to i přes zvyšování nepřímých daní a postupnému zpomalení růstu reálných mezd. Vzhledem k vývoji tržeb ve službách, očekáváme růst spotřeby domácností (jako složky HDP) ve 2. čtvrtletí o 3,5% či více.

### Sezónní faktory vedly k lehkému růstu míry nezaměstnanosti

V červenci míra registrované nezaměstnanosti vzrostla z 9,9% na 10,1%, což byl mírně lepší výsledek na naše i tržní očekávání. Počet nezaměstnaných vzrostl oproti červnu o necelých 15 tisíc na 532 tisíc. Červencový růst souvisí jako každoročně zejména s příchodem absolventů na trh práce. Ukazuje se, že tento efekt postupně slábne. Počet nezaměstnaných absolventů dosáhl necelých 45 tisíc, což je o 20% méně než v minulém roce. To je pravděpodobně dáno demografickým vývojem (a jejich větší uplatnitelností na trhu práce). Při počtu volných pracovních míst 45,7 tisíc klesl poměr nezaměstnaných na jedno volné pracovní místo na 11,6 (o 0,3 méně než v loňském roce).

### Obchodní bilance překvapila přebytkem

Obchodní výměna se zahraničím pokračovala i v červnu ve velmi svižném tempu, když meziroční růst exportů o 33,7% převýšil růst importů o 28,8%. Vysoká tempa obchodní výměny pravděpodobně souvisí s odbouráváním bariér po vstupu do EU. Výsledné kladné saldo ve výši 0,9 mld. Kč předčilo tržní očekávání deficitu ve výši 3 mld. Kč. Kumulovaný schodek za posledních dvanáct měsíců poklesl na 63,7 mld. Kč a schodek za prvních šest měsíců v tomto roce ve výši 11,7 mld. Kč je o 5,7 mld. Kč nižší než za stejné období vloni. Oproti minulému měsíci by již údaje měly být téměř kompletní, revize předchozích údajů (zejména květen) bude zveřejněna s červencovým údajem (3. září).

### Teritoriálně převládá obchod s EU

Teritoriální strukturu českého zahraničního obchodu je nadále charakterizována



poměrně vysokými přebytky s okolními členskými státy EU (Německo, Slovensko, Rakousko atd.) a naopak poměrně vysokými schodky s asijskými státy (Japonsko, Čína) a dále Ruskem a USA. Ve zbožové struktuře převažovaly vysoké vývozy strojů, dopravních prostředků a výpočetní technika. Naopak záporné saldo roste kromě minerálních paliv i u spotřební elektroniky a dílů k výpočetní technice. Zbožová i teritoriální struktura obchodní bilance naznačuje, že kromě silné obchodní výměny v rámci EU je zde jednostranný tok polotovarů z Asie (stejně tak spotřebního zboží). Tyto polotovary jsou u nás zpracovány a finální produkty jsou určeny pro celoevropský trh. Z pohledu vývoje devizového trhu byl údaj o zahraničním obchodu pro korunu bezesporu příznivou zprávou. Příznivý vývoj obchodní bilance by měl spolu s očekávaným zvyšováním úrokových sazeb centrální bankou vytvářet koruně podporu i v dalších měsících.

Deficit běžného účtu skončil vyšším než očekávaným schodkem kvůli repatriaci zisků

V červnu skončil deficit běžného účtu v deficitu 10,3 mld. Kč. Červnový výsledek je zklamáním vzhledem k očekáváním na začátku měsíce (konsensus trhu -8,5 mld.). Vzhledem k přebytku výkonové bilance (obchodní bilance + bilance služeb) ve výši 1,9 mld. Kč má dominantní vliv na celkovém schodku běžného účtu opět schodek v bilanci výnosů (v červnu ve výši 11,2 mld. Kč). Z těchto 11,2 mld. Kč je přibližně 5 mld. Kč tvořeno položkou reinvestované zisky (což je v platební bilanci pouze účetní položka bez skutečného převodu peněz). Více než 6 mld. Kč tudíž tvořily výplaty dividend zahraničním vlastníkům. Oproti minulým měsícům se do schodku podle očekávání dostalo záporné saldo běžných převodů (1 mld. Kč), a to kvůli fiskálním transferům ČR ve prospěch společného rozpočtu Evropské unie. Přebytek na finančním účtu ve výši 7,3 mld. Kč nebyl schopen kompenzovat schodek na běžném účtu. Příliv přímých zahraničních investic (PZI) dosáhl téměř 7 mld. Kč (z toho však 5 mld. Kč připadá právě na reinvestované zisky). Vysoký příliv portfoliových investic (díky emisi Eurobondů) byl kompenzován zájmem domácích investorů o zahraniční dluhopisy a deficitním saldem měnových institucí na účtu ostatních investic.

Mimořádně vysoké repatriace zisků v letošním roce souvisí se vstupem do EU

Překvapivě vysoký schodek BÚ v červnu je mírně negativní zprávou pro českou korunu. V dalších měsících by mělo dojít k prohloubení deficitů na běžném účtu spolu s dalšími již oznámenými výplatami dividend. Dodejme, že vysoké letošní výplaty dividend souvisí se vstupem do Evropské unie, zrušením zdanění dividend pro strategické zahraniční vlastníky a tudíž převodu nakumulovaných zisků. Repatriace zisků se spolu s položkou reinvestované zisky stala hlavním faktorem deficitního vývoje běžného účtu ČR a tento trend bude pokračovat i v příštím roce (či letech). V příštím roce by však transfer zisků již neměl být v tak velkém rozsahu jako letos.

Rychlejší růst maloobchodních cen byl ovlivněn sezónními faktory

V červenci se spotřebitelské ceny zvýšily o 0,4% oproti červnu a v meziročním vyjádření byly vyšší o 3,2%. Vývoj meziměsíčního indexu spotřebitelských cen byl jako každoročně ovlivněn zejména růstem cen dovolených (o 17,5%). Z ostatních položek vzrostly ještě ceny tabákových výrobků (o 1,1%) jako dozvuk lednového zvýšení spotřebních daní a ceny bydlení (o 0,3%) kvůli vyšším poplatkům v družstevních bytech. Naopak ve prospěch nižšího celkového růstu cen působily sezónní slevy u oděvů a obuvi. Ceny potravin celkově poklesly o 0,7% kvůli sezónním cenám ovoce a zeleniny. Naproti tomu se zvýšily ceny masa, rýže a cukru, což souvisí s otevřením evropského agrárního trhu a vlivu společné zemědělské politiky.

Vývoj CPI potvrdil nízkoinflační charakter české ekonomiky

Nadále se ukazuje, že ČR je nízkoinflační ekonomika. Růst spotřebitelských cen (v meziročním vyjádření) by měl letos kumulovat v září na úrovni 3,5-3,8%, a po té by měl postupně poklesnout na 3,2% na konci roku. K výraznějšímu poklesu CPI by mělo dojít na začátku příštího roku kvůli efektu vysokého srovnávacího základu, který byl letos v lednu zvýšený výraznými úpravami v nepřímých daních. Z hlediska měnové politiky ČNB hovoří tento údaj ve prospěch dalšího mírného zvyšování sazeb. Logika měnově-politického režimu cílování inflace by sice naznačovala, že směřuje-li výhled na CPI přibližně do středu inflačního cíle, není třeba měnit úrokové sazby. Představitelé ČNB opakovaně vyjadřují svůj názor, že v situaci, kdy výhled spotřebitelské inflace směřuje do jejich inflačního cíle a ekonomika postupně akceleruje svůj výkon (a uzavírá produkční mezeru), není dobré mít záporné reálné úrokové sazby. Připomeňme, že podle Zprávy o inflaci analytici ČNB odhadují rovnovážnou reálnou úrokovou sazbu na 1,5%. Při predikované i cílené CPI na úrovni 3% by to znamenalo repo sazbu na 4,5%. Nicméně, nepředpokládáme, že by ČNB chtěla v horizontu 1-1,5 roku zvýšit sazby až na tuto úroveň, zvláště kvůli možnému silnému vlivu na měnový kurz koruny.

### Zvyšování cen hutních výrobků a koku dále akcelerovalo růst PPI

Průmyslové ceny i v červenci pokračovaly ve vysokém růstovém tempu, i když tržní i naše očekávání bylo výraznější zpomalení této dynamiky. Průmyslové ceny vzrostly o 0,8% oproti červnu a v meziročním vyjádření jsou vyšší již o 7,3%. V červenci opět vzrostly ceny kovodělných a hutních výrobků, což souvisí s vysokou celosvětovou poptávkou po těchto produktech. Tempo růstu cen v kovodělném průmyslu sice zpomalilo na 1,5% m/m, avšak vzhledem k poklesu cen kovů ve světě jsme očekávali stagnanci či mírný pokles. Ceny šly raketově nahoru i v koksárenství a ropném průmyslu o 4,4% (v tomto případě zejména u koku, což souvisí s boomem hutní a kovodělné výroby). K nad očekávání vysokému růstu průmyslových cen přispěl i cenový růst v potravinářském průmyslu o 1% m/m, zejména ve zpracování masa. Růst cen masa pravděpodobně souvisí s otevřením jednotného zemědělského trhu EU a s možnostmi vyšších vývozu do EU. Pravděpodobnost „přelití“ růstu cen v odvětví kovodělného a koksárenského průmyslu do spotřebitelské inflace je nízká. Avšak cenový růst v potravinářském průmyslu se do spotřebitelské inflace může „přelit“ poměrně rychle, proto má tento údaj z hlediska měnové politiky cílování spotřebitelské inflace větší vliv než údaj o růstu PPI v předchozích měsících.

Dovozní ceny v červnu klesly o 0,8% a vývozní ceny klesly o 0,4%. Dovozní a vývozní ceny byly ovlivněny vývojem kurzu koruny k euru a dolaru. K poklesu dovozních cen přispělo přechodné snížení cen ropy.

### Bankovní rada ČNB naplnila očekávání a zvýšila úrokové sazby na 2,5%

Bankovní rada České národní banky podle očekávání zvýšila repo sazbu na 2,50%. Hlavním důvodem pro toto rozhodnutí je rostoucí spotřebitelská inflace a akcelerující ekonomika. Po silných číslech z průmyslu (růst průmyslové výroby, PPI) a tržeb ve službách se členové Bankovní rady rozhodli nepočkat na údaj o HDP. Vzhledem k téměř konsensuálnímu očekávání zvýšení o čtvrt procentního bodu byl dopad tohoto kroku na trh marginální. Do konce roku očekáváme ještě jedno zvýšení sazeb o čtvrt bodu na 2,75%. Vývoj sazeb v příštím roce bude již v režii obměněné Bankovní rady. Úrokové sazby v příštím roce dále mírně porostou za předpokladu pokračující akcelerace české i evropské ekonomiky. Na tiskové konferenci po skončení zasedání bankovní rady řekl guvernér ČNB Z. Tůma, že není možné říci, zda letos ještě dojde ke zvýšení úrokových sazeb. Rychlost růstu sazeb bude záviset především na síle oživení ekonomiky. Inflace by měla v příštích měsících dospět na vrchol a v příštím roce postupně opadávat. Rizikem může být příliš uvolněná rozpočtová politika nové vlády. Kurz koruny je podle Tůmy mírně silnější než ČNB očekávala.

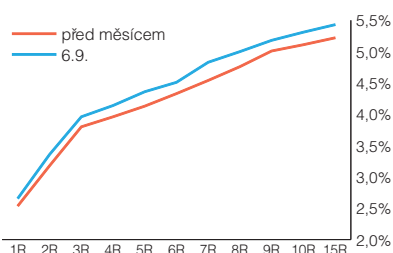
Prezident V. Klaus v rozhovoru pro týdeník Euro naznačil, že chystá výraznou obměnu bankovní rady ČNB. K dosavadní činnosti ČNB se vyslovil poměrně kriticky. Z jeho vyjádření nepřímo plyne, že není stoupencem rychlého vstupu ČR do EMU.

### Člen bankovní rady P. Racoča naznačil další růst úrokových sazeb

Člen bankovní rady ČNB P. Racoča řekl v interview pro týdeník Týden, že úrokové sazby na 2,25% jsou neadekvátní situací, kdy jak růst hospodářství tak inflace přesáhly tuto úroveň. ČNB podle něj bude pokračovat v postupném utahování měnové politiky. Racoča dále řekl, že bankovní rada je nadále přesvědčena, že ekonomické prostředí je nízkoinflační. Podle současné makroekonomické prognózy ČNB by přesto úrokové sazby mohly dosáhnout 3,5%. Ohledně koruny Racoča řekl, že v příštích několika letech je možné očekávat její posilování.

### České dluhopisy se v srpnu řídily domácími impulsy

#### Česká výnosová křivka



## Dluhopisové a peněžní trhy

Český dluhopisový trh ovlivňovaly v průběhu srpna téměř výhradně domácí faktory. Aktivitu na trhu tlumilo období dovolených. Na rozdíl od vývoje na hlavních světových trzích výnosy českých dluhopisů v průběhu měsíce mírně rostly. Rozdíl mezi výnosy českých a německých dluhopisů se tak usadil lehce na 100bp. Hlavní příčinou růstu výnosů bylo očekávané zvyšování úrokových sazeb ČNB. Když na konci srpna ČNB naplnila očekávání a úrokové sazby skutečně zvýšila, dluhopisový trh prakticky vůbec nereagoval. Pravděpodobně to naznačuje, že ve výnosové křivce je již obsaženo celé očekávané zvýšení sazeb.

V září by se situace neměla výrazněji změnit. Trh by měl nadále počítat s postupným růstem úrokových sazeb a to by mělo držet výnosy přibližně na současných úrovních. Trh bude sledovat přípravy rozpočtu na příští rok, především objem rozpočtového schodku. Vliv na obchodování může mít i poměrně nízký objem emisí schválených na čtvrté čtvrtletí. Pokud by makroekonomická data ze světa naznačovala výraznější a dlouhodobější útlum aktivity, mohlo by to tlačit na pokles výnosů. Naopak faktory

### Očekávání vývoje úrokových sazeb ČNB budou rozhodovat o středně- dobém trendu

zvyšující riziko akcelerace inflace by tlačily na růst výnosů. Celkově předpokládáme, že v září nedojde k silnějším pohybům na trhu a riziko je spíše na straně poklesu výnosů (růstu cen) dluhopisů.

O střednědobém vývoji rozhodnou především očekávání vývoje úrokových sazeb ČNB a na druhém místě množství likvidity určené k nákupům dluhopisů. Pokud si trh podrží očekávání růstu úrokových sazeb v příštím roce na 3,5-4,0% a dojde k návratu k vyššímu růstu světového hospodářství, měla by se výnosová křivka oproti současnosti posunout mírně nahoru. K růstu výnosů by mohlo vést i zvýšení plánovaného schodku státního rozpočtu. Další výraznější zpomalení hospodářské aktivity ve světě a snížení očekávání růstu úrokových sazeb by měly vést k obratu trendu a poklesu výnosů.

## Devizový trh

### Koruna v září lehce oslabila

Kurz CZK / EUR



### Střednědobě by se kurz měl držet mezi 13,0 až 32,0

V první polovině srpna kurz přechodně posílil k 31,40, ale povětšinu měsíce se držel nad 31,50 a na jeho konci se přiblížil k hladině 32,0. Na oslabování koruny měly částečně vliv vývoj na regionálních měnových trzích, posílení dolaru ve druhé polovině srpna a nižší očekávání rychlého růstu úrokových sazeb v ČR. Rozhodující podíl na vývoji kurzu však pravděpodobně měly krátkodobé spekulace, jejichž vliv ještě zesílila celkově nižší aktivita v období dovolených. Zvýšení úrokových sazeb na konci srpna na kurz prakticky nemělo vliv.

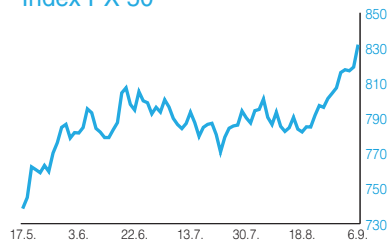
Předpokládáme, že se v září kurz udrží poblíž současných úrovní a možné je jeho přechodné mírné oslabení. Proti koruně by mohla působit politická nejistota spojená s tvorbou a projednáváním státního rozpočtu. Na korunu by také mohly podobně jako v srpnu působit výkyvy na dalších regionálních devizových trzích. I v případě dalšího oslabení by se však kurz neměl dostat nad 32,50.

Střednědobě bude vývoj kurzu ovlivňován především rovnováhou mezi vývojem bilance běžného účtu a přílivem zahraničního kapitálu, především přímých zahraničních investic (FDI). Pokračující příliv FDI a předstih růstu českého HDP před HDP EMU by měly vést k postupnému mírnému posilování kurzu koruny. V opačném směru budou působit především repatriace zisků zahraničních investorů.

## Český akciový trh

### Akcie Zentivy táhly v srpnu pražskou burzu vzhůru

Index PX 50



### Positivní analýzy na Zentivu vystřelily kurz akcie vzhůru k 600 Kč

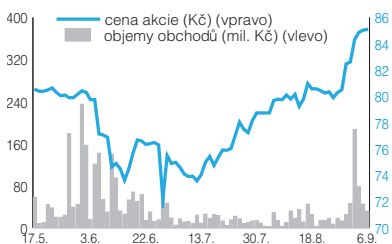
Po mírném poklesu v červenci pražská burza během druhé poloviny srpna ožila a ceny některých akcií se opět vydaly vzhůru. Významný rozdíl byl mezi situací v první polovině měsíce a ve druhé polovině měsíce. Až do 20. srpna české akcie stagnovaly a v zásadě tak kopírovaly vývoj na světových trzích, kde akcie spíše oslabovaly s tím, jak se světové ceny ropy blížily úrovni 50 dolarů za barel. Významný obrat nastal ve třetí srpnové dekádě. Právě 20. srpna po sérii růstu poprvé klesly ceny ropy, na což zareagovaly světové burzy růstem. V pondělí 23. srpna se k růstu přidaly i české akcie a na burze se otočil dosavadní stagnující (či mírně oslabující) trend k růstu. Do konce měsíce ceny ropy klesaly, zahraniční trhy doháněly předchozí ztráty a stejně tak posilovaly i indexy pražské burzy.

Vývoj u jednotlivých akcií byl ale rozdílný. Nejmarkantnější růst zaznamenaly akcie Zentivy. Ty se v první polovině měsíce obchodovaly okolo 525 Kč, avšak díky sérii několika pozitivně laděných analytických reportů většinou s nákupním doporučením akcie vyrazila vzhůru až na úroveň těsně pod 600 Kč. Tady se růst prozatím zastavil a akcie od té doby mírně koriguje. Vzhledem k tomu, že některé analýzy stanovily férovou cenu akcie těsně nad 600 Kč, budou zřejmě následovat redukce nákupních doporučení na 'držet', což může další růst akcie zbrzdit.

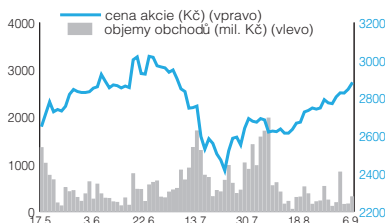
### Cena akcií ČEZ pod vlivem prohlášení politiků

Podobným vývojem jak Zentiva prošly akcie Komerční banky, ČEZu i Unipetrolu. U ČEZu trhy vyděsil komentář ekonomického poradce premiéra Grosse Jana Mláčka, který řekl, že jednou z hlavních priorit nové vlády je prodat na trhu 16% akcií ČEZ. Akcie ČEZ jsou na podobné výroky velmi citlivé a proto jejich cena okamžitě klesla o 3% a později o další 1% až pod 195 Kč. Jan Mládek tím ve skutečnosti prospěl těm investorům, kteří si naposledy mohli tyto akcie koupit za cenu pod 200 Kč. Je otázkou, zdali to nebyla historicky vůbec poslední možnost. Protože toto prohlášení

**UNIPETROL**



**KOMERČNÍ BANKA**



**ČESKÝ TELECOM**



Objemy obchodů na stejné úrovni jako v červenci

vzápětí Ministerstvo průmyslu, premiér a vicepremiér popřeli, akcie se opět otočila ke svému růstovému trendu. Předpokládáme, že tento trend bude dále pokračovat.

V případě Unipetrolu začala akcie prudce růst až na konci měsíce. Důvodem bylo prohlášení menšinových akcionářů České rafinérské, že nevyužijí nabídky Unipetrolu a nezvýší svoje menšinové podíly v rafinériích. Tím padla hlavní komplikace privatizace Unipetrolu, protože se neočekává, že by Evropská komise kladla spojení PKN a Unipetrol výraznější odpor, menšinovým akcionářům se výrazně zvýšila pravděpodobnost, že za každou akcii Unipetrolu jim PKN nadělí okolo Vánoc nejméně 90 Kč.

Také akcie Komerční banky při absenci jakýchkoliv fundamentálních zpráv v první polovině srpna spíše oslabovaly, ve druhé polovině měsíce ale přeci jenom akcie okopírovaly růstový trend v Evropě i na pražské burze. Komerční banka leží v poslední době ve stínu událostí v ČEZu, Unipetrolu nebo Zentivě. Po letošních pololetních výsledcích, které nepřinesly žádná výrazně pozitivní překvapení a spíše ukázaly na jisté slabiny v provozních výsledcích, se akcie obchodují hluboko pod jarním maximem 3.428 Kč. Prozatím to nevypadá, že by se cena akcie mohla v dohledné době k těmto vrcholům přiblížit.

O více jak 5% v srpnu stouply i akcie Českého Telecomu, které reagovaly pozitivně na sestavení nové vlády a tím i blížící se proces privatizace. V průběhu měsíce přinesla média některé zprávy, svědčící o tom, že letošní privatizace by mohla být úspěšnější než poslední nepovedený pokus z konce roku 2002. (Více informací v sekci Zprávy z akciového trhu). Pozitivní informace logicky tlačí cenu akcie vzhůru.

**VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ**

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.8.	31.7.	1M	3M	12M	2004
PX 50	816.0	790.2	3.3%	3.8%	31.9%	23.8%
PX-D	2029.3	1984.0	2.3%	3.2%	32.0%	23.5%
Český Telecom	332.50	315.60	5.4%	2.2%	1.1%	14.1%
Č. radiokomunikace	438.10	441.50	(0.8%)	(1.1%)	55.1%	27.0%
ČEZ	206.00	198.22	3.9%	11.6%	52.9%	41.4%
Erste Bank	1 009	1 024	(1.5%)	0.9%	51.1%	26.4%
Komerční banka	2 807	2 692	4.3%	(0.8%)	18.1%	16.1%
Philip Morris ČR	14 956	15 318	(2.4%)	(1.9%)	8.6%	(4.9%)
Unipetrol	82.62	78.74	4.9%	3.1%	28.0%	24.4%
Zentiva	596	523	13.9%	--	--	22.9%

Objemy obchodů v srpnu zůstaly na stejné vysoké úrovni jako obchody v červenci. Za celý měsíc se zobchodovaly akcie za 33,9 mld. Kč. Denní průměr se mírně snížil na 1,5 mld. Kč.

	srpen 2004		červenec 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	12.8	38.3	15.4	45.5
ČEZ	6.4	19.1	5.5	16.3
Český Telecom	5.8	17.2	6.2	18.3
Philip Morris ČR	3.4	10.0	1.6	4.8
Erste Bank	2.6	7.7	2.0	5.8
Zentiva	2.1	6.3	2.2	6.6
Unipetrol	0.4	1.2	0.3	0.9
České radiokomunikace	0.1	0.2	0.7	1.9

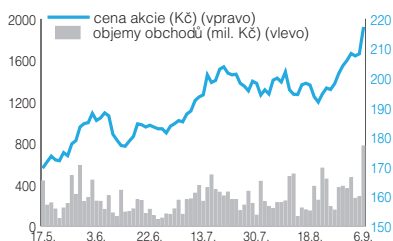
**ČEZ pokračuje v regionální expanzi**

Hlavní téma: Nákup Slovenských elektráren

Hlavními zprávami minulého měsíce byl plánovaný nárůst velkoobchodních cen elektřiny a tendr na prodej Slovenských elektráren. Nakonec to ale byla politická prohlášení, která nejvíce hýbala s cenou akcie minulý měsíc. Ze všech komentářů ministrů a poradců se zdá, že většina ministrů v současné vládě není nakloněna plánu prodat na finančních trzích 16% akcií ČEZ a ministr Sobotka je tak v tomto



## ČEZ



Plánovaný růst velkoobchodních cen se pozitivně projeví ve výsledcích za příští rok

ČEZ stále favoritem soutěže na koupi Slovenských elektráren

Letos čekáme zisk 11,6 mld. Kč (podle IFRS)

I přes výrazný nárůst ceny je ČEZ stále atraktivní investicí

názoru osamocen. Jakékoliv pochybnosti v této otázce okamžitě vyvolávají tlak na pokles ceny akcie, jak se tomu stalo 11. srpna po prohlášení premiérova ekonomického poradce Jana Mládka. Akcie ale tyto ztráty do konce měsíce nejen smazala, ale počátkem září vystoupala na nové rekordní hodnoty. Není vyloučené, že to byla poslední možnost, jak akcie ČEZ koupit za cenu pod 200 Kč.

Akcie zůstávají v růstovém trendu a v dohledné době se na tom zřejmě nic nezmění. K růstu hodnoty společnosti nepochybně přispěje i plánované 14% zvýšení velkoobchodních cen elektřiny na příští rok, které ČEZ ohlásil 23. srpna. V tento den současně začalo dvoutýdenní období, během něhož si všichni účastníci trhu s elektřinou (distribuční společnosti, licencovaní obchodníci a oprávnění zákazníci) mohou uzavřít závazné objednávky na dodávky elektřiny pro příští rok. Pouze malé procento obchodů bude uzavřeno v roce 2005 v rámci krátkodobých operativních obchodů, a to buď ve formě přímých bilaterálních kontraktů nebo prostřednictvím burzy. Předpokládáme, že výsledné ceny jednotlivých produktů, které ČEZ na příští rok nabízí, budou nakonec nižší než ČEZ původně ohlásil (jako tomu bylo loni), ale i přes to nejméně 10% meziroční nárůst cen elektřiny výrazně přispěje k růstu výnosů a zisku v příštím roce. Samozřejmě nutnou podmínkou je objednání podobného množství elektřiny jako letos, což by ale podle našeho názoru neměl být problém. Podrobnější informace se zřejmě dozvíme až po vydání této měsíční zprávy.

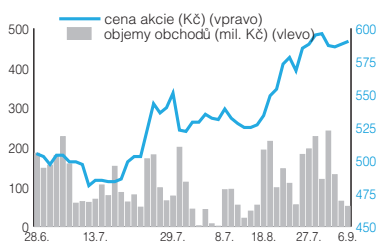
Pokud jde o tendr na Slovenské elektrárny, právě v době psaní tohoto textu ČEZ oznámil, že podal upravenou závaznou nabídku na koupi 66% podílu. Stejně jako ČEZ podali upravené nabídky i ostatní dva zájemci - italský Enel a ruský RAO. ČEZ samozřejmě projednává každou podávanou akviziční nabídku s ratingovými agenturami, aby měl jistotu, že se po případné akvizici nezhorší jeho rating. V prvním kole na konci července Enel nabízel 40 mld. slovenských korun, ČEZ 31 mld. Sk a ruský RAO 19 mld. Sk. Nelze předpokládat, že by zájemci ve druhém kole nějak významně zvýšili svoje nabídky, i když ruský zájemce mohl něco přihodit poté, co se dověděl výše nabídek ostatních dvou zájemců. Spíše lze očekávat, že si obě strany vyjasní sporné body a zájemci vysvětlí důvody svých omezujících podmínek, případně tyto omezující podmínky změkčí. Naopak výraznější zvýšení nabízené ceny by svědčilo o nejasné koncepci a jisté 'rozmařilosti' investorů, což by pro akciový trh nebyl pozitivní signál. Podrobnosti lze očekávat okolo 10. září, kdy by měla meziresortní privatizační komise o nabídkách jednat. Podle našeho názoru zůstává ČEZ favoritem tendru. Oproti Enelu má bohaté zkušenosti s provozováním jaderných zařízení a na rozdíl od ruského konsorcia RAO/OstElektra jasnou strukturu a vysokou kredibilitu.

V průběhu září (22.9.) bude ČEZ také podávat závaznou nabídku na koupi obou rumunských distribučních společností. Nových informací a podnětů bude tedy v průběhu září dost a dost. Akcie sice v minulých dnech silně rostla, přesto se domníváme, že má stále před sebou růstový potenciál. Právě informace o růstu velkoobchodních cen elektřiny za současného předpokládaného růstu objemu prodané elektřiny v příštím roce, růst exportních cen elektřiny, akvizice bulharských distribučních společností a v neposlední řadě i úspěšný prodej Pražské energetiky nás přiměl zvýšit naši předpověď tržeb a zisku na letošní a příští rok. Letos tak očekáváme (podle IFRS) konsolidované tržby 99,7 mld. Kč a zisk 11,6 mld. Kč za předpokladu, že hrubý zisk z prodeje 34% v PRE (1 mld. Kč) se započte do finančních výnosů, zatímco zisk z prodeje 34% v ČEPS se vypořádá bilančně bez dopadu na ziskovost (stejně jako loni). V příštím roce čekáme nárůst tržeb o 3,9% na 103,9 mld. Kč a růst zisku o 7,8% na 12,5 mld. Kč za předpokladu, že ČEZ přeci jenom bude nucen prodat svůj většinový podíl v SČE, i když jsme si vědomi, že existuje poměrně vysoká pravděpodobnost, že ČEZ verdikt českého antimonopolního úřadu nakonec zvrátí. Zvýšili jsme i férovou cenu akcie ČEZ na 237 Kč z předchozích 212 Kč při ponechání investičního doporučení 'akumulovat'.

Z dlouhodobého hlediska je ČEZ velmi výhodnou investicí s velkou pravděpodobností růstu ceny akcie. Vývoj ceny akcie v září ale bude záviset na výše jmenovaných okolnostech. Případné vítězství v tendru na Slovenské elektrárny by mohlo být některými investory považováno za negativní informaci a akcie by mohla reagovat poklesem. Osobně se domníváme, že management ČEZu je dostatečně kompetentní k tomu, aby určil tu správnou cenu za akvizici Slovenských elektráren a případné vítězství v tomto tendru bychom spíše považovali z hlediska ocenění za neutrální akci. Pokud by ale akcie klesala, bude to opět výhodná příležitost k levnému nákupu.



## Zentiva



Zentiva má v regionu nejvyšší ziskové marže a očekávaná tempa růstu

Podíl na domácím trhu je stabilní ...

... podíl na ruském a polském trhu by měl růst

Zentiva má potenciál na další růst zisku

## Podle analýzy Erste Bank je férová cena Zentivy 630 Kč

20. srpna vydala Erste Bank počáteční analýzu na akcii Zentiva. Férová cena byla na základě metody diskontovaných peněžních toků stanovena na 630 Kč. V době vydání reportu byla cena akcie 534 Kč, investiční doporučení tedy znělo 'kupovat'. Ve druhé polovině srpna akcie posílila až téměř k hranici 600 Kč pozitivně ovlivněna konkurenčními analýzami, které podobně jako naše analýza doporučovaly akcii kupovat. Do pátku 3. září cena akcie opět mírně klesla na 588 Kč. Růstový potenciál se tak snížil na pouhých 6,8%, čemuž by nyní lépe odpovídalo doporučení 'držet'. Poslední dva konkurenční analytické reporty z konce srpna již doporučovaly akcii pouze držet, což odpovídá právě rychlému nárůstu ceny během minulého měsíce.

Podle našeho názoru je Zentiva z hlediska poměrových ukazatelů relativně dražší oproti regionálním konkurentům. Nicméně věříme, že toto hodnocení je ospravedlnitelné nadprůměrnými ziskovými maržemi a tempem růstu. S ROE (zisk / vlastní kapitál) ve výši 46,8% v roce 2003 je Zentiva na špici středoevropských farmaceutických firem. Také z hlediska růstu zisku je Zentiva bezpochyby nejlepší regionální firmou. Podobně jako regionální konkurence ale Zentiva zůstává vůči západoevropským výrobcům generických léčiv podhodnocená.

Zentiva vznikla fúzí české společnosti Léčiva a slovenské společnosti Slovakofarma na podzim 2003. Ačkoliv český trh léčiv je již více jak deset let otevřen konkurenci, podíl Zentivy na českém trhu je nedostižný. Zentiva má 16,6% podíl na trhu z hlediska cen léčiv a 40,3% podíl na trhu z hlediska objemu prodaných léčiv. Český i slovenský trh jsou již relativně nasycené trhy, jejichž tempo růstu v minulých letech zpomalilo na jednociferné hodnoty. Přesto zde existuje jistý prostor pro růst vzhledem k tomu, že oba státy stále dohánějí západoevropské standardy, což je proces, který bude pokračovat bez přerušení i po vstupu obou zemí do EU. Omlazené portfolio generických léčiv za přijatelnou cenu pro základní zdravotní péči by mělo pomoci zajistit, že si firma tuto prominentní pozici na těchto trzích udrží.

Více prostoru pro rozvoj nabízí export. Díky tomu, že Zentiva má na trzích v Polsku a Rusku zatím jen velmi malý podíl a také díky novým řadám léků (s podporou nově založených lokálních obchodních a marketingových jednotek) by se vývoz měl stát motorem růstu, který zvýší dlouhodobá růstová tempa tržeb blíže k dvojciferným hodnotám. Polský i ruský trh představují obrovské příležitosti z hlediska velikosti. Polský trh měl v roce 2003 hodnotu 3,39 mld. dolarů, ruský trh 1,65 mld. dolarů. Současné ale oba trhy zaostávají za sousedními zeměmi z hlediska spotřeby léků na hlavu. Navíc jak Polsko, tak i Rusko (v posledních letech) procházejí obdobím ekonomického oživení s výrazně vyšším očekávaným růstem HDP oproti západoevropským ekonomikám, což má samozřejmě pozitivní vliv na farmaceutický trh. Tržby Zentivy by se tak na těchto trzích mohly znásobit. Předpokládáme, že roční tempo růstu tržeb Zentivy mezi lety 2002 a 2007 bude v Rusku 38,6% a v Polsku 56,4%, což je výrazně nad očekávaným ročním růstem objemu trhu 10,3% v Rusku a 7,9% v Polsku (podle údajů IMS a v dolarech).

S konsolidovanými tržbami za minulý rok ve výši 340 mil. dolarů (počítáno včetně Slovakofarmy) se Zentiva řadí na čtvrté místo mezi středoevropskými farmaceutickými společnostmi. Díky své pevné pozici na domácím trhu a vynikajícím vyhlídkám na exportních trzích předpokládáme, že si firma toto umístění udrží. Co je důležité, firma má také potenciál zlepšit svoji ziskovost. Po akvizici Slovakofarmy lze očekávat podstatný nárůst ziskovosti, a to ve střednědobém i krátkodobém horizontu. Úplné využití synergii ve výrobě, marketingu a výzkumu bezpochyby zvýší marže Zentivy během následujících tří let. Dosavadní úspěchy managementu hovoří samy za sebe. Během let 1999 až 2002 ziskovost Zentivy (počítáno pouze pro společnost působící na českém trhu pod názvem Léčiva) rostla úchvatným tempem: Čistý zisk se zvýšil ze 496 mil. Kč na 607 mil. Kč, hrubá marže vyskočila z 39,3% v roce 1999 na 56,7% v roce 2002 a provozní marže se ve stejném období zvýšila z 18,2% na 25,6%.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### Deutsche Telecom plánuje akvizice ve střední Evropě

Deník The Wall Street Journal Europe zopakoval, že Deutsche Telecom chystá expanzi na zahraniční trhy a obzvláště na trhy ve střední a východní Evropě. Deník spekuluje, že firma by mohla chtít navýšit svůj 60,8% podíl v T-Mobile CR (39,2% drží České radiokomunikace) nebo že by mohla mít zájem účastnit se privatizace Českého Telecomu. Již na květnové valné hromadě řekl generální ředitel firmy Kai-Uwe Ricke, že společnost se zaměří na střední Evropu s cílem posílit svoje aktivity v tomto regionu a nevyloučil nové potenciální akvizice. (Zdroj: ČTK 11.8.2004)

#### Vodafone se možná zúčastní privatizace Českého Telecomu

Podle informací agentury Bloomberg řekl mluvčí britské Vodafone Tim Brown, že si společnost najala banku Citigroup, která jí bude radit „pokud se objeví nějaká investiční příležitost v souvislosti s privatizací Českého Telecomu“. Brown dodal, že „rozpětí možného postupu společnosti Vodafone sahá od neúčasti v procesu privatizace až po nákup maximálního podílu v Českém Telecomu“. Podle Reuters ale anonymní zdroje tvrdí, že Vodafone chce pouze prozkoumat možnost nákupu Telecomu bez jeho pevných linek. (Zdroj: Bloomberg, Reuters, 13.8.2004)

#### Ministr Urban preferuje prodej Českého Telecomu strategickému investorovi

Ministr průmyslu a obchodu Milan Urban uvedl, že preferuje prodej 51% státního podílu v Českém Telecomu strategickému investorovi před jeho nabídkou na kapitálových trzích. Obě varianty jsou ale v této chvíli možné. Nová vláda plánuje zahájit veřejnou soutěž na prodej Telecomu v září, předtím však ještě musí na základě doporučení privatizačního poradce rozhodnout o variantě prodeje. (Zdroj: ČTK 13.8.2004)

#### Vláda údajně zvažuje prodej Českého Telecomu přímému zájemci

Podle informací deníku Hospodářské noviny vláda údajně uvažuje o tom, že by podíly v některých státem vlastněných společnostech (včetně Českého Telecomu) nabídla přímo vybranému zájemci. Informaci podle HN potvrdil jeden z členů vlády, který si nepřál být jmenován. Vicepremiér Martin Jahn ve stejném článku uvedl, že mluvit nyní o privatizaci není seriózní a dodal, že ekonomičtí ministři dosud nejednali o tom, jak a co se bude privatizovat. (Zdroj: Hospodářské

noviny 23.8.2004)

#### Sobotka: Privatizace Telecomu přiláká více kupců než v roce 2002

Ministr financí Bohuslav Sobotka uvedl pro agenturu Bloomberg, že podle jeho názoru přiláká privatizace Českého Telecomu více investorů než v roce 2002. Důvodem je fakt, že evropské telekomunikační společnosti mají nyní více finančních prostředků na akvizice poté, co snížily zadlužení a zlepšily ziskovost. Sobotka také uvedl, že Telecom je pro prodej nyní lépe připraven než v roce 2002. Sobotka dodal, že vláda založí příští měsíc meziresortní řídicí komisi. Vláda by měla poté na konci září nebo počátkem října schválit metodu a harmonogram privatizace. (Zdroj: Bloomberg, 30.8.2004)

#### Český Telecom obdrží 290 mil Kč jako kompenzaci za poskytování základních služeb

ČTÚ rozhodl, že Český Telecom obdrží za loňský rok kompenzaci ve výši 290 mil. Kč za poskytování základních služeb (např. tísňová volání a slevy pro tělesně postižené). Český Telecom žádal o 6 mld Kč na pokrytí ztrát, protože chtěl kompenzaci také za některé univerzální služby (např. telefonní budky nebo služby operátorů), které jsou poskytovány za regulované ceny. ČTÚ však tyto služby nepokládá za ztrátové. (Zdroj: ČTK 16.8.2004)

#### ÚOHS zahájil řízení s Telecomem pro porušení evropského práva

Úřad pro ochranu hospodářské soutěže (ÚOHS) zahájil s Českým Telecomem správní řízení ve věci porušení evropských soutěžních pravidel. Podezřívá jej ze zneužívání dominantního postavení, což by mohlo ovlivnit obchod mezi členskými státy EU. Antimonopolní úřad vytýká společnosti to, že nabízí cenové plány pro domácnosti a menší podnikatele, které obsahují jako součást měsíčního paušálu takzvané hovorové kredity nebo volné minuty. To brání rozvoji alternativních operátorů a ve svém důsledku omezuje možnost spotřebitelů získat co možná nejvyšší služby za konkurenční ceny. Pokud úřad operátorovi vinu prokáže, hrozí mu vysoká pokuta. (Zdroj: ČTK 1.9.2004)

### České radiokomunikace

#### Bivideon zřejmě vlastní více jak 90% Českých radiokomunikací

Mluvčí Bivideonu Vladimír Bystrov oznámil, že v rámci odkupu akcií Bivideon odkoupil od Bank Austria 13% akcií Českých radiokomunikací a v současnosti

zřejmě vlastní již více jak 90% podíl na společnosti. Odkup akcií za cenu 440 Kč / akcii končí 9.zář.

#### T-Mobile CR zveřejnil výsledky za 1H podle německých standardů GAAP

Dceřiná společnost Českých radiokomunikací, T-Mobile CR, zvýšila čistý zisk o 5,7% na 2,06 mld. Kč. Tržby stouply o 8,6% na 12,7 mld. Kč, EBITDA (provozní zisk před odpisy) se zvýšila o 2% na 5,6 mld. Kč. Marže provozního zisku se snížila o 3 procentní body na 44%. Počet klientů vzrostl oproti konci roku 2003 o 128 tis. na 4,075 mil. Průměrné výnosy na uživatele poklesly o 3% na 465 Kč. České radiokomunikace mají ve společnosti 39,2% podíl. Konsensus trhu nebyl k dispozici. Oproti konci roku 2003 se podíl na domácím trhu lehce zvýšil ze 40,4% na 40,5%. Podíl Eurotelu naopak klesl ze 44,6% na 42,9%. Třetí mobilní operátor, Český Mobil, zvýšil během prvního pololetí svůj podíl na trhu z 15% na 16,6%. (Komentář)

### ČEZ

#### Vláda zatím nehodlá prodávat 16% akcií ČEZ

Prodej 16% akcií ČEZ na akciových trzích je jednou z priorit nové vlády Stanislava Grosse, řekl premiérov poradce Jan Mládek. Mládek dodal, že načasování prodeje bude záviset na tom, jak bude ČEZ úspěšný v soutěži na koupi Slovenských elektráren. Ministr průmyslu Milan Urban ale zopakoval, že dává přednost variantě neprodávat 16% akcií ČEZ na akciovém trhu, dodal ale, že nelze vyloučit další diskuse na toto téma. Celá společnost by se podle něj měla privatizovat poté, až se stane silným energetickým celkem ve střední a východní Evropě. Také Premiér Stanislav Gross řekl, že je proti prodeji 16% akcií společnosti ČEZ na veřejném trhu. Vicepremiér Martin Jahn zopakoval, že vláda nejspíš neprodá akcie ČEZ před volbami v roce 2006. Jahn řekl, že většina kabinetu inklinuje k tomu, aby se ČEZ ještě neprivatizoval. Ministr financí Sobotka ale uvedl, že vláda by měla využít finančních zdrojů z prodeje 16% akcií ČEZ na kapitálových trzích na reformu důchodového systému. Kabinet se podle něj musí nejdříve shodnout na použití případných výnosů a teprve poté připravit strategii tohoto prodeje. Podle Sobotky ale není rozhodující, zdali se tak stane ještě v tomto nebo až příštím volebním období.

#### Jahn: ČEZ by měl získat kontrolu nad těžbou uhlí

Vicepremiér Martin Jahn podporuje plány, podle kterých by ČEZ získal větší kontrolu nad hnědouhelnou společností Severočeské doly, která by se měla brzy privatizovat. Plán podporuje i ministr prů-

myslu Urban, na jehož ministerstvu se připravuje několik variant privatizace SD. Urban již dříve naznačil, že by dal přednost plánu, podle kterého by ČEZ s Ap-pian Group založily společný podnik, na který by převedly svoje podíly v hnědou-helných firmách (Appian drží 100% Mos-tecké uhelné, ČEZ vlastní 37,2% podíl v SD) a tato firma by následně odkoupila od státu většinový podíl v SD. ČEZ by tak společně s Appian Group kontroloval SD i MU.

### ČEZ podal druhou nejvyšší nabídku na Slovenské elektrárny

Podle informací slovenského tisku podal italský Enel nejvyšší nabídku na koupi 66% Slovenských elektráren - 40 mld. slovenských korun. ČEZ nabídl 31 mld. korun a ruský RAO 19 mld. korun. Ale zatímco RAO má zájem koupit celou společnost, ČEZ vyloučil ze své nabídky dva jaderné reaktory v Jaslovských Bohunicích – již odstavený reaktor A1 a reaktor V1, který má být odstaven nejpozději v roce 2008 – a vodní elektrárnu Gabčíkovo a zavázal se pouze k tomu, že je bude provozovat. Podle poradce Petera Mitky z PricewaterhouseCoopers by s vyčleněním aktiv z elektrárny v Jaslovských Bohunicích musely souhlasit věřitelské banky, čímž by se celý proces dále prodloužil. Také nabídka Enelu údajně obsahovala řadu podmínek, které její nabídku reálně snížily na úroveň nabídky ČEZu. Enel např. požadoval zrušení některých nevýhodných smluv. Nabídka rakouské společnosti Verbund nebyla hodnocena. Podle neoficiálních informací poradce doporučil řídicí komisi, že nejlepší nabídku podal ČEZ. Řídicí komise ale nejlepší nabídku nevybrala a požádala investory, aby do 3.září vyjasnili své nabídky tak, aby byly vzájemně srovnatelné. Všichni tři zájemci následně podali do 3.září upravené závazné nabídky. Privatizační komise by nabídky měla posoudit do 10. září, slovenská vláda by mohla vybrat kupce do konce září. Celá transakce by měla být vypořádána do konce roku.

### 66% podíl ve Slovenských elektrárnách má hodnotu 528 mil. dolarů

Agentura Reuters citovala zdroje blízké privatizaci, podle kterých je celková hodnota Slovenských elektráren 2,4 mld. dolarů. Po odečtení dluhu ve výši 1,6 mld. dolarů je čistá hodnota společnosti 800 mil. dolarů. Cena za 66% podíl by tak činila 528 mil. dolarů, tj. 17 mld. slovenských korun.

### ČEZ zvýší o 14% nabídku velkoobchodních cen elektřiny pro příští rok

ČEZ zahájil 23.8. prodej elektřiny pro velkoobchodní trh na rok 2005. Zákazníci mohli podávat svoje objednávky do

3. září, a to bez jakýchkoli omezujících množství limitů. Díky silnému růstu cen elektřiny v zahraničí ČEZ zvýšil ceny nabízených produktů v průměru o téměř 14%. Například nabízená cena celoroční dodávky sedmidenního pásma vzrostla o 15,6% na 940 Kč za MWh. Podle ČEZu je růst cen nižší než na zahraničních trzích, kde ceny elektřiny stouply až o 20%. Detailní ceny jednotlivých nabízených produktů budou známy až po vyhodnocení aukcí v září.

### FT: ČEZ stupňuje plány na expanzi

Financial Times citovaly šéfa ČEZu Martina Romana, který zopakoval, že firma pokračuje ve snaze expandovat na trzích ve střední a východní Evropě. Roman řekl, že ČEZ sleduje devět zemí v regionu, převážně na Balkáně. Podle Romana firma generuje ročně prostředky ve výši 1 mld. eur, přičemž pouze třetina z této sumy se vydává na obnovovací investice v České republice. Zbytek tvoří volné cash flow. Roman také řekl, že firma nikdy neplatí žádné prémie za akvizice s výjimkou Slovenských elektráren, kde lze očekávat silné synergické efekty. Podle Romana má ČEZ nízkou zadluženost a i kdyby utratil za akvizice 3 mld. eur, jeho zadluženost by stále byla nejnižší mezi hlavními evropskými konkurenty.

### ČEZ prodal 34% ČEPS

Ministerstvo financí podepsalo smlouvu s ČEZ ohledně nákupu 34% ve společnosti ČEPS. Stát zaplatí nespecifikovanou částku v pěti splátkách do roku 2009.

### ČEZ dokončil prodej 34% podílu v PRE

ČEZ převedl 20. srpna 34% podíl v Pražské energetice bance J&T a obdržel 4,4 mld. Kč.

### ČEZ zvýšil zisk v prvním pololetí o 58,7% na 7,3 mld. Kč

ČEZ zveřejnil konsolidované výsledky za první pololetí letošního roku podle IFRS. Výnosy stouply o 41,5% na 50,5 mld. Kč, provozní zisk před odpisy (EBITDA) vzrostl o 45,3% na 20,2 mld. Kč, provozní zisk vyskočil o 73% na 11,2 mld. Kč a čistý zisk se zvýšil o 58,7% na 7,3 mld. Kč. Zatímco výnosy a čistý zisk překonaly naše předpoklady, provozní zisk potvrdil naše očekávání. Meziroční růsty provozních výsledků a ziskovosti jsou důsledkem zvětšení konsolidačního celku ve 2Q loňského roku, poté, co ČEZ koupil podíly v distribučních společnostech. ČEZ loni konsolidoval 4 distribuční společnosti od 2Q/03 a SČE až od 3Q/03, zatímco letos konsoliduje všech 5 distribučních firem již od počátku roku. ČEZ také upravil čistý zisk za loňské první pololetí. Hrubý zisk z prodeje 66% podílu v ČEPS ve výši 10,8 mld. Kč (podle IFRS) byl loni v pololetí účtován

jako operace ovlivňující zisk, ale na konci roku ČEZ tuto metodiku změnil a zisk z prodeje vypořádal pouze na úrovni vlastního kapitálu bez vlivu na zisk. Stejným způsobem ČEZ nyní zpětně revidoval zisk za 1H/03, a to z 11,7 mld. Kč na 4,6 mld. Kč. V meziročním srovnání tak se tak zisk zvýšil o 58,7% na 7,3 mld. Kč. Marže EBITDA vzrostla z 38,9% na 40%, marže provozního zisku stoupla z 18,2% na 22,2%. Ostatní ukazatele obchodu s elektřinou byly již zveřejněny na konci července, když ČEZ publikoval výsledky za stejné období podle českých standardů. Objem exportované elektřiny se snížil o 13% na 7.8 TWh díky omezení kapacity na hranicích s Německem a Rakouskem, ale vyšší ceny exportované elektřiny kompenzují tento pokles. Průměrná velkoobchodní cena elektřiny na domácím trhu stoupla meziročně o 5,6% na 902 Kč / MWh. (Komentář)

## Unipetrol

### Agip, Shell ani ConocoPhilips nezvýší svůj podíl na České rafinérské

Žádný z menšinových akcionářů České rafinérské (ČeR) (Agip, Shell, Conoco-Philips) neuplatní opci na koupi dodatečných akcií České rafinérské od Unipetrolu. Shell svoje rozhodnutí oficiálně oznámil 30. srpna. ConocoPhilips uvedl, že namísto zvýšení podílu v ČeR převezme od Unipetrolu (na základě dohody s PKN) blíže nespecifikovaný počet benzinových čerpadel, které dnes provozuje Benzina. Reuters citoval nejmenovaný zdroj z italské skupiny ENI, který uvedl, že také ENI neuplatní kupní opci a ponechá si v ČeR stávající 16,33% podíl.

### PKN požádá Evropskou komisi o souhlas s akvizicí Unipetrolu

Šéf PKN Orlen Janusz Wisniewski řekl, že poté, co se Agip, Shell a ConocoPhilips vzdali možností odkoupit od Unipetrolu další akcie České rafinérské, PKN již nic nebrání tomu, aby předložila Evropské komisi návrh na schválení převzetí Unipetrolu. Žádost bude předložena do poloviny září a komise by měla vydat rozhodnutí během následujících 30 dní.

### Unipetrol více než zdvojnásobil pololetní zisk podle IFRS

Konsolidované výsledky podle IFRS za letošní první pololetí jsou identické s konsolidovanými výsledky podle českých účetních standardů. Výnosy se zvýšily o 6,6% na 34,1 mld. Kč, provozní zisk vyskočil o 110% na 2,22 mld. Kč a čistý zisk stoupl o 129% na 1,137 mld. Kč. (Komentář)



---

## Komerční banka

### Agentura Standard & Poor's zvýšila rating Komerční banky a České spořitelny

Ratingová agentura Standard & Poor's zvýšila hodnocení dlouhodobých závazků a depozitních certifikátů bank na BBB+ z předchozí BBB. Agentura potvrdila rating krátkodobých závazků na stupni A-2 a výhled do budoucna stanovila na stabilní. Agentura uvedla, že zvýšení ratingu odráží pokračující zlepšování důvěryhodnosti bank, které těží z růstu české ekonomiky i z větší stability finančního ukazatelů. Za rizika S&P považuje hlavně nevyzrálý trh drobného bankovníctví a poskytování úvěrů pro malé a střední firmy.

### Fitch zvýšila dlouhodobý rating Komerční banky

Agentura Fitch zvýšila dlouhodobý rating Komerční banky na "A+" z "A". Krátkodobý rating zůstal beze změny. Fitch také ponechala stabilní výhled.

---

## Erste Bank

### Erste Bank zaznamenala v prvním pololetí 45% nárůst zisku

Čistý zisk se zvýšil na 240 mil. EUR ze 165 mil. EUR v prvním pololetí 2003 a překonal očekávání trhu. Provozní zisk vzrostl meziročně o 5,2 % na 712,4 mil. EUR. Banka uvedla, že důvodem růstu zisku je jednak silná poptávka po úvěrech ve střední Evropě, ale také rostoucí výnosy z čistých příjmů z poplatků a provizí a nižší tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám ve střední Evropě a Rakousku. Výnosy vzrostly oproti prvním pololetí 2003 o 5,5 % na 2 mld. EUR. Čistý úrokový výnos se mírně zvýšil na 1,3 mld. EUR. Čistý příjem z poplatků a provizí vzrostl o 17,3 % na 565,2 mil. EUR. Všeobecné administrativní náklady včetně začlenění Postabank vzrostly o 5,6 % na 1,3 mld. EUR. Návratnost kapitálu (ROE) se v prvním pololetí 2004 zvýšila na 16,6% oproti 13,7% v roce 2003. Celková bilanční suma skupiny Erste Bank se zvýšila o 7,0 % na 137,6 mld. EUR. Výsledky jsou konsolidované podle mezinárodní účetní standardy. Banka také potvrdila výhled pro celý rok 2004, který předpokládá dosažení čistého zisku po menšinových podílech nejméně ve výši 500 mil. EUR. (Komentář)

### Česká spořitelna zvýšila za první pololetí 2004 čistý zisk o 30% na 4,4 mld. korun

Česká spořitelna vykázala za prvních šest měsíců roku podle mezinárodních standardů IFRS neauditovaný konsolidovaný čistý zisk ve výši 4,4 mld. Kč, což je meziroční nárůst o 30%. Zisk před zdaněním vzrostl o 50% na 7,5 mld. Kč. Provozní zisk vzrostl o 23% na 5,7

mld. Kč. Čistý úrokový výnos se zvýšil o 8 % na 8,4 miliardy Kč a čistý příjem z poplatků a provizí vzrostl o 10% na 4,1 mld. Kč. Provozní náklady vzrostly o 4% na 7,8 mld. Kč v důsledku růstu zaměstnaneckých nákladů a také růstem ostatních provozních nákladů způsobených legislativními úpravami daně z přidané hodnoty. Bilanční suma vzrostla meziročně o 3% na 577 mld. Kč. Klientské úvěry se zvýšily o 15 % na 225 mld. Kč a závazky ke klientům se zvýšily o 2% na 443 mld. Kč. Návratnost kapitálu (ROE) se zlepšila na 25,7% z 22,6%. (Komentář)

---

## Zentiva

### Zentiva zvažuje akvizice

Podle finančního ředitele Zentivy Petra Šulce společnost v současnosti monitoruje dvě menší firmy v Polsku, současně však jedná o větších akvizicích. Nákup větších firem by totiž mohl Zentivu v budoucnu ochránit před jejím převzetím jinou konkurenční firmou. V rozhovoru pro agenturu Reuters Šulc dodal, že nemůže vyloučit koupi společnosti, která je dokonce větší než Zentiva, i když v tomto případě by šlo spíše o fúzi. Přesto, podle jeho názoru, se letos již žádný takový obchod neuskuteční. Polský farmaceutický trh, který je považován za velmi atraktivní, nabízí Zentivě výrazně vyšší tempo růstu (podle Šulce 30% p.a.) než český a slovenský trh, jejichž růst se odhaduje na 5-10% p.a.). Zájem Zentivy se ale neomezuje jen na Polsko, ale také na trhy v Rusku, Německu, Skandinávii, Maďarsku a Slovinsku. Kritéria akvizic na různých trzích jsou různá v závislosti na aktuální přítomnosti Zentivy na těchto trzích a konkrétních plánu. Zentiva se i nadále hodlá soustředit na generické léky, tedy na kopie léků, kterým vypršela licence. Zentiva se bude snažit koupit hlavně producenty léků, které sama nevyrábí a na dalších trzích bude usilovat o růst prostřednictvím nákupů distributorů. Protože výrobní kapacity Zentivy jsou dostatečné, nové akvizice by měly přidat nové produkty a/nebo zlepšit marketingovou sílu firmy.

---

## Philip Morris CR

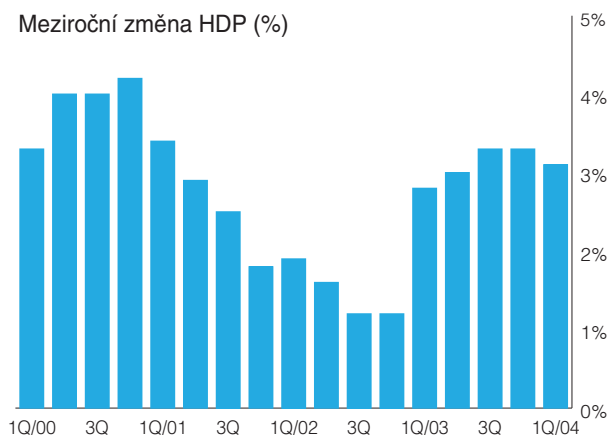
### Ceny cigaret v příštích třech letech výrazně porostou

Ministerstvo financí plánuje postupné zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky v příštích třech letech. Důvodem je zvýšení spotřební daně na úroveň požadovanou EU. V současnosti je spotřební daň výrazně pod touto úrovní. Kvůli zvýšení spotřební daně dojde ke značnému zvýšení cen cigaret. V roce 2005 by mělo dojít ke zvýšení spotřební daně u jedné cigarety z 0,94 Kč na 1,13 Kč. V roce 2006 by mělo dojít k dalšímu

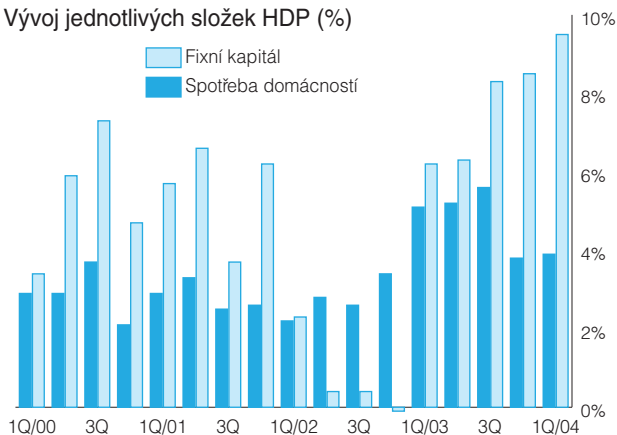
zvýšení na 1,36 Kč. Konečně v roce 2007 bude spotřební daň dorovnána na úroveň požadovanou EU. V příštích týdnech vláda projedná nezbytné úpravy zákonů. Zvýšení spotřební daně je možné očekávat od 1. ledna 2005.

# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

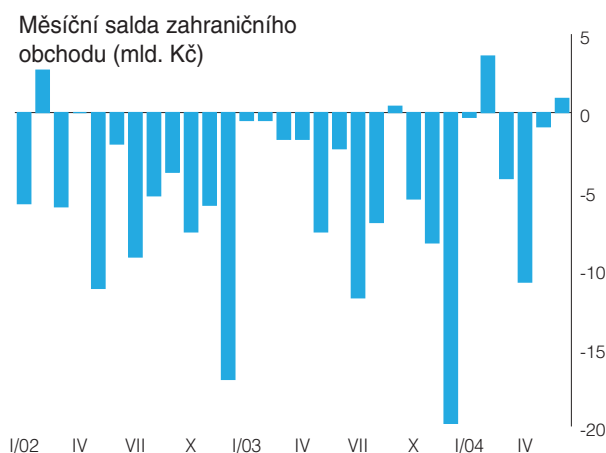
Meziroční změna HDP (%)



Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



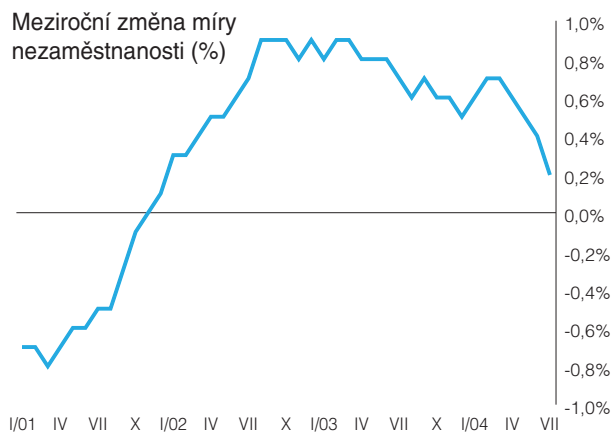
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



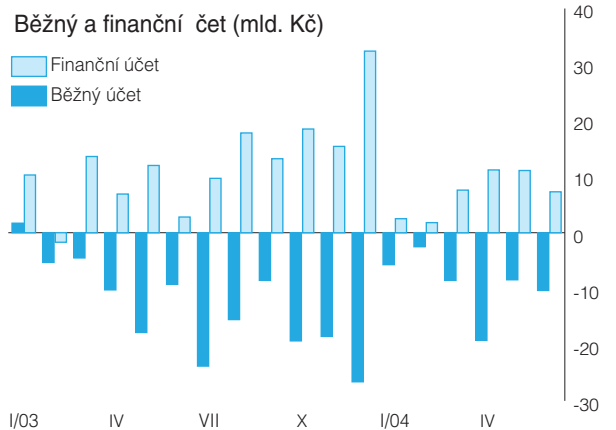
Míra nezaměstnanosti (%)



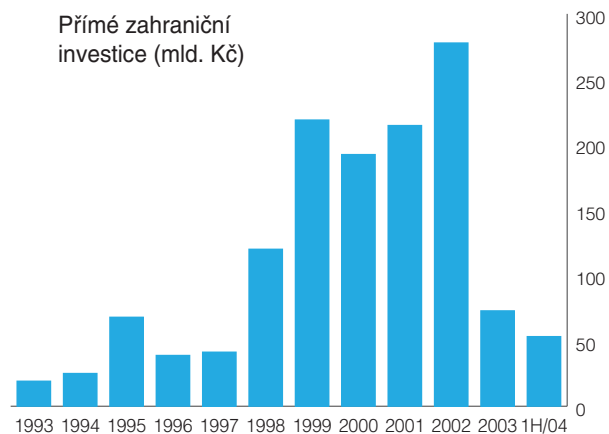
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)



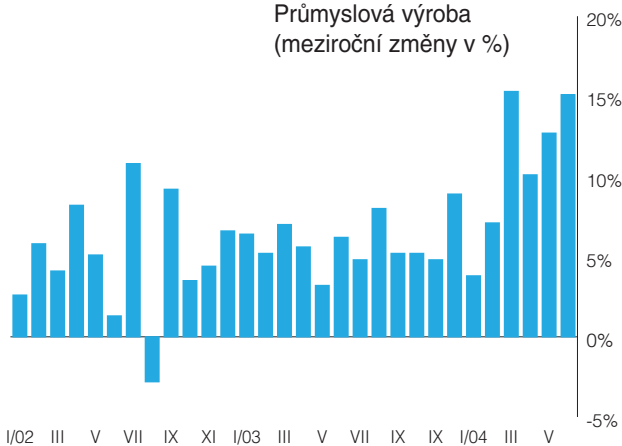
Přímé zahraniční investice (mld. Kč)



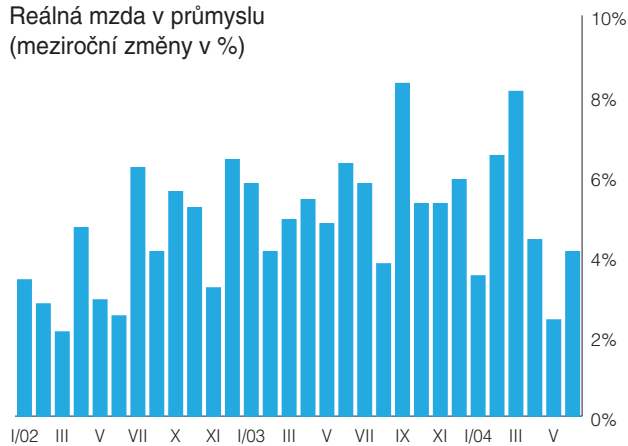


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

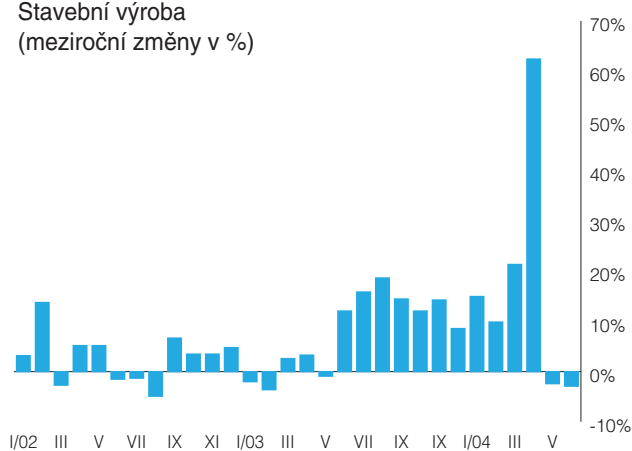
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



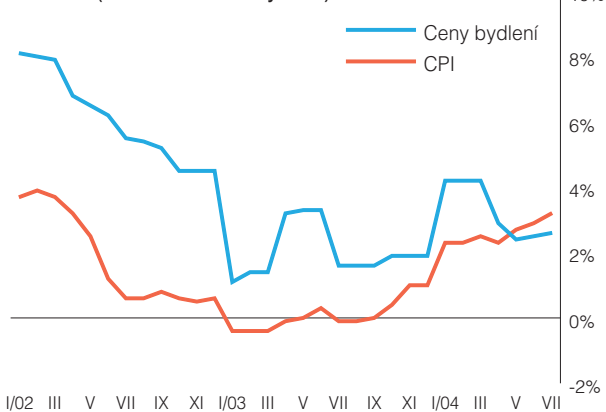
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



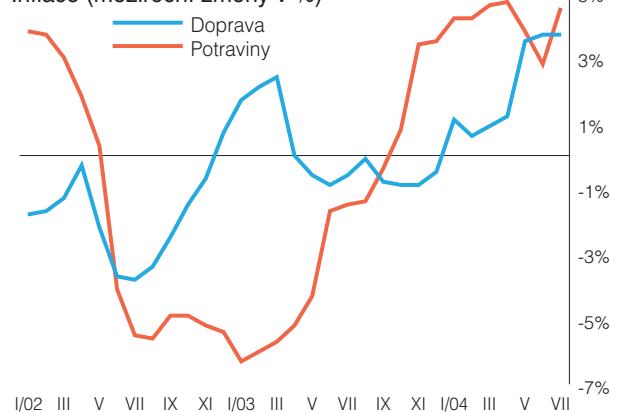
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



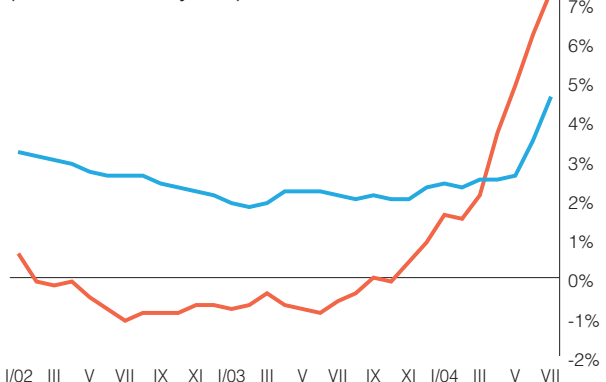
Inflace (meziroční změny v %)



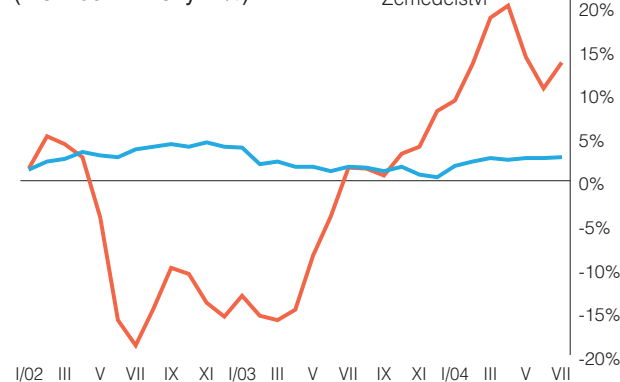
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

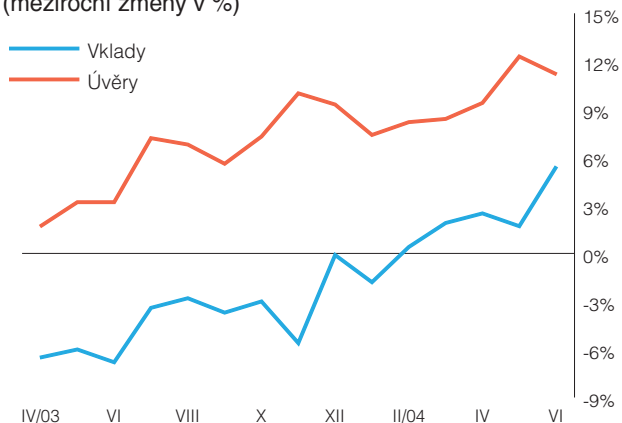


Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

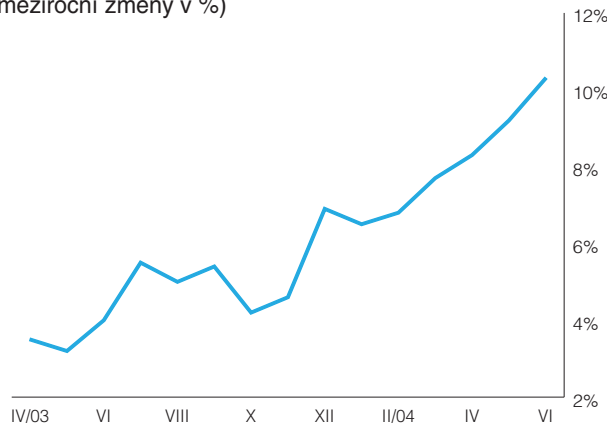


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

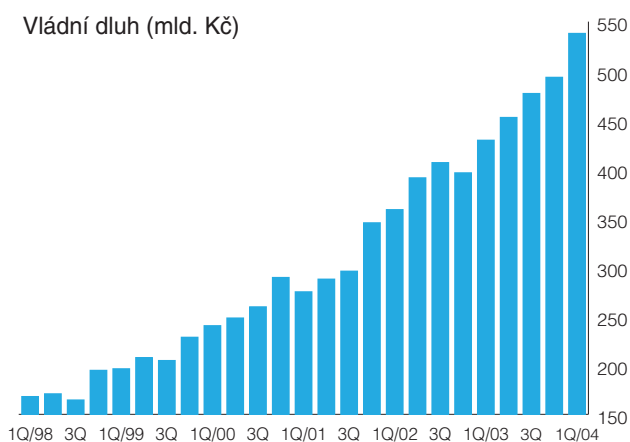
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



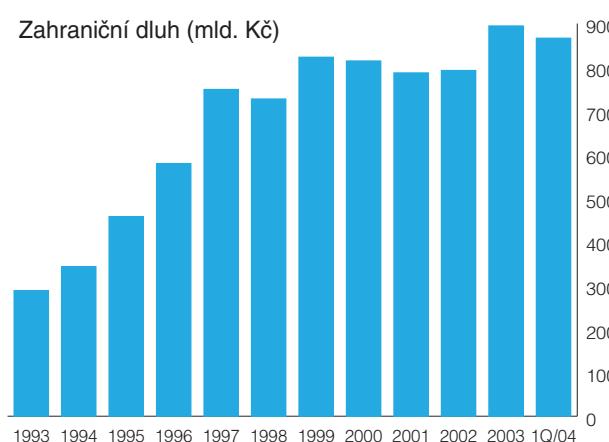
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



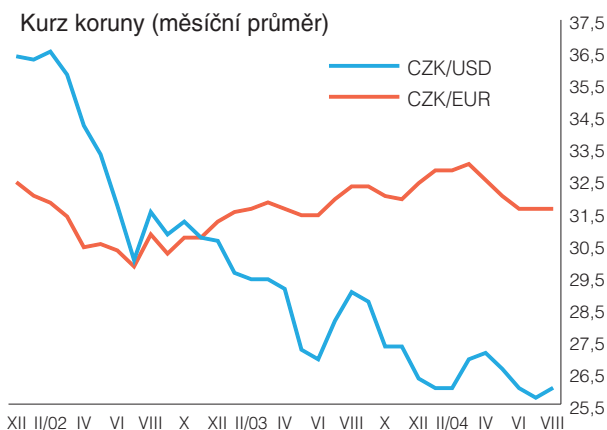
Vládní dluh (mld. Kč)



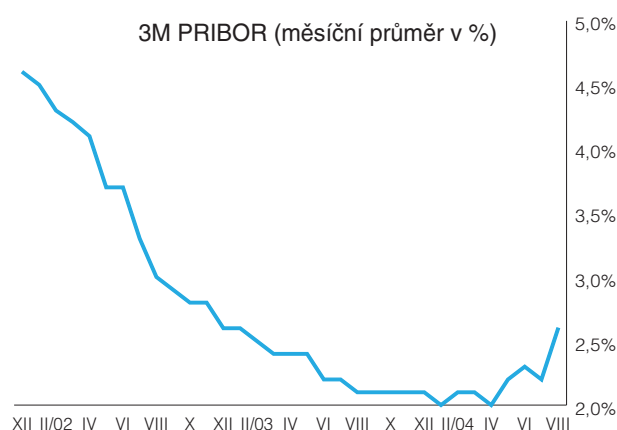
Zahraněční dluh (mld. Kč)



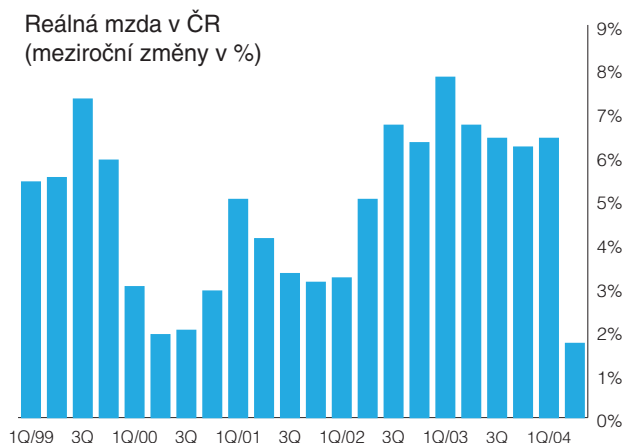
Kurz koruny (měsíční průměr)



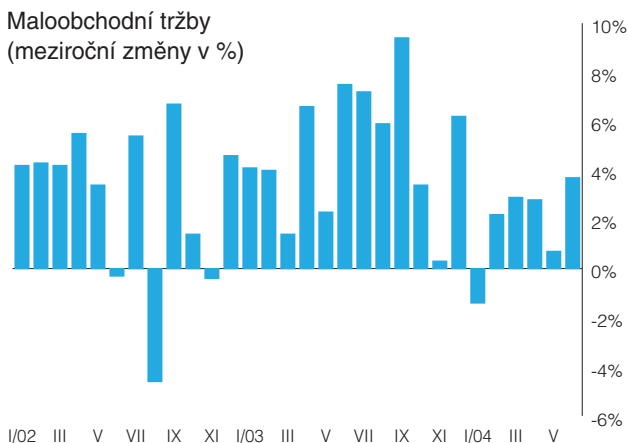
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



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 %)		3,7%		1,0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(červen)	15,1%	(červenec)	11,5%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		-2,9%		-4,0%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-4,9		--
	(mil. USD)		-190		--
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,4%		0,0%
	(meziroční růst v %)	(červenec)	3,2%	(srpen)	3,4%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,8%		0,6%
	(meziroční růst v %)		7,3%		7,8%
Nezaměstnanost (ILO)	(%)		9,2%		9,3%
CZK / EUR		31,8.	31,90	30,9.	32,20

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2002	2003	2004e	2005e	CPI (%)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	1,5%	3,1%	3,5%	4,0%	Česká republika	0,6%	1,0%	3,2%	3,0%
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%	3,2%	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	-5,6%	-6,2%	-6,4%	-5,5%	Česká republika	3,5	2,2	2,6	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	6,0	6,3
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)	8/2004	8.9.	9:00	0.2%	0.4%
Nezaměstnanost	8/2004	8.9.	9:00	9.2%	10.1%
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2004	9.9.	9:00	8.0%	15.1%
Běžný účet	7/2004	10.9.	9:00	-16,8 mld. Kč	-10,3 mld. Kč
HDP (meziročně)	2Q/2004	10.9.	9:00	3,6%	3,1%
PPI (meziměsíčně)	8/2004	14.9.	9:00	0.5%	0.8%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2004	15.9.	9:00	0.0%	3.7%
Zasedání ČNB		30.9.			2,50%
<b>Polsko</b>					
HDP (meziročně)	2Q/2004	8.9.	16:00	6.0%	6.9%
Běžný účet	7/2004	10.9.	16:00		83 mil. eur
Peněžní zásoba - M3	8/2004	14.9.	16:00		-0.3%
CPI (meziměsíčně)	8/2004	14.9.	16:00		-0.1%
PPI (meziměsíčně)	8/2004	17.9.	16:00		0.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2004	17.9.	16:00		6.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2004	21.9.	10:00		10,9%
Nezaměstnanost	8/2004	21.9.	10:00		19.3%
Zasedání NBP		29.9.			6.50%
<b>Maďarsko</b>					
Obchodní bilance	7/2004	7.9.	9:00		-390,0 mil. eur
Průmyslová výroba (meziročně)	7/2004	7.9.	9:00		8,7%
HDP (meziročně)	2Q/2004	8.9.	9:00		4.2%
CPI (meziměsíčně)	8/2004	14.9.	9:00		0.0%
Zasedání centrální banky	9/2004	20.9.	14:00		11.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	7/2004	22.9.	9:00		7,4%
PPI (meziročně)	8/2004	30.9.	9:00		0.1%
<b>EU</b>					
GE: běžný účet	7/2004	9.9.	8:00		8,2 mld. eur
GE: obchodní bilance	7/2004	9.9.	8:00		14,7 mld. eur
EMU: HDP (meziročně)	2Q/2004	9.9.	11:00		1.3%
EMU: CPI (meziměsíčně)	8/2004	16.9.	11:00		-0.2%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	7/2004	17.9.	11:00		
GE: PPI (meziročně)	8/2004	18.-20.9.			1,9%
EMU: obchodní bilance	7/2004	20.9.	11:00		
EMU: běžný účet	7/2004	21.9.	10:00		
GE: IFO	9/2004	27.9.	10:00		95.3
EMU: M3 (meziročně)	7/2004	27.9.	10:00		
EMU: PPI (meziročně)	8/2004	4.10.	11:00		
GE: nezaměstnanost	9/2004	5.10.	9:55		
EMU: zasedání ECB	8/2004	7.10.	13:45		
<b>USA</b>					
Běžová kniha		8.9.	20:00		
Obchodní bilance	7/2004	10.9.	14:30	-51,5 mld. USD	-55,8 mld. USD
PPI (meziměsíčně)	8/2004	10.9.	14:30	0.2%	0.1%
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	8/2004	14.9.	14:30		0.7%
Zásoby	7/2004	15.9.	14:30		0.9%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	8/2004	15.9.	15:15		0.4%
Využití průmyslových kapacit	8/2004	15.9.	15:15		77.1%
CPI (meziměsíčně)	8/2004	16.9.	14:30		-0.1%
Philadelphia Fed	9/2004	16.9.	18:00		28.5
Michiganský index spotřebitelské důvěry	9/2004	17.9.	15:50		95.9
FOMC	9/2004	21.9.	20:15	1.50%	1.50%
Předstihové indikátory	8/2004	23.9.	16:00		-0.3%
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	8/2004	24.9.	14:30		1.7%
Spotřebitelská důvěra	9/2004	28.9.	16:00		98.2
HDP (meziročně)	2Q/2004	29.9.	14:30		2.8%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	8/2004	30.9.	14:30		0.1%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	8/2004	30.9.	14:30		0.8%
Chicagský PMI	9/2004	30.9.	16:00		57.3
ISM (dříve NAPM) - výrobní	9/2004	1.10.	16:00		59.0



## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Září</b>		
během měsíce	Unipetrol	PKN Orlen požádá EK o souhlas s akvizicí Unipetrolu
9.9.	České radiokomunikace	Končí odkup akcií za cenu 440 Kč / akcii
10.9.	ČEZ	Privatizační komise vybere vítěze tendru na koupi 66% Slovenských elektráren
22.9.	ČEZ	Termín, dokdy mohou investoři podat závazné nabídky na koupi dvou rumunských distribučních společností - Electrica Oltenia a Electrica Moldova
konec měsíce	ČEZ	Slovenská vláda by měla vybrat vítěze soutěže na koupi 66% Slovenských elektráren
<b>Říjen</b>		
20.10.	Český Telecom	Výplata dividendy 17 Kč / akcii

## 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

# 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	dmadera@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	jsmehlík@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**