



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

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

**Viktor Kotlán**  
+420/224 995 217  
vkotlan@csas.cz

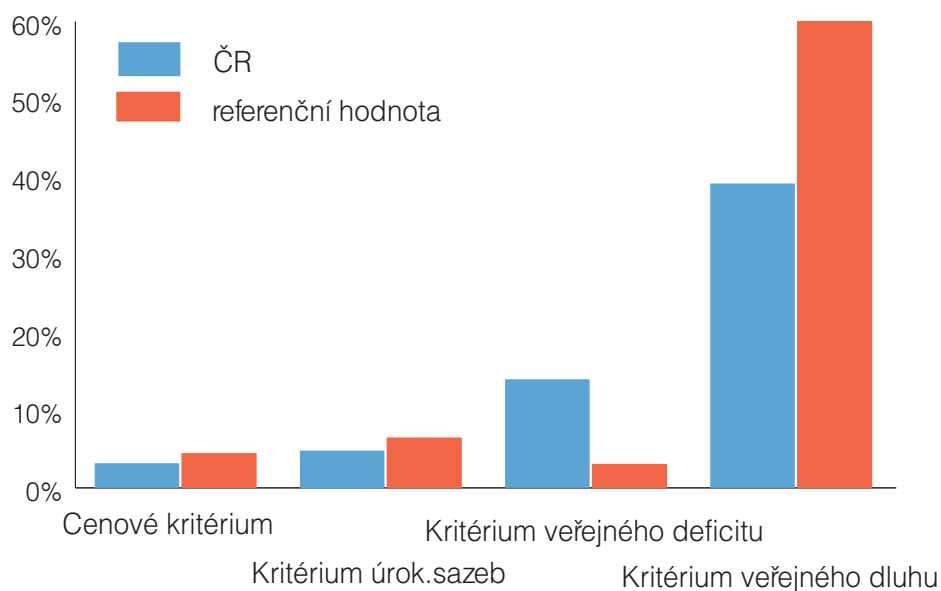
**Luboš Mokráš**  
+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

**David Navrátil**  
+420/224 995 439  
dnavrtil@csas.cz

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

**Libor Vinklát**  
+420/224 995 340  
lvinklát@csas.cz

### Konvergenční zprávy: ČR plní tři kritéria



## HLAVNÍ TÉMA:

KONVERGENČNÍ ZPRÁVY POTVRZUJÍ NÁŠ NÁZOR:  
ČR BY DO EUROZÓNY ZATÍM SPĚCHAT NEMĚLA

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Předpokládáme, že Fed bude pokračovat v postupném zvyšování úrokových sazeb. Podle našeho názoru nedojde k přerušení cyklu zvyšování úrokových sazeb a pokud ano, bude to pouze velmi sporadicky. Pro přerušení růstu úrokových sazeb nemluví ani makroekonomické údaje ani vystoupení činitelů Fedu. Scénář dalšího růstu úrokových sazeb podporuje také oslabování dolaru. Fed patrně nebude chtít oslabování zastavit, ale vyšší sazby pomohou předejít jeho nadměrné akceleraci. U zpomalení tempa zvyšování úrokových sazeb bude patrně možné uvažovat až po dosažení 3,0%. ECB s největší pravděpodobností ponechá úrokové sazby beze změny nejméně v prvním čtvrtletí příštího roku a vyloučit nelze jejich stabilitu ani po celý příští rok. ECB bude na jednu stranu brát do úvahy sílu eura a relativní slabost růstu evropských ekonomik (především Německé), což bude bránit růstu sazeb, na druhé straně inflace přesahuje hranici dvou procent a stále příliš rychle roste agregát peněžní zásoby M3, což brání poklesu sazeb. U českých sazeb očekáváme střednědobě stabilitu, v příštím roce je v závislosti na vývoji hospodářství možné mírné zvýšení. Tento scénář podporují prohlášení členů bankovní rady z posledních týdnů.

## Dluhopisy

Na americkém trhu pravděpodobně bude pokračovat obrat trendu a výnosy tedy v listopadu mírně porostou. Tempo jejich růstu bude záviset na vývoji kurzu dolaru, zveřejňovaných makroekonomických datech a prohlášeních činitelů Fedu. Evropské dluhopisy se nejspíše budou držet na současných úrovních a nebo mírně výše, další pokles je značně nepravděpodobný. Vývoj na trhu bude pod silným vlivem kurzu eura k dolaru. Na druhém místě bude trh sledovat zveřejňované makroekonomické údaje a prohlášení činitelů ECB. Jak pro USA tak při EMU bude důležitý také vývoj cen ropy. Český dluhopisový trh by měl sledovat vývoj v EMU. Lze očekávat, že ke konci listopadu začne obchodní aktivita slábnout jak se budou investoři připravovat na konec roku.

## Měny

Předpokládáme, že kurz dolaru k euru zůstane pod tlakem i v několika příštích měsících. Vůdčím motivem by v tomto období pro investory měl být vysoký dvojitý schodek USA. Kam až dolar oslabí bude záležet jednak na postoji ECB, která se patrně bude snažit posilování eura omezit, a jednak na vývoji fundamentálních faktorů, především na vývoji bilance amerického běžného účtu a na intenzitě přílivu kapitálu do USA. Velkou roli v krátkodobých fluktuacích kurzu budou hrát psychologické a technické faktory, zejména důležité hladiny podpory pro dolar na 1,30 a 1,35. Pravděpodobnost panického výprodeje dolaru je podle našeho názoru malá, stejně jako pravděpodobnost změny trendu k posilování dolaru. Česká koruna by se měla držet v dosavadním pásmu 31,20 až 31,90 až do konce roku. V příštím roce předpokládáme mírné posílení související se zlepšující se obchodní bilancí a oproti letošnímu roku nižšími repatriacemi zisku zahraničními vlastníky českých společností.

## Akciové trhy

Očekáváme, že americké akciové trhy budou v listopadu pokračovat v současném růstovém trendu. Impulsem by měl být momentální pokles cen ropy, hladké znovuzvolení G. Bushe prezidentem USA a poslední série pozitivních makroekonomických dat (např. report z trhu práce). Očekávané zvýšení úrokových sazeb 10.11. o 25 bazických bodů by nemělo trhy překvapit. U českých akcií předpokládáme další růst vybraných titulů ČEZ, Zentiva či Komerční banka.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	7
Devizové trhy	8
Střední Evropa	8
Dluhopisové a peněžní trhy	8
Česká republika	11
Politický a makroekonomický vývoj	11
Dluhopisové a peněžní trhy	13
Devizový trh	14
Český akciový trh	14
Přehled zpráv z akciového trhu	17
Hlavní téma	20
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	22
Makroekonomické prognózy	25
Kalendář - makro	26
Kalendář - akcie	27
Slovníček pojmů	28
Kontakty	31

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.10.)	Prognóza	
USA	3M: 1,91% 6M: 2,13% 2Y: 2,56% 5Y: 3,29% 10Y: 4,03% 30Y: 4,79%	→ ↗	Předpokládáme, že v listopadu bude pokračovat mírný růst výnosů související především s pokračujícím růstem úrokových sazeb FEDu. K růstu výnosů by mohl přispět i slabý dolar a pokles cen ropy. Trh bude pozorně sledovat změny v administrativě prezidenta Bushe a z toho vyplývající modifikace hospodářské politiky.
EU	3M: 2,19% 6M: 2,16% 1Y: 2,24% 5Y: 3,16% 10Y: 3,87% 15Y: 4,24%	→	Evropské dluhopisy by měly být v listopadu podpořeny silou eura, která by měla odstínit vliv růstu výnosů v USA. Ke snížení tlaku na růst výnosů by měla přispět i relativně slabá výkonnost evropské ekonomiky. Další pokles výnosů není kvůli jejich současné úrovni pravděpodobný.
ČR	3M: 2,62% 6M: 2,78% 1Y: 2,55% 5Y: 3,80% 9Y: 4,66% 15Y: 4,98%	→	Obchodování v ČR by mělo být ovlivněno především vývojem na trzích EMU. Předpokládáme, že intenzita obchodování bude v průběhu měsíce postupně klesat. Podobně jako v EMU je nejpravděpodobnější variantou vývoje praktická stagnace výnosů.
Polsko	3M: 6,84% 6M: 6,92% 1Y: 6,91% 2Y: 7,10% 5Y: 7,09% 10Y: 6,84%	→ ↘	Výnosy polských dluhopisů by měly v příštích týdnech mírně poklesnout, a to zejména na krátkém konci a středu výnosové křivky. Očekáváme totiž, že NBP do jara nebude pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. V několika měsíčním výhledu však nepředpokládáme definitivní konec cyklu zvyšování úroků a výnosy by mohly ještě růst.
Mad'arsko	3M: 10,29% 6M: 10,09% 1Y: 9,92% 5Y: 9,03% 10Y: 8,10%	↘	Očekávané snižování vysokých úroků mad'arské centrální banky, vzhledem k poklesu inflace i silnému forintu, by mělo být hlavní bernou mincí ve vývoji mad'arských výnosů v nejbližších měsících. Předpokládáme tudíž, že mad'arská výnosová křivka má stále prostor k dalšímu poklesu, a to i přes problémy s plněním plánů rozpočtových deficitů. Do konce roku by NBH měla snížit úrokové sazby o 50 bazických bodů, což by mělo vést k víceméně stejnému poklesu výnosů na krátkém konci, ale i k mírně slabšímu poklesu na dlouhém konci výnosové křivky.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (31.10.)	Prognóza	
USD / EUR	1,280	→ ↘	V listopadu lze očekávat tlak na další oslabení dolaru. Důležité bude chování ECB a technické faktory, především důležité hladiny kurzu (1,30 případně 1,35). Případné korekce ve prospěch dolaru by měly být krátkodobé a nepříliš hluboké. Snížit intenzitu tlaku proti dolaru by mohly úspěchy USA v Iráku a pokles cen ropy.
CZK / EUR	31,500	→	U kurzu koruny k euru neočekáváme v listopadu žádnou změnu. Kurz by se měl držet v pásmu 31,20 až 31,80. Ovlivnit ho mohou prudké pohyby měn v regionu a případné podstatnější oslabení dolaru k euru.
HUF / EUR	245,81	→	Vysoký úrokový diferenciál by měl zůstat v nejbližších měsících hlavním hybatelem vývoje mad'arského forintu. Kurz forintu by měl i nadále víceméně ignorovat své makroekonomické fundamenty (enormní dvojí deficit). Mad'arská měna by měla v dalších týdnech zůstat v pásmu 245-250 vůči euru. V horizontu několika měsíců však stále roste riziko jeho „korekce směrem k fundamentům“, tj. k 260 HUF/EUR či výše.
PLN / EUR	4,3291	→ ↗	Nadále předpokládáme, že posilování zlatého ještě neskončilo, v měsíčním i střednědobém výhledu. Zlotému by měly nadále pomáhat dobré makroekonomické fundamenty (růst ekonomiky či nízký schodek běžného účtu), poměrně vysoký úrokový diferenciál, částečné vyjasnění situace na politické scéně a v neposlední řadě i příliv PZI. V měsíčním horizontu předpokládáme kurz blízko 4,30 PLN/EUR, během příštího roku by zlotý mohl posílit ke 4,10 vůči euru či více. Výkyvy a technické korekce zlatého mohou být dobrou příležitostí k vytvoření střednědobých pozic.
SKK / EUR	39,928	→ ↗	I přesto, že se posilování slovenské koruny v posledních měsících víceméně zastavilo nadále očekáváme její posilování na 39-39,50 SKK/EUR v půl ročním výhledu a až ke 38 SKK/EUR v ročním výhledu. Scénář silných makro-fundamentů a hospodářských reforem versus odpor centrální banky vůči posilování by měl zůstat v platnosti i v dalších měsících. V měsíčním výhledu zůstane koruna mírně pod 40 SKK/EUR.

## Akciové trhy

	Kurz (31.10.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 11 30,2	→ ↗	Současný pokles cen ropy (viz komentář na str. 6) jednoznačně podporuje růst cen amerických akcí. Trhy přijaly pozitivně i vítězství G. Bushe v prezidentských volbách. Výsledky za tři čtvrtletí nepřinesly nějaká zásadnější (pozitivní či negativní) překvapení a na ceny akcí měly spíše neutrální vliv. Meziroční růst zisků firem o cca 17% je asi o 3 procentní body vyšší než se původně čekalo, to ale není neobvyklé, protože firmy mají tendenci očekávání trhu mírně překonávat. Akcie by ale mohly (kromě ropy) pozitivně reagovat i na poslední aktivitu USA v Iráku, pokud se americké armádě podaří zlikvidovat odpor povstalců a zlepšit bezpečnostní situaci v této zemi. Důležité bude i dnešní (10.11.) zasedání amerického Fedu. Trh by nemělo překvapit zvýšení sazeb o 25bp na 2,0%, velmi důležitý bude také doprovodný komentář.
	DJ Stoxx 50: 2 692,1		
ČR	PX-D: 2 256,2	→ ↗	Předpokládáme posilování akcí ČEZu, Zentivy a Komerční banky. Navíc růst zahraničních trhů by mohla kopírovat i akcie Erste Bank. Velkým otázníkem ale zůstává vývoj ceny akcí Českého Telecomu, který je zcela závislý na tom, jaký způsob privatizace vláda zvolí. Pokud vláda tento měsíc schválí prodej akcí Telecomu na kapitálových trzích, akcie by mohla oslabit a tím zpomalit růst celé burzy.
	PX 50: 911,9		

## České akcie

	Kurz (31.10.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	324,30 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 akcí Českého Telecomu a náš komentář o očekávanému vývoji ceny akcie v následujícím měsíci.
ČEZ	273,90 Kč	→ ↗	Tento měsíc by mělo Rumunsko rozhodnout o tom, kdo koupí distribuční společnosti Electrica Oltenia a Electrica Moldova. Protože v soutěži zůstali jen ČEZ a E.ON, je velmi pravděpodobné, že ČEZ jednu z distribuček koupí. To může být pro akcii další růstový impuls. Jinak obecně pro ČEZ platí, že situace na elektroenergetickém trhu v ČR i v Evropě zůstává velmi pozitivní - poptávka i ceny rostou. ČEZ také zůstává vůči konkurenci stále mírně podhodnocený.
Komerční banka	3.114 Kč	→ ↗	Akcie Komerční banky zatím letos zaostávají za růstem indexu PX50. Domníváme se, že pokud bude pokračovat trend růstu středoevropských akciových trhů, nutně to s sebou potáhne vzhůru i akcie Komerční banky, přestože její výsledky za 1-3Q nepřinesly nějaké pozitivní překvapení. Akcie rostou již 3 měsíce, stále jsou ale pod ročním maximem 3.428 Kč z 13.dubna 2004.
Philip Morris CR	14 490 Kč	→	Přesto, že akcie počátkem listopadu rostly nad 15.500 Kč, nevidíme v současné době žádný fundamentální impuls pro posilování. Domníváme se, že akcie do konce měsíce klesnou zpět k nebo pod hranici 15.000 Kč.
Unipetrol	91,90 Kč	→	Informace o nesplacené pohledávce České rafinérské ve výši nad 400 mil. Kč za společnost Gilbert Oil a zpoždění projednávání akvizice polskou PKN Orlen v Evropské komisi jsou důvody, proč se okolo 20.října zastavil dosavadní růstový trend. Dokud nevydá EK souhlasný verdikt, akcie bude nejspíš stagnovat na současných cenách. Verdikt čekáme nejdříve v prosinci. Po něm bude akcie nejspíš dále posilovat nad 95 Kč.
Zentiva	624,40 Kč	→ ↗	Akcie Zentivy je jedním z nejzajímavějších titulů pražské burzy. Výsledky za tři čtvrtletí byly lepší, než se očekávalo, navíc firma předložila silné nárůsty prodeje na klíčových trzích v Polsku a Rusku. Domníváme se, že akcie bude díky těmto zprávám během listopadu dále posilovat.

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

# GLOBÁLNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

V říjnu největší pozornost poutaly prezidentské volby v USA

Pozornost světových finančních trhů se v říjnu soustředila na vrcholící předvolební kampaň v USA a následně na výsledek prezidentských voleb. Podobně jako v předchozích měsících sledovaly investoři také vývoj cen ropy a dalších komodit. Nálada mezi investory zůstala stejně jako v předchozích měsících opatrná až skeptická. Obavy pramenily především z přetrvávajících vysokých cen ropy, které hrozí utlumit poptávku ve světě a mohly by vyvolat vznik inflační spirály.

V Bílém domě zůstává prezident Bush

Výsledky prezidentských voleb rozhodly o tom, že v Bílém domě následující čtyři roky zůstane George W. Bush. Pro americkou ekonomiku to znamená, že pravděpodobně bude pokračovat politika vysokých rozpočtových schodků podporující také vysoký schodek amerického běžného účtu. Tato kombinace zvyšuje pravděpodobnost pokračování tlaku na oslabování dolaru. Toto oslabování by se mělo projevit především u eura, u ostatních měn bude záležet na postoji místních úřadů a na tom, zda budou asijské centrální banky pokračovat v intervencích na podporu dolaru.

Finanční trhy budou pozorně sledovat změny v politice nové americké vlády

Prezident Bush sice v předvolební kampani sliboval snížení rozpočtového schodku na polovinu do konce svého druhého volebního období, ale je otázkou jak se mu tento slib podaří splnit v situaci, kdy zároveň slíbil zintenzivnění boje proti terorismu a bude se také snažit prosadit trvalé daňové úlevy. Další komplikací může být vliv vysokých cen ropy, který by mohl vést k pomalejšímu růstu HDP a tím také k nižšímu růstu daňových výnosů. Pokud by pokračovalo zadlužování USA podobným tempem jako v předchozích letech, vedlo by to téměř nevyhnutelně ke zvýšení nákladů na obsluhu dluhu, tj. k růstu výnosů (poklesu cen) amerických vládních dluhopisů. To by se pravděpodobně projeвило podobným způsobem i u dalších dluhopisů ve světě.

Přestože růst amerického HDP ve 3Q zrychlil, mírně zaostal za očekáváním

Předběžné údaje o vývoji amerického HDP ve třetím čtvrtletí potvrdily zrychlení jeho růstu oproti předchozímu čtvrtletí. Růst však poněkud zaostal za očekáváním. Vlnu na tom měl zejména další růst schodku obchodní bilance a částečně poněkud nižší růst ve stavebnictví. Vysoce pozitivní je pokračování zvýšené investiční aktivity a pozitivní je také solidní růst spotřebitelské poptávky. Deflátoři a PCE cenové indexy ukázaly, že přes vysoké ceny ropy v daném období tlaky na růst cen spíše klesaly. Svědčí o stále silném vlivu vysoké konkurence, která brání podnikům ve zvyšování cen. Relativně vysoké marže umožňují podnikům část růstu cen nákladů absorbovat na úkor svého zisku. V dalších měsících se může zkombinovat vliv trvajících vysokých cen ropy s vlivem slábnutí dolaru a růst cen může být znatelně vyšší.

A. Greenspan tlumil obavy ze slabiny americké ekonomiky

Na hrozby, kterým čelí americká ekonomika reagovali ve svých projevech také čelní představitelé Fedu. Oproti předchozím měsícům byl jejich tón znatelně opatrnější, stále však převládal optimismus. V několika vystoupeních se objevila aktuální téma údajné bubliny na trhu s nemovitostmi a vlivu vysokých cen ropy. Na téma cen nemovitostí podrobně promluvil prezident Fedu A. Greenspan. Podle jeho názoru, podloženého výzkumy Fedu, je existence celostátní bubliny na trhu s nemovitostmi do značné míry vyloučená. Aby došlo ke zhroucení cen na trhu s nemovitostmi, muselo by dojít k podstatnému poklesu příjmů velké většiny amerických domácností, což by vedlo k problémům se splácením hypoték a tlaku na prodeje nemovitostí. To je ale vysocce nepravděpodobné. Přesto je možný vznik místního nadhodnocení cen nemovitostí u některých atraktivních lokalit vyhledávaných spekulanty.

Zadlužení amerických domácností je podle Greenspana únosné

V dalším se svých projevu se A. Greenspan věnoval zadlužení domácností. Ukázal, že růst poměru zadlužení k příjmům zhruba odpovídá zvyšování podílu vlastnického bydlení, tj. že růst zadlužení je důsledkem vyššího využívání hypoték ke splácení vlastních nemovitostí. Dalším zdrojem růstu zadlužení je zvýšení užívání kreditních karet pro běžné platby. Kreditní karty tak přebírají úlohu oběživa. Tento dluh má krátkodobý transakční charakter. Podobně jako u cen nemovitostí by i u zadlužení mohlo dojít ke krizi pouze v případě, že by se rapidně snížily příjmy velké části domácností.

Guvernér Fedu B. Bernanke se ve svém projevu věnoval vlivu vysokých cen ropy

Na téma vysokých cen ropy podrobně promluvil guvernér Fedu B. Bernanke. Podle jeho názoru sice dojde ke zpomalení růstu hospodářství nikoliv však podstatnému. Nemělo by dojít ani ke vzniku podstatnějších inflačních tlaků. Situace by se komplikovala, pokud by došlo k dalšímu růstu cen ropy. Ve střednědobém horizontu se

bude ekonomika schopná zvýšení cen ropy přizpůsobit podobně jako tomu bylo v předchozích ropných krizích. Poroste důležitost alternativ k ropě. Otázkou je jak rychle bude schopná ekonomika alternativní zdroje aktivovat.

Činitelé Fedu naznačovali potřebu dalšího zvyšování úrokových sazeb

Z vystoupení představitelů Fedu vyplývá jejich převládající přesvědčení o nutnosti pokračování ve zvyšování úrokových sazeb. Lze tedy očekávat, že na příštím zasedání Fedu 10. listopadu dojde ke zvýšení sazeb na 2,0%. Poté bude záležet na vývoji růstových ukazatelů, především trhu práce a spotřebitelské poptávky. Pokud by se projevily výraznější negativní účinky vysokých cen ropy a růst ekonomiky zřetelně klesal, mohl by Fed udělat ve zvyšování sazeb přestávku. Podmínkou je, že zároveň nedojde k výraznějšímu zvýšení inflačních tlaků. Nelze však očekávat, že by se na dvou procentech růst sazeb definitivně zastavil.

ECB ponechala úrokové sazby beze změny

ECB i Bank of England na svých zasedáních podle očekávání ponechaly úrokové sazby beze změny. V případě Velké Británie dochází ke zřetelnému zpomalování spotřebitelské poptávky, zastavuje se růst cen nemovitostí a růst ekonomiky je pouze mírný při trvající velmi nízké inflaci. BoE podle všeho už dosáhla stropu současného cyklu zvyšování úrokových sazeb a nyní pravděpodobně několik měsíců ponechá beze změny. Také ECB sleduje negativní vliv vysokých cen ropy na hospodářství a bude proto opatrná se zvyšováním úrokových sazeb. Inflace sice zůstává nad 2%, ale to je způsobeno vlivem vysokých cen ropy. Podle představitelů ECB bude záležet na tom, zda se ceny ropy začnou promítat jako negativní nákladový vliv do cen dalších výrobků. Zatím k tomu nedochází. Prezident ECB J.-C. Trichet poukázal na to, že vysoký růst agregátu peněžní zásoby M3, překračující cíl ECB, svědčí o tom, že měnové podmínky v EMU jsou uvolněné. V příštím roce je možné zvýšení sazeb ECB, ale pravděpodobně k němu nedojde v prvním čtvrtletí.

Vliv růstu cen ropy na evropské ekonomiky tlumí posilování eura

Negativní vliv vysokých cen ropy se zatím kromě poněkud vyšší inflace v evropském hospodářství příliš neprojevuje. Pokračuje postupné ožívování, které je stále více taženo domácí poptávkou. Brzdou v dalších měsících může být pokles exportní poptávky ze strany USA a Číny. Za vysoce pozitivní je možné pokládat relativní stability indikátoru ekonomického klimatu institutu IFO, protože německá ekonomika patří mezi nejzranitelnější a zároveň patří Německo mezi státy, které intenzivně pocí ují zostřování sociálních konfliktů. V říjnu se to projevilo rozsáhlými spory v automobilkách General Motors a Volkswagen.

Čínská centrální banka nečekaně zvýšila úrokové sazby

Čínská centrální banka nečekaně po více než devíti letech přistoupila ke zvýšení úrokových sazeb. Čína tak začíná více používat standardní nástroje měnové politiky na rozdíl od dřívějšího užívání administrativně direktivních nástrojů. Pozorně sledovanou otázkou zůstává vývoj měnového kurzu čínského Juanu. Čínští představitelé opakovaně potvrdili, že dojde k postupnému uvolnění měny, nenaznačili však v jakém časovém horizontu. Otázkou je, jaký měnový režim bude zvolen. Může jít o politiku postupných řízených úprav kurzu (crawling peg) a nebo o rozšíření pásma, ve kterém může kurz fluktuovat. V současnosti převládá přesvědčení, že by čínská měna měla revalvovat. Pokud by však výrazněji poklesla poptávka po čínských exportech ve světě kvůli negativnímu vlivu vysokých cen ropy, nelze vyloučit ani opačný vývoj.

Ceny ropy dočasně překročily 50 USD/brl

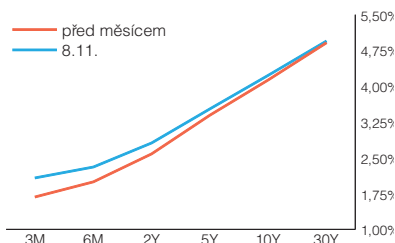
Ceny ropy v říjnu překročily hranici 50 USD/brl (pro tzv. lehké typy ropy) kvůli kombinaci několika negativních faktorů. Trvaly obavy z pokračování vysokého růstu spotřeby v rychle se rozvíjejících ekonomikách (Čína, Indie). K růstu cen ropy také přispělo přerušení těžby v Mexickém zálivu způsobené několika hurikány. Dalšími negativními faktory byly obnovené hrozby stávek v Norsku a hrozba útoků povstalců na těžební zařízení v Nigérii. Všechny tyto faktory podporovaly také spekulativní vlnu, která se zastavila na 55 USD brl americké lehké ropy WTI. Na této cenové hladině došlo ke zlomu a uzavření části spekulativních pozic. To vedlo k poklesu cen ropy zpět pod 50 USD/brl. V následujícím období bude hrát důležitou roli počasí. Síla zimy na severní polokouli určí, jaká bude spotřeba topných olejů, které jsou momentálně nejsledovanějším ropným produktem. Pokud by pokračovalo dosavadní mírné počasí, zvýšil by se tlak na další pokles cen. K uklidnění cen ropy by mohl významně přispět i vývoj v Iráku. Pokud by se spojeným americkým a iráckým vojskům podařilo eliminovat povstalecká centra a pokud by se uskutečnily volby plánované na leden, mohlo by to zklidnit situaci na celém Středním východě.

## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

Vysoké ceny ropy srazily výnosy dluhopisů

#### Americká výnosová křivka



Střednědobě očekáváme růst výnosů podporovaný pokračováním zvyšování úrokových sazeb

Výnosy dluhopisů po většinu října klesaly kvůli obavám ze zpomalování světové ekonomiky vyvolané vysokými cenami ropy. U investorů tak převládala obava z negativního vlivu vysokých cen ropy na poptávku a spotřebu nad obavami z negativního vlivu na inflaci. Pokles výnosů měl částečně také technický charakter, především v druhé polovině října. Přelom října a listopadu přinesl obrat, ke kterému přispělo znovuzvolení prezidenta Bushe a nečekaně silný růst počtu pracovních míst. Výnos desetiletého dluhopisu nejprve klesl z 4,25% lehce pod 4,00% a poté se vrátil na 4,20%.

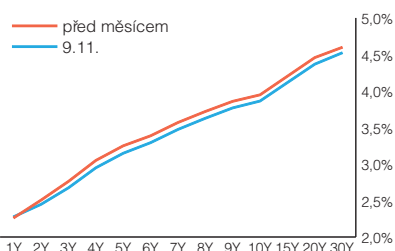
Do konce roku zůstane trh pravděpodobně stabilizovaný. Investoři budou čekat na změny v politice Bílého domu na začátku druhého Bushova volebního období. Pro chování dluhopisového trhu budou mít význam také vývoj cen ropy a situace v Iráku před blížícími se volbami plánovanými na leden příštího roku. Důležitý bude také kurz dolaru. Pokud by pokračoval rychlý propad bude to mít na ceny dluhopisů negativní vliv. Investoři budou sledovat vystoupení činitelů Fedu, především je budou zajímat náznaky možné přestávky ve zvyšování úrokových sazeb. Pozornost se soustředí na prohlášení po zasedání FOMC 10. listopadu, na kterém se očekává zvýšení úrokových sazeb. Celkově je pravděpodobný mírný růst výnosů.

Ve střednědobém časovém horizontu převládá riziko dalšího růstu výnosů. Fed bude pravděpodobně pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb a to by mělo být pro dluhopisový trh rozhodujícím faktorem. Především pokud se udrží růst ekonomiky a pokud se do širší cenové hladiny začnou promítat vlivy slabého dolaru a vysokých cen ropy, může projít dluhopisový trh fází silného cenového poklesu. Pouze pokud by došlo k zastavení růstu hospodářství, klesající poptávka by bránila růstu cen a oslabování dolaru by se zpomalilo až zastavilo, mohlo by to přinutit Fed k přestávce ve zvyšování úrokových sazeb, což by vedlo ke stagnaci výnosů v okolí současných hodnot.

### EMU

Výnosy v EMU se po poklesu udržely na nízkých úrovních díky posilování eura

#### Německá výnosová křivka



Střednědobě by měly výnosy růst, avšak podstatně pomaleji než v USA

Pokles výnosů dluhopisů na trzích EMU do značné míry sledoval vývoj v USA. Také v Evropě převládala obava z negativního vlivu vysokých cen ropy na hospodářství a ve druhé polovině října byly dluhopisy podpořeny také posilováním eura. ECB setrvala ve svém očekávání postupného zrychlování růstu hospodářství a relativně mírné inflace. Z prohlášení jejích představitelů vyplývá, že úrokové sazby pravděpodobně ještě celé měsíce zůstanou beze změny. Přesto trh pravděpodobně především pod vlivem technicko-psychologických faktorů pokles sazeb poněkud přehnal. Výnos desetiletého dluhopisu klesl z 4,00% na 3,85%.

Vývoj na evropských dluhopisových trzích může být v listopadu silně svázán s vývojem eura. Pokud by pokračovalo jeho posilování, dluhopisy by to podpořilo. Kromě vývoje kurzu eura budou mít na trh vliv i vývoj cen ropy, chování amerického trhu a údaje o vývoji inflace a růstových ukazatelů. Je pravděpodobné, že výnosy se budou držet na nízkých úrovních a jejich případný růst by měl být podstatně tlumenější než v USA.

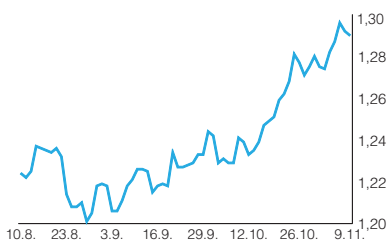
Ve střednědobém výhledu je pravděpodobný mírný růst výnosů vedený částečně vývojem v USA a částečně korekcí ze současných příliš nízkých úrovní. I ve střednědobém horizontu budou hrát důležitou roli vývoj cen ropy a vývoj kurzu eura. Pokud by ECB naznačila, že bude na sekundární vlivy vysokých cen ropy reagovat zvyšováním úrokových sazeb, byl by růst výnosů ve střednědobém horizontu silný. S podstatnějším poklesem výnosů lze jen těžko počítat, mohlo by k němu dojít pouze pokud by trh začal očekávat přechod světové ekonomiky do recese.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Dolar se dostal na historická minima k euru

Kurz USD / EUR



Vývoj v listopadu bude záviset především na postoji ECB

Oslabování dolaru pravděpodobně bude mít střednědobý charakter

V polovině října po několikanásobném testování a následném proražení důležité hladiny podpory 1,24, začal dolar výrazně oslabovat. Oslabování dolaru souvisí s kumulací dlouhodobého tlaku vyvolaného vysokými schodky obchodní bilance. Proti těm sice stále působí vysoký příliv investic ze zahraničí, zároveň však sílí obavy, že vysoké schodky nebude možné financovat tímto způsobem trvale. K oslabování dolaru přispěly i poznámky několika činitelů Fedu, kteří připustili, že jedinou cestou ke snížení schodků obchodní bilance a vyrovnání bilance běžného účtu bude oslabení dolaru. Jde o výjimečnou situaci, protože Fed obvykle kurz dolaru nekomentuje, ten je totiž plně v kompetenci ministerstva financí. K zesílení tlaku proti dolaru přispělo i zvolení G. W. Bushe do druhého prezidentského volebního období. Zvolení Bushe zvýšilo pravděpodobnost pokračování vysokých schodků státního rozpočtu, které zprostředkovaně podporují schodky běžného účtu a snížilo pravděpodobnost zavedení ochranných opatření proti levným dovozům z Asie. Na začátku listopadu se kurz dolaru přiblížil k 1,30. Nepomohly mu ani pozitivní údaje o vývoji na americkém trhu práce.

Tlak proti dolaru se může v listopadu ještě stupňovat, protože proti němu budou stále silněji působit psychologické a technické faktory. Především proražení psychologicky významné hladiny 1,30 by mohlo propad dolaru významně podpořit. Důležitou roli mohou sehrát postoje centrálních bank a vlád. USA proti oslabování dolaru zasahovat nebudou, protože jim slabší dolar v současné situaci vyhovuje. Otázkou je, jak slabý dolar bude přijatelný pro EMU. Z tohoto hlediska budou důležitá vystoupení činitelů ECB a EK. Prezident ECB J.-C. Trichet již naznačil, že oslabení dolaru nad 1,30 je nevídané. Lze očekávat, že dalšími významnými hladinami podpory pro dolar by mohlo být 1,35 a 1,40. Druhou důležitou otázkou je, zda trh na případné slovní intervence zareaguje podobně jako v předchozím podobném případě a disciplinovaně zastaví tlak proti dolaru. Podle našeho názoru to za současné situace není pravděpodobné.

Propad dolaru může pokračovat měsíce. Odhadnout kam se až kurz dostane je v současnosti nemožné. Proti případné panice na trzích a úplnému zhroucení kurzu by prakticky jistě zasáhly spojené centrální banky, postupné oslabování však může dosáhnou na ze současného hlediska těžko představitelné úroveň. Dlouhodobější vývoj kurzu bude záviset na tom, jak na změny devizového kurzu budou reagovat jednotlivé ekonomiky. Zastavení propadu by mohlo vyvolat pokračování silného růstu americké ekonomiky a zároveň zpomalování až zastavení růstu v EMU. Také úrokový diferenciál by měl postupně začít působit ve prospěch dolaru. Je však nutné počítat se setrvačností trendu a sklonem trhu k přestřelování.

## STŘEDNÍ EVROPA

### Dluhopisové a peněžní trhy

#### Maďarsko

Pokles inflace a silný forint přinutil NBH snižovat sazby

Vývoj cen maďarských dluhopisů předčil v říjnu naše poměrně optimistická očekávání (tj. mírný pokles výnosů). Maďarská výnosová křivka téměř ignorovala údaje o dalším prohloubení schodku státního rozpočtu a riziko překročení i plánovaného rozpočtového deficitu, který byl zvýšen na začátku září. Dluhopisy víceméně ignorovaly i snahu vlády premiéra Ference Gyurcsanyho změnit zákon o centrální bance a přinutit tak NBH rychleji uvolnit měnové podmínky, tj. nižšími úrokovými sazbami i slabším měnovým kurzem. Podle původního návrhu novely zákona by došlo ke zvýšení počtu členů bankovní rady a polovinu členů by jmenoval přímo premiér. Hlavním faktorem byl výraznější než očekávaný pokles zářijového meziročního CPI ze 7,2% na 6,6%. Tento fakt spolu s forntem, který dosáhl až na psychologickou hladinu 245 vůči euru, vytvořil maďarské centrální bance prostor snížit úrokové sazby o 50 bazických bodů. Díky tomu maďarská výnosová křivka poklesla po celé délce o 40 až 60 bazických bodů nejvíce na krátkém konci a středu.



I přes nepříznivou fiskální situaci má maďarská výnosová křivka prostor k dalšímu poklesu

Dosavadní vývoj plnění státního rozpočtu naznačuje, že rozpočet překročí i v září definovaný cíl 5,1-5,3% HDP. Na konci října činil deficit již 99,5% nově definovaného plánu. Nicméně, očekávaný pokles úrokových sazeb NBH by měl ve vývoji maďarských dluhopisů převážit. Výhled na postupně klesající meziroční spotřebitelskou inflaci i silný kurz forintu by měl tlačit NBH ke snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů či více do konce roku. NBH bude opatrně snižovat vysoké úrokové sazby i v příštím roce. Předpokládáme tudíž, že maďarská výnosová křivka má stále prostor k dalšímu poklesu v měsíčním i střednědobém horizontu, a to i přes problémy s plněním plánů rozpočtových deficitů. Pohyby úroků centrální banky by měly vést k víceméně stejnému poklesu výnosů na krátkém konci, ale i k poklesu na dlouhém konci výnosové křivky.

## Polsko

Po zářijovém rally výnosy téměř stagnovaly

V souladu s naším očekáváním (stagnace výnosů) se ceny polských dluhopisů během října téměř nezměnily, výnosová křivka se podle našich očekávání vyhladila v segmentu 2-5 let. Polským dluhopisům pomohla relativní stabilizace situace na politické scéně. Vláda Marka Belky podle očekávání získala i na podruhé důvěru parlamentu (předčasné parlamentní volby budou pravděpodobně v květnu). Polským dluhopisům pomáhá i lepší než plánované hospodaření státního rozpočtu (lepší výběr daní a privatizační příjmy) a částečně i pokles výnosů v Evropě. Hlavním důvodem klidu na dluhopisovém trhu byl pokles zářijové inflace ze 4,6% na 4,4% a fakt, že Výbor pro měnovou politiku centrální banky (MPC) nechal úrokové sazby opět beze změny. MPC se tak poprvé od června zachoval podle očekávání trhu. Na druhou stranu dalšímu poklesu výnosů v říjnu bránilo očekávání části trhu, že MPC v listopadu dále zpřísní měnovou politiku.

NBP zastavila zvyšování sazeb, výnosy mohou krátkodobě poklesnout

Další vývoj polských dluhopisů bude silně ovlivněn dalšími rozhodnutími polské centrální banky. Předpokládáme, že MPC v dalších několika měsících nechá úrokové sazby beze změny (repo na 6,50%). K tomuto závěru nás vede několik důvodů. Tím hlavním jsou naše očekávání krátkodobého vývoje meziroční spotřebitelské inflace, tj. její postupný pokles pod 4% v dalších měsících. Mírný pokles inflace bude důsledkem odeznívání jednorázových vlivů, které byly spojeny se vstupem do EU. Na snížení inflace by měl působit i sílící zlotý, který podle našeho názoru v posilování ještě neskončil. Silný zlotý bude dále tlumit růst dovozních cen, zejména dopady vysokých cen ropy, ale i domácí poptávku. Dezinflačně bude působit i velmi úspěšná úroda v Polsku i v celé Evropě a otevření společného agrárního trhu EU. To by mělo tlačit na zpomalení růstu cen potravin či možná i k jejich deflaci. Připomeňme, že značně pesimistická srpnová inflační projekce z dílny NBP byla postavena na předpokladu udržení vysokého tempa růstu cen potravin. Novou inflační prognózu zveřejní NBP 30.listopadu. Dalším důvodem pro ponechání úrokových sazeb beze změny je kromě zpříšňování měnových podmínek kanálem měnového kurzu i stále poměrně nízká investiční aktivita a stagnace podnikatelských úvěrů. Připomeňme, že oživení investic je základním předpokladem udržení vysokého růstu ekonomiky i v příštím roce. Je-li náš odhad ohledně chování polské centrální banky správný, polské výnosy mají prostor v nejbližších týdnech poklesnout až o 20-30 bps. V neposlední řadě by polské dluhopisy měl podpořit i lepší vývoj příjmů státního rozpočtu i vyšší než předpokládané příjmy z privatizace (podle MinFin 10,5 mld. zlotých vs. plán 8,8 mld. zlotých).

Ve střednědobém horizontu stále existuje riziko růstu výnosů

V horizontu několika měsíců však nadále existuje riziko, že NBP bude pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb, což by tlačilo polské výnosy nahoru. Důvodem k pokračování zvyšování úrokových sazeb je možný opětovný nárůst poptávkou tažené inflace v příštím roce. Na začátku příštího roku může meziroční inflace mírně vzrůst kvůli každoročním úpravám regulovaných cen. Navíc v případě zpomalení ekonomiky opět vyvstanou dlouhodobé problémy polských veřejných financí. V několika měsíčním výhledu tudíž předpokládáme stagnaci či mírný růst polské výnosové křivky.

## HUF / EUR

Maďarský forint nadále ignoruje makroekonomické fundamenty

Podle našeho očekávání (stagnace měnového kurzu) se forint během října držel v silnější části pásma 245-250 HUF/EUR. Navzdory slabým makroekonomickým fundamentům jako dvojí deficit či vládou navržená novela zákona o centrální bance (viz výše) se forint přibližoval hranici 245 HUF/EUR. Vysoký úrokový diferenciál je

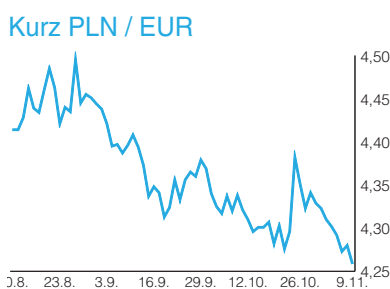
Vysoký úrokový diferenciál hlavním faktorem...



...tlaky na korekci forintu v příštím roce zesílí

Zlotý pozitivně reagoval na úspěch Belkovy vlády a prodej PKO

Střednědobě zůstáváme k zlotému pozitivní



Hladina 4,30 PLN/EUR příliš silná rezistence v krátkém výhledu

Koruna opět posílila pod 40 vůči euru

v současnosti hlavním příběhem maďarského devizového trhu. I na očekávání snížení tohoto diferenciálu o půl procentního bodu forint reagoval pouze nevýrazným a krátkodobým oslabením.

Podle našeho názoru bude forint i v dalších týdnech popírat své makroekonomické fundamenty (deficit BÚ blízko 9% HDP a pravděpodobné překročení i zvýšeného plánovaného rozpočtového schodku na letošní rok) i schválení novely zákona o centrální bance, která by omezila její nezávislost. Úrokový diferenciál, který je nejvyšší v celé EU, zastíní všechny ostatní faktory. Forint by měl zůstat v nejbližších týdnech na silných úrovních ve spodní části fluktučního pásma 245-250 vůči euru, a to i přes pravděpodobné mírné snížení úroků NBH (tj. zúžení diferenciálu). Na druhou stranu nepředpokládáme, že by NBH zůstala nečinná v případě prolomení hranice 245 HUF/EUR.

Očekáváme, že vliv vysokých úroků zastíní v nejbližším období makroekonomické fundamenty a forint zůstane na současných velmi silných úrovních. I přes klid na trhu a velmi nízké volatilitě kurzu forintu stále roste riziko prudkého oslabení. Předpokládáme, že maďarská centrální banka je si tohoto rizika velmi dobře vědoma. Během příštího roku se vynoří na trhu tlaky poslat forint ke slabším úrovním, tj. ke 260 HUF/EUR či k ještě slabším hodnotám. Hladinu 260 HUF/EUR považujeme za hranici pouze mírné fluktuace a začátku výrazného oslabení. Vzhledem k povaze tohoto pohybu však časování a intenzitu takového pohybu lze poměrně těžko předvídat.

## PLN / EUR

Podle našich očekávání (mírné posilování měnového kurzu) zlotý během října posílil z hladiny blízko 4,40 PLN/EUR k hladině 4,30 PLN/EUR, kterou několikrát prorazil. Na konci měsíce skončil na 4,33 vůči euru. Zlotý tak posiloval i bez dalšího zvýšení úrokového diferenciálu, zastavení růstu úrokových sazeb však jeho apreciaci zpomalilo. Mezi hlavními důvody dalšího posílení zlotého bylo částečné vyjasnění politické situace – Belkova vláda získala i podruhé důvěru v Sejmu a Sejm navíc schválil v prvním čtení zákon o státním rozpočtu na příští rok. Druhým hybným faktorem byl i privatizační primární úpis akcií spořitelny PKO, který zaznamenal velký zájem domácích i zahraničních investorů.

Podobně jako v minulých měsících nadále držíme výhled na polskou měnu jako na měnu s potenciálem k dalšímu posílení, tj. ke 4,10 PLN/EUR během příštího roku. Zlotému by měla nadále pomáhat silná růstová makro data, stále nízký schodek na běžném účtu (i přes růst ekonomiky), příliv investic na úpisy akcií, relativní klid na politické scéně, zmírnění růstu rozpočtových schodků a další schvalování reformních zákonů (tzv. Hausnerova plánu). Námi očekávané zastavení zvyšování úrokových sazeb NBP však apreciační trend zlotého zpomalí. Nemyslíme si však, že zvyšování úroků bylo a je hlavním a jediným hybatelem letošního vývoje polské měny. Na druhou stranu zlotý může negativně reagovat na přicházející makroekonomická data, která vytvoří obrázek zpomalení růstu ekonomiky z vysokých úrovní blízko 7% k „normální“, avšak stále silným 4-5%. Zvýšenou volatilitu lze očekávat před parlamentními volbami. Případné periody technických korekcí mohou být dobrou nákupní příležitostí k ustavení střednědobých pozic ve zlotém.

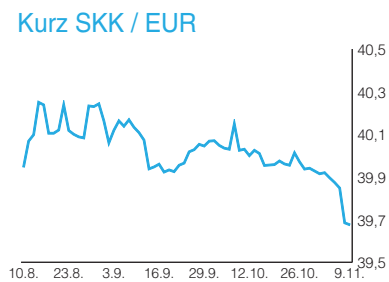
I přesto, že jsme střednědobě „bullish“ ke zlotému, prostor ke krátkodobému posílení se jeví jako omezený. Po rychlém posilování během letošního roku, které bylo úspěšeno agresivním přístupem NBP k měnové politice, zlotému chybí výraznější impuls. V měsíčním výhledu předpokládáme, že se polská měna dostane mírně pod 4,30 vůči euru. Kromě výše zmíněných faktorů by zlotému mělo pomoci i rozšíření tranše v privatizaci PKO z 30% na 38,5%. Zahraniční investoři budou mít zájem o nákup těchto akcií na Varšavské burze. Hlavním rizikem scénáře mírného posílení je kromě politických problémů i fakt, že NBP podle našeho názoru do konce roku nezvýší úrokové sazby. To může vést k vybírání zisků část carry investorů.

## SKK / EUR

V souladu s našim očekáváním (mírné posílení měnového kurzu) slovenská měna opět překonala psychologickou hladinu 40 SKK/EUR a skončila velmi mírně silnější na 39,90 vůči euru. Vývoj slovenské koruny ovlivňovaly obvyklé faktory, tj. silné fundamenty, odvážné ekonomické reformy a zahraničními investory tažené strukturální

Pohyb na slovenské koruně se téměř zastavil...

... příští rok by však měla dále posilovat



změny a na druhou stranu odpor centrální banky (NBS) proti téměř jakémukoli posilování měny. V samotném říjnu ve prospěch koruny působila mírně lepší čísla o průmyslové produkci v září, dohoda koalice o státním rozpočtu i prozatím velmi dobré plnění současného rozpočtu.

Vzhledem k silné pozici slovenské centrální banky se posilování koruny v podstatě zastavilo, a to i přes několikeré překonání hladiny 40 vůči euru. Během listopadu předpokládáme mírné posilování koruny, a to v řádu max. 30 halířů. V rozsahu měsíčního pohybu bude záviset na postoji NBS.

I přes vývoj měnového kurzu slovenské koruny v posledních měsících nadále vidíme tuto měnu jako měnu s potenciálem k poměrně silnému posílení ve střednědobém i dlouhodobém horizontu. Výše popsany scénář fundamentů vs. centrální banka by měl pokračovat i v nejbližších měsících. Z makroekonomických fundamentů pravděpodobně zesílí hospodářský růst, na druhou stranu dojde během příštího roku k mírnému prohloubení schodku běžného účtu (vyšší spotřebitelské i investiční dovozy, repatriace zisků). Silná domácí poptávka by měla zabránit NBS k výraznému snížení úrokových sazeb (tj. 50 bps by mělo být maximum). Změny v Bankovní radě NBS sice nezmění její odpor vůči posilování koruny, mohou ho však zmírnit. Diskuse vedené v ekonomických odborných kruzích mohou vést k návratu banky k inflačnímu cílování od de facto cílování měnového kurzu. V takovém případě by mohla být centrální banka k posilování koruny trochu benevolentnější. V půl ročním horizontu držíme naši předpověď 39-39,50 SKK/EUR, v ročním horizontu by slovenská koruna měla posílit i pod tuto hladinu.

## ČESKÁ REPUBLIKA

### Politický a makroekonomický vývoj

ODS vítězem v krajských zastupitelstvech

Opoziční Občanská demokratická strana s převahou zvítězila ve volbách do krajských zastupitelstev a má velkou šanci na úspěch i ve volbách do Senátu. ODS získala v těchto volbách 36,4%, KSČM 19,7%, ČSSD 14% a KDU-ČSL 10,7%. Pro vládní ČSSD je to další volební neúspěch po červnových volbách do Evropského parlamentu. Je však třeba připomenout, že ČSSD byla v krajích slabá i ve volbách v roce 2000. Výsledek voleb by neměl bezprostřední dopad na finanční trhy, na vývoj reálné ekonomiky ani na politiku. Slabý výsledek voleb může ve vládní ČSSD vytvářet prnutí a utvrdit část strany zvýšit popularitu pomocí levicovější hospodářské politiky.

Parlament schválil státní rozpočet na příští rok v prvním čtení

Dolní sněmovna v polovině října schválila v prvním čtení návrh zákona o státním rozpočtu na příští rok (tedy hlavní propozice rozpočtu jako objem celkových příjmů, výdajů, předpoklady naplnění rozpočtu). Schodek státního rozpočtu by měl v příštím roce dosáhnout 83,6 mld. Kč.

Údaje z průmyslu stále velmi dobré i přes zpomalení růstu produkce v srpnu

V srpnu průmyslová výroba vzrostla meziročně o 8,7% a průmyslové tržby byly meziročně vyšší o 9,9%. Údaj o růstu produkce zůstal však za optimistickými očekáváními našimi i trhu. Růst průmyslu byl podobně jako v předchozích měsících tažen výrobou kovů a kovových výrobků. Další „tahouni“ růstu výroby – výroba aut, auto-dílů, optických a elektronických přístrojů – v srpnu zpomalili částečně vlivem vyšších srovnávacích základů. Údaje o nových zakázkách (meziroční růst o 29,7% celkem, z toho o 34,5% ze zahraničí) ukazují, že silný růstový trend průmyslové produkce (tj. blízko 10% meziročně) by měl pokračovat v dalších měsících a může dále zrychlit v příštím roce mimo jiné díky zahájení provozu v kolínské automobilce.

Maloobchodní tržby stále zaostávají za silným růstem v minulém roce

V srpnu byly tržby v maloobchodě reálně o 3,7% vyšší než v minulém roce. Tržby vzrostly jak v motoristickém segmentu (o 3,3%), tak i samotném maloobchodu (o 3,9%). V motoristickém segmentu ČSÚ zaznamenal silný nárůst prodeje aut (o 7,3%), i přes protichůdné statistiky o prodejích nových vozidel. V samotném maloobchodu se dařilo hlavně obchodníkům s textílem a obuví, elektronikou a nábytkem. Letos se maloobchodní tržby zvýšily o pouhých 1,9% kvůli zpomalení růstu reálných mezd (tedy i zpomalení růstu disponibilních důchodů), vyšší nezaměstnanosti a nižší poptávce po automobilech (ovlivněno daňovými změnami). 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 mělo tempo růstu maloobchodních tržeb mírně zrychlit a za celý rok tak očekáváme růst maloobchodních tržeb o 3%.

### Růst české ekonomiky zlepšuje situaci na trhu práce

Pozitivní tendence poměrně silného růstu české ekonomiky a restrukturalizace nabídkové strany ekonomiky, které jsou dokumentovány údaji o HDP, průmyslové výrobě či exportní výkonnosti, se začínají projevovat na trhu práce. Více než dva a půl roku trvající nárůst nezaměstnanosti se v posledních dvou měsících konečně zastavil. V září míra nezaměstnanosti poklesla na 9,1% a v říjnu dokonce na 8,9% podle metodiky ILO, kterou začalo používat Ministerstvo práce a sociálních věcí (na 10,1%, resp. 9,9% podle staré metodiky). Přestože se díky cyklickému vývoji ekonomiky situace na trhu práce zlepšuje, dlouhodobé problémy naší ekonomiky jsou stále nabíledni: strukturální a regionální nesoulad nabídky a poptávky po práci nebo naše stále dosti benevolentní sociální politika. Do konce roku očekáváme nárůst nezaměstnanosti kvůli sezónním faktorům, avšak pokračující ekonomický růst povede k jejímu dalšímu poklesu v průběhu roku 2005. V roce 2005 očekáváme průměrnou míru nezaměstnanosti na úrovni 8,8 %.

### Inflace pravděpodobně na vrcholu v říjnu

Letošní růst spotřebitelských cen dosáhl na podzim svého vrcholu. V září se spotřebitelské ceny snížily o 0,8% oproti srpnu meziměsíčně a meziročně zpomalily na 3%. Za tímto cenovým pohybem bylo hlavně sezónní snížení cen zájezdů, pokles cen potravin, ale i cen v dopravě. V říjnu spotřebitelské ceny naopak meziměsíčně vzrostly o 0,5 % a meziročně inflace vzrostla na 3,5 % (nejvyšší meziroční růst od března 2002). Říjnový růst cen byl dán hlavně zvýšením ceny plynu o 11%, dražším benzínem (kvůli cenám ropy) a vyššími cenami odívání a obuvi. Údaje o inflaci i přes říjnový nárůst ukázaly, že v České republice je nízko-inflační prostředí. Připomeňme, že letošní nárůst inflace byl dán zejména administrativními změnami (tj. zvýšení nepřímých daní a úpravy regulovaných cen). Po říjnovém vrcholu na 3,5% by inflace měla v dalších měsících poklesnout pod hladinu 3% a v polovině roku se dostane na spodní okraj inflačního cíle ČNB (tj. ke 2%). Na konci příštího roku by inflace měla být blízko 3% hladiny.

### Růst průmyslových cen konečně zpomalil, na jak dlouho?

Ceny v průmyslu vzrostly v září o „pouhých“ 0,3% oproti srpnu, v meziročním vyjádření průmyslová inflace zpomalila na 8% ze srpnových 8,1%. Tahouny růstu průmyslových cen zůstaly hutní výrobky, koks a petrochemie, i když rostly pomaleji než v minulých měsících. Naopak poklesly ceny v potravinářství o 0,3% meziměsíčně (růst těchto cen zpomalil v meziročním vyjádření). I přesto, že průmyslové ceny mohou vzhledem k vývoji světových cen komodit a k vývoji dovozních cen v ČR dále růst, není třeba těmto údajům přikládat příliš velký význam. Vzhledem ke struktuře růstu výrobních cen (hutní výrobky a koks) je potenciál „přelití“ tohoto cenového růstu do spotřebitelské inflace omezený.

### Růst cen v zemědělství rychle zpomaluje díky dobré úrodě

Z hlediska výhledu na spotřebitelskou inflaci je důležitý vývoj cen v zemědělství, indikátor vývoje cen potravin. V září meziroční pokles zemědělských cen zpomalil na 1% (z 5,9% v srpnu a vrcholu 20,1% v dubnu). Vzhledem k velmi dobré úrodě u nás i v celé Evropě je pravděpodobné, že se dostanou do deflace. Zpomalení růstu či potenciální pokles zemědělských cen by se měl projevit v dalším zpomalení meziročního růstu cen potravin či dokonce v meziročním poklesu cen potravin v příštím roce. Potravin by tedy rozhodně neměly být inflačním faktorem v příštím roce, spíše deflačním.

### Silný růst vývozu vede k dalšímu zlepšení obchodního salda

Saldo zahraničního obchodu dosáhlo v srpnu pouhých 2,4 mld. Kč a v září přebytku 3,2 mld. Kč. Údaje o výši deficitu lámou desetileté rekordní minima. Tempa růstu exportů i importů převyšují 20%.

Příznivá struktura vývozu (stroje a strojírenské zařízení, auta, elektrické a optické přístroje a telekomunikační zařízení) ukazuje, že místní podniky jsou schopny využívat oživení světové i 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 Jihovýchodní Asie a s Ruskem. Vynikající výsledky zahraničního obchodu spolu s růstem průmyslové výroby ukazují, že v České republice došlo v posledních letech k významné strukturální změně (s významným podílem PZI) – ekonomickou hantýrkou řečeno - došlo ke zvýšení tempa růstu potenciálního produktu. Zdá se, že česká ekonomika je schopna růst rychlejším tempem, aniž by tento růst generoval inflační tlaky. Velmi dobré výsledky zahraničního obchodu by měly pokračovat i v dalších měsících, když celkové letošní roční saldo bude možná i pod 50 mld. Kč (v porovnání s loňskými 70 mld. Kč). Příznivý vývoj zahraničního obchodu by měl pokračovat také v příštím roce. Dojde k nárůstu dovozu kvůli vyššímu hospodářskému růstu, růstu mezd ale rovněž i k nárůstu vývozu. Významnou roli na

## Běžný účet nadále tíží odliv dividend

tom bude mít zahájení provozu v automobilce TPCA v Kolíně.

V srpnu skončil běžný účet platební bilance opět s relativně vysokým deficitem 18,2 mld. Kč. Na celém schodku tvoří lví podíl odliv dividend (zhruba 9 mld. Kč) a položka reinvestované zisky 6,1 mld. Kč. Připomeňme, že letošní hodně vysoký odliv dividend souvisí se zrušením dividendové daně pro strategické vlastníky (v srpnu vyplácela dividendu Komerční banka). Za celý letošní rok očekáváme schodek na běžném účtu odpovídající 6,4% HDP. V příštím roce by mělo dojít k mírnému zlepšení na 5,5% HDP jednak díky pravděpodobnému snížení deficitu v zahraničním obchodu, ale zejména ne tak vysokému odlivu dividend. V příštím roce by repatriace zisků neměly dosáhnout letošních maxim, protože se změnou zdanění dividend došlo letos k jednorázovým převodům několik let kumulovaných zisků do zahraničí.

ČNB výrazně zmírnila rétoriku během října a zchladila očekávání rychlého růstu úroků

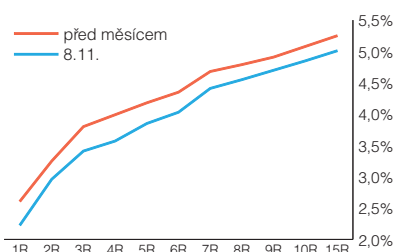
Po relativně „holubičích“ vyjádření Více-governéra Dědka během září obrat v rétorice Bankovní rady zesílil. Za všechny připomeňme prohlášení Guvernéra Zdeňka Tůmy, že při současném výhledu na další vývoj inflace je možné, že další zvýšení úrokových sazeb již nebude třeba. Další členové byly ve svých proslovech ještě více proti dalšímu růstu sazeb. Podobným způsobem se v médiích vyjadřuje dokonce i Víceguvernér ČNB Luděk Niedermayer, který je jinak považován za zastávce vyšších úrokových sazeb. I Prezident Václav Klaus sdělil svůj názor, že zde není moc prostoru pro vyšší úrokové sazby. Nechceme spekulovat o vlivu blížící se obměny bankovní rady, tento vliv však pravděpodobně nebude nevýznamný. Jeden z hlavních argumentů pro dvoje zdražení peněz během léta – a sice, že záporné reálné úrokové sazby nejsou adekvátní v prostředí expandující ekonomiky – se vytratil z komentářů centrálních bankéřů. Na konci měsíce proto nebylo překvapením, když centrální banka ponechala úrokové sazby beze změny.

## Inflační zpráva optimistická ohledně růstu ekonomiky

V říjnové Inflační zprávě analytici ČNB potvrdili optimistický výhled na růst české ekonomiky. Podle jejich odhadů české HDP letos vzroste zhruba o 4% a v příštím roce dokonce o 4,5%, což je v souladu s naším názorem. Ekonomika roste poměrně rychle, aniž by to vytvářelo nebezpečné inflační tlaky. ČNB zvýšila odhad růstu potenciálního (tj. neinflačního) produktu z 2,5-3% na „více než 3%“. K uzavření produkční mezery by mělo dojít později než centrální banka dříve očekávala. Během první poloviny roku by měla inflace klesnout dokonce pod spodní okraj inflačního cíle (tj. pod 2%), zejména kvůli deflaci cen potravin. V horizontu nejučinnější transmise (tj. 1-1,5 roku) by inflace měla směřovat do inflačního cíle, vyšší riziko je na inflační než na deflační straně. S touto prognózou je konzistentní mírný nárůst úrokových sazeb v delším období, nicméně pomalejším tempem než předpokládala dubnová a červencová Zpráva o inflaci.

Změna pohledu na měnovou politiku ČNB podpořila prudký pokles výnosů

## Česká výnosová křivka



Střednědobě bude trh sledovat zejména měnovou politiku ČNB

## Dluhopisové a peněžní trhy

Říjnový pokles výnosů byl v ČR ještě podstatně výraznější než ve světě. Přispělo k tomu především to, že trh po značném váhání přijal ve vystoupeních činitelů ČNB avizovanou změnu v politice centrální banky. Trh tak přešel od očekávání poměrně silného růstu úrokových sazeb k očekávání jejich praktické stability ve střednědobém horizontu. K prudkosti pohybu přispěly i technické faktory související s náhlým obratem očekávání a podobný vývoj ve světě. Protože výrazněji poklesl krátký konec výnosové křivky došlo ke zvýšení její strmosti. Snížil se také rozdíl výnosů českých a německých dluhopisů. Výnos desetiletého dluhopisu klesl z 5,00% mezi 4,60 až 4,70% a rozdíl mezi výnosy českých a německých dluhopisů klesl na krátkém konci výnosové křivky na 40bp.

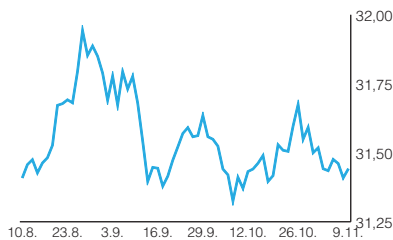
Listopad bude na českém dluhopisovém trhu pravděpodobně nejprve ve znamení korekce říjnového vývoje a poté konsolidace a příprava na klidné období na konci roku. Na náš trh bude působit vývoj na hlavních světových trzích, především v EMU. Z makroekonomických dat může obchodování ovlivnit především zveřejnění údajů o vývoji HDP ve třetím čtvrtletí. Trh bude také sledovat inflaci a výroky představitelů ČNB.

Střednědobě bude nejdůležitější událostí částečná obměna bankovní rady ČNB. Podle toho jak trh vyhodnotí směřování nové bankovní rady se také bude řídit vývoj výnosové křivky. Dalším důležitým faktorem bude vývoj ve světě a roli bude hrát také vývoj domácí inflace. Lze očekávat částečný růst výnosů, ale nijak překotný.

## Devizový trh

Koruna se v říjnu držela mezi 31,30 až 31,80

Kurz CZK / EUR



Zlepšování obchodní bilance a nižší repatriace by měly pomoci koruně k mírnému posilování

Kurz koruny k euru se i v listopadu držel v rozmezí z předchozích měsíců. Pomalé kolísání kurzu ovlivňovaly především krátkodobé technické faktory, reálné peněžní toky a částečně vývoj v regionu a vývoj kurzu eura k dolaru. Díky oslabení kurzu dolaru k euru se kurz koruny k dolaru dostal na historická maxima. Síla eura měla částečně negativní vliv na korunu, ale nestačila na to, aby se kurz dostal ze střednědobého pásma.

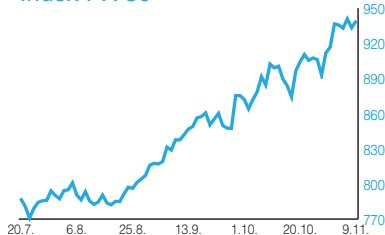
Změnu neočekáváme ani v listopadu. Kurz se bude pravděpodobně nadále držet v pásmu 31,20 až 31,90. Pouze další podstatný propad kurzu dolaru k euru nebo měnová krize v regionu by mohly korunu posunout nad horní okraj pásma. Pravděpodobnější je však to, že se kurz bude držet převážně v dolní polovině pásma.

Střednědobě nadále předpokládáme mírné postupné posilování koruny vůči euru a výrazné posílení vůči dolaru. Koruně by mělo pomáhat zlepšování výkonnosti české ekonomiky, především zlepšování obchodní bilance. Slabší než v letošním roce by měl být vliv repatriací dividend a nižší by měly být i investiční dovozy. Dalším faktorem, který by mohl podpořit posilování koruny je pravděpodobná privatizace Českého Telecomu. Předpokladem pro tento scénář je, že se udrží dostatečná poptávka v EU. Případné negativní vlivy měnových otřesů v regionu (rizikem je především Maďarsko) by na kurz koruny měly mít jen krátkodobý a nijak podstatný vliv.

## Český akciový trh

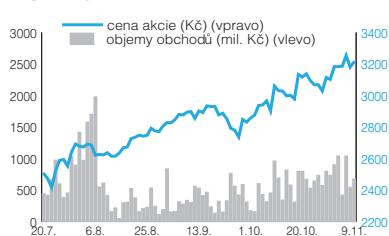
Trh opět na maximech díky akciím ČEZ, Komerční banky a Zentivy

Index PX 50



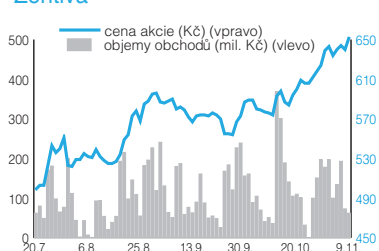
Akcie ČEZu, Komerční banky a Zentivy vytlačily indexy PX50 a PX-D na další více jak desetiletá maxima. Indexy s drobnějšími výkyvy posilovaly po celý měsíc, výjimkou byla pouze třídní korekce uprostřed října. Hlavními tahouny růstu byly tentokrát akcie ČEZu, Komerční banky a Zentivy, které celý měsíc v zásadě kopírovaly index. Akcie ČEZu reagovaly pozitivně na zprávy o zvýšení objemu prodeje elektřiny v příštím roce a také růstu cen exportované elektřiny. Spolu s předchozími zprávami o průměrném 11% růstu velkoobchodních cen je evidentní, že ČEZu v příštím roce významně vzrostou výnosy. Trh pozitivně hodnotil i vývoj soutěže na koupi dvou rumunských distribučních společností, kde má ČEZ velkou šanci jednu z těchto firem koupit. Naopak vítězství konkurenčního Enelu v soutěži na koupi Slovenských elektráren trh ignoroval a akcie ČEZu za to nijak nepotrestal. ČEZ má podle našeho názoru ale stále jistou, byť malou, šanci do tohoto tendru vstoupit, protože jednání slovenské vlády s Enelem jsou dost komplikovaná a nejsou ani zdaleka u konce. Je otázkou, zdali bude Enel ochoten akceptovat všechny podmínky. Na konci měsíce také ČEZ zveřejnil tříčtvrtletní výsledky, které byly lepší než se čekalo. Akcii to v prvních dvou listopadových dnech pomohlo k dalšímu růstu.

KOMERČNÍ BANKA



Stejně jako akcie ČEZu i akcie Komerční banky nabraly počátkem října silný růstový kurz. Uprostřed měsíce ale přišla série stagnací či mírných oslabení s jednou jedinou výjimkou, a tou byl 19. říjen, kdy akcie posílily o více jak 5% díky pozitivnímu analytickému doporučení jedné renomované americké banky, která stanovila cílovou cenu akcie o 25% výš, než se předchozí den akcie obchodovaly. Měsíc byl ale opět tradičně chudý na jakékoliv zásadní informace, tím spíše se čekalo, jaké banka předloží výsledky za tři čtvrtletí. Výsledky za devět měsíců byly bez nějakých zásadních překvapení a tudíž v zásadě podle očekávání. Akcie přesto na výsledky reagovala v prvních listopadových dnech dalším růstem. Celkově desetiprocentní růst byl nakonec největším překvapením měsíce října.

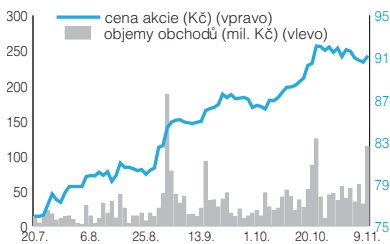
Zentiva



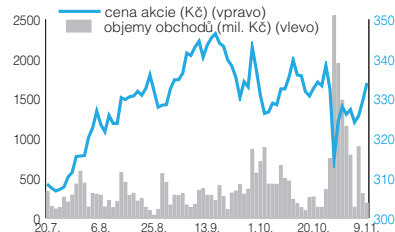
Dalším silně rostoucím titulem byly (tentokrát podle očekávání) akcie Zentivy. Akcie v prvních dvou dekadách stagnovaly, poté se ale rozjely k poměrně razantnímu růstu. Růst ceny akcie byl logický vzhledem k předchozí dvouměsíční stagnaci a očekávání silných výsledků za devět měsíců. Ty byly nakonec nad odhadem trhu, což dalo tak akciím první listopadový den další pozitivní impuls. Management mimo jiné poukázal především na velmi silný růst na trzích Polska a Ruska, což jsou pro Zentivu klíčové trhy z hlediska budoucí expanze.

Podle očekávání rostly v říjnu také akcie Unipetrolu, růst se ale 22. října zastavil a od té doby akcie postupně mírně oslabuje. Jasným tahounem růstu před 21. říjnem

**UNIPETROL**



**ČESKÝ TELECOM**



bylo očekávání rychlého vypořádání akvizice polskou PKN Orlen u antimonopolního úřadu v Bruselu a blížící se odkup menšinových akcionářů. Zlom ale nastal 20. října, kdy byla zveřejněna informace o potenciální ztrátě České rafinérské ve výši 469 mil. Kč z obchodů se společností Gilbert Oil. Navíc počátkem listopadu vyšlo najevo, že proces projednávání akvizice Unipetrolu polskou PKN Orlen se dále opozdí, což má momentálně na akcii mírně negativní vliv.

Akcie Českého Telecomu byla naopak nejztrátovějším titulem minulého měsíce. Důvodem poklesu o 3,9% jsou nejasnosti ohledně metody privatizace společnosti. Především ale zpráva o tom, že ministerská privatizační komise hodlá doporučit vládě prodat 51% akcií Telecomu přes kapitálové trhy (Reuters 26.10.) stáhla akcii během dvou dnů níž o téměř 7% až na 315 Kč. Ve zbytku měsíce a na počátku listopadu akcie tento propad téměř umazala. Poslední nárůst o 1,2% z 8. listopadu byl médií dáván do souvislosti s článkem v týdeníku Euro z 8.11., ve kterém tento týdeník mimo jiné uvedl, že privatizační poradce oslovil 36 potenciálních zájemců o Telecom, přičemž se mu vrátilo zpět 17 pozitivních odpovědí. Další informace viz Přehled zpráv z akciového trhu.

**VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ**

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	29.10.	30.9.	1M	3M	12M	2004
PX 50	911.9	875.4	4.2%	15.4%	43.2%	38.4%
PX-D	2256.2	2176.6	3.7%	13.7%	42.3%	37.3%
Český Telecom	324.30	337.30	(3.9%)	2.8%	16.9%	11.3%
ČEZ	273.90	259.30	5.6%	38.2%	94.0%	88.0%
Erste Bank	1 095	1 063	3.0%	6.9%	43.3%	37.2%
Komerční banka	3 114	2 831	10.0%	15.7%	26.5%	28.8%
Philip Morris ČR	14 490	14 898	(2.7%)	(5.4%)	1.2%	(7.9%)
Unipetrol	91.90	86.25	6.6%	16.7%	46.2%	38.3%
Zentiva	624	573	8.9%	19.3%	--	28.7%

**Objemy obchodů největší od května**

Objemy obchodů v říjnu překonaly objemy v posledních čtyřech měsících a dostaly se tak na úroveň silného měsíce května. Oproti září silně stouply obchody s akciemi Českého Telecomu a Komerční banky a naopak mírně klesly obchody s akciemi ČEZ. Za celý měsíc se zobchodovaly akcie za 42,7 mld. Kč. Denní průměr se zvýšil ze zářijových 1,8 mld. Kč na 2,1 mld. Kč.

	říjen 2004		září 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČEZ	12.2	28.5	14.6	38.7
Český Telecom	11.5	26.9	6.8	18.0
Komerční banka	11.4	26.7	8.2	21.7
Zentiva	2.5	5.9	2.5	6.7
Erste Bank	2.3	5.3	2.2	5.8
Philip Morris ČR	1.9	4.5	2.5	6.7
Unipetrol	0.8	1.9	0.8	2.2

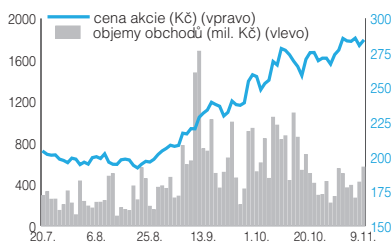
**Růstové tituly pro listopad: ČEZ, Zentiva, Komerční banka**

**Středoevropský region je z hlediska akcií vhodným investičním cílem**

Český akciový trh se momentálně nachází ve střednědobém silném růstovém trendu, která trvá již téměř půl roku. Indexy PX50 a PX-D jsou na více jak desetiletých maximech. Letošní růst již přesáhl 40% a nezdá se, že by měl v dohledné době nějak oslabovat. Velké renomované investiční domy doporučují trhy střední a východní Evropy jako vhodný cíl pro investice do firem, které stále mají jistý diskont vůči západoevropské konkurenci. Domníváme se, že současný růstový trend je opožděnou reakcí (nebo jinak řečeno druhou vlnou reakcí) na vstup zemí regionu do Evropské unie letos v květnu. Na trh vstupují silní institucionální investoři, kteří nově začali středoevropské země posuzovat jako součást akciového trhu Evropské unie. Středoevropské akcie se stávají součástí evropských indexů a skrze ně i součástí indexových portfolií. K růstu přispívá i současný pozitivní makroekonomický vývoj středoevropských zemí včetně stabilních kurzů středoevropských měn. Situace na akciových trzích ve Střední

### Očekávání růstu cen elektřiny a zvýšené poptávky bude hnát akcie ČEZu dál vzhůru

#### ČEZ

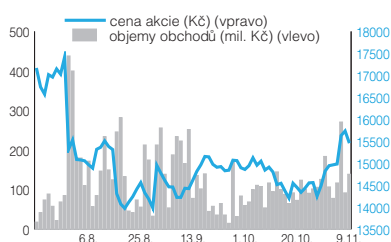


### Po pozitivní třičtvrtletních výsledcích posilují i akcie Zentivy

### Akcie Komerční banky by i v listopadu mohly pokračovat v růstovém trendu

### Akcie Unipetrolu budou v příštích týdnech nejspíš stagnovat

#### PHILIP MORRIS ČR



Evropě je tak v ostrém protikladu s trhy v západní Evropě a USA, které letos zatím vykazují jen jednociferný růst, a to ještě jen díky pozitivnímu vývoji v minulém měsíci. Máme za to, že pozitivní vnímání Střední Evropy jako bezpečného a rostoucího trhu s kvalitními akciemi ještě nějakou dobu vydrží, rizika ale samozřejmě existují. Případné oslabení některé ze středoevropských měn (rizikovou měnou může být např. forint) může tuto důvěru oslabit a trend zvrátit. Přesto zůstáváme spíše optimisty.

Z českých akcií (bez komentáře ponecháváme ze zřejmých důvodů akcie Erste Bank a Českého Telecomu) očekáváme, že v posilování bude dál pokračovat ČEZ a Zentiva. Pro ČEZ hraje celkově velmi pozitivní situace na domácím i světovém trhu s energiemi, kde roste poptávka a zvyšují se i ceny. ČEZ zvýší v příštím roce velkoobchodní cenu elektřiny o 11%, v dalších letech ale bude růst cen elektřiny kontinuálně pokračovat, a to i přes úplnou liberalizaci trhu v roce 2006. Důvodem je nutnost budoucí obměny či modernizace stávajících uhelných elektráren. Ceny elektřiny jsou reálné (tj. včetně započtení inflace) zhruba na poloviční úrovni v porovnání s cenami v roce 1992, což je pro výstavbu nových energetických zdrojů příliš nízká cena. ČEZ (stejně jako velké západoevropské energetické firmy) hovoří o nutnosti zvýšit velkoobchodní ceny elektřiny nejméně o třetinu, aby se vyplatilo do nových energetických zdrojů investovat. Dalším důvodem pro růst akcií ČEZu je současná expanze firmy na trhy východoevropských jihovýchodoevropských zemí. V průběhu listopadu by mělo Rumunsko odsouhlasit prodej dvou distribučních společností, přičemž ČEZ je jedním ze dvou zájemců. ČEZ je navíc oproti konkurenci stále mírně podhodnocený - z hlediska EV/EBITDA diskont činí cca 25% až 30%. Všechny tyto (plus některé další) důvody jsme shrnuli v naší nové analýze společnosti ČEZ, kterou jsme vydali 9. listopadu. V ní doporučujeme akcie ČEZ akumulovat s cílovou cenou 328 Kč.

Atraktivním titulem je pro investory i Zentiva. Zentiva předložila třičtvrtletní výsledky, které překonaly očekávání trhu. Rychle a dobře pokračuje integrace slovenské Slovakofarmy do holdingu. Hlavním motivem je ale expanze firmy v regionu Polska a Ruska. Prodeje na těchto trzích stouply ve 1-3Q meziročně o 153%, resp. 57% a do budoucna mají ohromný potenciál. Zentiva zůstává jednou z nejatraktivnějších investičních příležitostí mezi středoevropskými farmaceutickými firmami. Akcie sice za poslední měsíc poměrně výrazně posílily, další růstový potenciál ale podle našeho názoru ještě stále existuje. Erste Bank doporučuje tuto akcii akumulovat s cílovou cenou 688 Kč.

Komerční banka předložila třičtvrtletní výsledky, které trh nijak pozitivně ani negativně nepřekvapily. Pro nás byl pouze mírným negativním překvapením slabý růst výnosů z poplatků a provizí a zhoršení poměru Náklady / Výnosy (Cost/Income ratio) kvůli růstu HDP a vyšším odvodům do Fondu pojištění vkladů. Banka svými výsledky trhy zatím nijak pozitivně nepřesvědčila. Na druhou stranu ale investoři nemohou vynechat důležité akcie Komerční banky, pokud chtějí kupovat celý trh (důvody jsme shrnuli v prvním odstavci). Indexy pražské burzy letos vzrostly o více jak 40%, zatímco akcie Komerční banky přidaly jen mírně nad 30%. Z tohoto pohledu mají akcie KB co dohánět. Není tedy vyloučeno, že akcie budou v následujících týdnech dohánět trh, tj. posilovat, i když výsledky za tři čtvrtletí by hovořili spíše pro stagnaci.

Akcie Unipetrolu v posledních dnech stagnují či mírně oslabují. Důvody jsme shrnuli v předchozím komentáři. Podle našeho názoru bude stagnace akcie během listopadu pokračovat. Další růst ceny akcie čekáme až poté, co Evropská komise vydá souhlasný verdikt s akvizicí Unipetrolu polskou PKN Orlen, což lze nejdříve očekávat v prosinci.

Akcie Philip Morris CR silně stouply v prvních listopadových dnech, aniž by tento růst byl podpořen nějakou zásadní fundamentální kurzotvornou informací. Podle našeho názoru plánovaný růst cen cigaret v příštích několika letech bude držet akcie tabákové společnosti na současně vyšší okolo 15 tis. Kč. Nepředpokládáme, že by se akcie delší dobu udržela výrazně nad touto hranicí.



# Přehled zpráv z akciového trhu

## Český Telecom

### Privatizační komise doporučila prodat Český Telecom přes kapitálový trh

Ministerská komise pro privatizaci Telecomu rozhodla, že vládě doporučí metodu prodeje akcií přes kapitálový trh, i když poradce doporučil metodu přímého prodeje investorovi, který bude vybrán v tendru. Agentura Reuters citovala vládní zdroj, podle kterého má v komisi velkou váhu Ministerstvo financí, které podporuje alternativu prodeje přes kapitálový trh. Existuje tak ještě pravděpodobnost, že se kabinet rozhodne pro veřejnou soutěž a bude ignorovat názor Ministerstva financí. Pokud vláda doporučení komise akceptuje, prodej by se nekonal dříve než v březnu či dubnu příštího roku po zveřejnění auditovaných výsledků společnosti. (Zdroj: Reuters 26.10.)

### Vláda by měla schválit metodu privatizace Telecomu 15. listopadu

vláda by se měla zabývat metodikou privatizace Českého Telecomu na svém zasedání 15. listopadu. Podle deníku HN existuje důvodová zpráva, která specifikuje tři metody privatizace státního 51% podílu (prodej akcií na trhu, prodej přímému zájemci vybranému pomocí tendru a kombinace obou metod), přičemž dává přednost prodeji akcií na kapitálových trzích. Tuto metodu také minulý týden doporučila privatizační komise. Poté, co se vláda rozhodne pro jednu ze tří metod, připraví Ministerstvo financí do 15. prosince podrobný popis zvolené metody a časový harmonogram transakce. Pokud by se vláda shodla na prodeji akcií na kapitálových trzích, Ministerstvo financí by mělo již stanovit termín zahájení prodeje akcií a cenové rozpětí. (Zdroj: Hospodářské noviny 3.11.)

### Mládek: Telecom by měl být prodán přímým investorům

Podle Jana Mládky, ekonomického poradce premiéra Grosse, by státní většinový podíl v Českém Telecomu měl být prodán přímým investorům. Mládek řekl, že nevidí mnoho výhod při prodeji akcií na kapitálovém trhu a dodal, že by stát ztratil při tomto způsobu prodeje prémii 5 až 10 mld. Kč. (Zdroj: Bloomberg 8.10.)

### Předběžná zájem investorů o privatizaci Telecomu je velmi dobrý

Předběžná odezva investorů na privatizaci Českého Telecomu je podle místopředsedy FNM Pavla Kuty pozitivní až velmi pozitivní, a to i přes to, že vláda stále nerozhodla, jakou metodou bude Telecom prodávat. Kuta dodal, že po zahájení privatizace by se mohl počet

investorů ještě dále zvýšit. (Zdroj: Reuters 8.10.)

### Euro: Dánský TDC má eminentní zájem o Český Telecom

Podle týdeníku Euro se koncem října sešel v Praze premiér Gross s dánským premiérem Rasmussenem. Jejich rozhovory se údajně týkaly také privatizace Českého Telecomu. Podle Eura premiér Gross po těchto rozhovorech oslabuje svoji podporu prodeje akcií Telecomu na kapitálových trzích. Euro také spekuluje, že prodej akcií na burze není možný bez podpory managementu společnosti, který by se měl setkávat s investory a jezdit na případné road show. Podle Eura ale v tomto případě hrozí, že prodej napadne některý menšinový akcionář. Když TelSource prodával v prosinci 2003 27% akcií Telecomu, FNM zakázal manažerům prodej podpořit. Problematiku podpory managementu by měla rozhodnout Komise pro cenné papíry. Týdeník dále uvedl, že privatizační poradce oslovil 36 potenciálních zájemců o Telecom, přičemž se mu vrátilo zpět 17 pozitivní odpovědi. Podle Eura je mezi zájemci dvakrát tolik finančních investorů než telekomunikačních firem. (Zdroj: Euro 8.11.)

### Eurotel vyplatil Telecomu 4 miliardy korun

Eurotel vyplatil Telecomu ze svého nerozděleného zisku podíl ve výši 4 mld. Kč. Telecom měl peníze použít na splacení zahraničního syndikovaného úvěru a na výplatu dividendy 17 Kč / akcii (celkem 5,5 mld. Kč). Telecom vyplatil dividendu 20.října. (Zdroj: Reuters 8.10.)

### Telecom chce zastavit pokles výnosů z hovorného v pevné síti

Podle výkonného ředitele pro transformaci Michala Heřmana je hlavním cílem zastavit pokles výnosů do konce příštího roku. Klesající výnosy by měly nahradit výnosy z datových služeb a internetu. Letos by se měl pokles výnosů z pevných linek zpomalit. V 1H/2004 klesly výnosy Telecomu z hovorného na pevných linkách o 7% na 17,4 mld. Kč. (Zdroj: ČTK 8.10.)

### Telecom chce ušetřit náklady díky outsourcingu vnější údržby sítě

Telecom zvažuje převedení údržby sítě k externímu dodavateli, což by se dotklo několika tisíc ze zhruba 9500 zaměstnanců. Podle informací ČTK firma jedná s firmami Siemens a Alcatel a vyhodnocuje jejich nabídky. Podle výkonného ředitele pro transformaci Michala Heřmana zatím nebylo rozhodnuto, zda se projekt spustí. Náklady na údržbu se pohybují kolem dvou miliard korun ročně. (Zdroj:

ČTK 8.10.)

### Český Telecom předložil solidní výsledky (podle IFRS) za 1-3Q04

Výnosy vzrostly o 24% na 46,53 mld. Kč, EBITDA stoupl o 23,3% na 22,49 mld. Kč, EBIT se zvýšil o 63,7% na 6,94 mld. Kč a čistý zisk vzrostl o 21,9% na 4,51 mld. Kč. Konsolidované výsledky nejsou meziročně srovnatelné kvůli tomu, že loni Telecom konsolidoval jen 51% Eurotelu a letos 100%. Výsledky byly v zásadě v souladu s očekáváním trhu. Pozitivní je marže EBITDA, která stagnuje na 48%, což je nad průměrem trhu. Pokud bychom ale výsledky přepočítali tak, aby byly z hlediska konsolidace Eurotelu srovnatelné, konsolidované výnosy by klesly o 3,5%, což je především důsledkem 5,2% poklesu tržeb z pevných linek. Migrace klientů z pevných na mobilní linky tak zůstává největší výzvou pro současný management firmy. Počet pevných telefonních linek totiž stále klesá (nyní 3,41 mil., pokles o 5,4%), zatímco počet zákazníků Eurotelu vzrostl o 8,5% na 4,362 mil. Celkově lze ale výsledky považovat za velmi solidní, jejich vliv na cenu akcií ale bude minimální vzhledem k nadcházející privatizaci společnosti. (Komentář)

## ČEZ

### Mládek: ČEZ by neměl být privatizován před rokem 2010

Podle Jana Mládky, ekonomického poradce premiéra Grosse, zatím nepadlo rozhodnutí o prodeji 16% akcií ČEZ. Mládek řekl, že vláda zmíněným 16% akcií nepotřebuje k tomu, aby společnost ovládala a dodal, že doufá, že společnost nebude privatizována dříve než v roce 2010.

### ČEZ zvýší prodeje elektřiny v ČR v příštím roce

Pro příští rok ČEZ nakontrahoval o 2 TWh více elektřiny než pro letošní rok. Uvedl to v tiskové zprávě obchodní ředitel Alan Svoboda. Poptávka po elektřině z ČEZ roste rychleji než domácí spotřeba elektřiny, která za první pololetí meziročně stoupla o cca 3%. ČEZ tak zvyšuje svůj podíl na domácím trhu. Na druhé straně Svoboda uvedl, že letošní objem exportu elektřiny bude výrazně nižší než v loňském roce, kdy extrémní sucho vyřadilo z provozu řadu evropských vodních elektráren a tudíž se zvýšila poptávka do dovozu elektřiny z ČR. Svoboda uvedl, že ČEZ se chce nadále více koncentrovat na úplné využití cenového potenciálu při exportu elektřiny, tzn. vyvázet elektřinu za co možná nejvyšší ceny. Svoboda také uvedl, že ČEZ bude od příštího roku pro další tři roky opět hlavním poskytovatelem podpůrných služeb pro společnost ČEPS. Z toho důvodu bude část

výrobních kapacit sloužit jako rezervní zdroje pro vlastní regulaci provozu i pro podpůrné služby.

### **Elektrina v příštím roce zřejmě podraží o 4,4%**

Podle deníku MfDnes, který citoval zdroj blízký Energetickému regulačnímu úřadu, stoupnou v příštím roce regulované maximální ceny elektřiny o 4,4%. ERÚ by měl oficiálně ceny stanovit v listopadu.

### **Ministr průmyslu chce, aby se ČEZ účastnil všech důležitých privatizačních soutěží v regionu**

Ministr průmyslu Milan Urban podporuje ČEZ v jeho úsilí účastnit se všech důležitých privatizačních soutěží ve středoevropském regionu. Urban řekl deníku Lidové noviny, že ČEZ jistě podá závaznou nabídku na koupi rumunských distribučních společností a má zájem koupit také elektrárny a teplárny v Bulharsku. ČEZ by se účastnil i tendrů v Polsku, kdyby vláda nějaké zahájila. Urban také řekl, že v současnosti jedná a akvizicích v Makedonii a na Kypru a dodal, že uvažuje o tom, jak by ČEZ mohl získat větší kontrolu nad českou těžbou uhlí. Podle Urbana by v ideálním případě mohl ČEZ získat většinový podíl v Severočeských dolech i v Mostecké uhelné.

### **ČEZ hledá akviziční cíle i v Rusku**

Rusko je jednou ze zemí, kde by ČEZ mohl v budoucnu nakupovat výrobce či distributory elektřiny. Jednou z možností by mohlo být očekávané rozštěpení výrobce elektřiny RAO UES, řekl ředitel ČEZ pro fúze a akvizice Vladimír Schmalz. RAO UES kontroluje 70% výroby elektřiny v Rusku. Stát se údajně chystá společnost rozdělit, aby se trh výroby elektřiny stal více konkurenčnější a přilákal zahraniční investory.

### **ČEZ a E.ON jedinými zájemci o koupi dvou rumunských distribučních společností**

Pouze ČEZ a německá společnost E.ON předložila finální nabídku na koupi dvou rumunských distribučních společností Electrica Oltenia a Electrica Moldova. Třetí předběžný zájemce, španělská společnost Union Fenosa, nepodala závaznou nabídku. Rumunská vláda následně počátkem listopadu požádala ČEZ a E.ON o vylepšení již podaných nabídek, které obě společnosti 8. 11. podaly. Rumunský tisk uvedl, že ČEZ podal lepší nabídku na Electrica Oltenia, zatímco E.ON má vyšší nabídku na Electrica Moldova.

### **Slovenská vláda vybrala Enel jako vítěze tendru na Slovenské elektrárne**

Slovenská vláda rozhodla, že zahájí exkluzivní jednání se společností Enel o smlouvě na koupi 66% podílu ve Slovenských elektrárnách. Podle podmínek

soutěže se obě strany musí dohodnout do 21. listopadu. Ministr hospodářství Rusko má také od vlády pravomoc jednání s Enelem přerušit, pokud italská vláda neprodá část svého podílu ve společnosti a Enel by zůstal i nadále ve většinovém vlastnictví státu. Enel nabídl 840 mil. eur, nabídka ČEZu ve výši 690 mil. eur skončila na druhém místě. Vláda nejprve stanovila exkluzivitu na jednání s Enelem do 2. listopadu. Později stanovila tři podmínky, při jejichž splnění mohlo jednání pokračovat do 11. listopadu. Enel tyto tři základní podmínky odsouhlasil. Podle slovenského tisku byl jedním z kritérií závazek, aby Enel udržel výrobní kapacity Slovenských elektráren. Další podmínky se údajně týkaly podílu Enelu na provozu závodu na zpracování jaderného odpadu a vodní elektrárny v Gabčíkově. Podle jiných informací týdeníku Euro se měl Enel písemně zavázat k tomu, že zachová současný objem výroby elektřiny, že bude stavět další elektrárny, že zajistí likvidaci vyhořelého paliva z jaderných elektráren, a že se bude podílet na demontáži odstaveného jaderného bloku A1 v Jaslovských Bohunicích a další bohunické elektrárny V1.

### **ČEZ se připravuje na koupi bulharských elektráren**

ČEZ se chce nyní soustředit na privatizaci bulharských uhelných elektráren Bobov Dol, Russe a Varna, řekl ředitel ČEZ pro fúze a akvizice Vladimír Schmalz. Největší z elektráren, Varna, má instalovanou kapacitu 1260 MW. Bobov Dol má kapacitu 630 MW a Russe 400 MW. Podle Schmalze se ČEZ také chystá podat nabídku na výrobce elektřiny v Rumunsku a dále na výrobce a distributory elektřiny v Makedonii. Schmalz také uvedl, že ČEZ má dostatek vlastních zdrojů pro financování zahraniční expanze a mohl by, pokud by to bylo třeba, investovat i 1,5 mld. eur.

### **ČEZ očekává, že bude mít dostatek povolenek na emise CO2**

Šéf strategického oddělení společnosti Ivan Novák řekl, že ČEZ očekává, že obdrží od vlády dostatek povolenek na emise oxidu uhličitého, aby je nemusel dokupovat na trhu. Novák současně odmítl tvrzení jedné makléřské společnosti, že ČEZ na prodeji povolenek vydělá až několik miliard korun. Vláda schválila minulý týden, že tuzemské firmy dostanou povolenky na celkem 107,6 tun skleníkových plynů. O rozdělení povolenek mezi jednotlivé firmy však nebylo rozhodnuto.

### **ČEZ bude muset zahájit příští rok přípravné práce na stavbu nových jaderných bloků**

Podle Zdeňka Linharta, ředitele ČEZ zodpovědného za jadernou energii, by jeden nebo dva bloky mohly mít výkon až

2000 megawatt. Náklady na stavbu by v závislosti na kapacitě zdroje činily 50 až 100 mld. korun. S tím souvisí i rozhodnutí o tom, zdali bude efektivní prodloužit životnost jaderné elektrárny Dukovany s kapacitou 1760 MW o dalších 10 let do roku 2035. Pokud by se ukázalo, že prodloužení životnosti nebude efektivní, ČEZ by nové bloky postavil buď v Temelíně nebo v Dukovanech. Linhart dodal, že soutěž na dodavatele stavby nezačne před rokem 2012. Výstavba nového bloku trvá až 15 let.

### **ČEZ koupil od E.ON menšinové podíly v SME a SČE**

Na základě opční smlouvy koupil ČEZ od E.ON 30,28% podíl v SME a 5,92% podíl v SČE. ČEZ tak navýšil svůj podíl v SME na 89,38% a v SČE na 56,93%.

### **Nekonsolidované výsledky ČEZu za 1-3Q překonaly očekávání trhu**

ČEZ zveřejnil nekonsolidované výsledky podle českých účetních standardů za 1-3Q/2004. Zatímco provozní výsledky překonaly očekávání trhu, čistý zisk byl téměř přesně podle očekávání. Výnosy vzrostly o 16,4% na 45,76 mld. Kč (odhad trhu: 45,3 mld. Kč), EBITDA vzrostl o 14,6% na 17,6 mld. Kč (17,4 mld. Kč) a EBIT se zvýšil o 23% na 8,36 mld. Kč (8,1 mld. Kč). Čistý zisk klesl o 27% na 9,95 mld. Kč, pokles se ale všeobecně očekával, protože loni ČEZ začítval mimořádný zisk z prodeje 66% ČEPS. Bez všech mimořádných položek (prodej aktiv, kurzové zisky a ztráty, účetní změny) by čistý zisk stoupl o 57% na 6,28 mld. Kč. Lepší provozní výkonnost v meziročním srovnání je důsledkem rostoucí domácí poptávky po elektřině (+3,3%), vyšších domácích velkoobchodních cen elektřiny (+5,9%) a postupně rostoucí ceny exportované elektřiny. Podíl na domácím trhu stoupl o 1,1 proc. bodu na 67,7%. Objem prodané elektřiny na domácím trhu vzrostl o 26% na 36,3 TWh. Objem exportované elektřiny klesl meziročně o 8%, vyšší ceny elektřiny ale pokles kompenzují. Management potvrdil, že vývoz elektřiny bude v příštím roce zhruba stejný jako letos, ale ceny vyvezené elektřiny postupně porostou s tím, jak ČEZ bude uzavírat nové exportní kontrakty za stále vyšší ceny. ČEZ také letos nakontrahoval o 2 TWh vyšší domácí prodeje elektřiny, což zřejmě dále zvýší jeho tržní podíl. Management také zvýšil predikci zisku na letošní rok (podle CAS) na 11 mld. Kč a podle IFRS na 11,8 mld. Kč. (Komentář)

### **Unipetrol**

#### **Stát zřejmě obdrží platbu za Unipetrol až v příštím roce**

Místopředseda FNM Pavel Kuta očekává, že stát dostane více než 13 mld. Kč

za prodej Unipetrolu až v příštím roce, nejspíše v lednu. Polská PKN Orlen se údajně opozdila s dodáním dokumentace o spojení obou firem Evropské komisi. Ta si navíc vyžádala dodatečné informace, takže šetření nezahájí dřív než v polovině listopadu. Následně má 30 dní na vydání verdiktu, zdali akvizice neporušuje pravidla konkurence. V případě dalších potíží ale může verdikt odsunout o další 4 měsíce.

#### **Česká rafinérská má nezaplacenou pohledávku ve výši 469 mil. Kč**

Podle informací týdeníku Euro má Česká rafinérská nezaplacenou pohledávku ve výši 469 mil. Kč za společností Gilbert Oil. Gilbert Oil je přejmenovanou dceřinou společností bývalého obchodního partnera České rafinérské, společnosti Bena, která nakupovala pohonné hmoty pro čerpací stanice Pap Oil, Petra nebo Paramo Nova. Gilbert Oil přestal v polovině letošního roku splácet svoje závazky a údajně nemá ani žádný majetek. Situací by se měla zabývat zřítejší valná hromada akcionářů České rafinérské. Podle Eura má Česká rafinérská v zástavě čerpací stanice Pap Oil a Eurotank, není ale přesně jasné, jakou mají čerpací stanice hodnotu. Akcionáři České rafinérské následně odhlasovali vyhlášení konkurzu na společnost Gilbert Oil, přičemž zamítli prodej nezaplacené pohledávky v hodnotě 469 mil. Kč i prodej zástavy. Generální ředitel Unipetrolu Pavel Švarc uvedl, že tím Česká rafinérská přijde nejméně o 100 mil. Kč, protože zhruba za tuto cenu se dala pohledávka prodat. Výtěžnost konkurzu bude podle Švarce pro Českou rafinérskou téměř nulová.

#### **Komerční banka**

##### **Komerční banka očekává růst čisté úrokové marže**

Generální ředitel Komerční banky Alexis Juan uvedl, že v následujících letech bude klesat podíl zisku z poplatků a provizí na celkovém zisku banky a současně poroste podíl čistých úrokových příjmů na celkovém zisku banky. Důvodem je růst čisté úrokové marže, která se bude zvyšovat díky růstu úvěrového portfolia.

##### **Nekonsolidované výsledky Komerční banky (podle IFRS) za 1-3Q/04 nepřinesly zásadní překvapení**

Čistý zisk se meziročně snížil o 6% na 5,64 mld. Kč, mírně pod očekávání trhu ve výši 5,71 mld. Kč. Provozní výnosy vzrostly o 3,5% na 16,8 mld. Kč, provozní náklady se zvýšily o 2,6% na 8,8 mld. Kč. Příjmy byly pozitivně ovlivněny zejména rostoucím objemem půjček, za růstem nákladů pak stálo zvýšení DPH a vyšší odvody do Fondu pojištění vkladů. Čistá úroková marže se zvýšila

na 3,2% díky nedávnému dvojnásobnému zvýšení úrokových sazeb ČNB. Poměr náklady / příjmy (Cost/Income ratio) se mírně zhoršil na 52,1%. Provozní zisk stoupl o 4,5% na 8,06 mld. Kč. Objem opravných položek dosáhl podle očekávání 807 mil. Kč a jejich rostoucí trend je v souladu s předchozím vyjádřením managementu banky. Celkově lze říci, že výsledky byly podle očekávání. Mírným negativním překvapením byl jen 5,3% růst výnosů z poplatků a provizí (bez kurzových operací). Navíc je zřejmé, že v budoucnu by se růst poplatků a provizí mohl dále zpomalit. Management banky dále na prezentaci uvedl, že existuje plán odkupu vlastních akcií, není to ale otázkou nejbližší budoucnosti. (Komentář)

#### **Erste Bank**

##### **Česká spořitelna zveřejnila nekonsolidované výsledky za 1-3Q/2004 podle českých standardů**

Česká spořitelna zvýšila meziročně čistý zisk o 3% na 5,73 mld. Kč. Celkové výnosy stouply o 11% na 18,8 mld. Kč, zatímco celkové náklady vzrostly jen o 1% na 11,1 mld. Kč. Provozní zisk se tak zvýšil o 29% na 7,66 mld. Kč. Čisté úrokové výnosy vzrostly o 10% na 11,6 mld. Kč díky nárůstu úvěrových obchodů a úrokových výnosů z dluhových cenných papírů. Příjmy z poplatků a provizí vzrostly o 7% na 5,7 mld. Kč především kvůli nárůstu počtu a objemu uskutečněných transakcí. Čistý zisk z finančních operací se zvýšil o 27% na 1,25 mld. Kč především díky růstu zisku z operací z cennými papíry a z devizových operací. Výsledky podle mezinárodních účetních standardů budou zveřejněny 12. listopadu.

#### **Zentiva**

##### **Konsolidované výsledky Zentivy za 1-3Q (IFRS) nad očekávání trhu**

Tržby se zvýšily o 13,1% na 7,84 mld. Kč (odhad trhu: 7,6 mld. Kč), EBIT vzrostl o 16,1% na 2,0 mld. Kč (1,9 mld. Kč) a čistý zisk vyskočil o 37,8% na 1,19 mld. Kč (1,1 mld. Kč). Meziroční růsty jsou založeny na loňských pro-forma výsledcích, které odrážejí akvizici Slovakofarmy, jako kdyby nastala 1. ledna 2003. Tržby na domácím trhu (60% celkových tržeb) rostly o solidních 10,3%, zatímco tržby na Slovensku klesly o 2,5% stejně jako celý trh. Prodeje v Polsku se zvýšily o 153% a v Rusku o 56,7%, absolutní objem prodeje ale zůstává na obou trzích zatím velmi nízký. Z hlediska dlouhodobého výhledu zůstáváme pozitivní. Věříme, že díky zdravé ziskovosti, silné pozici firmy na českém a slovenském trhu a růstu exportu na trhy ve východní Evropě zůstává Zentiva jednou z neja-

traktivnějších dlouhodobých investičních příležitostí v sektoru farmaceutických firem. (Komentář)

#### **Philip Morris CR**

##### **Vláda schválila růst spotřební daně u cigaret**

Vláda schválila změnu zákona o spotřební dani z cigaret. Podle vládního návrhu dojde k prvnímu zvýšení ceny v dubnu 2005 a k dalšímu v lednu 2006. Zákon musí ještě schválit parlament. V roce 2005 by se daň měla zvýšit na 0,60 Kč / cigaretu plus 24% z prodejní ceny (z dřívější sazby 0,48 Kč a 23% z prodejní ceny) s podmínkou minimální daně 1,13 Kč / cigaretu (z dřívější sazby 0,94 Kč / cigaretu). V roce 2006 by se minimální sazba daně měla dále zvýšit na 1,36 Kč / cigaretu. Celkově podle Ministerstva financí stoupne cena běžné krabičky cigaret v příštím roce o 6 Kč a v roce 2006 o dalších 7 Kč. Celkově by tak během dvou let měla např. krabička cigaret Petra zdražit o 13 Kč, tj. o cca 30%. Další zvýšení spotřební daně lze očekávat v roce 2007.

## HLAVNÍ TÉMA:

### KONVERGENČNÍ ZPRÁVY POTVRZUJÍ NÁŠ NÁZOR: ČR BY DO EUROZÓNY ZATÍM SPĚCHAT NEMĚLA

Koncem října vydaly dvě klíčové instituce EU své Konvergenční zprávy. Evropská Komise a Evropská centrální banka se shodly, že žádná z 11 sledovaných zemí momentálně nesplňuje podmínky pro zavedení eura. Hodnoceny byly „nové“ země EU a Švédsko. Podle našeho názoru by ČR neměla se zavedením eura spěchat.

#### Smysl konvergenčních zpráv

Všechny země směřující do EU, účastníci se v EU nebo dokonce v EMU, musí dle evropské legislativy pravidelně předkládat specifické hodnotící dokumenty. ČR se z fáze zpracovávání tzv. Předvstupního ekonomického programu (slangově PEPy) dopracovala ke zpracování KOPRu (Konvergenčního programu). Ve svých KOPRech jedenáctka zemí analyzuje, jak se vyvíjejí podmínky nutné pro přijetí eura a především, jak hospodářské autority dané země očekávají jejich vývoj do budoucna. Programy analyzují vývoj inflace, úrokových sazeb či měnového kurzu. Hlavní pozornost je ale věnována zejména vývoji veřejných financí.

Konvergenční zprávy vydávané ECK a Komisí jsou dokumenty, které na zmíněné KOPRy reagují. Jak ECB, tak Komise v dvouletém horizontu hodnotí, zda je dle jejich názoru daná země připravena na přijetí eura a jaké kroky je potřeba dále přijímat.

#### Výsledky hodnocení

Česká republika dopadla v hodnocení relativně dobře – z pěti kvantitativních kritérií plní tři. Míra inflace byla v hodnoceném období průměrně na úrovni 1,8%, což je níže než tzv. referenční hodnota ve výši 2,4%. Desetileté úrokové sazby (výnosy z dluhopisů) skončily na úrovni 4,7% (versus 6,4% referenční hodnoty). Problémem je pochopitelně hospodaření veřejných rozpočtů. ČR sice plní kritérium veřejného dluhu (37,8% HDP vs. maximální 60% hranice), ale u deficitu je na tom nejhůře ze všech hodnocených zemí. Deficit veřejných rozpočtů ČR byl v roce 2003 vyčíslen na celých 12,6%, což je ve srovnání s 3% hranicí maastrichtských kritérií více než křiklavé. Metodologie výpočtu dle ESA95 sice zahrnuje i mimořádnou státní záruku týkající se vypořádání transakce převzetí IPB bankou ČSOB, ale i po odečtení této jednorázové transakce zůstává deficit na více než dvojnásobné úrovni proti pravidlům. Kurzové kritérium, které vyžaduje dvouletý pobyt kurzu v ERM II v blízkosti centrální parity, neplní žádná z dotčených zemí. Měny Estonska, Litvy a Slovinska se sice od konce června 2004 mechanismu účastní, ale to je ještě příliš krátká doba. Dánsko, které je již v ERM II veteránem nebylo hodnoceno, neboť má spolu s Británií výjimku na zavedení eura.

#### Kritéria jsou mnohdy nesmyslná

Podle našeho názoru je hodnocení konvergence zemí na základě plnění maastrichtských kritérií problematické. Domníváme se, že EU by se měla zamyslet nad revizí podmínek k přijetí eura.

Prvním sporným bodem je cenové kritérium, které vyžaduje, aby země dosahovaly průměrné míry inflace ne vyšší než je průměr tří zemí v celé EU s nejnižší mírou inflace plus 1,5%. Opomeňme arbitrárnost stanovení oněch 1,5% a soustřed' me se na první část definice. Neexistuje jasné vysvětlení, proč se kritérium neodvívá od inflačního cíle ECB (definovaného poněkud mlhavě jako „inflace těsně pod 2%“), tedy měnové autority systému, do kterého kandidáti směřují. Proč raději volit ze všech zemí EU, z nichž navíc některé mohou mít suboptimálně nízkou inflaci? EU sice z průměrování vyloučila Litvu, která se nachází v deflaci, ale třeba Finsko s inflací těsně nad nulou již bylo do „skupiny tří“ zařazeno. A nesmyslně – má snad být téměř nulová inflace ve Finsku příkladem pro kandidáty do EMU? Protože také referenční hodnota kritéria výše úrokových sazeb se počítá na základě stejné skupiny zemí, zůstává sporná i definice tohoto kritéria.

Nevhodně nastaveným testem je kritérium kurzové. To vyžaduje, aby měna příslušné země pobývala minimálně dva roky před hodnocením plnění kritérií v kurzovém mechanismu ERM II. V rámci těchto dvou let se navíc musí kurz pohybovat „blízko centrální parity“. Není jasné, co je to „blízko“. Po mnoha diskusích na nejvyšších úrovních panuje sice neformální představa o tom, že „blízko“ je pohyb kurzu až o 15% v revalvačním pásmu a maximálně 2,25% v devalvačním pásmu, ale formálního vyjasnění pravidel se zřejmě nedočkáme. Poukazování na minulá hodnocení je pouze vodítkem stavějícím

na rigidním principu rovného zacházení. Absence jasných pravidel je v hospodářské politice hříchem. Plnění kurzového kritéria se týká finančních trhů, kde nejasná hospodářská politika bývá obvykle trestána nemilosrdně. Dobrým příkladem vlivu nejasných pravidel na kurz jsou loňské excesy mad'arského forintu.

Avšak i v případě, že by byl pojem „blízko centrální parity“ vyjasněn naprosto pregnančně, zůstávalo by kurzové kritérium velmi problematické. Šíře pásma nestabilizuje kurzový vývoj, spíše nabízí možnosti pro spekulace na jeho hranách. Odklon teoretiků i praktiků kurzových režimů od „mezistupňů“ směrem ke krajním řešením nechal Komisi i ECB zcela chladnými. Podrobnou analýzu toho, proč kurzové kritérium nemá velkou přidanou hodnotu přinesla i Česká národní banka (viz [http://www.cnb.cz/pdf/ERM\\_II\\_vlada\\_15\\_07\\_03\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/pdf/ERM_II_vlada_15_07_03_cz.pdf)).

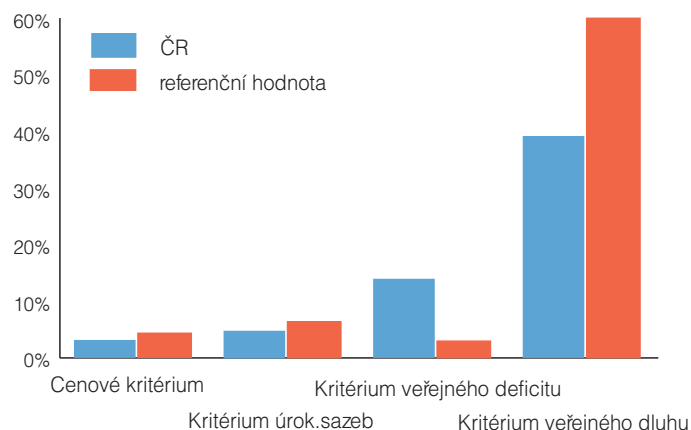
### Česko přijme euro pravděpodobně až po roce 2010

Česká republika dokončila na podzim roku 2003 svou eurostrategii. V ní stanovené „očekávání“ přistoupení k eurozóně v horizontu let 2009 až 2010 se tehdy jeví jako příliš opatrné. ČR mezi dalšími euro-kandidáty vyčnívala a byla označována jako málo ambiciózní. Od té doby se ukázalo, že strategie jiných zemí byly často jen hrou mezi centrální bankou a vládou (CB vyvíjely takto tlak na vlády k rychlejší konsolidaci fiskálu) a mnoho zemí se ve svých „očekávaních“ posunulo směrem k ČR. Přesto se však domníváme, že ČR bude spolu s Polskem a Mad'arskem mezi posledními zeměmi, které euro přijmou. A to pravděpodobně až po roce 2010.

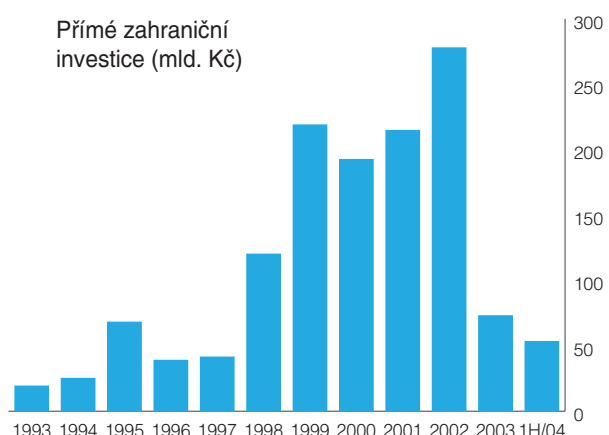
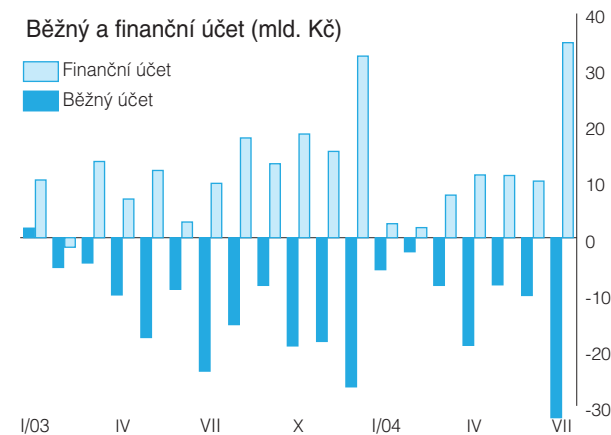
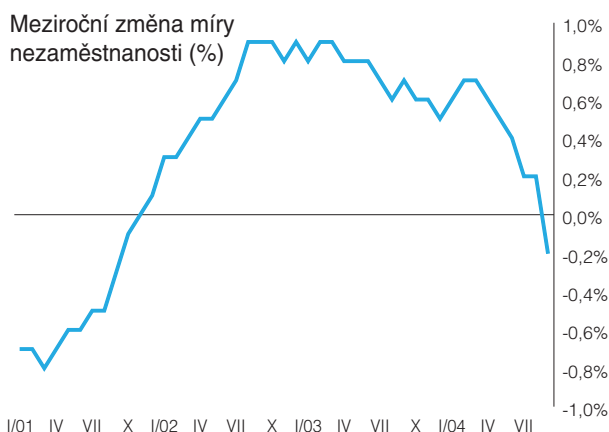
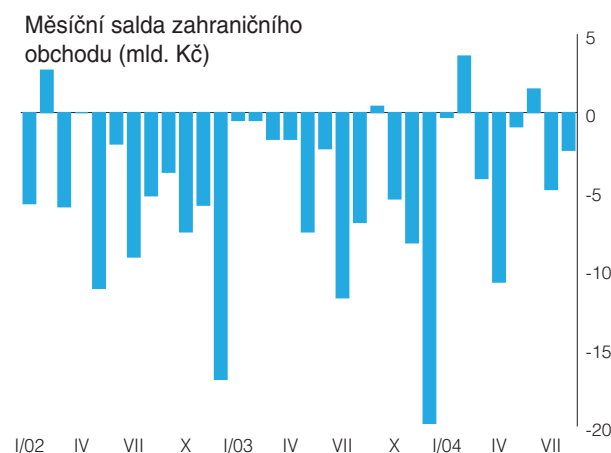
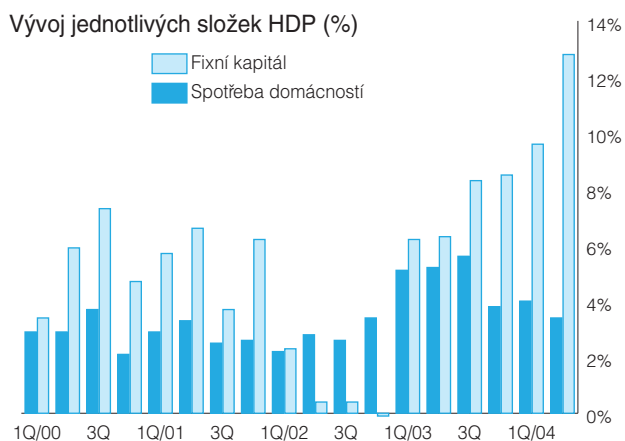
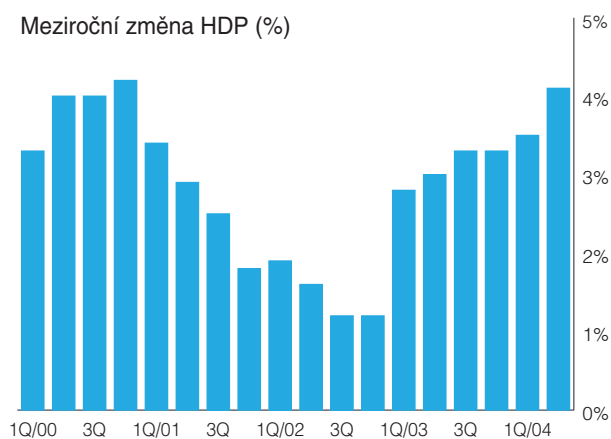
V případě ČR se navíc domníváme, že spěchat pod „deštník“ jednotné měnové politiky ECB není ani potřeba. ČNB provádí kredibilní měnovou politiku – deštník si tedy v ČR pohodlně držíme sami. Vždy lze sice spekulovat, jak jej udržíme v bouři měnové krize, ale podmínky jsou nyní přeci jen jiné než v roce 1997. Kurz plave a nerovnováha na běžném účtu je spíše otázkou odlivu dividend než schodku v zahraničním obchodě jako takovém.

Také ČNB se, u příležitosti pravidelné roční analýzy připravenosti české ekonomiky fungovat v eurozóně (tzv. Analýza kritérií sladění), vyjádřila, že „Česká republika zatím není na přijetí eura připravena“. Ať už jsou maastrichtská kritéria jakákoliv, klíčové je nejprve splnit domácí úkol a mít dostatečně cyklicky i strukturálně sladěnou ekonomiku s vyvinutými adaptačními mechanismy. A to ČR zatím nemá. Proto se domníváme, že česká vláda ani centrální banka by se zavedením eura v ČR neměly spěchat.

### Konvergenční zprávy: ČR plní tři kritéria

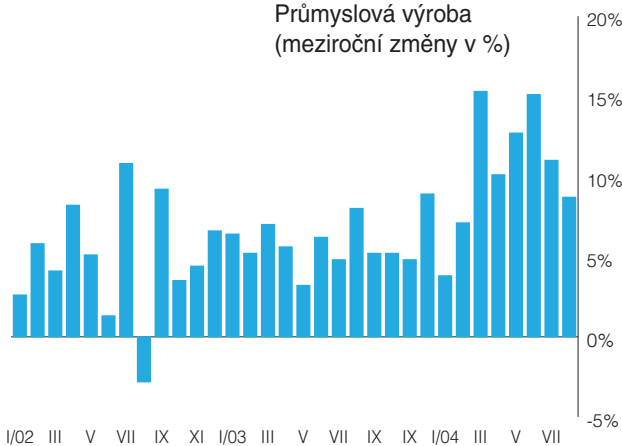


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

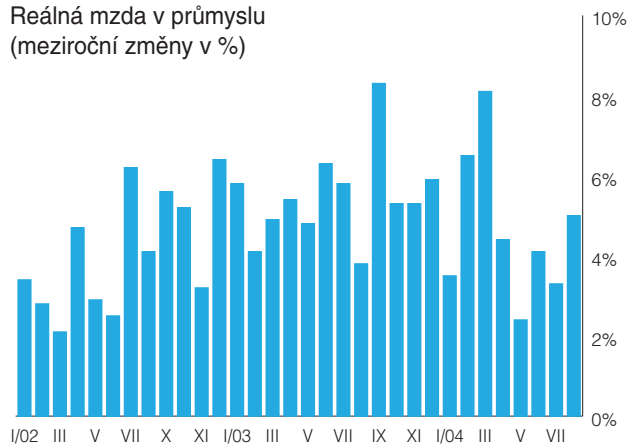


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

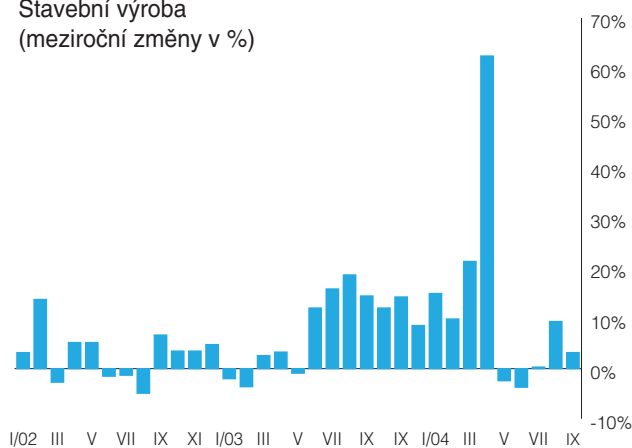
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



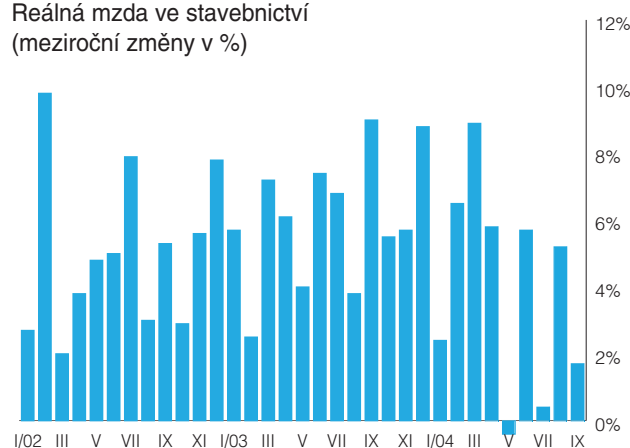
Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



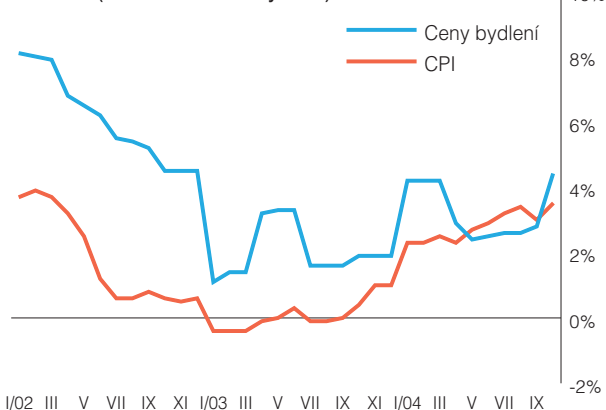
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



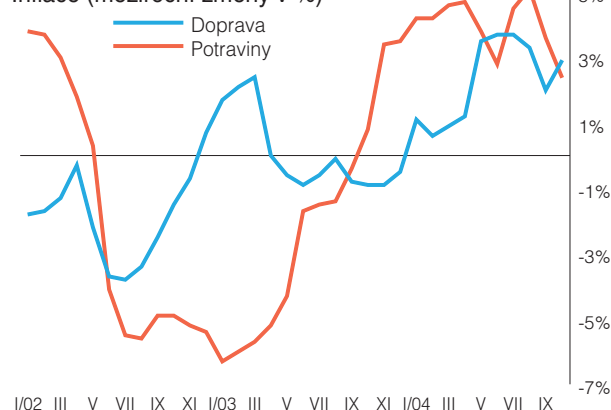
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



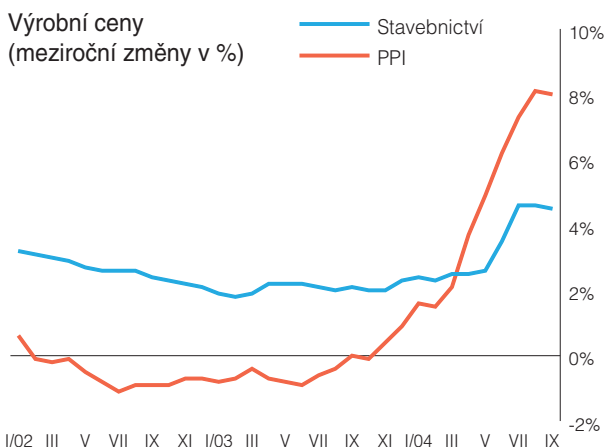
Inflace (meziroční změny v %)



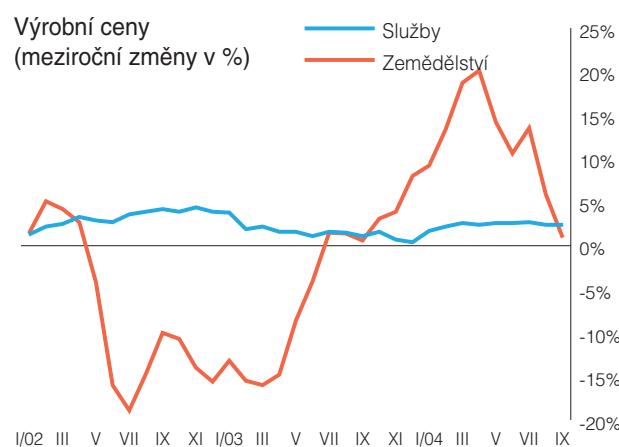
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

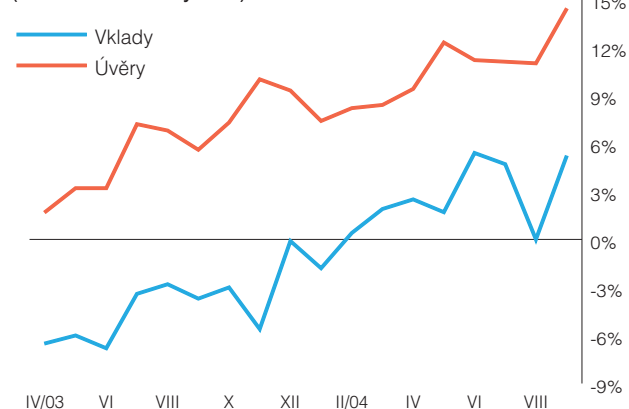


Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)



# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

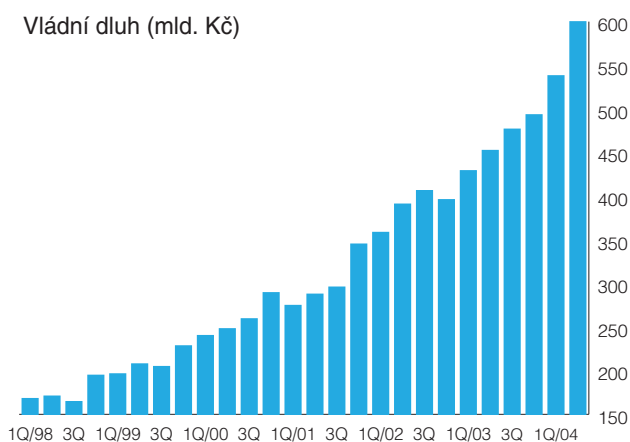
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



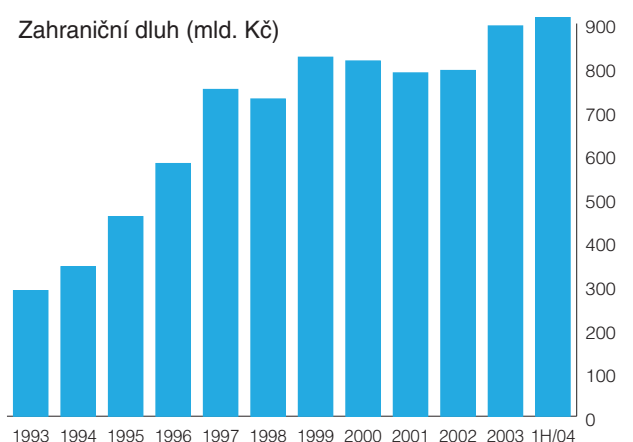
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



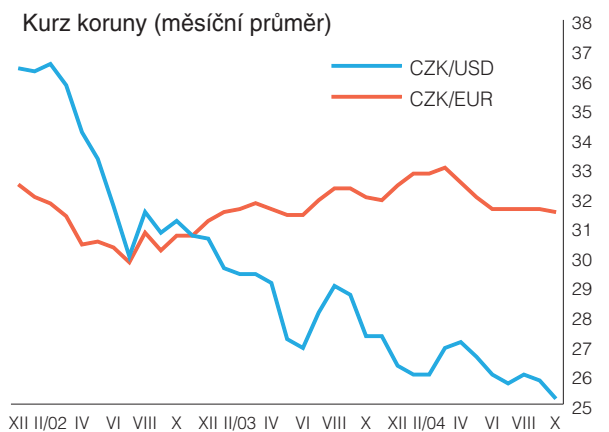
Vládní dluh (mld. Kč)



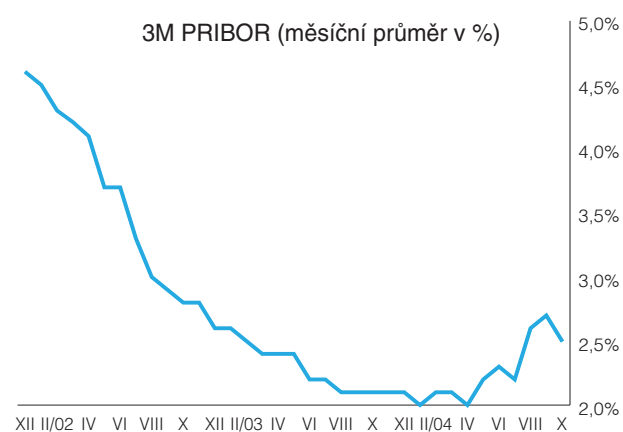
Zahraniční dluh (mld. Kč)



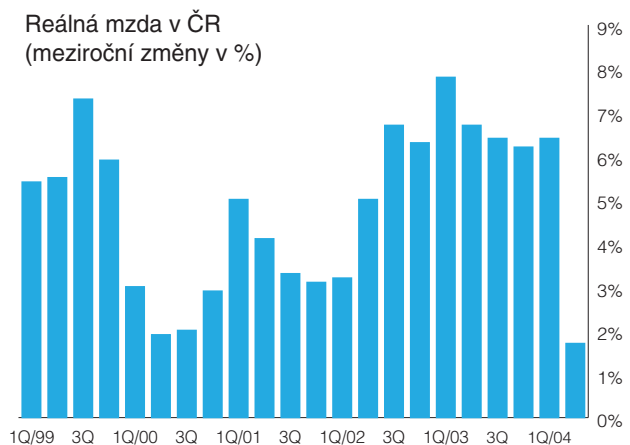
Kurz koruny (měsíční průměr)



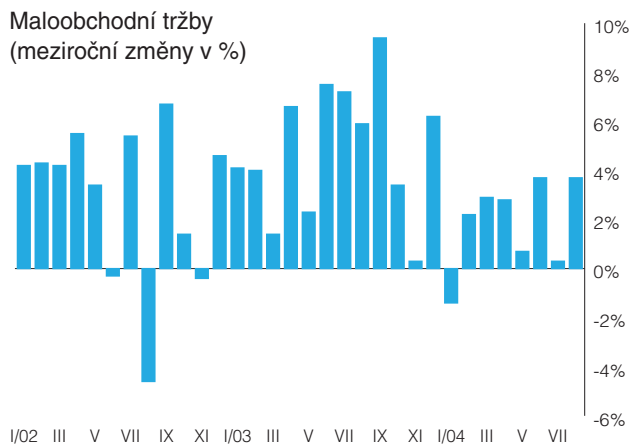
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



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 %)	(srpen)	3,7%	(září)	2,8%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)		8,7%		6,5%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		3,2%		--
Obchodní bilance	(mld. Kč)		+3,2		--
	(mil. USD)	(září)	+77,4	(říjen)	--
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,3%		0,8%
	(meziroční růst v %)		8,0%		8,2%
Nezaměstnanost (ILO)	(%)		8,9%		--
CPI	(meziměsíční růst v %)	(říjen)	0,5%	(listopad)	--
	(meziroční růst v %)		3,5%		--
CZK / EUR		31.10.	31,50	30.11.	31,60

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%	2,8%	3,0%
Maďarsko	3,5%	2,9%	3,8%	3,9%	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%	5,0%	5,2%	Slovensko	3,4%	9,3%	6,6%	3,5%
Běžný účet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e	Rozpočet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	-5,6%	-6,2%	-6,4%	-5,5%	Česká republika	-1,9	-4,2	-4,6	-3,9
Maďarsko	-7,0%	-8,9%	-8,5%	-8,0%	Maďarsko	-9,3	-5,8	-5,3	-5,0
Polsko	-3,4%	-1,9%	-1,7%	-2,5%	Polsko	-4,0	-3,9	-5,4	-4,9
Slovensko	-8,2%	-0,9%	-2,8%	-3,3%	Slovensko	-5,7	-3,5	-3,9	-3,8

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Průmyslová výroba (meziročně)	9/2004	11.11.	9:00	7.9%	8.7%
PPI (meziměsíčně)	10/2004	12.11.	9:00	1.0%	0.3%
Běžný účet	9/2004	15.11.	10:00	-12,0 mld. Kč	-18,2 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	9/2004	18.11.	9:00	2.5%	3.7%
Zasedání ČNB		25.11.			2,50%
Obchodní bilance	10/2004	6.12.	9:00		3,2 mld. Kč
<b>Polsko</b>					
Peněžní zásoba - M3	10/2004	10.11.	16:00	5.6%	-0.2%
CPI (meziměsíčně)	10/2004	15.11.	16:00	0.5%	0.3%
PPI (meziměsíčně)	10/2004	19.11.	16:00	0.2%	0.1%
Průmyslová výroba (meziročně)	10/2004	19.11.	16:00	5.3%	9.3%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	10/2004	24.11.	10:00		8,8%
Nezaměstnanost	10/2004	24.11.	10:00		18.9%
Běžný účet	9/2004	30.11.	16:00		462 mil. eur
HDP (meziročně)	3Q/2004	9.12.	16:00		6.1%
<b>Maďarsko</b>					
CPI (meziměsíčně)	10/2004	11.11.	9:00	0.5%	0.1%
Průmyslová výroba (meziročně)	9/2004	12.11.	9:00		3,6%
Zasedání centrální banky	11/2004	22.11.	14:00		10.5%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	9/2004	23.11.	9:00	5,3%	4,7%
PPI (meziročně)	10/2004	30.11.	9:00		0.3%
HDP (meziročně)	3Q/2004	1.12.	9:00		4,0%
<b>EU</b>					
GE: běžný účet	9/2004	10.11.	8:00	5,0 mld. eur	0,9 mld. eur
GE: obchodní bilance	9/2004	10.11.	8:00	12,7 mld. eur	11,1 mld. eur
GE: HDP (meziročně)	3Q/2004	11.11.	8:00	1.6%	1.5%
EMU: HDP (meziročně)	3Q/2004	12.11.	11:00	2.0%	2.0%
EMU: CPI (meziměsíčně)	10/2004	17.11.	11:00		
EMU: obchodní bilance	9/2004	18.11.	11:00		
GE: IFO	11/2004	25.11.	10:00		95.3
EMU: běžný účet	9/2004	25.11.	10:00		
EMU: M3 (meziročně)	10/2004	26.11.	10:00		
EMU: spotřebitelská důvěra	11/2004	30.11.	11:00		
GE: PMI - výrobní	11/2004	1.12.	9:55		
EMU: nezaměstnanost	10/2004	1.12.	11:00		
GE: nezaměstnanost	11/2004	2.12.	9:55		
EMU: PPI (meziročně)	10/2004	2.12.	11:00		
EMU: zasedání ECB	12/2004	2.12.	13:45		
<b>USA</b>					
Obchodní bilance	9/2004	10.11.	14:30	-54,0 mld. USD	-54,0 mld. USD
FOMC	11/2004	10.11.	20:15	2.00%	1.75%
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	10/2004	12.11.	14:30	0.1%	1.5%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	11/2004	12.11.	15:45	93.0	91.7
Zásoby	9/2004	12.11.	16:00	0.5%	0.7%
PPI (meziměsíčně)	10/2004	16.11.	14:30	0.5%	0.1%
CPI (meziměsíčně)	10/2004	17.11.	14:30	0.4%	0.2%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	10/2004	17.11.	15:15	0.4%	0.1%
Využití průmyslových kapacit	10/2004	17.11.	15:15	77.4%	77.2%
Předstihové indikátory	10/2004	18.11.	16:00	0.0%	-0.1%
Philadelphia Fed	11/2004	18.11.	18:00	24.0	28.5
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	10/2004	24.11.	14:30		0.2%
HDP (meziročně)	3Q/2004	30.11.	14:30		3.7%
Spotřebitelská důvěra	11/2004	30.11.	16:00		92.8
Chicagský PMI	11/2004	30.11.	16:00		68.5%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	10/2004	1.12.	14:30		0.2%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	10/2004	1.12.	14:30		0.6%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	11/2004	1.12.	16:00		56.8
<b>Běžová kniha</b>		1.12.	20:00		
Nezaměstnanost	11/2004	3.12.	14:30		5.5%

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Listopad</b>		
12.11.	Česká spořitelna	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
12.11.	Erste Bank	Konsolidované výsledky podle IFRS za 1-3Q/2004
15.11.	Český Telecom	Vláda by měla jednat o metodách privatizace společnosti
pol. list.	Unipetrol	PKN Orlen by měla oficiálně otevřít v Evropské komisi případ akvizice Unipetrolu
21.11.	ČEZ	Termín, dokdy by slovenská vláda měla jednat o prodeji Slovenských elektráren italské společnosti Enel
<b>Prosinec</b>		
15.12.	Český Telecom	Termín, dokdy by Ministerstvo financí mělo připravit detailní plán privatizace společnosti

## 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

# KONTAKTY

<b>Úsek Treasury – ředitel</b>	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
<b>Odbor Obchodování</b>	Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jan Strakoš	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
Peněžní trhy	Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	raprokop@csas.cz
	Petr Kašpar	tel. +420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	Tomáš Kroužel	tel. +420/224 995 572	tkrouzel@csas.cz
	Dan Maděra	tel. +420/224 995 583	dmadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Jan Došek	tel. +420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovíc	tel. +420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Martin Urban	tel. +420/224 995 554	murban@csas.cz
<b>Odbor Kapitálové trhy a finanční instituce</b>	Jan Brabec	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Jana Daňková	tel. +420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz
	Danuše Koutková	tel. +420/224 995 399	dkoutkova@csas.cz
	Karin Minichbauer	tel. +420/224 995 133	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	tel. +420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Barbora Procházková	tel. +420/224 995 338	bprochazkova@csas.cz
	Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Ivana Šnajdrová	tel. +420/224 995 246	isnajdrova@csas.cz
	Soňa Vlasáková	tel. +420/224 995 832	svlasakova@csas.cz
<b>Úsek Prodej produktů FT – ředitel</b>	Petr Witowski	tel. +420/224 995 800	pwitowski@csas.cz
– ředitel	Jiří Hrbáček	tel. +420/224 995 836	jhrbacek@csas.cz
<b>Odbor Prodej produktů treasury</b>	Pavel Křivonožka	tel. +420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
	Vít Horník	tel. +420/224 995 530	vhornik@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/224 995 584	tkosutova@csas.cz
	Lukáš Macháček	tel. +420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Jan Maňák	tel. +420/224 995 505	jmanak@csas.cz
	Richard Matyščák	tel. +420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
	Tomáš Pícek	tel. +420/224 995 511	tpicek@csas.cz
	Martin Quant	tel. +420/224 995 571	mquant@csas.cz
	Petr Vnuk	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
<b>Odbor Prodej produktů kapitálového trhu</b>	Emil Št'áva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
Akcie	Michal Března	tel. +420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
	Pavel Krabička	tel. +420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
	Michal Řízek	tel. +420/224 995 537	mrizek@csas.cz
	Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Dluhopisy	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
<b>Odbor Správa aktiv – ředitel</b>	Radek Urban	tel. +420/224 995 809	radek.urban@csas.cz
Investiční poradenství	Daniel Drahotský	tel. +420/224 995 178	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/224 995 453	pholecek@csas.cz
<b>Odbor Analýza finančních trhů – ředitel</b>	Viktor Kotlán	tel. +420/224 995 217	vkotlan@csas.cz
Analýza instrumentů s fixním výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza (ČR)	David Navrátil	tel. +420/224 995 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomická analýza (Stř. Evropa)	Miroslav Plojhar	tel. +420/224 995 232	mplojhar@csas.cz
Analýza akcií	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklat@csas.cz
<b>Erste Bank Vídeň - Strategy &amp; Sector Group CEE</b>			
Equity Research Co-Head	Henning Esskuchen (IT, média)	tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head	Günther Artner	tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekomunikace)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tamas.pletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovníctví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/224 995 940	vurbankova@csas.cz

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

**ČESKÁ **  
**SPOŘITELNA**