



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

Miroslav Plojhar
+420/224 995 232
mplojhar@csas.cz

Emilia Zampieri
+420/224 995 217
ezampieri@csas.cz

Cena futures na surovou ropu (light crude) na burze NYMEX v USA



Mimořádně vysoké ceny ropy ovlivňují světové finanční trhy.
Komentáře na str. 6 a 8

INVESTIČNÍ STRATEGIE

Úrokové sazby

Výroky představitelů Fedu potvrzují, že ve Spojených státech by měl v nejbližších měsících pokračovat postupný růst úrokových sazeb. Podmínkou udržení současného tempa růstu hospodářství. Na druhé straně nesmí dojít k akceleraci inflace a vytvoření inflační spirály. Podle svého posledního prohlášení Fed považuje riziko inflace a zpomalení hospodářství za vyrovnané. Současná úroveň sazeb je však stále stimulující a musí být zvýšena na neutrální. ECB pravděpodobně ponechá úrokové sazby na současné úrovni 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 pravděpodobně úrokové sazby ještě zvýší, ale tempo zvyšování bude pomalé.

Dluhopisy

Předpokládáme, že hlavní dluhopisové trhy ve světě i český dluhopisový trh budou v říjnu kolísat na zářijových úrovních. Poklesu výnosů by měla bránit jejich relativně nízká úroveň ba očekávání dalšího zvyšování úrokových sazeb, naopak růstu by měla bránit slabší výkonnost světové ekonomiky a nízká inflace. Trh budou krátkodobě ovlivňovat vývoj cen ropy, zveřejňované makroekonomické ukazatele a vystoupení představitelů předních světových centrálních bank. Střednědobě by vývoj na americkém trhu měl ovlivnit výsledek prezidentských voleb. Pro český trh bude rozhodující očekávání dalšího vývoje úrokových sazeb.

Měny

Kurz dolaru k euru by měl i v říjnu 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 a nebo vytvoření inflační spirály. Pokud by růst v USA dále zpomalil, mohl by dolar oslabit mezi 1,26-1,28 a potenciálně i výrazněji. Naopak kombinace poklesu cen ropy pod 40 USD/brl a silnějších růstových ukazatelů v USA by mohla vést k posílení dolaru k 1,18. Střednědobě bude pro vývoj kurzu eura k dolaru nejdůležitějším faktorem výsledek amerických prezidentských voleb. Koruna by se měla držet v pásmu 31,20 ž 31,90 a to pravděpodobně až do konce letošního roku.

Akciové trhy

Americké akciové trhy by mohly reagovat pozitivně na firemní výsledky za 3Q, stejně jako na příznivá hodnocení americké ekonomiky v období těsně před prezidentskými volbami. Na vysoké ceny ropy jsou akcie již částečně imunní, nelze ale vyloučit, že růst cen ropy blíže k hranici 60 dolarů za barel by mohlo trhy opět rozkolísat směrem dolů. Rozhodně ceny ropy jsou jedním z hlavních rizik. Nelze ani vyloučit některá negativní překvapení v případě třičtvrtletních výsledků nebo v případě hodnocení budoucího podnikání firemními managementy. Obecně ale zůstáváme opatrnými optimisty a předpokládáme, že zisky amerických firem porostou toto čtvrtletí o velmi slušných 16 až 18%. Pokud jde o pražskou burzu, domníváme se, že vybrané akcie mají stále prostor pro růst i přes skutečnost, že indexy jsou na desetiletých maximech.

Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	7
Střední Evropa	10
Dluhopisové a peněžní trhy	10
Česká republika	12
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	15
Devizový trh	15
Český akciový trh	16
Přehled zpráv z akciového trhu	19
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	21
Makroekonomické prognózy	24
Kalendář - makro	25
Kalendář - akcie	26
Slovníček pojmů	27
Kontakty	31

Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (30.9.)	Prognóza	
USA	3M: 1,71% 6M: 2,00% 2Y: 2,61% 5Y: 3,38% 10Y: 4,12% 30Y: 4,89%	→	Očekáváme, že výnos desetiletého dluhopisu bude v říjnu kolísat mezi 4,00% až 4,30%. Výraznějšímu poklesu by měla bránit relativně nízká úroveň výnosů a očekávaný další růst úrokových sazeb, naopak růstu výnosů by měla bránit poněkud slabší výkonnost americké ekonomiky. Sklon výnosové křivky by měl zůstat bez výraznějších změn.
EU	3M: 2,15% 6M: 2,16% 1Y: 2,29% 5Y: 3,32% 10Y: 3,99% 15Y: 4,34%	→	Evropské dluhopisové trhy by v říjnu měly pokračovat ve stagnaci a krátkodobé podněty by měly čerpat především z obchodování v USA. Investoři by měli počítat se střednědobou stabilitou úrokových sazeb, mírným růstem evropských ekonomik a inflací pohybující se v okolí 2,0%.
ČR	3M: 6M: 1Y: 2,93% 5Y: 4,26% 9Y: 4,97% 15Y: 5,29%	→	Vývoj na českém trhu by měla nejvíce ovlivňovat očekávání vývoje měnové politiky ČNB a proto se bude pozornost koncentrovat zejména na poznámky ze zářijového měnového zasedání ČNB a na říjnové měnové zasedání ČNB. Pokud ČNB potvrdí opatrnější přístup ke zvyšování úroků, měl by se mírně snížit rozdíl mezi výnosy českých a evropských dluhopisů. Celkově v říjnu očekáváme praktickou stagnaci dluhopisového trhu.
Polsko	3M: 6,91% 6M: 7,01% 1Y: 7,21% 2Y: 7,13% 5Y: 6,99% 10Y: 6,78%	→	Vzhledem ke změně výhledu na nastavení úrokových sazeb (několikaměsíční stagnace na 6,50%) a měnovou politiku, která silně reaguje na čerstvá makro data a krátkodobé predikce, bude i vývoj na dluhopisovém trhu bez výraznějšího trendu. Tato průměrná stagnace v polském případě však znamená silné fluktuační pohyby podle nejnovějších dat. Během října by mohlo dojít k dodatečnému vyhlazení (tj. poklesu výnosů) výnosové křivky v segmentu 2-5 let.
Maďarsko	3M: 10,84% 6M: 10,76% 1Y: 10,58% 5Y: 9,43% 10Y: 8,54%	→ ↘	I přes velké makroekonomické nerovnováhy předpokládáme, že výnosy mají minimálně do konce roku prostor k mírnému poklesu. K tomu by měl přispět fakt, že do výnosové křivky je negativní vývoj dvojího deficitu již naprosto započten. Centrální banka by měla vzhledem k očekávanému poklesu inflace a tlaku na posilování forintu přistoupit k mírnému snížení úrokových sazeb. Riziko výrazných fluktuačních je však značné.

Měny (kurz střed)

	Kurz (30.9.)	Prognóza	
USD / EUR	1,244	→ ↗	Nejpravděpodobnější variantou vývoje je i v říjnu kolísání kurzu v rozmezí 1,20-1,25. Předpokladem pro naplnění tohoto scénáře nadále zůstává udržení rovnováhy mezi deficitem běžného účtu na jedné straně a přílivem kapitálu do USA na straně druhé. Pro krátkodobé výkyvy kurzu budou mít význam především očekávání vývoje úrokových sazeb v USA. Říjnové obchodování může také ovlivnit vrcholící prezidentská kampaň v USA.
CZK / EUR	31,558	→	Koruna by se v říjnu měla držet v dosavadním pásmu 31,20 až 31,90. Krátkodobé trendy by měly ovlivňovat reakce na makroekonomické údaje, změny očekávání vývoje úrokových sazeb v ČR, významnější regionální pohyby a prudší pohyby kurzu eura k dolaru.
HUF / EUR	246,10	→	Maďarský forint sice popírá své makroekonomické fundamenty (enormní dvojitý deficit), avšak vysoký úrokový diferenciel ho pravděpodobně udrží na silných hodnotách 245-250 HUF/EUR i v dalších měsících. Riziko výrazné korekce směrem k fundamentům však stále roste.
PLN / EUR	4,3693	→ ↗	Náš výhled na zlotý zůstává nadále pozitivní ve střednědobém i měsíčním horizontu. Zastavení zvyšování úrokových sazeb zmenšilo prostor pro posílení zlotého. Důvodem posilování nebylo a podle našeho názoru ani nebude pouze slibné carry jako u forintu, ale zejména návrat z podhodnoceného teritoria, uklidnění politické situace a stále silný hospodářský růst. V říjnu by zlotému měl pomoci jednak úspěch Belkovy vlády Sejmu (15. října), příliv investic do dluhopisů a úpis akcií spořitelny PKO. V říjnu by tudíž zlotý měl být blízko hodnoty 4,30 vůči euru.
SKK / EUR	40,068	→ ↗	Náš názor na střednědobě pomalu posilující slovenskou měnu zůstává nezměněn s očekávaným posílením ke 39,00-39,50. Silné makro-fundamenty, zlepšování fiskální bilance by mělo převážit odpor centrální banky k posilování, mírné zhoršení deficitu běžného účtu a latentním rizikem politických pŕetek. Během října by se slovenská koruna měla opět dostat pod 40 SKK/EUR.

Akciové trhy

	Kurz (30.9.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1114,58 DJ Stoxx 50: 2 668,47	→ ↗	Předpokládáme, že výsledky firem za 3Q a nadcházející prezidentské volby (resp. pozitivní komentáře politiků ke stavu americké ekonomiky) mohou olivnit kurzy amerických akcií během října směrem vzhůru. Rizikem jsou samozřejmě dál rostoucí ceny ropy, volatilní americký trh práce (zpráva z trhu práce bude zveřejněna 8.října) a firemní výsledky, pokud by byly pod očekávání analytiků. Podle našeho názoru jsou ale americké akcie již částečně imunní vůči některým špatným zprávám týkajícím se cen ropy či teroristických útoků a po devítiměsíční stagnaci mají tendenci prolomit současný trend a opět začít mírně posilovat.
ČR	PX-D: 2176,6 PX 50: 875,4	→ ↗	Indexy pražské burzy jsou sice na desetiletých maximech, lze ale předpokládat, že mohou dále růst. Růst nelze vyloučit u akcií ČEZ, Erste Bank, Unipetrol či Zentiva. Komerční banka by mohla posilovat za podmínky, že předloží na konci října příznivé provozní výsledky. Naopak rizikovými faktory jsou nekončící diskuze na téma metody privatizace Českého Telecomu nebo příp. změna trendu a vybírání zisků u akcií ČEZ. Podle našeho názoru jsou ale akcie ČEZ, i přes jejich silný růst v posledních týdnech, i nadále velmi oblíbené a změna trendu je tudíž méně pravděpodobná, i když ji nelze zcela vyloučit.

České akcie

	Kurz (30.9.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	337,30 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 očekávaném vývoji ceny akcie v následujícím měsíci.
ČEZ	259,30 Kč	→ ↗	Akcie silně rostla minulý měsíc a podle řady odborníků je zralá na korekci. Na druhou stranu je akcie velmi oblíbená u většiny investorů, kteří zatím nemají potřebu realizovat zisky. Pokud přijmeme fakt, že drtivá většina akcionářů ČEZ jsou dlouhodobí investoři, akcie nemusí vůbec klesat. Riziko vybírání zisků ale samozřejmě existuje. Pozitivní vliv by mohly mít informace o tendru na rumunské distributory, informace o SČE a výsledky za tři čtvrtletí, které mohou, ale také nemusí, být zveřejněny poslední říjnový den během obchodování.
Komerční banka	2.831 Kč	→	Akcie již delší dobu kolísá okolo ceny 2.800 Kč. Právě výsledky za tři čtvrtletí zveřejněné 27.října budou rozhodující pro další vývoj ceny akcie. Investoři netrpělivě očekávají sebemenší pokrok v provozní výkonnosti banky. Dvojí zvýšení úrokových sazeb Českou národní bankou v letošním roce sice může mít mírně pozitivní vliv na čisté úrokové příjmy, přesto existuje dost silné riziko, že provozní výsledky zklamou očekávání trhu.
Philip Morris CR	14.898 Kč	→	Prozatím nečekáme žádné výrazné změny kurzu akcie Philip Morris CR. Plánované zdražování cen cigaret v příštích dvou letech, které by měla vláda projednat během října, nedává investorům žádnou motivaci pro další růst ceny akcie.
Unipetrol	86,30 Kč	→ ↗	Akcie by měla pozitivně reagovat na dokončení akvizice polskou PKN Orlen. Podle předběžných odhadů by Evropská komise měla již brzy vydat stanovisko, které vyloučí tzv. veřejnou podporu při prodeji holdingu Unipetrol, což umožní PKN Orlen transakci dokončit. Odkup akcií lze očekávat zhruba v lednu, přičemž cena by měla (podle našeho názoru) činit okolo 90 Kč, pokud do výpočtu zahrneme i samotný převod 114 mil. akcií za 99 Kč / akcii. Není ale vyloučeno, že by se finální cena mohla i mírně zvýšit. Unipetrol totiž může mít letos dobré výsledky díky mimořádně vysokým rafinérským maržím.
Zentiva	573,30 Kč	→ ↗	Na tiskové konferenci 21.zář management Zentivy nastínil možnosti dalších akvizic v regionu a potvrdil úspěchy na trzích v Rusku a v Pobaltí. Akcie reagovala na tiskovou konferenci se zpožděním několika dnů, reakce ale byla pozitivní. Nyní se investoři zaměřili na třičtvrtletní výsledky. Domníváme se, že pokud budou výsledky alespoň podle očekávání, akcie může dále mírně posilovat.

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

Fed na svém zářijovém zasedání potvrdil, že miní pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb

V září se koncentrovala pozornost finančních trhů na zasedání FOMC. Fed potvrdil očekávání, když zvýšil úrokové sazby na 1,75%. Investoři proto sledovali především prohlášení vydávané po zasedání FOMC. Převládalo očekávání, že by Fed mohl naznačit zpomalení tempa zvyšování úrokových sazeb kvůli nižšímu růstu hospodářství. Fed však ponechal své prohlášení bez výraznější změny. Nadále očekává pokračování silného růstu ekonomiky a rizika pro inflaci a růst považuje za vyvážená. Toto stanovisko ve svých vystoupeních v průběhu září potvrzovali i čelní představitelé Fedu. Za největší riziko považovali vysoké ceny ropy, inflace naproti tomu podle nich nevykazovala známky nebezpečného zrychlování. Shodovali se také v tom, že úrokové sazby jsou nadále stimulační a že je potřebné pokračovat v jejich zvyšování k neutrální úrovni.

Závěrečná revize údajů o americkém HDP ve druhém čtvrtletí vrátila jeho růst mírně nad 3,0% a dále poněkud zlepšila strukturu, když byly zvýšeny investice a poněkud se také zlepšila zahraničněobchodní rovnováha. Očekává se, že ve třetím a čtvrtém čtvrtletí dojde ke zrychlení růstu HDP, ale tato očekávání by mohla být zklamána kvůli vysokým cenám ropy, které mají tendenci brzdit poptávku.

Růst amerického hospodářství by měl pokračovat i v následujících měsících

Indexy nákupních manažerů ukazují na pokračující růst jak ve výrobním tak v nevýrobním sektoru americké ekonomiky. V rozporu s těmito údaji však je index předstihových ukazatelů, který již několik měsíců po sobě mírně klesá a naznačuje tak pro nejbližší měsíce pokračování pomalejšího růstu. Fed je jednoznačně optimistický a podle prohlášení svých představitelů věří v zesílení růstu. Poměrně velká část ekonomů však tento optimismus nesdílí a obavy z dalšího zpomalování ekonomiky jsou značně silné. Tyto pesimistické nálady mají značně negativní vliv na rozhodování společností, ve kterém převládá opatrnost a vysoká averze vůči riziku

Růst počtu pracovních míst v srpnu zrychlil

Údaje o vývoji na trhu práce zveřejněné na začátku září zapůsobily proti obavám z dalšího snižování aktivity v americké ekonomice. Také další údaje zveřejňované v průběhu měsíce (týdenní počty žádostí o podporu v nezaměstnanosti, složky indexů nákupních manažerů mapující trh práce) naznačovaly, že se situace na trhu práce stabilizuje. Hrozba nezaměstnanosti přestala být faktorem, který nejvíce snižoval spotřebitelskou důvěru. Na místo hrozby ztráty zaměstnání nastoupily důsledky rostoucích cen ropy. Spotřebitelská důvěra proto v září dále mírně klesla a slabší byly i maloobchodní tržby.

Inflace zůstává velmi mírná

Přes růst cen ropy zůstaly inflační ukazatele příznivé a to nejen jejich jádrové složky. Fed tak zatím nic nenuť, aby zrychloval tempo zvyšování úrokových sazeb. Opatrnost však zůstává na místě. Pokud zůstanou ceny ropy na vysokých úrovních, může ještě stále dojít k postupnému roztočení zhoubné inflační spirály. V takovém případě by Fed neměl jinou volbu než úrokové sazby razantně zvýšit.

Fed by letos měl zvýšit úrokové sazby na 2,0%

Předpokládáme, že Fed letos ještě jednou zvýší sazby a dostane se tak na 2,0%. V příštím roce by mohl tempo zvyšování úrokových sazeb značně zpomalit, zatím však nepředpokládáme, že by zvyšování sazeb úplně zastavil. Část představitelů Fedu opakovaně uvedla jako pásmo ve kterém vidí úrokové sazby jako neutrální 3,0-5,0%. Pokud ekonomika nepřejde do stagnace, bude Fed chtít pravděpodobně zvýšit úrokové sazby alespoň na 3,0%. Podceňovat nelze možnost přechodu k rychlému zvyšování úrokových sazeb, pokud by začala akcelerovat inflace.

ECB pravděpodobně ponechá úrokové sazby beze změny i v následujících měsících

ECB nadále vyčkává a ponechává úrokové sazby beze změny. Růst hospodářství postupně zrychluje, ale jeho tempo zatím není takové, aby ECB nutilo k zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb. Inflace sice mírně překračuje horní hranici pásma cenové stability jak jej definuje ECB, ale ECB ústy svých představitelů opakovaně prohlásila, že jde o přechodný stav. Poptávka ve většině států EMU zůstává slabá a růst hospodářství je tažen nadále především exportem. Vysoké ceny ropy na jedné straně vedou ke zvyšování cen produktů víceméně závislých na ropě, ale na druhé straně tlumí celkovou poptávku. ECB bude proto moci ve svém vyčkávacím stanovisku setrvat ještě řadu měsíců.

EMU pokračuje v mírném růstu

Evropská měnová unie pokračovala v mírném růstu taženém nadále především exportem. Domácí poptávka nadále ožívuje pouze zvolna a to pouze v některých státech (např. ve Francii). Německo stále zůstává z hlediska domácí poptávky velmi slabé. Citelně se na tom podílí program reformy sociálního systému, který u řady Němců budí obavy ze snižování životní úrovně a zvyšuje proto sklon k úsporám na horší časy.

Přes vysoké ceny ropy zůstává evropská inflace relativně mírná

Přes pokračující růst cen ropy nedochází v EMU k akceleraci inflace. Vyšší ceny ropy podle všeho zatím spíše dále tlumí poptávku, než že by vedly k plošným tlakům na růst cen. Promítání vyšších cen ropy do cen pohonných hmot je navíc tlumeno silným kurzem eura vůči dolaru a vysokými spotřebními daněmi na pohonné hmoty. Roli hrají také obavy z vlivu globalizace a reformy sociálního systému, které snižují tlaky na růst mezd. Výraznější růst inflace je proto nepravděpodobný i v dalších měsících.

Cena ropy pokračovala v růstu na nová maxima

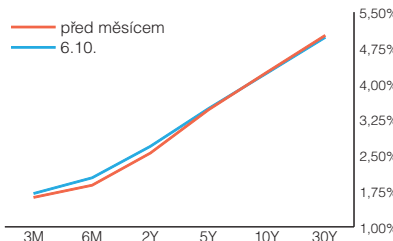
Ceny ropy se v září dostaly na nová lokální maxima. Přispěla k tomu série hurikánů v mexickém zálivu, která narušila místní těžbu ropy, nepřehledná situace v Nigérii a trvajících silné napětí a násilnosti v Iráku. Zároveň pokračoval prudký růst dovozu především do Číny. I při současných vysokých cenách nadále existuje riziko jejich dalšího růstu, především v případě, že by došlo k rozsáhlejšímu teroristickému útoku na ropnou infrastrukturu v zemích perského zálivu. Prostor pro pokles cen ropy je v horizontu měsíce pravděpodobně pouze velmi omezený, protože budou přetrvávat obavy ze zhoršení situace v nejistých oblastech a dále se bude zvyšovat poptávka.

Dluhopisové a peněžní trhy

USA

Obavy ze zpomalení růstu amerického hospodářství vedly k poklesu výnosů

Americká výnosová křivka



Výnosy se podle našeho názoru dostaly na úroveň ze které je další výraznější pokles málo pravděpodobný

Střednědobě nejvíce ovlivní vývoj dluhopisového trhu výsledek prezidentských voleb

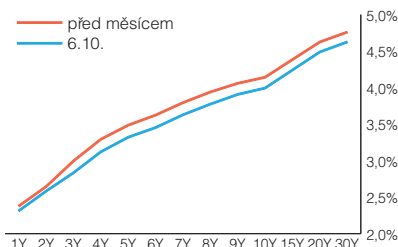
Obchodování na americkém dluhopisovém trhu na začátku září poznamenala reakce na zvýšení počtu vytvořených pracovních míst v srpnu. Zmírnění obav z dalšího poklesu hospodářské aktivity vedlo k dočasnému přerušení trendu k poklesu výnosů. Výnos desetiletého dluhopisu se dostal z 4,10% na 4,30%. Ve zbytku měsíce výnosy postupně klesaly kvůli kombinaci technických faktorů a obav ze zpomalení růstu hospodářství a následného zastavení zvyšování úrokových sazeb. Trh nijak výrazně nereagoval na očekávaný růst úrokových sazeb na zářijovém zasedání FOMC a trend k poklesu výnosů nezastavilo ani prohlášení Fedu naznačující pokračování zvyšování úrokových sazeb ani prohlášení předních činitelů Fedu, kteří také vesměs vyjadřovali optimistické názory na vývoj americké ekonomiky a potřebu dalšího růstu úrokových sazeb. Ke konci září klesl výnos desetiletého dluhopisu ke 4,00%. Na přelomu září a října došlo k dalšímu technicky podmíněnému obratu, kdy se výnos desetiletého dluhopisu odrazil od psychologické hladiny 4,00 zpět k 4,20%. V průběhu září došlo k mírnému zploštění výnosové křivky, když výnosy dluhopisů se splatnostmi nad deset let mírně klesly a zbytek výnosové křivky stagnoval.

Střednědobý trend k poklesu výnosů, který trvá od poloviny června, je podle našeho názoru u konce. Výnos desetiletého dluhopisu by se neměl dostat ani v říjnu pod 4,0%. Obrat k růstu výnosů by však měl být jen pozvolný. V říjnu bude výnos desetiletého dluhopisu pravděpodobně kolísat mezi 4,00 až 4,30%. Předpokladem je, že zůstane zachováno očekávání pokračujícího růstu americké ekonomiky a neprojeví se inflační tlaky. Pokud by makroekonomické ukazatele naznačovaly zpomalení tempa růstu hospodářství, měl by se výnos desetiletého dluhopisu držet poblíž 4,0%. Vyšší inflace by mohla podpořit vznik jasnějšího růstového trendu u výnosů už v říjnu.

V šestiměsíčním horizontu bude pro vývoj na dluhopisovém trhu kritický výsledek prezidentských voleb. Pokud zvítězí současný prezident G. W. Bush, bude trh očekávat pokračování schodkových rozpočtů a snahy stimulovat růst ekonomiky a výnosy by tedy měly růst. Pokud zvítězí vyzývateľ J. Kerry, měla by nejistota ohledně jeho působení vést k poklesu výnosů kvůli vyšší opatrnosti investorů. Až pomine vliv prezidentských voleb, mělo by trhu opět dominovat očekávání vývoje úrokových sazeb. Pokud by trh dospěl k názoru, že Fed kvůli kombinaci nízké inflace a slabšího růstu pozastaví zvyšování sazeb, mohl by se výnos desetiletého dluhopisu stabilizovat poblíž 4,0%. Pokud se bude za pravděpodobný pokládat další výraznější růst sazeb, měly by růst i výnosy.

Evropa byla v září plně pod vlivem vývoje v USA

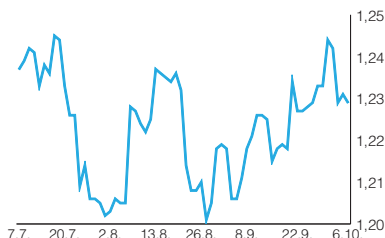
Německá výnosová křivka



Ani střednědobě neočekáváme vytvoření výraznějšího trendu

V září ovlivňovaly obchodování především krátkodobé technické faktory

Kurz USD / EUR



Silným impulsem pro vytvoření nového dlouhodobého trendu by mohly být americké prezidentské volby

I přes růst cen ropy, firemní varování a hurikány akcie v září neklesaly

Na počátku října ceny akcií opět mírně rostou

EMU

Obchodování na evropských dluhopisových trzích v září postrádalo silné domácí impulsy a investoři se proto řídili především vývojem v USA. Vývoj evropské výnosové křivky prakticky přesně kopíroval vývoj v USA, pouze na krátkém konci došlo v EMU na rozdíl od USA k mírnému poklesu výnosů. Trh se stále více přizpůsobuje předpokladu, že úrokové sazby zůstanou v EMU stabilní ještě několik měsíců. Výnos desetiletého dluhopisu v průběhu září kolísá kolem 4,0% v pásmu 3,95% až 4,15%.

Předpokládáme, že v říjnu nedojde k žádné výraznější změně. Evropské dluhopisové trhy by se opět měly řídit především podle USA. Z domácích faktorů by trh mohly ovlivnit především růstové ukazatele. Pokud by byly slabší, posílilo by to tendenci k poklesu výnosů. Také v EMU by podobně jako v USA měla hrát roli blízkost psychologicky významné hladiny 4,0% u desetiletého výnosu, takže prostor pro případný pokles výnosů by měl být pouze omezený.

Období vrcholící prezidentské kampaně v USA, samotných voleb a těsně po volbách by mohlo znamenat emancipaci vývoje evropských dluhopisových trhů. Pravděpodobně zvýšená volatilita v USA by měla nutit evropské investory více sledovat domácí faktory. Nejistota v USA by také mohla podpořit zájem o evropské dluhopisy a k poklesu výnosů by mohla vést i snaha snížit riziko v nejistém období. Předpokládáme proto, že střednědobě by se měly evropské dluhopisy držet zhruba na současných úrovních bez výraznějšího trendu.

Devizové trhy

USD / EUR

Kurz dolaru k euru v průběhu září postupně oslabil z dolního na horní okraj svého dlouhodobého konsolidačního pásma. Na kurz působily převážně technické faktory podporované nejistotou ohledně vývoje americké ekonomiky. Protože tuto nejistotu vydatně živil růst cen ropy, reagoval na její výkyvy i kurz dolaru k euru. Krátkodobě podpořily tlak proti dolaru i údaje ukazující nízký růst cen v USA, které omezily možnost rychlejšího zvyšování úrokových sazeb. Na přelomu září a října došlo k obratu k posilování dolaru.

Předpokládáme, že říjen nepřinese změnu a kurz se bude opět pohybovat v rozmezí 1,200 až 1,240. Střednědobý trend by měl v prvních týdnech směřovat k silnějšímu dolaru. Tomuto trendu by pomohlo zklidnění cen ropy a pozitivní údaje o vývoji americké ekonomiky. Příznaky slabého růstu v USA a teroristické útoky by měly působit proti dolaru. Kurz budou také ovlivňovat vystoupení představitelů Fedu a ECB.

Předpokládáme, že až do konce prezidentských voleb v USA se bude kurz držet v současném rozmezí. Po volbách by mohlo dojít k vytvoření výraznějšího trendu. Dolar by měl krátkodobě reagovat příznivě na vítězství G. W. Busche a negativně na vítězství J. Kerryho. Střednědobá a dlouhodobá reakce by však měla být opačná. Republikánská politika vysokých rozpočtových schodků podstatně přispívá k tvorbě vysokých schodků běžného účtu. Demokraté by navíc pravděpodobně vyvinuli úsilí o ochranu pracovních míst v USA a tedy o omezení outsourcingu a dovozu do USA. Krátkodobě by to mohlo vést k vyšší volatilitě, ale dlouhodobě by to mělo dolaru prospět.

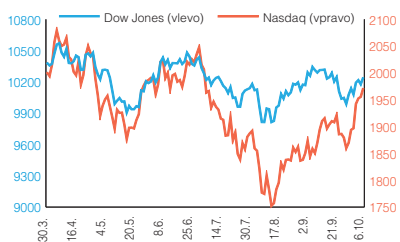
Akciové trhy

Trh čeká ve třetím čtvrtletí 13,8% meziroční růst zisků amerických firem

Především opět rostoucí světové ceny ropy a dále zvýšené množství firemních varování před zhoršením čtvrtletních či celoročních výsledků udávalo tón na amerických akciových burzách. Pokud k tomu připočteme negativní ekonomické důsledky několika hurikánů a další zvýšení úrokových sazeb o 25bp, je velkým úspěchem, že trh akcií v září výrazněji neklesal.

Index S&P500, který zahrnuje 500 největších amerických akcií z hlediska tržní kapitalizace, se celý letošní rok pohybuje v mírně klesajícím trendovém kanálu. V polovině srpna se index nacházel na spodní hranici tohoto trendu, tj. na úrovni okolo

Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Index DJ Stoxx 50



Ceny ropy mohou dále růst

Americké technologické firmy jsou velmi opatrné v předpovědích na další čtvrtletí

Prezidentské volby mohou dát akciím pozitivní impuls

1063 bodů, když předtím od počátku roku zažil tři růstové a tři klesající období. Od svého lokálního minima se v polovině srpna odrazil a do 21. září posiloval přesně k hornímu okraji tohoto trendového kanálu. Do té doby sice na trh proudila řada negativních firemních varovných predikcí ohledně výsledků za 3Q či celý rok, ceny ropy se ale pohybovaly pod 45 dolarů / barel (light crude futures na burze NYMEX), což byl přeci jenom mírný pokrok oproti cenám 49 dolarů / barel okolo 20. srpna. V poslední dekádě září ale ceny ropy vystartovaly zpět k hranici 50 dolarů / barel a na počátku října tuto psychologickou hranici dokonce překonaly. Index reagoval na růst cen ropy poklesem, před koncem měsíce se ale vrátil zpět k horní hranici trendového kanálu na úroveň 1130 bodů, který se mu nakonec podařilo protnout, když se v prvních třech říjnových dnech obchodoval nad touto hranicí.

VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	30.9.	31.8.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 114.6	1 104.2	0.9%	(2.3%)	11.9%	0.2%
Dow Jones	10 080.3	10 173.9	(0.9%)	(3.4%)	8.7%	(3.6%)
Nasdaq	1 896.8	1 838.1	3.2%	(7.4%)	6.2%	(5.3%)
DJ Stoxx 50	2 668.5	2 620.0	1.8%	(0.7%)	11.8%	0.3%
FTSE 300	986.92	970.06	1.7%	(1.1%)	14.5%	3.1%

Klíčovou událostí byly celý měsíc pochopitelně ceny ropy. K opětovnému růstu směrem k hranici 50 dolarů / barel přispěly především hurikány v Mexickém zálivu, které omezily místní těžbu ropy. Dalšími důvody byly nepokoje v Nigérii, nejasná situace okolo ruské společnosti Jukos a pokračující násilí v Iráku. Ceny ropy jsou bohužel pro akcie negativním faktorem, který v krátkém období jen tak nezmezí. S nástupem podzimu a zimy na severní polokouli lze spíše předpokládat pokračující silnou poptávku po ropě, přičemž situace v některých zemích vyvážejících ropu je stále velmi neklidná. Překvapení jsou spíše na straně dalšího růstu cen v případě, že budou pokračovat nepokoje v Nigérii nebo v případě hrozby dalších teroristických útoků na ropná zařízení v Iráku či Saúdské Arábii. Není třeba připomínat, že vysoké ceny ropy brzdí ekonomický rozvoj a zvyšují náklady většiny firem. Výjimkou je pouze sektor ropných firem, které z růstu cen ropy a zvyšující se rafinérské marže benefitují. To je vidět i z naší sektorové tabulky, kde sektory petrochemie a energetika vykázaly jednoznačně nejsilnější růst.

Sektor technologií vydal během září velké množství varování, které měly vesměs jeden společný prvek: Slabé či velmi opatrné investice firem do IT. Slabou poptávku po některých typech paměťových čipů indikoval již 2.září Intel a potvrdil o něco později Texas Instruments, Xilinx a AMD. Slabé investice do technologií ohlásil 14.září také Oracle a později též Applied Micro Circuits. Varovné predikce dále vyslaly i ostatní technologické společnosti - 3Com, Broadcom, LSI a Nortel Networks. Technologický index Nasdaq na tato varování přitom nijak nereagoval a v září dokonce mírně posílil. Situace v sektoru technologií zřejmě nebude tak černá, jak ji některé firmy líčí. Podle našeho názoru jsou technologické firmy velmi opatrné v tom, aby předpovídaly pozitivní vývoj na trhu a před výsledky za 3Q mají spíše tendenci situaci podhodnocovat, protože nervózní trh silně trestá ty společnosti, které alespoň o 1 cent nepřekročí očekávané zisky na akcii. Podle Asociace polovodičového odvětví se ale celosvětově tržby z prodeje čipů zvýšily v srpnu meziměsíčně o 1,1% a meziročně o 34% právě díky silící poptávce po čipech pro osobní počítače a síťová a komunikační zařízení. Také zprávy z taiwanské burzy hovoří o růstu spotových cen čipů pro osobní počítače a o silné poptávce, kterou nabídka nestačí uspokojovat. Práv sektor čipů bývá předzvěstí pozitivního vývoje v mnoha navazujících technologických odvětvích. Podle našeho názoru je pro další vývoj technologií mnohem více určující vývoj na trhu čipů než opatrná prohlášení managementů firem. Z tohoto důvodu zůstáváme alespoň pro tento měsíc mírně optimističtí, pokud jde o vývoj cen technologií.

Vývoj na trhu akcií v říjnu nepřímo ovlivní i nadcházející prezidentské volby v USA. Z posledních prohlášení guvernérů Fedu vyznívá v posledních několika měsících poměrně příznivé hodnocení americké ekonomiky, které má na trhy pochopitelně pozitivní vliv. Např. předseda Fedu Greenspan řekl na výroční konferenci Asociace amerických bankéřů v New Yorku, že bankovní systém USA je ve velmi dobrém stavu. Guvernér Ben Bernanke zase řekl, že americká ekonomika si poradí s vysokými cenami ropy. Podobně guvernér Thomas Hoenig řekl, že rekordní ceny ropy budou mít na

americký růst pouze mírný dopad, a že ekonomický růst bude v příštích 18 měsících solidní. Nehledě na to, zdali mají tato optimistická prohlášení reálný základ či mají za cíl podpořit znovuzvolení současného prezidenta Bushe, jejich vliv na trhy je ale pozitivní. Pozitivní náhled na ekonomiku podporují také některá makroekonomická čísla. Růst HDP za 2Q byl revidován z 2,8% na 3,3%, což bylo více než trhy očekávaly. Zakázky zboží dlouhodobé spotřeby se po vyloučení dopravy zvýšily o 2,3%, počet nově vytvořených pracovních míst se po dvou hubených měsících opět zvýšil o 144 tis. a přitom inflace (CPI) v srpnu stoupla meziměsíčně jen o očekávaných 0,1%. Fed tak má bezpečný prostor pro další postupné zvýšení úrokových sazeb, které má na akciové trhy jen velmi omezený vliv. Obecně řečeno, podle našeho názoru současná makroekonomická situace nebrání akciím v růstu. Rizika ale existují: chronický deficit běžného obchodu, deficit veřejných financí a volatilní trh práce.

Analytici očekávají 13,8% růst firemních zisků ve 3Q. Reálně lze ale očekávat růst zisků o 16 - 18%.

Dalším důležitým faktorem v nadcházejícím měsíci budou firemní výsledky za 3Q. Prozatímní firemní predikce nenaznačují žádná mimořádná překvapení. Na počátku října trh čeká růst zisků firem z indexu S&P500 o 13,8%, přičemž tato predikce se během září snížila (na počátku září se čekal růst o 14,9%). Část tohoto poklesu mají na svědomí pojišťovny, které redukovaly předpovědi svých zisků kvůli sérii hurikánů na jihu USA. Přesto je to trochu odlišná situace od předchozích 4 čtvrtletí, kdy se očekávané zisky firem s blížícím se termínem zveřejnění vždy zvyšovaly. Historicky ale většinou docházelo k tomu, že firmy před zveřejněním výsledků spíše upravovaly svoje predikce zisků dolů. Z tohoto pohledu tedy situace před výsledky za 3Q není nijak mimořádná. Samotné číslo (+13,8%) je sice nižší než růst zisků v minulých čtvrtletích, je ale třeba dodat, že zisky ve stejném období loni (tj. ve 3Q/2003) rostly o 21,3%, srovnávací základna je tudíž velmi vysoko. Navíc zisky firem v posledních 4 čtvrtletích rostly více jak o 20%, což je dlouhodobě neudržitelné (nestalo se více jak 40 let, aby zisky firem rostly o více jak 20% 5 čtvrtletí po sobě). Touto složitou formulací chceme naznačit, že růst zisků firem ve 3Q, který odhadujeme na cca 16 až 18%, je zdravý a může akciím pomoci v růstu. Z hlediska sektorů se nejsilnější růst čeká u firem vyrábějících základní suroviny a materiály (+68%), technologií (+32%) a energetických firem (+44%). Naopak pokles zisků lze čekat u telekomunikací (-16%) a utilit (-2%). U technologií jde stále o silný růst, ačkoliv za poslední tři měsíce se predikce zisků firem snížila z 38% na současných 32%. To souvisí s řadou varovných komentářů technologických firem, jak jsme o tom již reportovali v předchozím textu.

Pro listopad zůstáváme mírnými optimisty

Pro listopad tedy zůstáváme mírně optimističtí. Riziky tohoto scénáře jsou: rostoucí ceny ropy (teroristické útoky na ropná zařízení, potíže v některých dalších zemích vyvážejících ropu), americký trh práce či horší než očekávané firemní výsledky za 3Q. Prezidentské volby jsou v USA 2.listopadu, schůze FOMC Fedu ohledně nastavení úrokových sazeb 10.listopadu.

VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	IX-04	VIII-04	VII-04	3M	6M	12M
Informační technologie	2.6%	-4.3%	-6.0%	-7.6%	-5.8%	4.7%
Internet	5.3%	-3.6%	-11.3%	-9.9%	-2.6%	22.6%
Sít'ová zařízení	-0.3%	-4.8%	-14.5%	-18.8%	-22.4%	0.7%
Výrobci počítač. techniky	2.5%	-6.0%	-6.8%	-10.2%	-7.4%	-7.4%
Pouze výrobce PC	4.9%	-3.5%	-0.7%	0.5%	8.8%	36.0%
Polovodiče	3.6%	-10.9%	-14.2%	-20.8%	-21.1%	-8.5%
Telekomunikace	3.8%	-0.3%	1.7%	5.2%	0.9%	24.2%
Bezdrát. telekomunikace	6.1%	3.5%	-6.5%	2.8%	4.6%	45.0%
Biotechnologie	5.8%	2.8%	-7.6%	0.4%	-0.4%	15.6%
Farmacie	-4.3%	2.4%	-3.1%	-5.0%	-3.7%	-0.5%
Zdravot.a kosmet. zboží	1.9%	-2.8%	-6.2%	-7.2%	-6.1%	7.0%
Spotřebitelské služby	-1.9%	1.5%	-5.4%	-5.8%	-3.6%	3.3%
Doprava	2.9%	-0.2%	-4.0%	-1.4%	-1.9%	13.1%
Bankovníctví	-1.6%	4.5%	-1.9%	0.9%	-3.1%	11.2%
Finančníctví	-1.1%	3.2%	-2.3%	-0.2%	-3.2%	12.2%
Petrochemie	9.3%	-1.9%	2.2%	9.6%	17.7%	45.5%
Energetika	9.8%	-1.8%	3.1%	11.1%	19.4%	45.9%
Utility	0.6%	3.6%	1.4%	5.7%	3.3%	15.0%
Základní průmysl	3.7%	1.5%	-2.3%	2.9%	5.1%	26.0%

STŘEDNÍ EVROPA

Dluhopisové a peněžní trhy

Maďarsko

Výnosy maďarských dluhopisů poklesly i přes problémy ve fiskální oblasti

V souladu s naším odhadem (mírný pokles výnosů) ceny maďarských státních dluhopisů v září vzrostly. Vývoj byl na počátku září ovlivněn dozvuky turbulencí na politické scéně. Následný pokles výnosů, který přišel po oznámení Ministerstva financí, že schodek státního rozpočtu překročil již po osmi měsících celoročně plánovaný schodek (v objemu odpovídajícím 4,6% HDP). V této souvislosti je však třeba dodat, že v cenách maďarských dluhopisů byl tento pesimistický scénář již započten. Podle nového oficiálního odhadu by měl deficit státního rozpočtu dosáhnout 5-5,3% HDP. Po této zprávě a oznámení, že ministr financí Drascovics setrvá ve funkci, výnosy opět poklesly o 40 bodů téměř podél celé výnosové křivky.

Omezený prostor pro další pokles výnosů existuje

Ve střednědobém i měsíčním výhledu předpokládáme, že výnosy maďarských dluhopisů za vysoké volatility budou klesat, a to i přes přetrvávající makroekonomické nerovnováhy. Důvodem této prognózy je to, že v současné výnosové křivce je započteno hodně pesimismu. Vzhledem k předpokládanému zpomalení inflace v nejbližších měsících a tlaku devizového trhu maďarská centrální banka přistoupí do konce roku k dalšímu mírnému snížení úrokových sazeb. Do konce roku by měl ve prospěch maďarských dluhopisů, ale i forntu působit i časový horizont investorů a fakt, že tak vysoké výnosy jako v Maďarsku lze jen těžko nalézt. Tento nejpravděpodobnější scénář má však poměrně tvrdé podmínky, a to zejména snaha vlády pokračovat ve fiskální konsolidaci (trh citlivě vnímá pozici garanta této konsolidace v osobě ministra financí Drascovicse), absence politických ořesů a zastavení prohlubování vnějšího deficitu.

Polsko

Polské dluhopisy v září výrazně posílily

Oproti našemu očekávání (mírný růst výnosů na krátkém konci výnosové křivky a stagnace na středě a dlouhém konci) výnosy zejména ve středě výnosové křivky poklesly až o 50 bazických bodů. Předpokládali jsme, že vyrovnávání polské výnosové křivky bude mnohem pomalejší. Díky poněkud překvapivému rozhodnutí polské centrální banky (NBP) nezvyšit své úrokové sazby, vzrostly sazby na krátkém konci výnosové křivky v září pouze nepatrně. Za překvapivě rychlým poklesem výnosů byly jednak příznivé zprávy o výhledu na veřejné finance: lepší plnění státního rozpočtu díky silnému ekonomickému růstu, návrh státního rozpočtu na příští rok s deficitem 35 mld. zlotých a prohlášení agentury S&P o možném zlepšení ratingu. Hlavním důvodem zářijové rally však bylo překlopení očekávání o dalším vývoji úrokových sazeb.

Pesimistická očekávání o růstu úrokových sazeb se v září otočila

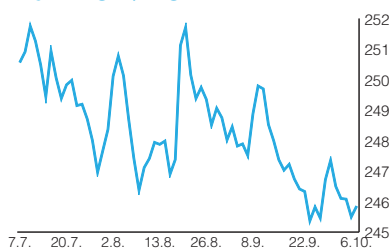
V minulém měsíčníku jsme psali o zveřejnění přehnaně pesimistické predikce inflace (růst ze srpnových 4,6% na 6% v 1Q04), která se během dalších měsíců rozejde s realitou. Pesimistická očekávání výrazného růstu sazeb, která byla živena jestřábími výroky členů Výboru pro měnovou politiku, tak během září rychle vyprchala a část trhu začala započítávat první snižování sazeb v létě 2005. Rozhodnutí NBP o sazbách totiž připomínají autopilota podle vývoje aktuální inflace, a to bez ohledu na důvody změn v inflaci. Něco jako horizont neúčinnější transmise není z úst polských centrálních bankéřů moc slyšet. Při nárůstu inflace během jara a letních měsíců, který byl dán zejména jednorázovým vlivem vstupu do EU, Výbor pro měnovou politiku (MPC) zareagoval přehnaně tvrdě (během června až srpna šly sazby nahoru vždy o 25 bps více než bylo průměrné očekávání trhu). Bude-li se inflace vyvíjet podle našich odhadů (3,8% na konci roku a pod horní okraj inflačního cíle v první polovině příštího roku) a bude-li zlotý podle našich odhadů dále posilovat, NBP může v polovině příštího roku skutečně začít snižovat úrokové sazby. Tento scénář však nepovažujeme za nejpravděpodobnější, protože je zde silné riziko opětovného nárůstu inflace v druhé polovině roku 2005 (tentokráté tažené poptávkovými faktory). Dodejme, že v Polsku jako poměrně zavřeném ekonomice jsou vazby mezi hospodářským růstem, vývojem mezd a inflací mnohem silnější než např. v České republice. Očekáváme, že polská ekonomika by měla i v příštím roce udržet tempo růstu kolem 5% a mzdové nároky v prostředí inflace přes 4% a expandující ekonomiky jsou také vyšší než tomu bylo v loňském roce.

Prostor pro další pokles výnosů se jeví omezený

Vzhledem k dosavadnímu chování MPC bude další rozhodování o sazbách determinováno čerstvými makro údaji a krátkodobými projekcemi (vynechejme hodnocení o vhodnosti či nevhodnosti takové měnové politiky). Vzhledem k naší prognóze střednědobého vývoje inflace je pravděpodobné, že úrokové sazby několik měsíců setrvají na současných 6,50%. Ceny dluhopisů na střední výnosové křivky (2-5 let) tak mají v krátkém horizontu mírný prostor k růstu. V průměru by však polské výnosy měly ve střednědobém výhledu stagnovat. Bude se však jednat o průměrnou stagnaci s dosti širokým pásmem fluktuace podle přísunu nejnovějších dat.

Vysoké carry drží forint na silných úrovních i přes značné makroekonomické nerovnováhy

Kurz HUF / EUR



Forint by měl i nadále setrvat v širším pásmu 245-250 HUF/EUR, riziko výrazného oslabení však roste

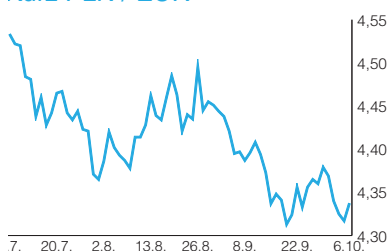
HUF / EUR

V souladu s naším očekáváním (stagnace měnového kurzu) maďarský forint fluktoval v širším pásmu 245-250 vůči euru. Očekávali jsme však výrazně větší riziko na straně oslabení kurzu forintu, avšak maďarská měna měla zejména v druhé polovině měsíce tendenci spíše posilovat. Díky vysokému úrokovému diferenciuálu forint rychle překonal dočasné oslabení po zveřejnění údaje o překročení plánovaného rozpočtového schodku. Forint reagoval pozitivně na zveřejnění údaje o vývoji schodku běžného účtu platební bilance za druhé čtvrtletí. Tento schodek se prohloubil až na 2,1 mld. eur, což bylo méně než tržní očekávání. Avšak statistika NBH do schodku nezařadila část importů (které jsou dosud ve skladech v objemu 610 mil. eur). Je tudíž pravděpodobné, že NBH tento schodek později reviduje směrem nahoru či se tyto dovozy projeví ve vyšších schodecích v příštích měsících. Dodejme, že schodek běžného účtu platební bilance je blízko úrovně 9% HDP.

Díky vysokému úrokovému diferenciuálu a částečně i stále slušným růstovým hodnotám (růst HDP okolo 4%) maďarská měna ignoruje enormní makroekonomické nerovnováhy v podobě dvojího deficitu. Nepředpokládáme, že by NBH dovolila posílení forintu pod psychologickou hladinu 245 HUF/EUR, a to kvůli riziku následných fluktuací měnového kurzu. Na druhou stranu nepředpokládáme, že by centrální banka snížila výrazněji úrokové sazby, což by vedlo k výraznému propadu měnového kurzu. V měsíčním i střednědobém horizontu tak stále předpokládáme stagnaci měnového kurzu v širším intervalu 245-250 vůči společné evropské měně. Výrazně vyšší riziko je na straně prudkého oslabení, které může být odstartováno problémy na politické scéně, ještě výraznějším zhoršením fiskálního salda či v případě naprostého odklonu od politiky postupné fiskální konsolidace. Podobně jako u dluhopisů, i forint by měl do konce roku kladně působit zkrácený časový horizont většiny investorů.

Polská měna se v září vrátila k posilujícímu trendu

Kurz PLN / EUR



Výhled na polský zlotý zůstává pozitivní

PLN / EUR

V souladu s naším očekáváním (mírné posílení) začal zlotý po srpnové technické korekci v září opět posilovat. Polská měna tak v září pokračovala v návratu ke svým fundamentálním hodnotám. Po srpnovém oslabení na úroveň 4,45 vůči euru, zlotý postupně posiloval až k hladině 4,30 PLN/EUR. Tuto významnou technickou hladinu však zlotý nepřekonal a vrátil se na 4,35 PLN/EUR. Na negativní zprávu o překvapivém nezvýšení úrokových sazeb zlotý reagoval oslabením pouze dočasně. K zářijovému posílení vedlo kromě zveřejnění poměrně silných makroekonomických dat, očekávání IPO na 30% spořitelny PKO, klidu na politické scéně (např. prohlášení strany Polských sociálních demokratů o podpoře v hlasování o důvěře současné vládě) a v neposlední řadě přílivu investic do dluhopisů (viz výše).

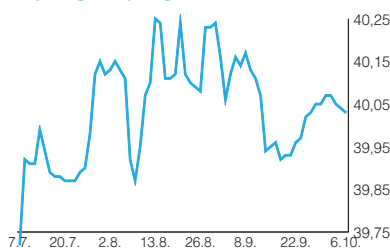
Náš názor na polskou měnu zůstává nadále pozitivní i přes to, že NBP pravděpodobně zastavila cyklus zvyšování úrokových sazeb. Zastavení růstu úrokových sazeb sice zúžilo prostor pro další posílení zlotého, avšak letošní apreciacie této měny nebyla spojena pouze s vyššími úrokovými sazbami (jako např. v případě forintu). Za posilováním zlotého stál a podle našeho názoru nadále i budou stát silné makroekonomické fundamenty (hospodářský růst, exportní aktivita či nízké deficity obchodní bilance), příliv přímých zahraničních investic (např. primární úpis 30% akcií PKO BP), částečné řešení politické krize, výhled na vylepšení hospodaření veřejných financí a také příliv finančních prostředků z EU. V příštím roce by na zlotý mělo pozitivně působit vítězství středo-pravicových stran ve volbách (předvolební průzkumy to naznačují). I v měsíčním výhledu předpokládáme posílení polské měny k hladině 4,30 vůči euru. Klíčovou roli v měsíčním výhledu bude hrát kromě očekávání dalšího směřování měnové politiky (a tudíž i zveřejněných makro dat) i vývoj na politické scéně. Na 15. října je ohlášeno druhé hlasování o důvěře dočasné vládě Marka Belky a během října

budou probíhat diskuse o rozpočtu na rok 2005. Nejpravděpodobnějším scénářem je podle našeho názoru úspěch Belkovy vlády a volby na konci jara. Z fundamentálního hlediska si nemyslíme, že by případný Belkův neúspěch vedl ke změně trendu apreciacie zlotého. Oslabení zlotého, které by v takovém případě asi přišlo, považujeme za dobrou příležitost pro vytvoření střednědobých pozic ve zlotém. Zlotému by měl v říjnu vytvářet podporu i příliv investic do dluhopisů a výše zmíněný prodej akcií spořitelny PKO.

SKK / EUR

Slovenská koruna zpět na psychologické hladině 40 vůči euru

Kurz SKK / EUR



Pomalé posilování slovenské měny by mělo pokračovat

V souladu s našimi očekáváními (mírné posílení) slovenská měna na slabých úrovních okolo 40,25 vůči euru dlouho nevydržela a v průběhu září úspěšně prorazila psychologickou hladinu 40 SKK/EUR. V závěru měsíce však koruna korigovala a skončila těsně nad touto hladinou. Slovenské měně pomohla kromě návratu obchodníků na trh po prázdninových měsících také absence politických problémů a zpráv o potížích se získáváním pozemků pro automobilku KIA i údaje o silném hospodářském růstu a kladné hodnocení ekonomických reforem např. od ratingové agentury Fitch. Naproti tomu trend zlepšování obchodní bilance se již v krátkodobém výhledu pravděpodobně zastavil kvůli vyšší domácí poptávce a omezenosti výrobních kapacit automobilky Volkswagen dále zvyšovat výrobu a vývoz.

Příběh silných makroekonomických fundamentů, odvážných ekonomických reforem, a stále relativně nízké vnější nerovnováhy by měl nadále tlačit slovenskou korunu k silnějším hodnotám. Ve střednědobém výhledu držíme scénář pomalého posilování slovenské měny (na úroveň 39,00-39,50 SKK/EUR v půlročním horizontu), čemuž by měla nadále bránit centrální banka. I přes možné krátkodobé fluktuace je slovenská koruna na úrovni 40 SKK/EUR dobrou nákupní příležitostí zejména pro dlouhodobé investory. Vzhledem k výstavbě dalších výrobních kapacit je totiž pravděpodobné, že do dvou let bude mít Slovensko kladnou obchodní bilanci, což povede k dalšímu posilování. Se změnou obsazení Bankovní rady během následujících čtyř měsíců a odchodem Mariána Juska je možné očekávat oslabení důrazu měnové politiky na stabilitu měnového kurzu. Na druhou stranu ani nová Bankovní rada nebude asi ochotná dovolit spuštění silného apreciačního trendu. V neposlední řadě ve prospěch posílení může působit psychologický impuls v podobě privatizace Slovenských elektrárni, i když tyto peníze půjdou přímo na speciální privatizační účet u NBS. Rizikem tohoto vývoje zůstávají potencionální problémy na politické scéně, mírné prohloubení schodku běžného účtu (repatriace zisků, růst investičních i spotřebitelských dovozů, limity dalšího růstu vývozu automobilky Volkswagen) a negativní zprávy o investici KIA. Prohloubení deficitu BÚ v letošním roce by však nemělo překročit 2,5% HDP. V měsíčním horizontu by slovenská koruna měla posílit pod hladinu 40 vůči euru. K tomu by měla přispět zpráva o dohodě vládní koalice nezvyšovat deficit veřejných rozpočtů v roce 2005 nad 3,8% HDP.

ČESKÁ REPUBLIKA

Politický a makroekonomický vývoj

Projednávání státního rozpočtu se přesunulo do parlamentu

Vláda v průběhu září projednala návrh rozpočtu na příští rok. V průběhu října bude rozpočet projednávat poslanecká sněmovna. Návrh rozpočtu sice počítá se snížením schodku, ale toto snížení zaostává za hodnotou, která je součástí plánu na vstup do eurozóny v roce 2010. Víceguvernér ČNB L. Niedermayer na tuto skutečnost reagoval prohlášením, že ČR dává v sázku svoji důvěryhodnost, když porušuje své sliby ohledně snižování rozpočtových schodků. Niedermayer také varoval před zvyšováním mezd ve veřejné sféře, které by se mohlo přelít i do soukromé sféry a mohlo by vést ke vzniku inflačních tlaků. Kontroverzi i uvnitř koalice a napětí mezi státními zaměstnanci vzbuzuje zejména návrh na výrazné zvýšení platů policistům. V souvislosti s rozpočtem na příští rok bylo také oznámeno podstatné navýšení objemů emisí státních dluhopisů. Ministerstvo financí nevyloučilo další emisi eurobondů pokud k tomu budou příznivé podmínky.

Růst HDP za druhé čtvrtletí překonal očekávání

Růst HDP o 4,1% ve druhém čtvrtletí překonal odhady a navíc byl směrem vzhůru z 3,1% na 3,5% revidován i údaj o vývoji HDP za první čtvrtletí. Růst HDP byl v obou čtvrtletích tažen především kapitálovými výdaji (1. čtvrtletí +9,6% a druhé čtvrtletí

+12,8%). To naznačuje, že dobrá výkonnost ekonomiky by měla pokračovat i ve zbytku roku a v příštím roce. Spotřeba domácností rostla stabilním tempem o 3,4%, přičemž nižší růst disponibilních příjmů řešily domácnosti pomocí úvěrů. Zahraniční obchod v reálném vyjádření stále působil na růst HDP negativně. Silný růst HDP spolu s perspektivou jeho udržení v dalších čtvrtletích podpořil očekávání dalšího zvyšování úrokových sazeb.

Růst průmyslové výroby si i v červenci zachoval vysoké tempo

V červenci pokračoval růst průmyslové výroby podobně vysokým tempem jako v předchozích měsících. Opět rostla především výroba elektrických a optických přístrojů, základních kovů a dopravních prostředků. Významný je především pozitivní vliv rychlého růstu exportu. Klesla výroba v odvětví výroby koksu, zpracování ropy a pokračoval propad kožedělného a obuvnického průmyslu. Růst průměrné mzdy o 6,6% mírně překonal růst produktivity o 5,8%. Růst nových zakázek nasvědčuje udržení solidní dynamiky průmyslu i v dalších měsících a růst zakázek ze zahraničí indikuje pokračující pozitivní vývoj obchodní bilance. Vysoký růst průmyslové výroby působí kvůli své svázanosti s exportem pozitivně na kurz koruny. Vzhledem k pokračujícímu vysokému tempu zakázek ze zahraničí by měl export průmyslových výrobků obchodní bilanci a tím i korunu pozitivně ovlivňovat také střednědobě.

Růst maloobchodních tržeb v červenci zpomalil

V červenci vzrostly maloobchodní tržby meziročně o pouhých 0,3%, čímž překonaly pesimistická očekávání trhu (-1%) a naopak zůstaly za našimi očekáváním nárůstu o 1%. Celkový výsledek byl silně ovlivněn nižším počtem pracovních dní (o 3 dny méně než vloni). To bylo významné zvláště u malých prodejců, kteří o svátcích na rozdíl od velkých obchodů neprodávaly. Po sezónním očištění se tržby zvýšily o „solidních“ 3,8%. Za prvních sedm měsíců vzrostly maloobchodní tržby pouze o 1,6% kvůli vlivu propadu prodeje aut, poklesu tempa růstu disponibilních důchodů domácností a vyšší nezaměstnanosti. Je však třeba dodat, že závislost maloobchodních tržeb a spotřeby domácností a tudíž i celého HDP je v letošním roce dosti nízká. V dalších měsících by se mělo tempo růstu maloobchodních tržeb zrychlit a za celý rok tak očekáváme růst maloobchodních tržeb o 3-3,5%.

Počet nezaměstnaných sezónně vzrostl

Podle údajů MPSV vzrostla míra nezaměstnanosti o desetinu procentního bodu na 10,2% podle staré metodiky a na 9,3% podle nově používané metodiky Mezinárodní organizace práce. Počet nezaměstnaných se zvýšil na 536 tisíc (o téměř čtyři tisíce více než v červenci a 11 tisíc více než vloni). Více nezaměstnaných na úřadech práce bylo kvůli příchodu absolventů, kteří během prázdnin nesehnali práci. Oproti minulým letům je však nezaměstnaných absolventů méně než v předešlých letech (o 6,4 tisíc méně než vloni). To je způsobeno demografickým vývojem, zrušením povinné vojenské služby, ale i lepší uplatnitelností dnešních absolventů na trhu práce.

CPI v srpnu stagnoval

Spotřebitelské ceny se v srpnu oproti červenci v souladu s naším odhadem nezměnily. V meziročním vyjádření však CPI vzrostl z 3,2% na 3,4%. Za meziměsíční cenovou stagnací byly protisměrné pohyby jednotlivých částí spotřebního koše. Na jednu stranu jako každým rokem vzrostly ceny zájezdů (letos o 7,5%) a naopak poklesly ceny potravin - hlavně ovoce a zeleniny. Sezónní slevy byly i za poklesem cen oděvů a obuvi. Mimořádné slevy tlačily celkový cenový index i v případě prodeje aut či zřízení pevné telefonní linky. I přesto, že roční inflace dále vzrostla a v dalších dvou měsících pravděpodobně dále poroste, Česká republika má stále nízkoinflační prostředí. Připomeňme, že za letošním nárůstem inflace jsou hlavně změny v nepřímých daních (DPH, spotřební daně). Meziroční inflace by měla dále růst k letošnímu vrcholu 3,5% v říjnu (kvůli růstu cen plynu). Poté by měla inflace začít klesat na 3,0% na konci roku. Z pohledu měnové politiky ČNB odpovídá vývoj inflace jejímu scénáři pomalého a opatrného zvyšování úrokových sazeb. Dosavadní vývoj inflace není faktorem, který by ČNB přiměl ke změně názoru.

PPI dále prudce rostl

Srpnový růst cen v průmyslu překonal pesimistické odhady trhu i odhady naše (meziměsíčně výše o 0,5%, resp. o 0,6%). Oproti červenci byly tyto ceny vyšší o 0,9%, v meziročním vyjádření již o 8,1%. Naposledy rostly ceny tímto tempem v roce 1993, to však bylo v ČR úplně jiné inflační prostředí. Za růstem cen byly opět ceny kovů, koksu a ropy. Otázkou je, kdy se tento "zběsilý" růst cen komodit zastaví. Statistiky světových cen kovů a uhlí ukazují další nárůsty a pokles poptávky v Číně a Indii nelze v dohledné době očekávat. Vyšší ceny kovů se projevují ve vysokých růstech průmyslové produkce i vývozu. Tudíž vliv růstu těchto cen na naši ekonomiku je zatím spíše pozitivní. Z hlediska spotřebitelské inflace je dobrou zprávou zpomalení růstu cen v zemědělství z 13,5% na 5,9% (pokles o 4,2% meziměsíčně). Vzhledem

Červencový schodek zahraničního obchodu byl v tomto měsíci nejnižší od roku 1995

k poměrně dobré letošní úrodě by tudíž potraviny neměly být faktorem tlačícím na růst CPI, tak jako tomu bylo během posledních 12 měsíců.

Červencový zahraniční obchod skončil jako obvykle ve schodku. Jeho výše 4,9 mld. Kč je však nižší než poměrně optimistická očekávání (8 mld. Kč). Sezónní efekt byl mnohem slabší - měsíční schodek byl nejnižší od roku 1995. Jako v minulých měsících si tempo obchodní výměny udrželo svižný růst (dovozy byly meziročně vyšší o 27% a vývozy o 18,8%). Navíc k vyšším dovozům přispěla dražší ropa. Kumulativní 12-měsíční saldo pokleslo na 55,8 mld. Kč, naposledy bylo takto nízké rovněž v roce 1995. ČSÚ revidoval v předchozích měsících, avšak revize nebyly podle očekávání příliš výrazné a od začátku roku byla revize ve prospěch lepšího výsledku. Příznivá struktura vývozu (stroje a strojírenské zařízení, auta, elektrické a optické přístroje a telekomunikační zařízení) ukazuje, že místní podniky jsou schopny využívat oživení evropské ekonomiky i výhod společného evropského trhu. Česká republika má poměrně vysoké přebytky s okolními členskými státy EU a naopak poměrně vysokými schodky se státy Východní Asie a s Ruskem (kvůli dovozu surovin).

Pro českou korunu byl údaj o zahraničním obchodu dobrou zprávou. Příznivý vývoj obchodní bilance by měl spolu s očekáváním mírného růstu úrokových sazeb vytvářet koruně podporu i v dalších měsících. Za celý letošní rok očekáváme pokles záporného salda na 50 mld. Kč po necelých 70 mld. Kč v minulém roce za pokračujícího vysokého tempa obchodní výměny. Domníváme se, že by příznivý vývoj zahraničního obchodu měl pokračovat i v příštím roce. Dojde sice k nárůstu dovozů kvůli vyššímu hospodářskému růstu, ale rovněž k nárůstu vývozu. Významnou roli na tom bude mít zahájení provozu v kolínské automobilce.

Deficit běžného účtu extrémně vzrostl kvůli repatriacím dividend

Deficit běžného účtu dosáhl v červenci překvapivě vysokých 32 mld Kč. Hlavní příčinou vysokého schodku běžného účtu byla repatriace zisků z vyplacených dividend zahraničními investory, která činila 21,1 mld Kč. Zbytek schodku běžného účtu připadá na deficit obchodní bilance a reinvestované zisky. Objem repatriací je v tomto roce kvůli vstupu ČR do EU mimořádný a v příštích letech se už nebude opakovat. Finanční účet dosáhl přebytku 34,8 mld Kč, z toho ovšem pouze slabé 3,5 mld Kč bylo přímých zahraničních investic a ty navíc byly ve formě reinvestovaného zisku. O přebytek finančního účtu se tak zasloužily finanční instituce, čerpání půjček ze zahraničí českými podniky a emise eurobondu Ostravou.

Bankovní rada konstatovala, že ekonomika se vyvíjí v souladu s prognózou ČNB

V poznámkách ze zasedání bankovní rady konaného 26. 8. 2004 bylo uvedeno, že bankovní rada se v diskusi po prezentaci situační zprávy shodla, že se naplňuje červencová prognóza ve vztahu k inflaci i dalším klíčovými makroekonomickým veličinám. Nebyl proto důvod měnit pohled na vývoj ekonomiky a odpovídající reakce měnové politiky. Vysoké ceny ropy vytváří krátkodobé nákladové tlaky na růst cen. Na druhé straně existuje protiinflační riziko spojené s možným podhodnocením přírůstků produktivity práce a tím i růstu potenciálního produktu. Bankovní rada diskutovala také vliv rozpočtové politiky na budoucí ekonomický vývoj. Navyšování rozpočtových výdajů by podle ní v této fázi ekonomického cyklu bylo zcela neadekvátní. O zvýšení úrokových sazeb rozhodla rada poměrem hlasů 6:1.

ČNB v souladu s očekáváním na zářijovém měnovém zasedání bankovní rady ponechala úrokové sazby beze změny

Na svém zářijovém měnovém zasedání se bankovní rada ČNB rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny. Základní dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 2,50%. I přestože úrokové sazby nevzrostly, je možné, že budou zvýšeny o čtvrt procentního bodu na říjnovém zasedání. Na tiskové konferenci po zasedání uvedl guvernér Z Tůma, že současná úroveň úrokových sazeb může být konzistentní se stavem ekonomiky delší dobu. Tůma řekl, že pravděpodobnější zůstává růst sazeb, nelze však říci zda k němu dojde za jeden, dva, tři nebo čtyři měsíce. Vývoj inflace se podle Tůmy výrazněji neodchyluje od červencové prognózy ČNB.

Viceguvernér O. Dědek preferuje spíše pomalejší tempo růstu úrokových sazeb

V rozhovoru pro agenturu Reuters viceguvernér ČNB Oldřich Dědek vyjádřil svůj názor, že není třeba, aby ČNB zvyšovala úrokové sazby příliš rychle. Podle něho nejsou natolik silné poptávkové tlaky, aby centrální banka musela výrazně reagovat. Dědek vyjádřil názor, že 80% letošního nárůstu inflace bylo dáno administrativními změnami či vnějšími faktory. Vyjádřil se, že je sám ve výhledu sazeb opatrnější než finanční trhy, které do svých očekávání započítaly dvě čtvrtbodové zvýšení úrokových sazeb do konce roku. Dále vyjádřil názor, že banka musí bedlivě sledovat vliv rozšiřujícího se úrokového diferenciatu na vývoj měnového kurzu koruny.

Ve stejném rozhovoru se Dědek mírně pozitivně vyjádřil k výhledu fiskální politiky

Agentura Standart & Poors snížila rating ČR v domácí měně

poté, co vládní koalice oznámila úmysl navrhnout státní rozpočet se schodkem 84 mld. Kč místo dříve oznámených 94 mld. Kč. Postupná fiskální konsolidace by podle něho měla České republice přijmout euro na konci desetiletí.

Ratingová agentura Standart & Poors nečekaně snížila rating dlouhodobých závazků v české měně na stupeň A z A+. Snížení ratingu bylo zdůvodněno slabým výhledem pro rozpočtovou konsolidaci. Agentura se obává, že vláda nemá dostatečnou většinu v parlamentu ani vůli k prosazování razantních změn rozpočtové politiky. Ostatní ratingy byly ponechány beze změny. Mluvčí ministerstva financí M. Zeman řekl, že nevidí důvody pro snížení ratingu, protože rozpočtové schodky meziročně klesají. Také ministr financí B. Sobotka v rozhovoru pro agenturu Dow Jones Newswires řekl, že nevidí žádný důvod pro snížení ratingu. Sobotka dále řekl, že není nutné odkládat přijetí eura a cílem vlády zůstává snížit deficit na 3% v roce 2008. Reforma veřejných financí je podle něj klíčová pro dosažení prosperity a konkurenceschopnosti.

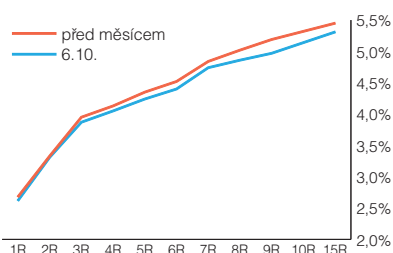
Dluhopisové a peněžní trhy

Dluhopisy v průběhu září reagovaly na nižší pravděpodobnost rychlého růstu úrokových sazeb poklesem výnosů

Na začátku září ještě pokračoval růst výnosů z předchozího měsíce. Přispěl k tomu jednak vývoj ve světě a jednak trvalí očekávání rychlého zvyšování úrokových sazeb. Výnos desetiletého dluhopisu se v tomto období dostal až na 5,20%. Kombinace vlivu vývoje ve světě a domácích faktorů vedla k obratu k poklesu výnosů. Z domácích událostí mělo na trh vliv vystoupení členů bankovní rady (O. Dědek a Z. Tůma), kteří naznačili, že zvyšování sazeb může být pomalejší než trh očekává. Na přelomu září a října se výnos desetiletého dluhopisu dostal na 4,90% a na této úrovni se další pokles zastavil. Rozdíl mezi výnosy německých a českých dluhopisů se nepatrně snížil.

V říjnu by měl český trh stagnovat

Česká výnosová křivka



Střednědobě ovlivní vývoj českých dluhopisů zejména měnová politika ČNB

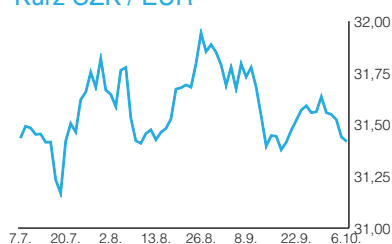
Předpokládáme, že v říjnu bude český trh stejně jako světový kolísat na současných úrovních. Oznámený vysoký objem nových dluhopisů, které budou emitovány v příštím roce, by měl bránit vytvoření trendu k poklesu výnosů. Naopak poměrně omezený prostor pro další růst úrokových sazeb a nízká očekávaná inflace by měly bránit výraznějšímu růstu výnosů. Trh bude velmi pozorně sledovat poznámky ze zářijového zasedání bankovní rady a říjnové měnové zasedání bankovní rady. Podle našeho názoru je v současnosti přeceňována pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb na říjnovém zasedání. Pokud by se splnilo naše očekávání a sazby by zůstaly beze změny, mohlo by dojít k dalšímu zúžení rozdílu mezi výnosy českých a německých dluhopisů. Vedle ČNB budou investoři také pozorně sledovat vývoj inflace a také růstových ukazatelů. Nízká inflace by měla podpořit tendence k poklesu výnosů a silné růstové ukazatele by měly působit opačným směrem. Dalším faktorem, který může ovlivnit vývoj na trhu bude projednávání státního rozpočtu na příští rok, volby do senátu a krajské volby.

Vývoj ve střednědobém horizontu bude záviset především na tempu a rozsahu dalšího zvyšování úrokových sazeb. Pokud ČNB skutečně podstatně zvlíni tempo růstu úrokových sazeb, mělo by dojít k mírnému snížení rozdílu mezi výnosy českých a německých dluhopisů. Výnosy by za tohoto předpokladu měly zůstat zhruba na současných úrovních. Pokud by ČNB zvyšovala sazby rychleji (zhruba o 50bp za pololetí), měla by výnosová křivka dále růst. K jejímu růstu může přispět i očekávání vysokého objemu emitovaných dluhopisů v příštím roce.

Devizový trh

Koruna se v září držela stabilně v pásmu 31,30 až 31,80

Kurz CZK / EUR



Kurz koruny k euru v září pokračoval v kolísání v úzkém pásmu 31,30 až 31,80. Jednotlivé vlny byly motivovány spíše vnitřními tržními technickými faktory, než vlivem vnějších událostí. Korunu mírně ovlivňoval vývoj v regionu. Na zveřejněné makroekonomické údaje, ani na vystoupení členů bankovní rady ČNB kurz prakticky nereagoval a k oslabení koruny nevedlo ani snížení českého ratingu agenturou Standart & Poors.

V říjnu bude pravděpodobně pokračovat bez výraznější změny dosavadní kolísání kurzu v pásmu 31,20 až 31,90. Koruna může reagovat na projednávání státního rozpočtu a nebo na výsledek krajských a senátních voleb. Pokud by poznámky ze zasedání bankovní rady ČNB na konci září snížily očekávání dalšího růstu úrokových sazeb, mohlo by to vést k oslabení koruny. Podobně by mohlo zapůsobit ponechání

Střednědobě nadále očekáváme mírné posilování koruny

úrokových sazeb beze změny na říjnovém zasedání ČNB. Krátkodobý vliv mohou mít na korunu i prudší pohyby měn v regionu a nebo výkyvy kurzu dolaru k euru.

V šestiměsíčním horizontu neměníme náš výhled na postupné mírné posilování kurzu. Z rovnováhy by mohl být trh vyveden politickou krizí, spekulací na jednorázový vysoký příliv FDI (např. z privatizace Českého Telecomu), zvýšením úrokového diferenciálu k euru a nebo dalším rychlým zlepšováním zahraničněobchodní bilance. Z uvedeného výčtu je patrné, že převažují rizika výraznějšího posílení.

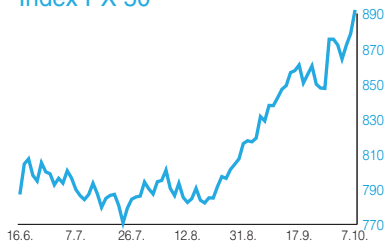
Český akciový trh

Prudce rostoucí akcie ČEZu vytlačily burzovní indexy na další maxima

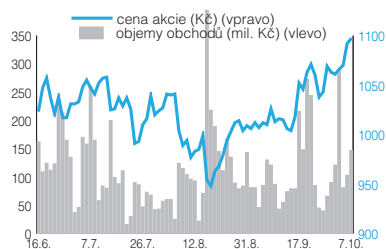
Akcie ČEZ táhnou burzovní indexy vzhůru

Více jak 25% růst akcií ČEZ během září vytlačil indexy PX-D a PX50 na další desetiletá maxima. Indexy během září takřka přesně kopírovaly vývoj ceny akcií ČEZ. Po silném růstu v první polovině měsíce akcie ČEZu i oba indexy ve druhé polovině září stagnovaly, před koncem měsíce ale opět vyletěly na další rekordní hodnoty. Akcie ČEZu tlačily vzhůru podle očekávání především pozitivní zprávy o růstu domácích velkoobchodních cen elektřiny v příštím roce a růstu objemu nkontrahované elektřiny. Jistý pozitivní vliv mohla sehrát i úleva trhu z toho, že ČEZ nepodal přemrštěnou nabídku na koupi Slovenských elektráren, jak šéf společnosti Martin Roman ještě před podáním nabídek naznačoval (v rozhovoru pro FT 23. srpna Roman řekl, že ČEZ normálně neplatí prémie za akvizice s výjimkou Slovenských elektráren, kde lze očekávat velké synergické efekty). Skutečnost, že ČEZ nakonec soutěž o Slovenské elektrárny prohrál byla pro akcie společnosti neutrální informací, přičemž pro některé investory to mohl být i signál ke koupi, protože tím odpadlo riziko drahého převzetí problematické společnosti.

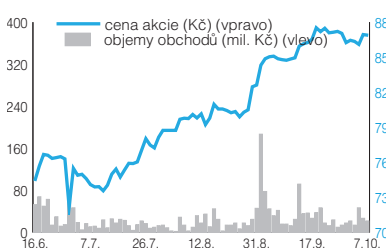
Index PX 50



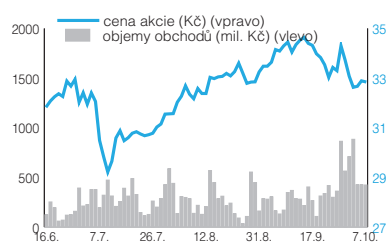
ERSTE BANK



UNIPETROL



ČESKÝ TELECOM



Dalšími růstovými tituly byly akcie Erste Bank a Unipetrolu. Akcie Erste Bank se po tříměsíční stagnaci ve druhé polovině září opět posunuly další historické rekordní hodnoty. Růstu na konci září pomohla i informace o ziskových cílech banky pro rok 2006. Akcie Unipetrolu podle očekávání pokračovala v růstovém trendu, který začal již v polovině července s tím, jak se zvyšovala pravděpodobnost, že polský PKN Orlen skutečně dokončí akvizici společnosti. Po vyřešení problému okolo České rafinérské na konci srpna je dokončení převzetí Unipetrolu již jen otázkou času. Akcie tak podle očekávání směřuje postupně k hranici 90 Kč, kde lze očekávat minimální cenu za odkup akcií menšinových akcionářů.

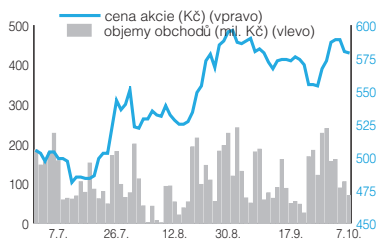
VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	30.9.	31.8.	1M	3M	12M	2004
PX 50	875.4	816.0	7.3%	10.3%	45.4%	32.8%
PX-D	2176.6	2029.3	7.3%	9.1%	46.6%	32.5%
Český Telecom	337.30	332.50	1.4%	5.6%	25.9%	15.8%
ČEZ	259.30	206.00	25.9%	40.5%	92.4%	78.0%
Erste Bank	1 063	1 009	5.4%	2.9%	54.4%	33.2%
Komerční banka	2 831	2 807	0.9%	(3.6%)	20.3%	17.1%
Philip Morris ČR	14 898	14 956	(0.4%)	(6.6%)	11.1%	(5.3%)
Unipetrol	86.25	82.62	4.4%	15.2%	37.3%	29.8%
Zentiva	573	596	(3.8%)	15.4%	--	18.2%

Stagnujícími tituly tentokrát byly akcie Českého Telecomu. Komerční banky a Philip Morris ČR. U Komerční banky se v posledních měsících neobjevují žádné významné fundamentální zprávy, akcie proto více méně stojí na svých současných cenách a investoři vyčkávají na třičtvrtletní výsledky. Zcela opačná je situace u Českého Telecomu. Velké množství spekulací, názorů a analýz týkajících se metody nadcházející privatizace Českého Telecomu zvyšují nejistotu investorů, kteří se hlavně obávají toho, že vláda nakonec přeci jenom dá zelenou prodeji akcií na burze, což by mohlo podle názoru mnoha analytiků srazit cenu akcií na pražské burze (viz např. ČTK 20.9.2004).

Jediným výrazněji ztrátovým titulem tak nakonec byly akcie Zentivy. Akcie Zentivy po dosažení maxima 596 Kč na konci srpna téměř po celé září oslabovaly. Na konci

Zentiva



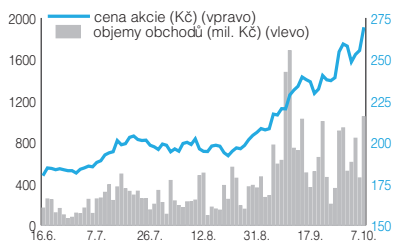
měsíce se ale oslabují trend přeci jenom otočil a akcie tak část ztrát do konce září umazala. Změně trendu mohla pomoci tisková konference 21. září, na které Zentiva nastínila příznivé prodeje na některých zahraničních trzích a naznačila možnosti další expanze. Právě akcie Zentivy by mohly ve světle nových informací a také díky pozitivním tříčtvrtletním výsledkům na konci října navázat na své růstové období během prázdnin a posunout cenu akcií nad 600 Kč.

Objemy obchodů v září překonaly objemy v posledních třech měsících, stále jsou ale nižší než objemy v letošních jarních měsících. Oproti předchozím měsícům ale prudce stouply objemy obchodů s akciemi ČEZ, které se rázem vyhouply do čela českých blue chips. Mírně se zvýšily i objemy obchodů s akciemi Českého Telecomu, naopak klesly obchody s akciemi Komerční banky. Za celý měsíc se zobchodovaly akcie za 37,7 mld. Kč. Denní průměr se zvýšil na 1,8 mld. Kč ze srpnových 1,5 mld. Kč.

	září 2004		srpen 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	14.6	38.7	6.4	19.1
Komerční banka	8.2	21.7	12.8	38.3
Český Telecom	6.8	18.0	5.8	17.2
Zentiva	2.5	6.7	2.1	6.3
Philip Morris ČR	2.5	6.7	3.4	10.0
Erste Bank	2.2	5.8	2.6	7.7
Unipetrol	0.8	2.2	0.4	1.2

ČEZ: stále atraktivní

ČEZ



Zahraniční expanze klíčem k budoucímu uspořádání energetického trhu ve střední a východní Evropě

Není vyloučeno, že ČEZ za pár let Slovenské elektrárny od Enelu odkoupí

ČEZ nekoupí Slovenské elektrárny, investorům to nevdí

S tím, jak se množí pozitivní analytické reporty na akcii ČEZ, výrazně roste i cena akcie. ČEZ je momentálně bezkonkurenčně nejoblíbenějším českým titulem, i když řada především domácích odborníků namítá, že je cena akcie již mírně předražena. Zahraniční investoři ale ČEZ stále kupují bez ohledu na to, že akcie v letošním roce (do 4.10.) zhodnotila již o více jak 70%. Růstu v posledních týdnech pomohly především informace o zvýšení domácích velkoobchodních cen elektřiny na příští rok spolu s růstem domácí poptávky po elektřině, což ztlačí výnosy z prodeje elektřiny v ČR v příštím roce. Především tento fakt spolu s růstem cen elektřiny na zahraničních trzích dělá z ČEZ atraktivní investiční příležitost, což se i odráží v příznivých analytických reportech, které hlavně na konci září byly důvodem pro další růst ceny akcie až nad psychologickou hranici 250 Kč.

Akcii pomáhají v růstu i mediálně stále dokola opakovaná strategie expanze na trzích ve střední a východní Evropě, kterou je ČEZ navíc schopen financovat z vlastního volného cash flow při současném nízkém zadlužení. Výhra v tendru na bulharské distribuční společnosti, optimismus managementu pokud jde o získání jedné z rumunských distribučních společností a plány na další akvizice v regionu dělají z ČEZ agresivního investora, který se tak stává silným regionálním hráčem. Přizpůsobování východoevropských zemí směrnicím EU pokud jde o elektroenergetický trh nutí lokální vlády k privatizacím energetických firem a vytvoření konkurenčního a liberálního trhu, což dává možnost silným zahraničním subjektům expandovat na tyto méně rozvinuté trhy. Po rozparcelování výroby a distribuce elektřiny v Balkánských zemích a ve střední Evropě nepochybně přijde období vyměňování nakoupených podílů s ostatními investory, což umožní regionálně pospojovat akvizice do větších celků a tím definovat sféry vlivu.

Toto se může týkat i Slovenských elektráren, kde ČEZ již zřejmě prohrál svoji bitvu s italskou společností Enel. Investoři jednoznačně ocenili fakt, že ČEZ neměl snahu tuto akvizici přeplatit, i když náznaky ze strany managementu tady byly. Koupě Slovenských elektráren je ale přeci jenom více rizikovou investicí, která by za jistých okolností mohla ČEZu přinést řadu potíží. Přeci jenom finančně silnější Enel bude lépe schopen vymanévrovat Slovenské elektrárny do podoby standardně prosperující společnosti, kterou bude možné po restrukturalizaci výhodně vyměnit např. za nějaká jiná aktiva např. v balkánském regionu. Propojení české a slovenské energetické soustavy má jistě smysl. Otázkou pouze zůstává, zdali z toho bude v budoucnu prosperovat ČEZ, Enel nebo jiný investor, který obě soustavy koupí a propojí. Do té doby budou Slovenské elektrárny nejspíš dál nakupovat elektřinu u ČEZ, protože je

Rýsuje se šance koupit jednoho ze dvou rumunských distributorů

ČEZ by také měl informovat o kauze SČE

Tříčtvrtletní výsledky mohou přinést pozitivní překvapení

velkoobchodně levnější (v roce 2005 asi o 6,5%), a to je asi nejpodstatnější.

Co přinese další měsíc? ČEZ nepochybně podá závaznou nabídku na koupi rumunských distribučních společností. Termín pro podání nabídek se již dvakrát posunul (naposledy na 18. října), není tedy jisté, zdali se za měsíc dočkáme nějakých konkrétních informací. ČEZ má ale podle našeho názoru velmi slušnou šanci jednu ze dvou nabízených společností koupit. Ceny by se podle našich kalkulací mohly pohybovat od 5 do 8 mld. Kč. Vítězství v tendru by mohlo akciím přidat dalších několik procent zisku, naopak prohra by byla pro trh zklamáním.

ČEZ by také měl trhu předat nějaké informace ohledně svého odvolání k Evropské komisi proti rozhodnutí českého antimonopolního úřadu prodat do jisté doby většinou podíl v SČE. Management ČEZu je velmi pozitivní pokud jde o možnost zvrácení předchozího rozhodnutí ÚOHS. Mediálně pozitivně laděná informace by mohla akcií pomoci k dalšímu růstu.

Na konci října ČEZ zveřejní výsledky za 3Q, které budou pozitivně ovlivněny prodejem 34% akcií PRE (hrubý zisk 1 mld. Kč) a 34% akcií ČEPS. Hrubý zisk z prodeje ČEPS ve výši 5,7 mld. Kč ovlivní pouze nekonsolidované výsledky podle českých účetních předpisů, ty ale ČEZ stejně zveřejňuje jako první. Všechny tři výše jmenované faktory jsou pro akcie ČEZ pozitivní. Na druhou stranu prudký růst ceny akcie v minulém měsíci zasluhuje jistou korekci. Akcie se na konci září dostala až maximum 259 Kč, přičemž v prvních říjnových dnech byly znát jisté (i když poněkud slabší) tendence k oslabování. Domníváme se, že momentálně neexistují negativní zprávy týkající se ČEZ (snad s výjimkou poruch v JE Temelín), akcie tudíž kromě vybírání zisků nemá žádnou motivaci k poklesu. Samozřejmě že nelze vyloučit silný prodejní pokyn od zahraničního investora, který by mohl cenu stlačit dolů. S vyloučením tohoto vlivu se ale domníváme, že akcie může být na konci října přeci jenom ještě výše než je na konci září. Pokud by přeci jenom přišlo vybírání zisků, investorům lze doporučit poklesu využít k doplňování do portfolií. Poslední říjnový den mohou cenu akcie rozkývat zveřejněné výsledky za tři čtvrtletí, to ale pouze za předpokladu, že budou zveřejněné během obchodování. Pokud ale ČEZ naplánuje tiskovou konferenci až na počátek listopadu, zveřejní výsledky poslední říjnový den až po zavření obchodování, což říjnový kurz neovlivní.

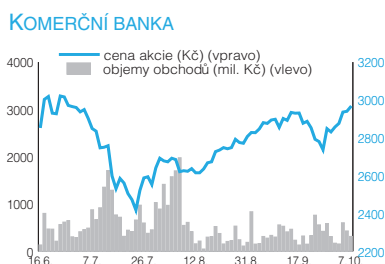
Komerční banka: Investoři čekají na výsledky za 1-3Q/2004

Akcie Komerční banky bude během října ovlivněna spekulacemi ohledně nadcházejících výsledků za letošních devět měsíců, které budou zveřejněny 27. října. Investoři se mohou domnívat, že nedávná dvojnásobné zvýšení úrokových sazeb v ČR celkem o 50bp by mohlo pomoci zlepšit provozní výnosy banky. Podle našich propočtů lepší zvýšení sazeb o 25bp čistě úrokové příjmy o 50 mil. Kč za čtvrtletí (pokud vezmeme do úvahy objem peněz na mezibankovním trhu, objem půjček a depozit).

Konsensus trhu na výsledky za 1-3Q není v době psaní tohoto textu ještě znám. Předpokládáme ale, že akcie může prudce reagovat, pokud budou provozní výsledky výrazně lepší či horší, než se bude očekávat. Podle našeho názoru provozní výnosy vzrostou za devět měsíců o 2% podobně jako v pololetí. Na rozdíl od roku 2003 ale provozní náklady v letošním roce neklesají kvůli zvýšení DPH na některé služby (což bance prodražuje nákup těchto služeb) a také kvůli vyšším odvodům do Fondu pojištění vkladů. Protože nečekáme, že by stagující či jen mírně rostoucí výnosy mohly zcela kompenzovat vyšší provozní náklady, existuje riziko, že provozní zisk bude stagnovat či dokonce meziročně mírně poklesne. Dalším rizikem je možnost zvýšené tvorby opravných položek, které by v součtu se stagujícími provozními zisky mohly snížit čistý zisk pod úroveň z loňského roku, kdy banka naopak opravné položky a rezervy rozpouštěla. Samozřejmě, že k růstu zisku mohou přispět i zisky z mimořádných operací, příp. i úprava výsledků v minulém roce (což nelze vyloučit, protože čistý zisk ze změn hodnoty investičních cenných papírů se neúčtuje ve výsledovce, ale přímo v bilanci jako změna vlastního kapitálu).

Očekáváme, že akcie Komerční banky bude v říjnu nejspíš stagnovat. Hlavně ve druhé polovině měsíce bude kurz akcie odrážet očekávání na výsledky za první tři čtvrtletí. I přesto, že pololetní zisk byl lepší než se čekalo, provozní výsledky neukázaly dostatečný růst výnosů a byly tak pro trh zklamáním. Domníváme se, že tento scénář se může opakovat i ve třetím čtvrtletí. Pokud by ale banka skutečně ukázala zlepšení v provozní výkonnosti, jsme přesvědčeni, že kurz akcie bude reagovat silně pozitivně.

Tříčtvrtletní výsledky klíčem pro další vývoj ceny akcií



V říjnu čekáme stagnaci. Po zveřejnění čísel 27. října ale může být vše jinak.

Přehled zpráv z akciového trhu

Český Telecom

Vláda oslovila 30 potenciálních zájemců o Český Telecom

Vláda oslovila 30 strategických a finančních investorů, většinou zahraničních, kteří by mohli mít zájem o privatizaci Českého Telecomu. Anonymní zdroj řekl ČTK, že prozatím byla odezva velmi dobrá. Vláda měla jednat o metodě privatizace v říjnu, ale materiál připravovaný poradci a FNM ještě není hotov, řekl místopředseda FNM Pavel Kuta. Vláda tak dokument dostane až ve druhé polovině listopadu. (Zdroj: ČTK 4.10.2004)

Vláda sestavila řídicí komisi pro privatizaci Telecomu

V komisi zasednou tři zástupci ministerstva financí, jeden zástupce ministerstva informatiky, jeden zástupce ministerstva dopravy, jeden zástupce ministerstva vnitra, dva zástupci FNM a jeden zástupce úřadu vlády. Komise spolu s privatizačním poradcem navrhne vládě způsob prodeje státního 51% podílu. (Zdroj: ČTK, 8.9.2004)

Ministerstvo informatiky: Telecom by mohl mít vlastníka v březnu 2005

Ministr informatiky Vladimír Mlynář řekl, že nového vlastníka státního 51% podílu v Českém Telecomu by mohla vláda vybrat v březnu. Mlynář dodal, že vláda podporuje variantu prodeje celého balíku státního 51% podílu a to strategickému partnerovi nebo konsorciu, jehož účastníkem bude strategický partner. Mlynář také zopakoval, že cena by měla být jediným kritériem soutěže. Ministr uvedl, že ví o zájmu dánské TDC a několika investičních fondů, které se o prodej zajímaly již v minulosti a nyní tento postoj potvrzují. Podle informací ČTK jsou mezi dalšími potenciálními uchazeči například světová mobilní jednička Vodafone, konkurenční Orange, finanční skupina PPF či společnosti Swisscom. (Zdroj: ČTK 14.9.2004)

Premiér Gross preferuje prodej Telecomu na burze

Premiér Stanislav Gross by dal přednost prodeji státního 51% balíku akcií Českého Telecomu na kapitálových trzích, protože by tak odpadly tlaky různých lobbystických skupin, které nepochybně budou najímány různými renomovanými firmami. Gross to řekl v rozhovoru s rozhlasovou stanicí BBC. Gross uvedl, že by rád znal odpověď na otázku, zdali by prodej na burze snížil výnos z transakce. Pokud ano, přiklonil by se podle svých slov k variantě prodeje jednomu investovi. (Zdroj: Reuters, 15.9.2004)

Vicepremiér Jahn by dal přednost privatizaci Telecomu přes burzu

Místopředseda vlády pro ekonomiku Martin Jahn Martin uvedl v rozhovoru pro Reuters, že by dal přednost prodeji 51% akcií Českého Telecomu na akciových trzích než jednomu investovi. Podle Jahna je kapitálový trh transparentnější a prodej akcií je na něm jednodušší. Konečné slovo ale bude mít vláda. (Zdroj: Reuters 27.9.2004)

Deutsche Telekom se nebude účastnit privatizace Českého Telecomu

Včerejší německý deník Die Welt citoval finančního ředitele Deutsche Telekom Karla-Gerharda Eicka, který řekl, že německý operátor se nebude účastnit privatizace Českého Telecomu. Důvodem je skutečnost, že DT již v ČR vlastní většinový podíl v mobilním operátorovi T-Mobile CR. Eick řekl, že firma monitoruje privatizační procesy ve střední Evropě, zájem ale projeví pouze v těch případech, kde to dává smysl z ekonomického a strategického hlediska. (Zdroj: Reuters 4.10.2004)

Český Telecom začne příští rok s prodejem nemovitostí

Mluvčí firmy Vladan Crha uvedl, že společnost letos dokončí analýzy a podklady a v příštím roce zahájí prodej některých nemovitostí v účetní hodnotě 10 mld. Kč. Podle Crhy firma zatím s nikým nejedná, investoři ale mají velký zájem o zaslání základních informací. S prodejem bude radit J.P.Morgan. Český Telecom také připravil projekt, podle kterého se zaměstnanci zkoncentrují do sedmi lokalit v Praze a šesti největších městech, což by mělo snížit náklady na údržbu nemovitostí, zvýšit efektivitu práce a zlepšit komunikaci uvnitř firmy. Firma rovněž uvažuje o výstavbě nového administrativního sídla v Praze, které by nahradilo budovy současného generálního ředitelství na Žižkově. (Zdroj: ČTK 21.9.2004)

Eurotel se stal členem Starmap Mobile Alliance

Eurotel se stal členem has mezinárodní aliance mobilních operátorů Starmap Mobile Alliance. Alliance sdružuje 11 mobilních operátorů, které mají celkem 53 mil. zákazníků. Eurotel bude s ostatními operátory spolupracovat při roamingu, strategických nákupech mobilních telefonů nebo prodejních a marketingových aktivitách, což může snížit náklady zlepšit služby. Ve Starmap Mobile Alliance jsou vedle Eurotelu španělská Amena, operátor O2, který působí v Německu, Velké Británii a Irsku, rakouský One, maďarský Pannon GSM, dánský Sonofon, sunrise ze Švýcarska, norský Telenor

Mobil a italský Wind.

ČEZ

Ministerstvo průmyslu: V příštích 3 až 5 letech se ČEZ nebude privatizovat

Náměstek ministra průmyslu Martin Pecina řekl, že v příštích 3 až 5 letech by stát neměl prodávat svůj většinový podíl ve společnosti ČEZ. Podle Peciny by také stát neměl ČEZ prodávat, dokud nebude v Evropské unii plně liberalizován trh s elektřinou.

Iberdrola chce koupit od státu 16% akcií ČEZ

Iberdrola má zájem koupit od státu 16% akcií ČEZ, uvedl týdeník Euro. Firma údajně nabízí okolo 30 mld. Kč, tj. 317 Kč na akcii. Mluvčí ministerstva financí Marek Zeman uvedl, že o nabídce neví.

ČEZ zvýší velkoobchodní ceny elektřiny v příštím roce o 11%

ČEZ oznámil, že díky silné poptávce ze strany autorizovaných zákazníků (distribučních společností, obchodníků a velkých odběratelů) ČEZ mohl zmírnit zvýšení velkoobchodních cen elektřiny z původně navrhovaných 14% na v průměru 11%. ČEZ uvedl, že zákazníci objednali větší objem elektřiny než odeberou v letošním roce, což umožnilo lépe rozložit fixní náklady a tím i snížit ceny. ČEZ také připomněl, že v okolních zemích porostou ceny elektřiny mnohem silněji: o 25% v Maďarsku, v Německu o 21% a např. v Polsku o 15%.

Rusko doporučí Enel jako vítěze soutěže na koupi Slovenských elektráren

Slovenský ministr hospodářství Pavol Rusko uvedl na tiskové konferenci 1. října, že vládě doporučí za vítěze soutěže na koupi 66% Slovenských elektráren italskou společnost Enel, která nabídla nejvyšší cenu – 840 mil. eur. ČEZ se svojí nabídkou 690 mil. eur skončil podle hodnocení privatizační komise na druhém místě. Ministr Rusko potvrdil, že ČEZ podal v soutěži také druhou nabídku s cenou mírně přesahující jednu miliardu eur. Tato nabídka ale stanovila podmínky, které privatizační poradce nemohl akceptovat, a proto tato nabídka nebyla vůbec hodnocena. Slovenská vláda by se prodejem Slovenských elektráren mohla zabývat již na svém pravidelném zasedání ve středu 6. října. Transakce by měla být dokončena do poloviny příštího roku.

ČEZ podá závaznou nabídku na rumunské distribuční společnosti

Podle rumunského tisku ČEZ potvrdil, že podá závaznou nabídku na koupi dvou rumunských distribučních společností Electrica Oltenia a Electrica Moldova. Nabídky mají být předloženy do 6. říj-

na. Rumunsko prodává 24,62% podíly v obou společnostech, přičemž investor následně vložením kapitálu podíly zvýší na 51%. ČEZ také uvedl, že má zájem o investice do rumunských elektráren. Předběžné nabídky kromě ČEZ podaly také americká společnost AES Corp., německá E.ON, španělská Union Fenosa a řecká Public Power.

Stát zaplatí ČEZu 7,1 mld. Kč za prodej 34% podílu v ČEPS

Stát zaplatí uvedenou částku v pěti splátkách v letech 2005 až 2009.

ČEZ by mohl investovat na Kypru

Po jednání českého ministra průmyslu Milana Urbana s kyperským ministrem průmyslu Yiorgosem Lillikasem, které se týkalo liberalizace energetického trhu vyjádřil kyperský ministr názor, že by se české energetické firmy (např. ČEZ) mohly podílet na privatizaci kyperských výroben a rozvodných sítí. ČEZ neposkytl k této zprávě žádný komentář.

Škoda Praha zmodernizuje bulharskou uhelnou elektrárnu

Škoda Praha, dceřiná společnost holdingu ČEZ, podepsala zakázku na modernizaci Bulharské uhelné elektrárny Ruse za 600 mil. Kč. Třetí blok elektrárny stavěla právě Škoda Praha na přelomu šedesátých a sedmdesátých let. Práce začnou v říjnu a budou trvat 2 roky. Škoda Praha očekává, že příští rok Bulharsko vypíše tendr i na rekonstrukci čtvrtého bloku elektrárny, který firma rovněž postavila. Bulharsko by navíc mělo vyhlásit soutěž i na modernizaci čtvrtého bloku, který postavila rovněž Škoda Praha. ČEZ, který v červenci vyhrál soutěž na koupi tří bulharských distribučních společností, má navíc zájem koupit některé bulharské uhelné elektrárny včetně právě elektrárny Ruse.

Reaktor 1.bloku JE Temelín odpojen od sítě

ČEZ 20.zářím odpojil reaktor 1.bloku JE Temelín od sítě kvůli poruše v chladicím systému, konkrétně netěsnosti mezi okruhy chlazení generátoru v nejaderné části elektrárny. Mluvčí elektrárny uvedl, že oprava může trvat až týden. Za poslední měsíc jde již o čtvrtou poruchu v Temelíně.

Horní Rakousko zažalovalo ČEZ kvůli Temelínu

Horní Rakousko zažalovalo ČEZ u Evropského soudu v Luxemburgu kvůli jaderné elektrárně Temelín s cílem dosáhnout uzavření elektrárny. V předložených dokumentech rakouský stát dokazuje, že elektrárna není bezpečná. ČEZ zprávu nijak nekomentoval. Informaci včera zveřejnila agentura Bloomberg.

Unipetrol

PKN by měl do konce října předložit EK požadované dokumenty o koupi Unipetrolu

PKN Orlen zřejmě do konce října předá Evropské komisi požadované dokumenty ke koupi Unipetrolu, řekl mluvčí PKN Joe Cook. Tento proces se oficiálně nazývá notifikace. Evropská komise bude mít následně 30 dnů na rozhodnutí o tom, zdali akvizice Unipetrolu neporušuje pravidla hospodářské soutěže. Rozhodnutí EK lze prodloužit o další 2 týdny v případě menších nesrovnalostí, příp. až o 4 měsíce v případě větších rozporů. PKN a EK již delší dobu jednají právě o tom, jaké typy podkladů bude pro své rozhodnutí EK potřebovat, aby celý proces rozhodování měl hladký průběh.

Komerční banka

Evropské banky míří na český trh

Podle člena bankovní rady ČNB P. Racochoy 38 evropských bank, zejména britských, oznámilo záměr nabízet na českém trhu své služby. Po připojení k EU platí nová pravidla, podle kterých jakákoli banka ze zemí unie může v tuzemsku poskytovat služby, aniž by musela projít licenčním řízením ČNB. Většina z nich chce poskytovat služby, aniž by si v tuzemsku otevřely pobočku, uvedl Racochoy, a dodal, že naopak další banky, které chtějí mít pobočky, se do země moc nehrnou. Většina ústavů bude podle něj v tuzemsku nabízet investiční služby, spíše než poskytovat úvěry či vybírat vklady. Nové banky, které chtějí mít v Česku své pobočky, jsou zatím jen dvě a podle Racochoy jich ani nebude významně přibývat.

Komerční banka čelí žalobě na celkem 18 mld. Kč

Zvonko Stojevic z Chorvatska, partner rakouského podnikatele Baraka Alona, který v devadesátých letech připravil banku o 8 mld. Kč fingovanými obchody s pšenicí a ocelí, žaluje Komerční banku o 18 mld. Kč. Uvedl to v dnešním vydání časopis Týden. Žalobu začíná projednávat vídeňský obchodní soud. Stojevic uvádí, že mu vznikla škoda 573 mil. eur, když Komerční banka vymáhala zpět peníze, které Stojevic společně s Alonem z ústavu odčerpali na fiktivní obchody. Mluvčí banky Marie Petrovová uvedla, že žaloba je účelová a Stojevic jí zamýšlí použít při své obhajobě v rámci trestního stíhání v Rakousku, kde čelí obvinění ze spáchání podvodu vůči bance.

Erste Bank

Erste Bank stanovila cíl zisku pro rok 2006 na 720 - 750 mil. eur

Erste Bank očekává, že v roce 2006 bude mít konsolidovaný zisk 720-750 mil. eur, tj. 2,98 – 3,11 eur /akcii. Z toho vyplývá cílová hodnota návratnosti kapitálu ve výši minimálně 18 % a poměr nákladů k výnosům ve výši maximálně 61 %. Banka uvedla, že hlavními faktory jsou pokračující růst ve střední Evropě, zlepšení produktivity v Rakousku a pozitivní synergické efekty ve skupině. Česká spořitelna bude v následujících letech vykazovat návratnost kapitálu v hodnotě více než 20%, Erste Bank Ma arsko více než 25 %, ve Slovenské sporite ni bude návratnost kapitálu 20 % a v Erste Bank Chorvatsko 18 až 20 %. Management Erste Bank rovněž věří, že připravované synergické projekty v rámci skupiny přinesou dlouhodobé úspory nákladů a zlepšení efektivity, což se začne pozitivně projevovat v roce 2006. Tato doposud připravovaná opatření předpokládají do roku 2008 celkové pozitivní efekty v rozmezí ve výši 140-155 mil. eur.

Zentiva

Zentiva očekává, že tržby letos překročí 10 mld. Kč

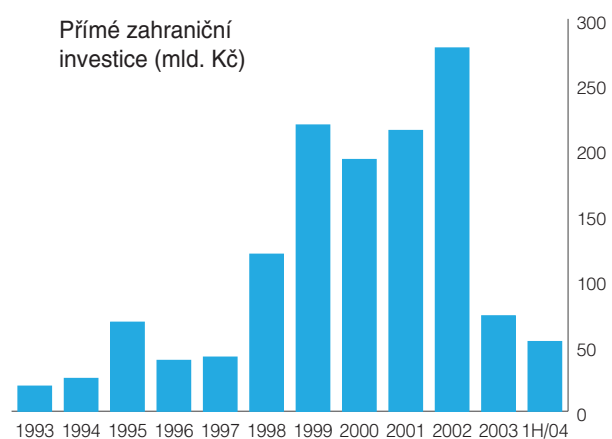
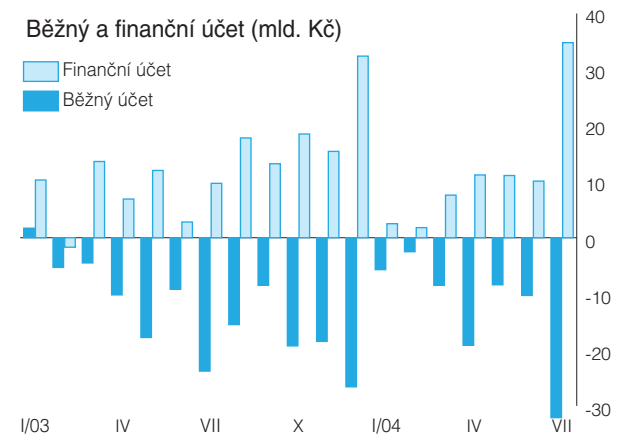
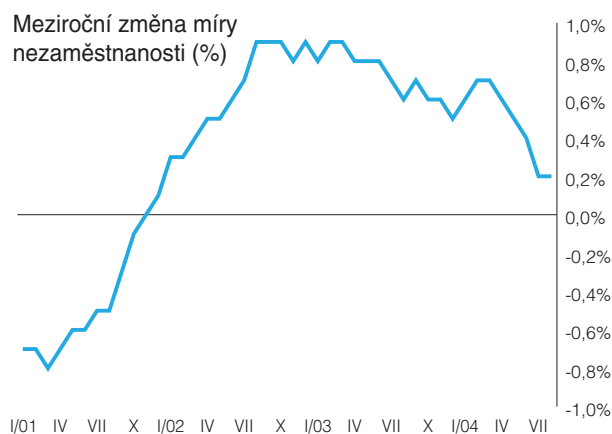
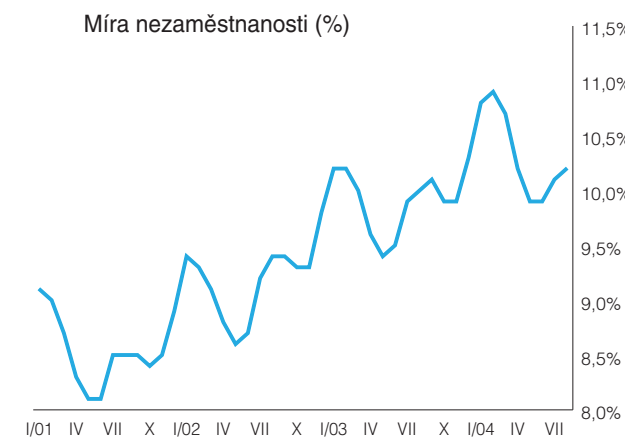
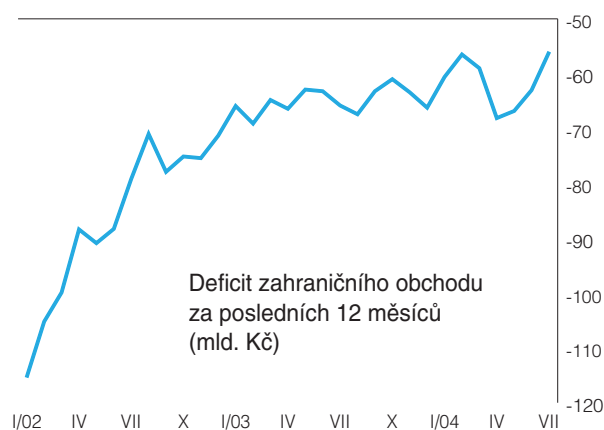
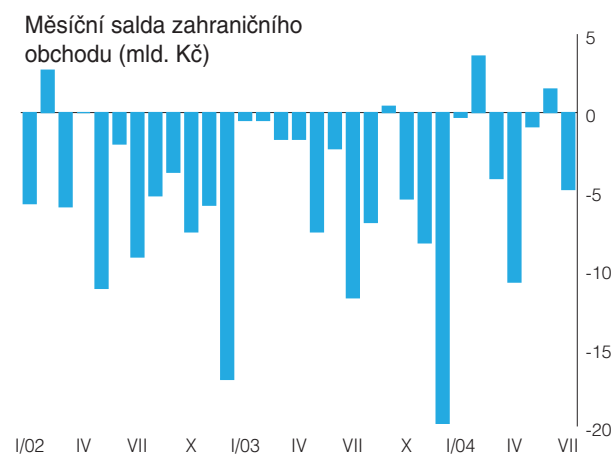
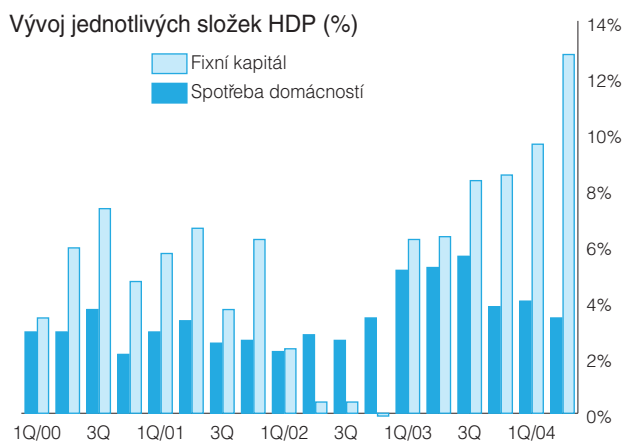
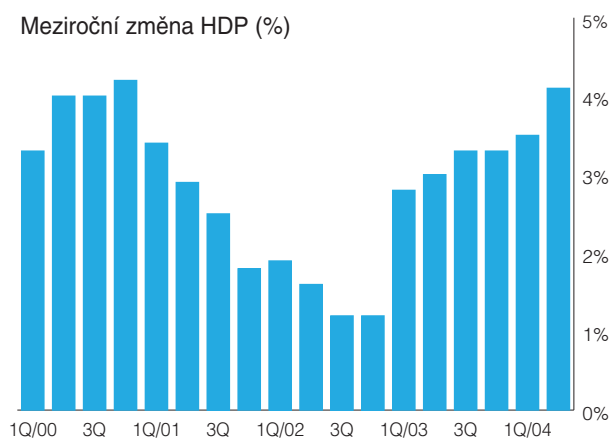
Na tiskové konferenci firma zopakovala, že čeká letos tržby nad 10 mld. Kč. Zatímco tržby na Slovensku stagnují, díky celkovému poklesu trhu se podíl Zentivy zvyšuje. Slovenská reforma zdravotnictví má ale pozitivní dopad na typy prodávaných léků, protože podporuje polsku generika s vyšší marží. Tržby v Polsku a v Baltických státech se letos naopak vyvíjejí příznivě a zatím překonávají očekávání. Firma je navíc velmi spokojena s platební morálkou v Baltických zemích, která je lepší než v ČR nebo na Slovensku. Zástupce Zentivy Petr Polievka dále uvedl, že firma se chystá posílit svoji pozici na trzích v Polsku, Rusku a Pobaltí, kde se čeká dvojciferný růst trhu díky expanzi volně prodejných léků, růstu HDP a stárnutí obyvatelstva. Polievka sdělil, že firma momentálně vyhodnocuje možné akviziční cíle na tamních trzích.

Philip Morris CR

Vláda odložila jednání o zvýšení spotřební daně na cigarety o dva týdny

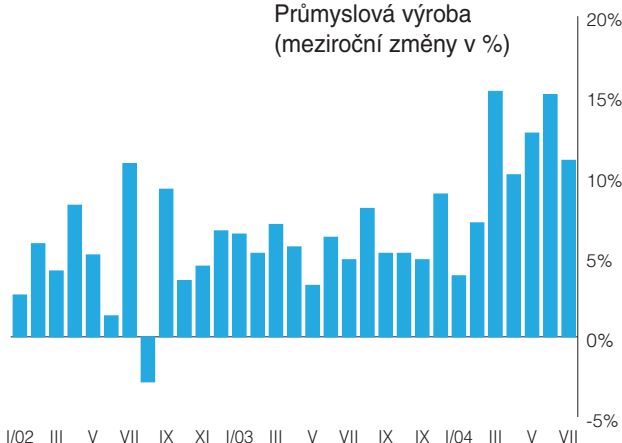
Vláda o dva týdny odložila diskusi o zvýšení spotřební daně u cigaret v příštích několika letech. Očekávalo se, že vláda projedná návrh, který by dále zvýšil spotřební daň v letech 2005 a 2006.

PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

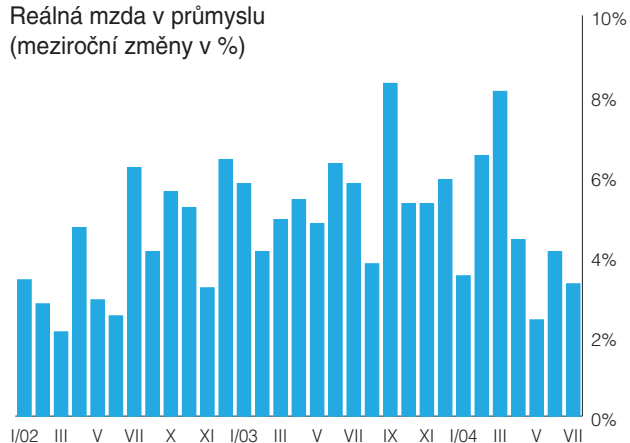


PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

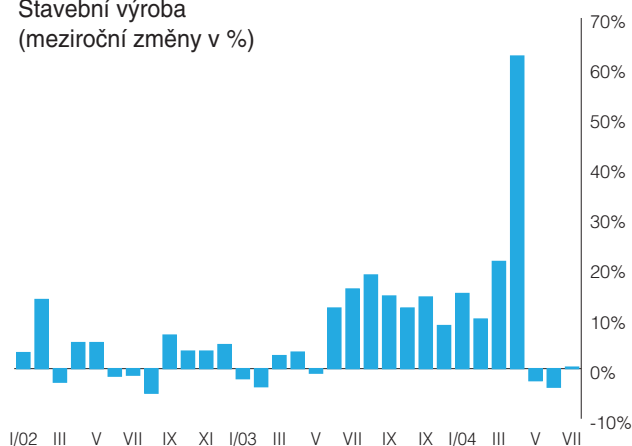
Průmyslová výroba
(meziroční změny v %)



Reálná mzda v průmyslu
(meziroční změny v %)



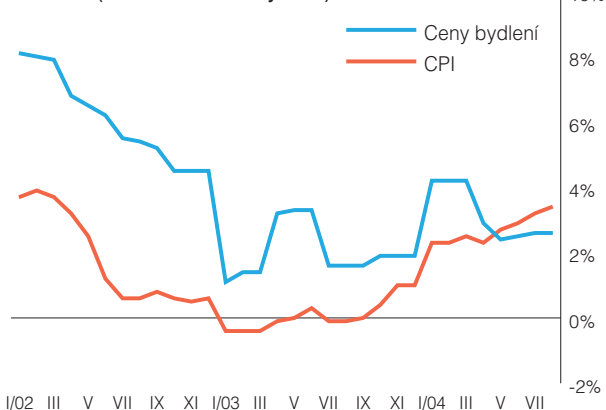
Stavební výroba
(meziroční změny v %)



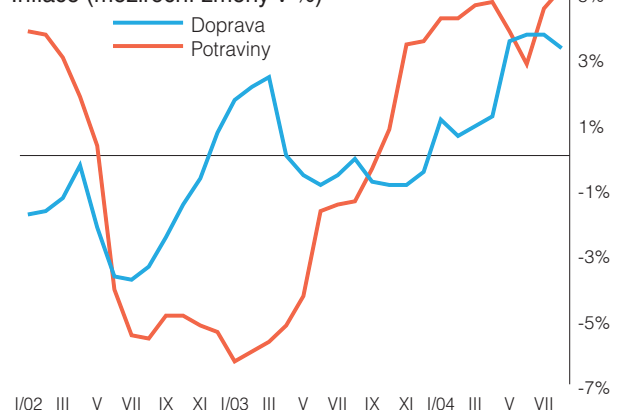
Reálná mzda ve stavebnictví
(meziroční změny v %)



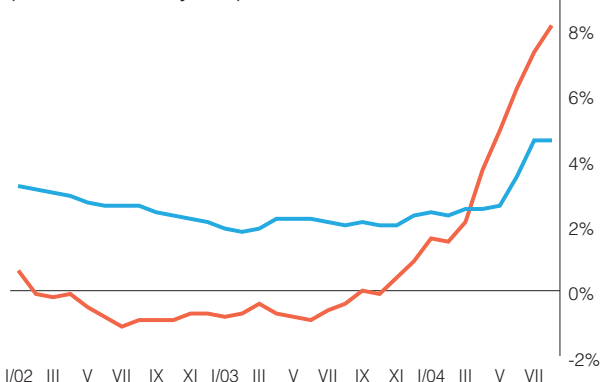
Inflace (meziroční změny v %)



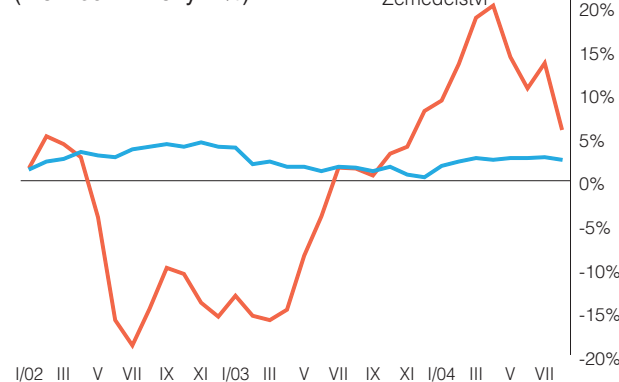
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny (meziroční změny v %)

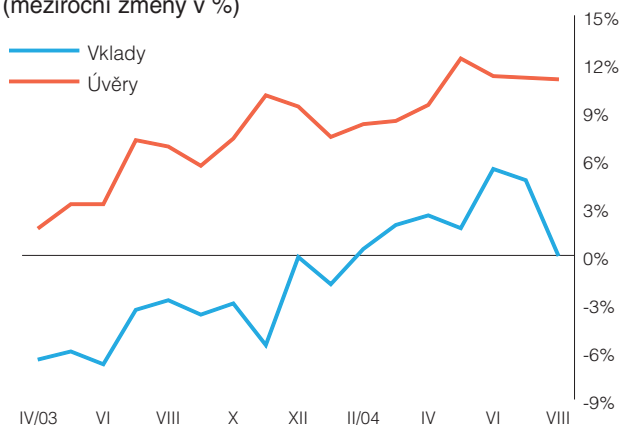


Výrobní ceny (meziroční změny v %)

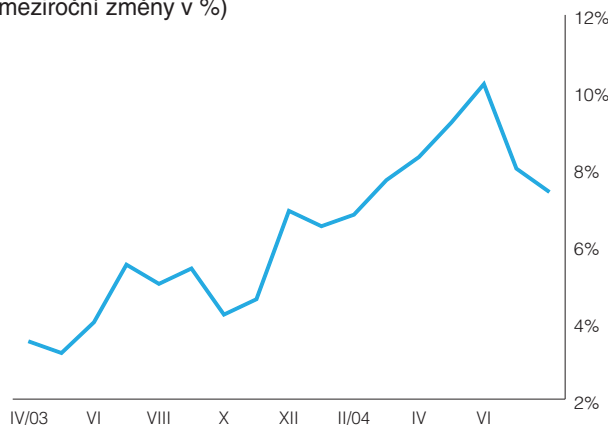


PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

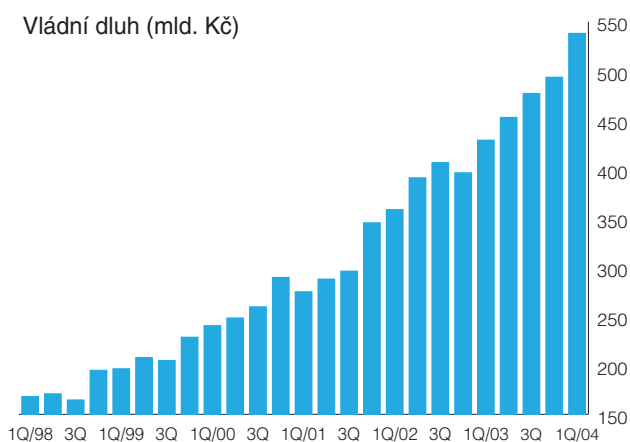
Úvěry a vklady
(meziroční změny v %)



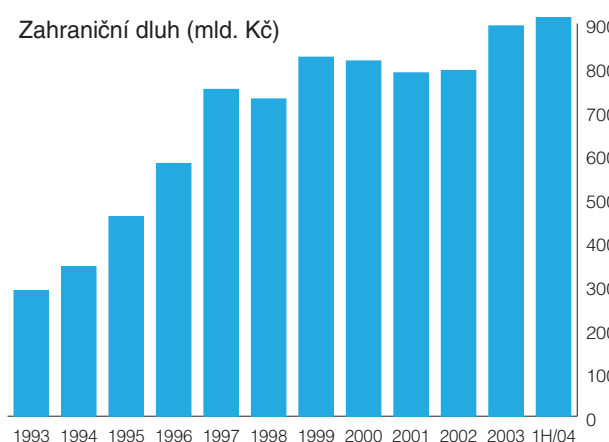
Peněžní zásoba M2
(meziroční změny v %)



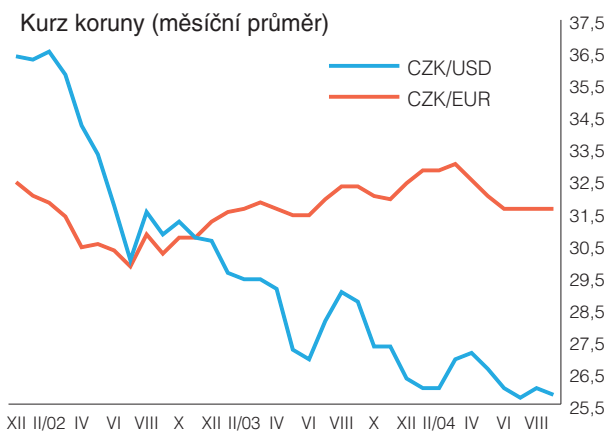
Vládní dluh (mld. Kč)



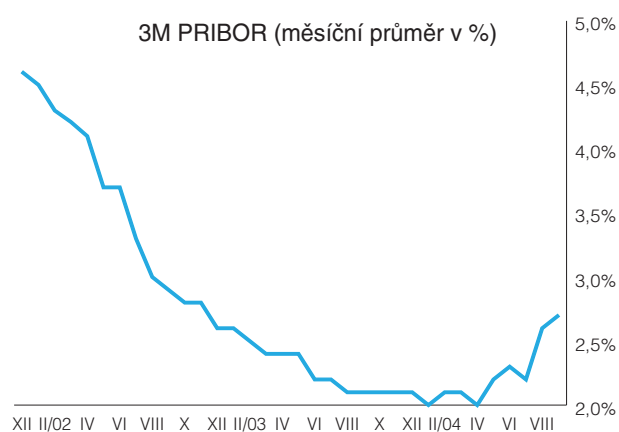
Zahraniční dluh (mld. Kč)



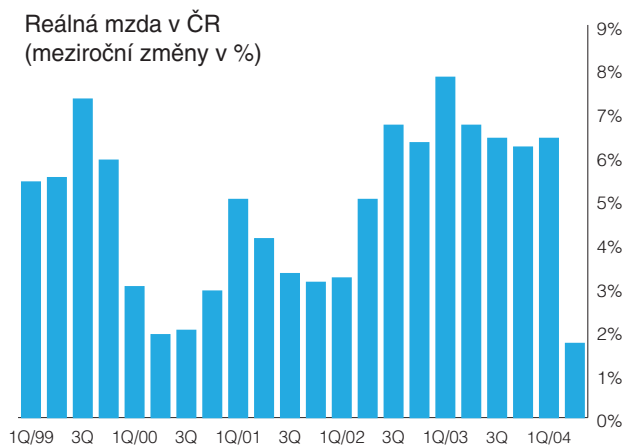
Kurz koruny (měsíční průměr)



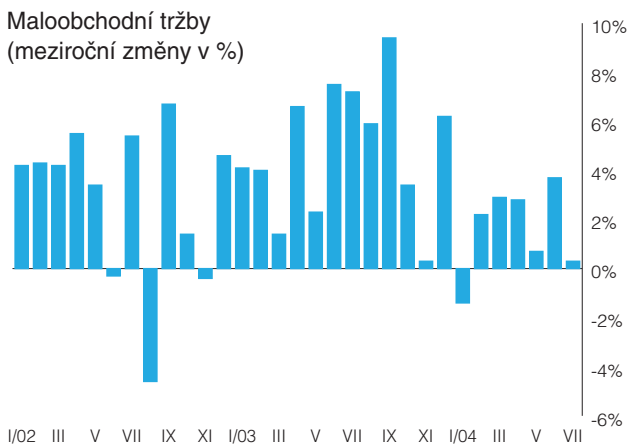
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby
(meziroční změny v %)



MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	2.6	1.5	3.1	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.3	4.9	3.5	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	3.4	7.4	5.5	4.0	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	7.0	7.5	7.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.0	3.5	4.5	4.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.5	4.8	5.8	5.5	5.0	4.0
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	4.1	0.6	1.0	3.4	3.0	2.8
Nezaměstnanost	(%)	8.9	9.8	10.3	10.0	9.0	8.5
Zaměstnanost	(průměrný roční index)	100.4	101.3	98.1	99.0	100.5	101.0
Vývoz	(mld. USD)	33.4	38.5	48.7	60.9	73.1	91.4
Dovoz	(mld. USD)	36.4	40.7	51.3	63.4	75.1	93.0
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.0	-3.0	-2.7	-2.4	-1.9	-1.4
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.8	38.0	41.0	46.2	49.2
Běžný účet	(% z HDP)	-5.4	-5.6	-6.2	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-2.9	-1.9	-4.2	-4.9	-3.7	-3.3
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.3	-0.5	-5.4	-5.8	-3.3	-5.1
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-4.8	-6.4	-5.4	-6.5	-5.5	-5.1
Repo sazba	(%)	4.75	2.75	2.00	2.50	3.25	3.75
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	5.1	3.5	2.2	2.4	3.2	3.9
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	6.4	4.9	4.2	5.1	5.5	5.8
Peněžní zásoba M2	(mez. růst v % roční prům.)	12.1	6.7	7.0	6.0	8.0	7.0
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	26.5	26.7	25.8
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	27.1	26.4	25.9
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	32.3	31.5	30.5
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	32.0	31.1	30.6

Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		0,3%		2,0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(červenec)	11,0%	(srpen)	12,0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		4,8%		5,0%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-5,5		--
	(mil. USD)		-210		--
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,0%		-0,5%
	(meziroční růst v %)	(srpen)	3,4%	(září)	3,4%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,9%		0,7%
	(meziroční růst v %)		8,1%		8,4%
Nezaměstnanost (ILO)	(%)		9,3%		9,3%
CZK / EUR		30,9.	31,60	30,9.	31,70

Zdroj: Česká spořitelna

Střední Evropa

HDP (%)	2002	2003	2004e	2005e	CPI (%)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	1,5%	3,1%	3,8%	4,5%	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%	3,8%	3,4%
Slovensko	4,4%	4,2%	4,8%	5,2%	Slovensko	3,4%	9,3%	6,6%	3,5%
Běžný účet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e	3M úrokové sazby	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	-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%	-1,9%	-1,7%	-2,5%	Polsko	5,6	6,6	7,0	7,3
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
Česká republika					
CPI (meziměsíčně)	9/2004	8. 10.	9:00	-0.5%	0.0%
Nezaměstnanost	9/2004	8. 10.	9:00		10.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2004	12. 10.	9:00	13.0%	11.0%
Běžný účet	8/2004	13. 10.	9:00	-19,0 mld. Kč	-32,1 mld. Kč
PPI (meziměsíčně)	8/2004	14. 10.	9:00	0.5%	0.9%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2004	18. 10.	9:00	3.0%	0.3%
Zasedání ČNB		27. 10.		2,75%	2,50%
Polsko					
Peněžní zásoba - M3	9/2004	14. 10.	16:00		1.0%
CPI (meziměsíčně)	9/2004	14. 10.	16:00		-0.4%
PPI (meziměsíčně)	9/2004	19. 10.	16:00		0.4%
Průmyslová výroba (meziročně)	9/2004	19. 10.	16:00		13.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	9/2004	21. 10.	10:00		9,6%
Nezaměstnanost	9/2004	21. 10.	10:00		19.1%
Zasedání NBP		27. 10.			6.50%
Běžný účet	8/2004	29. 10.	16:00		154 mil. eur
Maďarsko					
Obchodní bilance	8/2004	8. 10.	9:00	-376 mil. eur	-360,0 mil. eur
CPI (meziměsíčně)	9/2004	12. 10.	9:00	0.4%	-0.3%
Průmyslová výroba (meziročně)	8/2004	15. 10.	9:00		7,6%
Zasedání centralní banky	10/2004	18. 10.	14:00		11.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	8/2004	22. 10.	9:00		7,2%
PPI (meziročně)	9/2004	2. 11.	9:00		2.6%
EU					
GE: běžný účet	8/2004	8. 10.	8:00	3,5 mld. eur	3,1 mld. eur
GE: obchodní bilance	8/2004	8. 10.	8:00	12,0 mld. eur	13,5 mld. eur
GE: průmyslová produkce (meziročně)	8/2004	8. 10.	12:00	3.9%	2,0%
EMU: HDP (meziročně)	2Q/2004	14. 10.	11:00		1.3%
EMU: CPI (meziměsíčně)	9/2004	18. 10.	11:00		0.2%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	8/2004	19. 10.	11:00		2.4%
EMU: obchodní bilance	8/2004	19. 10.	11:00		12,6 mld. eur
GE: IFO	10/2004	25. 10.	10:00		
EMU: běžný účet	8/2004	26. 10.	10:00		3,1 mld. eur
EMU: M3 (meziročně)	9/2004	28. 10.	10:00		5,5%
GE: PMI - výrobní	10/2004	1. 11.	9:55		
GE: nezaměstnanost	10/2004	3. 11.	9:55		
EMU: PPI (meziročně)	9/2004	4. 11.	11:00		
EMU: zasedání ECB	11/2004	4. 11.	13:45		
USA					
Nezaměstnanost	9/2004	8. 10.	14:30	5.4%	5.4%
Obchodní bilance	8/2004	14. 10.	14:30	-51,3 mld. USD	-50,1 mld. USD
PPI (meziměsíčně)	9/2004	15. 10.	14:30	0.1%	-0.1%
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	9/2004	15. 10.	14:30	0.5%	-0.3%
Zásoby	8/2004	15. 10.	14:30	0.6%	0.9%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	9/2004	15. 10.	15:15	0.4%	0.1%
Využití průmyslových kapacit	9/2004	15. 10.	15:15	77.5%	77.3%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	10/2004	15. 10.	15:50	95.2	94.2
CPI (meziměsíčně)	9/2004	19. 10.	14:30		0.1%
Předstihové indikátory	9/2004	21. 10.	16:00		-0.3%
Philadelphia Fed	10/2004	21. 10.	18:00		13.4
Spotřebitelská důvěra	10/2004	26. 10.	16:00		96.8
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	9/2004	27. 10.	14:30		-0.5%
Běžová kniha		27. 10.	20:00		
HDP (meziročně)	3Q/2004	29. 10.	14:30	4.1%	3.3%
Chicagský PMI	10/2004	29. 10.	16:00		61.3
Osobní příjmy (meziměsíčně)	9/2004	1. 11.	14:30		0.4%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	9/2004	1. 11.	14:30		0.0%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	10/2004	1. 11.	16:00		55.8

KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
Říjen		
18.10.	ČEZ	Konečný termín pro podání závazných nabídek na koupi dvou rumunských distribučních společností
20.10.	Český Telecom	Výplata dividendy 17 Kč / akcii
26.10.	Česká spořitelna	Nekonsolidované výsledky podle českých účetních standardů za 1-3Q/2004
26.10.	Unipetrol	Nekonsolidované výsledky podle českých účetních standardů za 1-3Q/2004
27.10.	Komerční banka	Konsolidované / nekonsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
27.10.	Český Telecom	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
konec měsíce	ČEZ	Nekonsolidované výsledky podle českých účetních standardů za 1-3Q/2004
konec měsíce	Zentiva	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
Listopad		
9.11.	Unipetrol	Konsolidované výsledky podle českých účetních standardů za 1-3Q/2004
12.11.	Česká spořitelna	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
12.11.	Erste Bank	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004

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 záůjční úroková sazba v ČR
M2	Peněžní agregát obsahující vklady na viděnou a krátkodobá depozita
Repo sazba	Dvoutýdenní repo sazba - hlavní měnově politická sazba, kterou ČNB vyhlašuje a za kterou mohou komerční banky u centrální banky deponovat volné finanční zdroje
SPAD	Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů - obchodní systém pražské burzy založený na využití funkce tvůrců trhu
PX 50	Index pražské burzy obsahující v současné době 36 nejlíkvidnějších emisí pražské burzy
PX-D	Index pražské burzy obsahující pouze emise trhu SPAD
ČNB	Česká národní banka
FNM	Fond národního majetku
REAS	Regionální energetické společnosti (Severočeská energetika, atd..)
ČTÚ	Český telekomunikační úřad
ÚOHS	Úřad pro ochranu hospodářské soutěže
SÚJB	Státní úřad pro jadernou bezpečnost
EBIT	Earnings before Interest and Tax - Zisk před daní a úroky
EBITDA	Earnings before Interest, Tax and Depreciation - Zisk před daní, úroky a odpisy
ŘVH	Řádná valná hromada
MVH	Mimořádná valná hromada

POZNÁMKY

POZNÁMKY

POZNÁMKY

KONTAKTY

Úsek Treasury – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor Obchodování Devizové trhy	Robert Novotný Viktor Mikulecký Marek Ratkovský Jan Strakoš Adam Vencel	tel. +420/224 995 148 tel. +420/224 995 586 tel. +420/224 995 451 tel. +420/224 995 579 tel. +420/224 995 580	rnovotny@csas.cz vmikulecky@csas.cz mratkovsky@csas.cz jstrakos@csas.cz avencel@csas.cz
Peněžní trhy	Jaroslav Jiskra Elena Stupková	tel. +420/224 995 576 tel. +420/224 995 574	jjiskra@csas.cz estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Radek Prokop Petr Kašpar Tomáš Kroužel Dan Maděra David Sládeček	tel. +420/224 995 570 tel. +420/224 995 139 tel. +420/224 995 572 tel. +420/224 995 583 tel. +420/224 995 570	raprokok@csas.cz pkaspar@csas.cz tkrouzel@csas.cz dmadera@csas.cz dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Jan Došek Dušan Vaškovic Martin Urban	tel. +420/224 995 450 tel. +420/224 995 417 tel. +420/224 995 554	jdosek@csas.cz dvaskovic@csas.cz murban@csas.cz
Odbor Kapitálové trhy a finanční instituce	Jan Brabec Jana Daňková Eva Fleetwood Danuše Koutková Karin Minichbauer Markéta Mühlhoferová Petr Musil Barbora Procházková Alice Racková Ivana Šnajdrová Soňa Vlasáková	tel. +420/224 995 816 tel. +420/224 995 128 tel. +420/224 995 205 tel. +420/224 995 399 tel. +420/224 995 133 tel. +420/224 995 204 tel. +420/224 995 102 tel. +420/224 995 338 tel. +420/224 995 197 tel. +420/224 995 246 tel. +420/224 995 832	jbrabec@csas.cz jandankova@csas.cz efleetwood@csas.cz dkoutkova@csas.cz kminichbauer@csas.cz mmuhlhoferova@csas.cz pmusil@csas.cz bprochazkova@csas.cz arackova@csas.cz isnajdrova@csas.cz svlasakova@csas.cz
Úsek Prodej produktů FT – ředitel	Petr Witovski	tel. +420/224 995 800	pwitovski@csas.cz
Odbor Prodej produktů treasury	Pavel Křivonožka Tat'ána Košutová Vít Horník Lukáš Macháček Jan Maňák Richard Matyščák Tomáš Pícek Martin Quant Petr Vnuk	tel. +420/224 995 565 tel. +420/224 995 584 tel. +420/224 995 530 tel. +420/224 995 500 tel. +420/224 995 505 tel. +420/224 995 575 tel. +420/224 995 511 tel. +420/224 995 571 tel. +420/224 995 573	pkrivonozka@csas.cz tkosutova@csas.cz vhornik@csas.cz lmachacek@csas.cz jmanak@csas.cz rmatyscak@csas.cz tpicek@csas.cz mquant@csas.cz pvnuk@csas.cz
Odbor Prodej produktů kapitálového trhu Akcie	Emil Št'áva Michal Března Pavel Krabička Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 561 tel. +420/224 995 523 tel. +420/224 995 411 tel. +420/224 995 510	estava@csas.cz mbrezna@csas.cz pkrabicka@csas.cz jsmehlík@csas.cz
Dluhopisy	Ondřej Čech Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 577 tel. +420/224 995 405	ocech@csas.cz pzdichynec@csas.cz
Odbor Správa aktiv – ředitel Investiční poradenství	Radek Urban Daniel Drahotský Petr Holeček	tel. +420/224 995 809 tel. +420/224 995 178 tel. +420/224 995 453	radek.urban@csas.cz ddrahotsky@csas.cz pholecek@csas.cz
Odbor Analýza finančních trhů – ředitel Analýza instrumentů s fixním výnosem Makroekonomická analýza Analýza akcií (bankovní sektor)	Libor Vinklát Luboš Mokráš Miroslav Plojhar Emilia Zampieri	tel. +420/224 995 340 tel. +420/224 995 456 tel. +420/224 995 232 tel. +420/224 995 217	lvinklát@csas.cz lmokras@csas.cz mplojhar@csas.cz 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 (telekomunikace) Tamás Pletser (ropa, plyn) Grzegorz Zawada (bankovníctví) Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +43/50 100 173 54 tel. +361/235 5133 tel. +48/22 653 9356 tel. +420/224 995 940	konrad.sveceny@erstebank.at tpletser@erstebank.com grzegorz.zawada@erste.ikp.pl 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

ČESKÁ 
SPOŘITELNA