



FINANČNÍ TRHY

MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

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

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

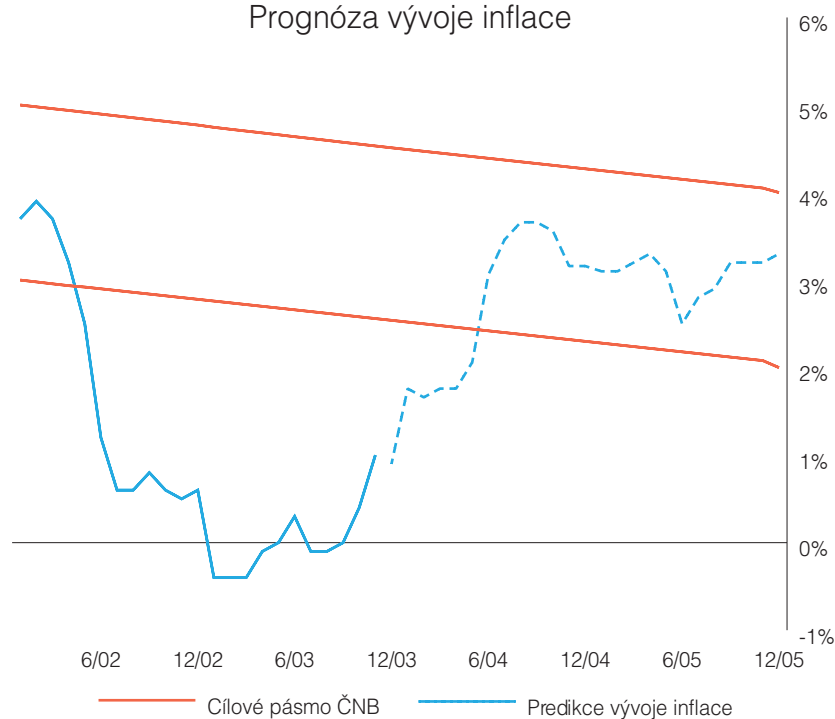
Helena Horská
+420/224 995 439
hhorska@csas.cz

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

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

Mojmír Hampel
+420/224 995 232
mhampel@csas.cz

Prognóza vývoje inflace



HLAVNÍ TÉMA:

JAKÝ BUDE VÝVOJ INFLACE V ROCE 2004?

INVESTIČNÍ STRATEGIE

Úrokové sazby

Největší změnou ve výhledu vývoje úrokových sazeb je určitá šance, že by mohlo dojít ke snížení sazeb ECB. Mohlo by k tomu dojít za předpokladu, že bude dále posilovat euro a v důsledku jeho posilování dojde ke zpomalení růstu HDP v EMU a ke zlepšení vyhlídek vývoje inflace. Silné euro také významně snižuje pravděpodobnost, že by ECB i v případě oživení růstu v EMU přistoupila ke zvýšení úrokových sazeb. Změna vyhlídek sazeb ECB má částečný vliv také na výhled vývoje sazeb ČNB. Přesto předpokládáme, že ve druhém pololetí dojde v ČR k mírnému růstu úrokových sazeb. V USA se podle našeho názoru výhled nemění a ke zvýšení sazeb dojde patrně až koncem roku.

Dluhopisy

Americký dluhopisový trh by měl pokračovat v praktické stagnaci kdy na jedné straně by poklesu výnosů měl bránit rychlý růst ekonomiky a na druhé straně růstu výnosů vysoká strmost výnosové křivky. Vývoj evropských dluhopisů bude záviset na chování kurzu eura a dopadu případného dalšího posilování jeho kurzu na evropské ekonomiky. Předpokládáme, že by mělo dojít k lehkému poklesu výnosů nebo stagnaci. České dluhopisy by měly následovat vývoj v EMU.

Měny

Všeobecné přesvědčení o oslabování dolaru se patrně promítne do své realizace. Technicko-psychologický trend v současnosti může zastavit pouze zásah dostatečně silné autority, kterou by mohla být buď ECB a nebo skupina G7. Pokud se kurz dostane nad 1,30 a posilování eura bude pokračovat je zásah ECB v podobě slovních intervencí pravděpodobný. Kurz koruny k euru by se měl přesunout zpět pod 32,0, zabránit by tomu mohl vliv případného dalšího výrazného posílení eura k dolaru a nebo větší objem investic z české koruny do dalších regionálních měn.

Akciové trhy

Díky kombinaci pozitivní faktorů (očekávání úspěšné sezóny firemních výsledků, pokračující oživení americké ekonomiky, příznivá makroekonomická data, lednový efekt) očekáváme růst akciových trhů v lednu. Také na pražské burze očekáváme pokračování pozitivního trendu.

Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
Střední Evropa	10
Dluhopisové a peněžní trhy	10
Česká republika	11
Politický a makroekonomický vývoj	11
Dluhopisové a peněžní trhy	15
Devizový trh	16
Český akciový trh	16
Přehled zpráv z akciového trhu	20
Hlavní téma: Jaký bude vývoj inflace v roce 2004	22
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	24
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	26
Makroekonomické prognózy	29
Kalendář - makro	30
Kalendář - akcie	31
Slovníček pojmů	32
Poznámky	33
Kontakty	35

Vydává:

Česká spořitelna
odbor Analýza finančních trhů
Na Perštýně 1, 113 98 Praha 1
tel. +420/224 995 177, LVinklat@csas.cz
Uzávěrka: 7. ledna 2004

Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.12.)	Prognóza	
USA	3M: 0,90% 6M: 0,99% 1Y: 1,83% 5Y: 3,25% 10Y: 4,25% 30Y: 5,08%	→	Předpokládáme, že na americkém dluhopisovém trhu bude pokračovat vývoj z posledních třech měsíců, tedy praktická stagnace spojená s mírným kolísáním závislejícím na aktuálních událostech, především na zveřejňovaných makroekonomických parametrech. Z dalších faktorů může trh ovlivnit vyjadřování činitelů Fedu a geopolitické šoky.
EU	3M: 2,19% 6M: 2,11% 1Y: 2,19% 5Y: 3,50% 10Y: 4,29% 15Y: 4,67%	→ ↘	Dluhopisový trh v EMU patrně v lednu zůstane pod silným vlivem vývoje kurzu eura k dolaru. Pokud by pokračovalo posilování eura, sílily by spekulace na snížení sazeb ECB a výnosy by mohly výrazněji poklesnout. Tendenci k poklesu výnosů by posílily případné příznaky negativního vlivu u silného eura na evropskou ekonomiku.
ČR	3M: 1,99% 6M: 2,07% 1Y: 2,37% 4Y: 3,73% 10Y: 4,79% 15Y: 5,19%	→	Český trh by měl zůstat pod převažujícím vlivem vývoje v EMU. Leden by tedy měl přinést stagnaci až mírný pokles výnosů. Z domácích faktorů budou trh ovlivňovat vyhlídky vývoje inflace a hospodářského růstu a s nimi související očekávání vývoje měnové politiky. Dalším faktorem působícím na trh by mohly být informace o perspektivách vývoje státního zadlužení v dalších letech.
Polsko	3M: 5,47% 6M: 5,54% 1Y: 5,95% 2Y: 6,11% 5Y: 6,64% 10Y: 6,55%	→ ↗	Směrem k poklesu výnosů by mohla působit úroveň zlotého, který se nadále potácí na historických minimech a činí nákup aktiv denominovaných v polské měně atraktivní. Proti těmto faktorům však působí celá řada rizik: postupný nárůst inflace, stále negativní fiskální výhled, politická nestabilita a nejasnosti v tom, jak bude vypadat nové vedení polské centrální banky. Součet všech těchto faktorů by měl přinést v lednu stabilitu až další mírný
Mad'arsko	3M: 11,8% 6M: 11,8% 1Y: 11,2% 5Y: 9,33% 10Y: 7,99%	→	Předpokládáme, že leden přinese nejprve korekci předchozího poklesu výnosů a teprve ve druhé polovině měsíce by se dluhopisy měly vrátit zpět k cenovému růstu. Díky očekávané vysoké inflaci, volatilnímu forintu a zatím nejasnému výhledu vývoje úrokových sazeb v první půli roku tak v průměru počítáme v lednu se stabilitou výnosů.

Měny (kurz střed)

	Kurz (31.12.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2595	→ ↘	Převažující přesvědčení o dalším oslabování dolaru bude patrně hlavním faktorem působícím na trh. V důsledku efektu „samosplnitelného proroctví“ tak očekáváme, že v lednu bude pokračovat oslabování dolaru. Tento trend bude patrně zastaven až zásahem ECB nebo G7. Posílení dolaru nad 1,30 by pro EMU patrně znamenalo znatelné zpomalení růstu hospodářství až zadušení počínajícího růstu. Proto budou evropští činitelé nuceni proti tomuto trendu zasáhnout.
CZK / EUR	32,393	→ ↗	Protože oslabení kurzu koruny k euru přes 32,0 podle našeho názoru nebylo vyvoláno fundamentálními faktory, mělo by v průběhu ledna dojít k postupnému návratu pod tuto hladinu. Takovému vývoji by mohlo bránit případné další výrazné posilování kurzu eura k dolaru a větší objemy investic z české koruny do dalších regionálních měn.
HUF / EUR	262,90	→	Vzhledem k nejistotě, jaká i nadále v Mad'arsku panuje a s ohledem na to, že již brzy očekáváme rozběhnutí destabilizujících diskusí o úrovni centrální parity, na níž by měl být forint zafixován při vstupu do ERM II, počítáme v prvním měsíci ledna se stabilitou forintu.
PLN / EUR	4,7039	→ ↗	Pro celý rok 2004 nepočítáme s dramatickým posílením zlotého, bez ohledu na to, že zlotý zůstává levný. Očekávané zvýšení vnější nerovnováhy spolu s dalšími rizikovými faktory (viz výše) podle našeho názoru velké apreciaci zabrání. „Lednový efekt“ by však mohl zlotému dočasně pomoci a proto konkrétně pro leden je naším základním scénářem mírné posílení polské měny.
SKK / EUR	41,17	→ ↗	Vzhledem k tomu, že základní slovenské makroekonomické faktory se nemění a kromě trvale přítomných politických rizik nejsou zatím žádná jiná na obzoru, počítáme pro leden s mírným posílením slovenské koruny. Předpokládáme, že na konci roku 2004 by se koruna mohla obchodovat pod úrovní 40 korun za euro.

Akciové trhy

	Kurz (31.12.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1.111,92	→ ↗	V novém roce vládne na akciových trzích optimismus. Předpokládá se, že sezóna firemních zisků za 4Q/2003 bude opět úspěšná (tj. že firmy splní či mírně překonají očekávání trhu). Makroekonomická situace by se i nadále měla zlepšovat, přičemž v dohledné době několika měsíců nehrozí zvyšování úrokových sazeb. Pokles dolaru nahrává americkým exportérům, či nadnárodním konglomerátům. Nezanedbatelnou roli hraje i fakt, že se ocitáme v roce amerických prezidentských voleb, kdy tradičně ceny akcií rostou. Ani tzv. lednový efekt nezklamal a akcie již během několika prvních lednových dní významně posílily. Pokud nenastane nějaký krizový scénář, leden by měl být pro akcie ziskovým měsícem.
	DJ Stoxx 50: 2.660,37		
ČR	PX-D: 1642,7	→ ↗	I přes silný prosincový růst zůstáváme optimisty a čekáme, že se indexy budou i v lednu pohybovat stejným směrem jako světové trhy. Ze spadových titulů by mohl růst ČEZ a Unipetrol, pozitivní vliv na index má jistě i akcie Erste Bank, která může kopírovat rostoucí sektor evropských bank.
	PX 50: 659,1		

České akcie

	Kurz (32.12.)	Prognóza	
Český Telecom	291,30 Kč	→	Neochota ČTÚ povolit Telecomu zvýšení měsíčních paušálních poplatků, pokles cen hovorů do zahraničí, pokles propojovacích poplatků mezi pevnými sítěmi, protesty alternativních operátorů proti novým tarifům Telecomu jsou pro Telecom všechno negativní zprávy. Symbolické zahájení privatizace může akcii sice pomáhat k růstu, tento vliv ale nastane zřejmě až později. Po silném růstu ve druhé polovině prosince čekáme v lednu stagnaci. Možný je i mírný pokles.
České radiokom.	345,00 Kč	→	Cena akcie je tažena spekulacemi domácích investorů. I přes nespornou podhodnocenost této akcie bychom v lednu čekali spíše stagnaci. Důvodem může být nesplněné očekávání od nového a velmi pozitivního ohodnocení akcií soudního znalce, které bylo vypracováno na popud akcionáře Netla Management a také nečinnost majoritního akcionáře, společnosti Bivideon. Dlouhodobě ale může akcie podle našeho názoru dále posilovat.
ČEZ	145,70 Kč	→ ↗	I přes výrazný růst ceny akcie ve druhé polovině prosince očekáváme v lednu pokračování trendu a posilování. Výhledy na letošní rok zůstávají mimořádně pozitivní, akcie má podle našeho názoru stále výrazný prostor pro růst. Tradičním rizikem zůstává čistě teoretická možnost, že se vláda rozhodne nabídnout na veřejných trzích svých 17% akcií, což by mělo na tržní kurz akcie samozřejmě negativní vliv. Prozatím se ale domníváme, že pravděpodobnost tohoto scénáře je poměrně nízká.
Unipetrol	66,44 Kč	↗	Postupující privatizace a rostoucí spekulace na odkup by měla tlačit cenu akcie postupně dále vzhůru směrem k hranicím okolo 75 - 80 Kč.
Komerční banka	2.418 Kč	→	Domníváme se, že akcie Komerční banky se obchoduje blízko své férové ceny. Z toho důvodu v lednu zatím nečekáme výraznější posilování.

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

GLOBÁLNÍ TRHY

Politický a makroekonomický vývoj

Prosincové makroekonomické údaje vesměs potvrzovaly pozitivní vyhlídky světové ekonomiky

Prosinec přinesl řadu dalších makroekonomických údajů potvrzujících celosvětové ekonomické oživení. K již rychle rostoucí americké ekonomice se začíná postupně přidávat i Japonsko a Evropa. V letošním roce by měl pokračovat velmi rychlý růst americké ekonomiky a měla by skončit stagnace Japonské a evropských ekonomik. U americké ekonomiky se očekává pro letošní rok růst HDP o 4,0%, u EMU o 1,5% a u Japonska o 2,5%. Zdrojem růstu světové ekonomiky by měly i letos zůstat především USA a Čína. Evropa a Japonsko pravděpodobně budou nadále silně závislé na exportu, protože domácí poptávka se zde zotavuje zatím jen velmi pomalu.

Růst evropského hospodářství může být ohrožen silným eurem

Růst hospodářství v jednotlivých regionech může být letos podstatně ovlivněn oslabováním směnného kurzu dolaru. Zatímco pro USA je tento vývoj jednoznačně pozitivní – zvyšuje konkurenceschopnost amerického zboží na domácím i zahraničních trzích, zlepšuje ziskovost amerických společností a omezuje riziko nežádoucího poklesu inflace, pro Evropu a Japonsko představuje vážné riziko. Citlivá na tento vývoj může být zejména evropská ekonomika, protože domácí poptávka je stále velmi slabá a nelepšící se spotřebitelská důvěra nedává velkou naději na zlepšení situace. Údaje za prosinec však zatím nenaznačily, že by mělo silné euro na EMU negativní vliv.

Americká ekonomika pokračuje v dynamickém růstu

Většina makroekonomických ukazatelů potvrdila pozitivní vývoj amerického hospodářství. Velmi nadějný je především vývoj indexu nákupních manažerů ISM, který ukazuje na velmi silný růst v americkém výrobním sektoru. Tento růst je stimulován trávající vysokou poptávkou domácností, obnovenou investiční aktivitou a pravděpodobně se na něm začíná projevovat i stále oslabující dolar, který pomáhá exportérům a znevýhodňuje importéry. Údaje ISM potvrdily i silnější než očekávaný růst průmyslové výroby a další růst využití průmyslových kapacit. Využití kapacit na 75,7% přitom zůstává stále hluboko pod hranicí kdy by mohlo docházet k tlaku na růst cen a naznačuje, že výrobní sektor má stále dostatečné rezervy pro další rychlý růst. Výjimkou v řadě pozitivních ukazatelů byl pouze nečekaný propad objednávek zboží dlouhodobé spotřeby.

Trh práce nadále zůstává zdrojem obav

Zklamání přinesly na začátku měsíce údaje o situaci na trhu práce, přestože nečekaně lehce klesla míra nezaměstnanosti. Nedostavil se totiž očekávaný vysoký přírůstek počtu pracovních míst. Situace na trhu práce naznačuje, že především výrobní sektor stále nevyčerpá rezervy a že vysoký růst HDP je tažen nadále především zvyšováním produktivity práce. Z dlouhodobého hlediska jde o pozitivní vývoj, krátkodobě však převažují obavy nad možným negativním vlivem slabší tvorby pracovních míst na náladu spotřebitelů. Vývoj počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti a subindexu indexu nákupních manažerů mapující vývoj zaměstnanosti naznačují, že by se měla situace na trhu práce poměrně výrazně zlepšovat.

Fed přesvědčuje trh o stabilitě sazeb po většinu letošního roku

Vzhledem k silnému růstu hospodářství mají investoři tendenci očekávat první zvýšení úrokových sazeb kolem pololetí. Představitelé Fedu však vytrvale a jednotně opakují, že úrokové sazby mohou zůstat beze změny podstatně déle. Potvrdilo to i prohlášení zveřejněné po skončení prosincového zasedání FOMC. Investoři spekovali zejména o tom, zda Fed ponechá v prohlášení konstatování, že úrokové sazby mohou zůstat beze změny po značně dlouhou dobu. FOMC sice poněkud zlepšil hodnocení ekonomiky, ale tuto pro mnoho lidí velmi důležitou formulaci v prohlášení ponechal. Další důležitou informaci přineslo zveřejnění poznámek ze zasedání FOMC 28. října 2003. Podle těchto poznámek se dá značně neurčitá formulace „po značně dlouhou dobu“ vykládat jako „do konce roku 2004 a možná déle“. Tento časový horizont se objevil v náznamech i v projevech některých činitelů Fedu a je v souladu i s tradicemi let, ve kterých se konaly prezidentské volby. Změnu tohoto horizontu by mohl přinést pouze náhlý a jednoznačný růst inflačních tlaků nebo extrémně příznivý vývoj na trhu práce. Obě tyto alternativy jsou však nepravděpodobné.

Stabilní nízké úrokové sazby jsou umožněny pružností a efektivností americké ekonomiky

Nízké úrokové sazby jsou spolu s rozpočtovým stimulem základním faktorem podporujícím expanzi americké ekonomiky. Zároveň pomáhají snižovat dlužníkům zátěž splácení zadlužení a tím přispívají ke stabilitě finančního sektoru. To že Fed může dlouhodobě udržovat úrokové sazby na vysoce stimulační úrovni aniž by tím ohrozil cenovou stabilitu je jedním z pozitivních důsledků vysoké pružnosti americké ekono-

miky. Důležitým faktorem je také důraz, který kladou podniky na zvyšování produktivity práce a v souvislosti s tím pokračující zintenzivňování využívání informačních technologií při řízení a optimalizaci výrobních procesů. Změna ve struktuře a způsobu práce ekonomiky je zřetelně vidět také na rozporu mezi velmi silnými indexy nákupních manažerů a ve srovnání s nimi z historického hlediska nízkým růstem průmyslové produkce a zaměstnanosti.

Americká inflace zůstává velmi nízká

Dlouhému období stabilně nízkých úrokových sazeb nasvědčuje i vývoj inflace. Jak CPI tak PPI rostly v listopadu méně než se očekávalo a u jádrové složky CPI došlo dokonce k prvnímu meziměsíčnímu poklesu po více než 20 letech. Přestože pokračuje oslabování dolaru na cenách se to (s výjimkou pohonných hmot) kvůli vysoké konkurenci neprojevuje. Také pouze pozvolný růst počtu pracovních míst a stále nízké využití výrobních kapacit nasvědčují, že inflace nebude ještě řadu měsíců problémem.

Konjunkturální ukazatele naznačují pokračující oživení v Evropě

Předstihové ukazatele potvrzují očekávané oživení také v Evropě, přestože aktuální data lze považovat spíše za smíšená. Na podnikatelské náladě se zatím nijak nepříznivě neprojevilo posilování eura, čemuž nasvědčuje zejména pokračující růst německého konjunkturálního indexu IFO. Přesto se v některých průzkumech objevují náznaky, že posílení kurzu eura k dolaru nad 1,30 by mohlo znamenat pro evropské ekonomiky podstatné zbrždění. Domácí poptávka totiž zůstává stále nízká a tak se musí evropští výrobci spoléhat na poptávku v USA a Asii (především v Číně).

ECB zatím neznepokojuje sílící euro

Představitelé ECB a Evropské komise se zatím k rychlému posilování eura stavěli relativně neutrálně a opakovali dřívější prohlášení, podle kterých usilují o silné a stabilní euro. Politici některých států (Itálie, Francie, Německo) však již vyjádřili z možných negativních důsledků nadměrného posílení eura obavy. Dá se očekávat, že evropské státy vyvinou úsilí, aby se situací na měnových trzích zabývala skupina G7. Evropa bude pravděpodobně usilovat zejména o to, aby asijské státy umožnily oslabení dolaru vůči svým měnám a nenechávaly tak tíhu oslabování dolaru pouze na Evropě.

Další posílení eura by mohlo vést ke snížení úrokových sazeb ECB

Vývoj kurzu eura k dolaru může být také významným faktorem ovlivňujícím rozhodování ECB o výši úrokových sazeb. Zpřísnění měnových podmínek vyvolané posílením eura výrazně snižuje pravděpodobnost, že by ECB v dohledné budoucnosti přistoupila ke zvýšení úrokových sazeb a pokud by euro dále posilovalo byla by dokonce reálná možnost snížení úrokových sazeb. Jaký bude mít vývoj kurzu eura vliv na měnovou politiku ECB bude záležet především na tom jak výrazně ještě euro případně posílí a jak dlouho se kurz na úrovních nad 1,20 udrží.

Ceny ropy tlačí nahoru slábnoucí dolar, silná zima a nejistá situace v Iráku

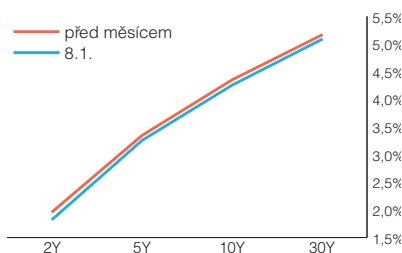
Cena ropy v průběhu prosince za silného kolísání narostla z 27 až na 31 USD/brl (pro ropu brent). Růst ceny byl ovlivněn několika faktory: všeobecným oslabováním kurzu dolaru, stále nejistou situací v Iráku a především na přelomu roku silnou zimou na severní polokouli a poklesem zásob ropy. Zároveň se neobjevují žádné náznaky, že by kartel OPEC plánoval zvýšit produkci aby proti růstu cen působil. K trendu růstu ceny ropy dlouhodobě přispívá také sílící oživení ve světě a v jeho rámci zejména růst spotřeby rychle rostoucích asijských ekonomik. Silná zima na severní polokouli a obavy z oslabování eura by měly udržet cenu ropy v okolí 30 USD/brl i v lednu a vyloučit nelze ani její další růst.

Dluhopisové a peněžní trhy

USA

Výnosy kolísaly v úzkém rozmezí

Americká výnosová křivka



Výnosy amerických dluhopisů v prosinci kolísaly v relativně úzkém rozmezí od 4,12% do 4,40%. Krátkodobé pohyby byly ovlivňovány především technickými faktory souvisejícími s blížícím se koncem roku, pohyby cen akcií a aktuálně zveřejňovanými makroekonomickými ukazateli. Vliv měly také projevy činitelů Fedu, které přispěly k mírnému tlaku na pokles výnosů v polovině prosince. Trh má stále tendenci očekávat přechod k růstu úrokových sazeb v polovině roku, podle vyjádření činitelů Fedu je však pravděpodobnější růst sazeb až ke konci letošního roku.

V lednu by měl zůstat zachován charakter obchodování z posledních třech měsíců. Výnosy by měly kolísat v relativně úzkém rozmezí 4,0% až 4,5%. Krátkodobé pohyby by se nadále měly odvíjet od aktuálně zveřejňovaných makroekonomických údajů, chování akcií a náznaky budoucího vývoje americké měnové politiky čerpané z vyjád-

V dalších měsících by mělo dojít k postupnému růstu výnosů

děření představitelů Fedu. Pro trh bude z hlediska směřování americké měnové politiky důležité zejména zasedání FOMC na konci ledna.

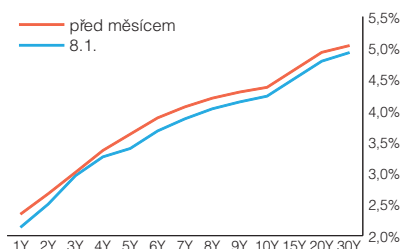
Charakter obchodování by se zásadně neměl měnit ani v několika příštích měsících. Podmínkou je, že se budou naplňovat prognózy stabilního silného růstu americké ekonomiky při nízké inflaci a relativně slabém trhu práce. Zpomalení tempa růstu hospodářství by vedlo k opadnutí očekávání zvýšení úrokových sazeb a k poklesu výnosů. Naopak náznaky inflačních tlaků a nebo nečekaně silný růst počtu nových pracovních míst by zvýšily spekulace na růst sazeb a vedly by k růstu výnosů. Rizikem zůstává vývoj geopolitické situace (především Irák) a terorismus. Vážnější problémy v těchto oblastech by znamenaly tlaky na pokles výnosů. Panika na dluhopisovém trhu kvůli oslabování dolaru je málo pravděpodobná, protože velkou část amerických státních dluhopisů drží asijské centrální banky. Pokud by k ní však došlo znamenala by rázný růst výnosů.

Silné euro bylo dominantním faktorem v poklesu evropských výnosů

EMU

Vývoj na evropských dluhopisových trzích byl oproti USA odlišný, protože se zde mnohem znatelněji projevil pokračující trend k posilování eura. Silné euro má pozitivní vliv na inflaci a negativní vliv na růst hospodářství, proto podstatně omezuje šance na růst úrokových sazeb. Objevily se dokonce úvahy o možném snížení úrokových sazeb, pokud bude euro nadále posilovat. Celkově výnosy v EMU klesly o 5-10bp. U desetiletého dluhopisu klesl výnos z 4,50% mezi 4,25-4,35%.

Německá výnosová křivka



Střednědobě bude vývoj kurzu eura rozhodujícím faktorem pro chování dluhopisových trhů v EMU

Pokud by se udržel trend k rychlému posilování eura i v lednu, je možný další mírný pokles výnosů. Za pravděpodobnější považujeme stabilizaci výnosů a možný je i jejich mírný růst pokud by se kurz eura stabilizoval. Kromě kurzu eura bude trh ovlivněn zveřejňovanými makroekonomickými parametry a technickými vlivy typu aukcí dluhopisů.

Střednědobě bude opět velmi záležet na vývoji kurzu eura a na případné reakci ECB na tento vývoj. Případné další posilování eura by znamenalo tlak na pokles výnosů, zastavení posilování nebo dokonce obrát trendu naopak. Důležité budou také ukazatele růstu evropských ekonomik. Náznaky negativního dopadu silného eura na růst hospodářství by dále zesílily tlak na pokles výnosů. Stejně tak by působil případný výraznější pokles inflace. Pokud by se však evropským ekonomikům dařilo vliv silného eura překonat a zesilovaly by svůj růst výnosy by naopak měly růst

Devizové trhy

Dolar zůstává pod silným tlakem

USD / EUR

Kurz USD / EUR



V prosinci trh ovládl naprosto jednoznačně protidolarový sentiment. Stále sílí obavy z dalšího oslabování dolaru vedly k podstatnému poklesu nákupů dolarových aktiv, což mělo při trvajícím vysokém schodku americké obchodní bilance jednoznačný efekt podporovaný i spekulativními pozicemi. Trh byl plně pod vlivem psychologicko-technických motivů a prakticky nereagoval na žádné makroekonomické údaje ani jiné události. Pokud se nějaký náznak reakce na jednotlivé události objevil, šlo vždy o interpretaci podporující další oslabení dolaru.

Pokud nedojde k nějaké formě slovní intervence ECB a nebo skupiny G7 bude značně pravděpodobně dolar pokračovat v oslabování i v lednu. Důležité bude jeho tempo. Pokud dojde ke zvolnění oslabování může se kurz postupně posunout lehce nad 1,30, aniž by to vyvolalo ostřejší reakci ze strany činitelů EMU. Pokud by však situace naznačovala, že se oslabování dolaru odstavá zpod kontroly a mění se ve volný pád, reagovaly by pravděpodobně činitelé ECB nejprve slovními a v případě nutnosti i přímými intervencemi. Úplné zhroutení kurzu dolaru je velmi nepravděpodobnou eventualitou.

Přestřelení posilování eura by mělo vést k zásahu ECB a nebo skupiny G7 a následnému obrátu trendu

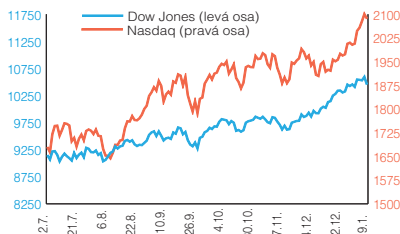
V horizontu několika měsíců pokládáme stále za vysoce pravděpodobný scénář zastavení posilování eura a přechod k obrátu trendu. Kurz by se potom měl postupně vrátit pod 1,20. Základním mechanismem tohoto obrátu by měla být změna očekávání. Jakmile se investoři přestanou obávat dalšího znehodnocování dolaru, začnou být atraktivní investice do amerických akcií a přímé investice do USA. Přítok investic by potom měl opět převážit nad vlivem deficitu běžného účtu. Významnou

roli může také sehrát vývoj asijských měn, zejména jenu a čínského juanu. Skupina G7 se může dohodnout na omezení japonských intervencí proti posilování jenu a u čínské měny může dojít k modifikaci její vazby z dolaru na koš měn. Obě tyto eventualy by zmírnily tlak na posilování eura a přenesly by část úpravy hodnoty dolaru na asijské měny.

Akciové trhy

Růst na akciových trzích pokračuje

Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Index DJ Stoxx 50



Prosinec ukázal, že listopadová stagnace na amerických akciových trzích byla pouhým oddechem před dalším růstem. V první polovině prosince akcie pokračovaly ve stagnaci a nic v tu dobu nenaznačovalo, že by do konce roku měla ještě nastat nějaká výraznější změna. Akcie se ale 18. prosince nadechly k silnému růstu a tento vydržel až do prvních lednových dní. Oproti očekávání se tak prosinec stal dalším v řadě růstových měsíců. Podnětem pro změnu trendu se staly mimořádně dobré makroekonomické ukazatele aktivity ve zpracovatelském průmyslu v regionu filadelfského Fedu a další pokles žádostí o podporu v nezaměstnanosti. V posledních dnech minulého roku se naplnily staré tradice. Již od 50.let je statisticky dokázáno, že akcie v posledních pěti dnech starého roku rostou. Tento efekt, který souvisí s posledními úpravami portfolií (tzv. window dressing) se nazývá 'Santa Claus rally' nebo jednodušeji 'end-year rally'. Akcie skutečně na konci roku významně posílily, čímž se index S&P500 dostal na dvacetiměsíční maximum.

VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	31.12.	30.11.	1M	3M	12M	r. 2003
S&P500	1 111.9	1 058.2	5.1%	11.6%	26.4%	26.4%
Dow Jones	10 453.9	9 782.5	6.9%	12.7%	25.3%	25.3%
Nasdaq	2 003.4	1 960.3	2.2%	12.1%	50.0%	50.0%
DJ Stoxx 50	2 660.4	2 567.1	3.6%	11.5%	10.5%	10.5%
FTSE 300	957.94	931.23	2.9%	11.2%	11.8%	11.8%

Nízký počet varovných prognóz naznačuje silné výsledky za 4Q

Druhá polovina ledna je obdobím, kdy firmy zveřejňují svoje výsledky za čtvrté čtvrtletí. Naopak v první polovině ledna (před sezónou výsledků) firmy publikují svoje odhady čtvrtletních zisků, přičemž v minulosti vždy převažovaly negativní předpovědi (tzv. varování) před pozitivními predikcemi. Výzkumná agentura Thomson Financial tradičně sestavuje poměr negativních a pozitivních očekávání, z čehož lze usuzovat na to, jak úspěšné toto výsledkové období bude. V krizových letech 2001 a 2002 byly tyto poměry vždy vyšší než 2, tj. na jednu pozitivní predikci firmy vydaly v průměru více než 2 varování. V roce 2003 došlo ke zlepšení a poměr se snížil na cca 1,7, což bylo i aktuální číslo těsně před zahájením výsledkové sezóny za 3Q/2003. Nynější poměr je zdaleka nejlepší - pouhých 1,3. To naznačuje, že firmy buď mají výrazně více pozitivních očekávání nebo výrazně méně negativních očekávání (příp. obojí) a výsledková sezóna bude tedy v velkou pravděpodobností velmi úspěšná.

Možný růst zisků firem ve 4Q až o 26%

Ta úspěšnost spočívá v tom, o kolik firmy překonají svými zisky očekávání trhu. Pokud jde o predikci trhu, analytici očekávají, že zisky firem budou ve 4Q/2003 o 22,3% vyšší než ve stejném období loni. Toto očekávání se od počátku října nijak nezměnilo. Kvůli nízkému počtu varování lze předpokládat, že skutečné číslo bude ještě vyšší. Podle našeho názoru by růst zisků mohl činit až 26%. To by pochopitelně mělo pozitivní vliv na vývoj trhu během ledna. Otázkou zůstává, zdali růst cen akcií na přelomu roku již nebyl tímto pozitivním očekáváním ovlivněn a není v cenách akcií již částečně započten. Je to velmi pravděpodobné.

Ceny akcií v prosinci mírně přestřelily dosavadní tempo růstu firemních zisků

Pro trh jsou určující firemní zisky v následujících čtyřech čtvrtletích. Nyní tedy máme před sebou období 4Q/2003 až 3Q/2004. Již jsme uvedli, trh nezměnil očekávání firemních zisků pro 4Q/2003, pouze mírně zlepšil očekávání zisků v dalších čtvrtletích. Celkově analytici očekávají, že firmy zahrnuté v indexu S&P500 vytvoří dohromady zisk 59,88 dolarů / akcii. Počátkem prosince trh čekal 59,52 dolarů, k mírnému zlepšení očekávání tedy přeci jenom došlo. Růst o 0,6% je ale výrazně nižší než

5,1% nárůst indexu S&P500 během prosince. Poměr hodnota indexu S&P500 vůči sumě firemních zisků se tedy zvýšil - a to ze 17,8 na 18,6. Protože se tento poměr pohyboval v předchozích 7 měsících na stabilní hodnotě mezi 17 a 18, lze obecně konstatovat, že akcie jsou nyní dražší než byly v minulém roce. Stejně tak se zvýšil i tento poměr u technologií - z 29 na 30. Tato čísla nám samozřejmě neřeknou, zdali jsou akcie skutečně drahé a tudíž zralé na výběrání zisků nebo stále levné, víme ale, že jsou o něco dražší než byly loni. Důvodů může být několik, ale hlavním bude větší důvěra v oživení ekonomiky a tím i růst zisků firem.

Očekáváme, že index S&P500 do konce roku posílí nejméně o 10%

Pokud vyjdeme z těchto předpokladů, lze si udělat představu, kde se asi bude pohybovat index S&P500 v polovině letošního roku. Pokud by poměr index vs. zisky firem udržel na zvýšené úrovni (tj. okolo 18,6) i v červnu 2004 a pokud budou zisky firem růst v první polovině roku 2005 stejným tempem jako v průměru v roce 2004 (tj. 13% meziročně), měl by index S&P500 být v polovině roku na hodnotě 1224, tj. o 10% výš než na konci prosince. Tento předpoklad může být přitom konzervativní. Pokud firmy budou i nadále překonávat očekávání trhu (což se zdá být reálné alespoň v 4Q/2003), můžeme očekávat i silnější růst.

Americký HDP by měl letos růst o 4 - 4,5%

Pozitivní nálada tedy zatím trvá. Slábnoucí dolar podporuje americké vývozce, zatímco fiskální stimul zvyšuje spotřebu domácností, které mají po několika letech stagnace opět chuť obměnit zastarávající elektronická zařízení ve svých domácnostech. A navíc začínají postupně růst i investice firem, které až donedávna šetřily každý dolar. To se pochopitelně musí odrazit i v růstu americké ekonomiky - poslední odhady hovoří o růstu o 4 až 4,5% v letošním roce.

Na trzích převládá optimismus, akcie by mohly v lednu dále růst

Pravděpodobnost rizikových scénářů je poměrně nízká. Poptávka domácností zatím nijak neochabuje, výrobní aktivita firem je trvale rostoucí, riziko inflace nehrozí a pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb rezervní bankou v následujících měsících je malá. Celkový optimismus může dočasně ochromit snad jen terorismus, který bohužel je a do budoucna bude stále aktuální hrozbou.

VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	XII-03	XI-03	X-03	3M	6M	12M
Informační technologie	3.5%	1.2%	7.6%	12.7%	20.6%	38.1%
Internet	7.4%	2.0%	9.8%	20.3%	28.7%	73.1%
Sít'ová zařízení	-0.6%	2.8%	17.0%	19.6%	39.3%	92.3%
Výrobci počítač. techniky	2.7%	0.9%	7.5%	11.4%	23.8%	23.8%
Pouze výrobce PC	-1.7%	-1.8%	9.7%	6.0%	14.5%	39.7%
Polovodiče	-4.0%	6.6%	18.3%	21.0%	41.3%	75.7%
Telekomunikace	5.5%	0.3%	6.1%	12.2%	11.1%	27.2%
Bezdrát. telekomunikace	7.9%	1.2%	8.5%	18.5%	23.0%	37.2%
Biotechnologie	6.4%	-1.4%	3.0%	8.1%	13.5%	44.9%
Farmacie	6.3%	0.9%	0.8%	8.1%	2.1%	12.4%
Zdravot.a kosmet. zboží	6.9%	2.2%	-0.1%	9.1%	21.8%	82.0%
Spotřebitelské služby	5.7%	1.5%	0.6%	8.0%	2.8%	13.4%
Doprava	3.8%	0.8%	8.9%	14.0%	16.4%	36.1%
Bankovníctví	3.2%	0.3%	7.3%	11.1%	13.7%	30.3%
Finančnictví	4.7%	-0.4%	6.6%	11.1%	15.1%	27.9%
Petrochemie	13.6%	1.0%	2.1%	17.2%	18.8%	25.9%
Energetika	13.5%	0.3%	1.1%	15.1%	14.9%	23.9%
Utility	6.4%	-0.4%	0.8%	6.9%	5.3%	21.1%
Základní průmysl	10.1%	2.0%	9.1%	22.5%	29.4%	34.7%

STŘEDNÍ EVROPA

Dluhopisové a peněžní trhy

Maďarsko

Čekání na lepší makroekonomická data

Předpokládali jsme, že na maďarském dluhopisovém trhu už v prosinci k žádnému obratu nedojde a výnosy dluhopisů zůstanou stabilní. Avšak situace byla zcela opačná. Z cenového hlediska momentálně velmi atraktivní maďarské dluhopisy přilákaly před koncem roku novou poptávku a to bez ohledu na fakt, že makroekonomická ani politická rizika se nijak nesnížila, snad právě naopak. Dokonce i zahraniční investoři dočasně přehodnotili svoji nechuť vůči Maďarsku a začali nakupovat. V důsledku toho výnosy okolo celé křivky poměrně významně klesaly. K nejvýznamnějšímu poklesu došlo v rozpětí dvou až pěti let, kde výnosy spadly o 114-117 bazických bodů. Delší sedmi až patnáctileté maturity zažily méně dramatický pokles výnosů v rozmezí 70-80 bazických bodů. Výnos tříletého dluhopisu se tak dostal pod úroveň 10,6% a výnos desetiletého benchmarku spadl pod hladinu 8,2%. Nový rok otevřelo Maďarsko zveřejněním horšího než vládou očekávaného schodku veřejných rozpočtů za rok 2003 (podle předběžných údajů 5,6% k HDP) a následnou výměnou na postu ministra financí. To může být změna k lepšímu, ale ta v každém případě přichází pozdě a sama o sobě nic převratného neznamena. V politice centrální banky se toho zjevně příliš nezmění a Maďarsko tak i nadále čeká na lepší fundamentální čísla o vývoji ekonomiky, které se nedostaví dříve než ve druhé polovině roku. Předpokládáme, že leden přinese nejprve korekci předchozího poklesu výnosů a teprve ve druhé polovině měsíce by se dluhopisy měly vrátit zpět k cenovému růstu. Díky očekávané vysoké inflaci, volatilnímu forintu a zatím nejasnému výhledu vývoje úrokových sazeb v první půli roku tak počítáme pro leden se stabilitou výnosů.

Polsko

Protichůdné lednové faktory

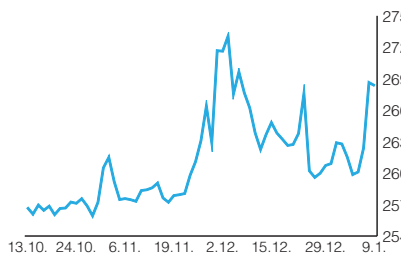
Přes signály o postupně se oživující inflaci a nejistotu související s novým rozdělením karet ve vrcholném orgánu polské centrální banky pokračovaly polské dluhopisy i v prosinci v cenovém růstu, tedy v trendu k poklesu výnosů. Vládní dluhopisy s dvou až sedmiletou maturitou výnosově poklesly zhruba o 40-67 bazických bodů, výnosy dluhopisů s delší splatností (deset až patnáct let) poklesly méně. Výnos dvouletého benchmarku se tak na konci prosince dostal až na úroveň 6,11%, pětiletý benchmark výnosově spadl na 6,64% a desetiletý se dostal na hladinu těsně pod 6,55%. Křivka si tak i nadále udržela specifický „prohnutý“ tvar s vrcholem okolo pěti let. Předpokládáme, že v lednu bude na vývoj polských dluhopisů působit několik faktorů. Směrem k poklesu výnosů by měly působit spekulace na další snížení úrokových sazeb po zvolení nových členů měnového výboru Polské národní banky. Většina kandidátů se totiž ve svých vystoupeních vyjadřuje tak, že další snížení úrokových sazeb by bylo vhodné a žádoucí. Tyto komentáře tak mohou přesvědčit zejména zahraniční investory, že právě nyní je čas nakupovat polský vládní dluh. Avšak tyto komentáře se mohou ukázat jen jako nástroj, jakým jednotliví kandidáti do měnového výboru usilují o politickou podporu pro své jmenování a v realitě z nich nemusí příliš zbyť. Směrem k poklesu výnosů by mohla působit i úroveň zlatého, který se nadále potácí na historických minimech a činí nákup aktiv denominovaných v polské měně atraktivní. Proti těmto faktorům však působí celá řada rizik. Postupný nárůst inflace, stále negativní fiskální výhled, politická nestabilita související vratkostí vlády premiéra Millera a také nejasnosti v tom, jakým směrem se vydá polská měnová politika, až bude měnová rada kompletní. Součet všech těchto faktorů by měl přinést v lednu stabilitu až další mírný pokles výnosů polských dluhopisů s tím, že tento základní scénář je tentokrát ohrožen riziky na obou stranách.

HUF / EUR

Změkčení proevropské rétoriky

Maďarský forint otevíral lednové obchodování na mnohaletém minimu nad úrovní 271,0 k euru. V průběhu celého prosince pak vytrvale posiloval - nejprve na úroveň 261,0 a následně krátce až na úroveň 259,5 k euru. Na začátku roku 2004 pak pokračovaly nákupy, které forint držely okolo 260,0 k euru, ale oznámení celoročního schodku veřejných rozpočtů a následná výměna na postu ministra financí trh znervóznilo

Kurz HUF / EUR

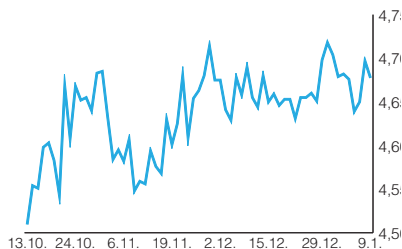


a forint se postupně propadl až k hladině 263,0 k euru. Tato volatilita a nestálost je jen odrazem nestálosti celého makroekonomického vývoje Maďarska. Změna v čele resortu financí by mohla být vnímána jako dobrá zpráva, nakonec bylo dlouhodobě jasno, že bez personálních změn se důvěryhodnost maďarské hospodářské politiky obnovit nedá. Otázka ale samozřejmě je, jde-li v tuto chvíli o změnu k lepšímu či nikoli. Zatím se zdá, že nový ministr relativizuje možnost vstupu Maďarska do Eurozóny v roce 2008, což byla zatím nezpochybnitelná modla maďarské politiky. Snaha dívat se na přijetí jednotné měny realističtěji může být sympatická, ale nový ministr financí Draskovics trvá na co nejrychlejším vstupu forintu do systému ERM II, což může podle našeho názoru vystavit forint nechtěným otřesům. Vzhledem k nejistotě, jaká i nadále v Maďarsku panuje a s ohledem na to, že již brzy očekáváme rozběhnutí destabilizujících diskusí o úrovni centrální parity, na níž by měl být forint zafixován při vstupu do ERM II, počítáme v prvním měsíci ledna se stabilitou forintu.

PLN / EUR

Nejistota na všech frontách trvá

Kurz PLN / EUR



Polský zlotý byl v prosinci poměrně volatilní, jako ostatně celý rok 2003 a i v prosinci oslabovala polská měna v průměru dále k novým historickým minimům. Zlotý nejprve sice mírně posílil z úrovně 4,67 až na 4,62 k euru, pak jej však další výprodejová vlna na konci měsíce poslala až na hladinu 4,71 k euru. Bez ohledu na fakt, že dlouhodobě zůstává polská měna podhodnocená a levná, nepočítáme pro letošní rok s dramatickým posílením o 10-20% jako někteří jiní pozorovatelé. Především proto, že oživení růstu s sebou s největší pravděpodobností přinese zhoršení obchodní bilance a běžného účtu. Mimoto hrozí další eskalace politického napětí v souvislosti s možným pádem stávající vlády premiéra Millera a nejisté zůstává i chování centrální banky po změnách v měnové radě (viz výše). Pokud vezmeme v úvahu všechna krátkodobá i střednědobá rizika, zůstává nejpravděpodobnějším scénářem pro celý rok jen slabá apreciacie zlotého vůči euru. Lednový efekt by však mohl zlotému pomoci a proto konkrétně v lednu počítáme s mírnou apreciací polské měny.

SKK / EUR

Další mírné posílení na obzoru?

Kurz SKK / EUR



Slovenská koruna v průběhu většiny prosince postupně mírně oslabovala z výchozí úrovně 41,01 až na prosincové minimum na úrovni 41,13 k euru. Zdálo se tedy, že se naše prognóza mírného posilování koruny zcela mine s realitou. Avšak v posledním prosincovém týdnu se vývoj obrátil a slovenská koruna začala mírně posilovat, aby své obchodování v roce 2003 zakončila mírně pod úrovní 41,0 k euru. Vzhledem k tomu, že k tomuto posílení došlo až po klíčové prosincové události, kterou bylo snížení základní úrokové sazby o 25 bazických bodů na 6,0%, nepředpokládáme, že by plánované a logické postupné snižování úrokových sazeb v roce 2004 jakkoli narušilo naši prognózu další mírné apreciacie slovenské koruny. Samozřejmě, že koruně dočasně v prvních lednových dnech pomohla i pozitivní atmosféra v celém středoevropském regionu. Vzhledem k tomu, že základní slovenské makroekonomické faktory se nemění a kromě trvale přítomných politických rizik nejsou zatím žádná jiná na obzoru, počítáme pro leden s mírným posílením slovenské koruny. Předpokládáme, že na konci roku 2004 by se koruna mohla obchodovat pod úrovní 40 korun za euro.

ČESKÁ REPUBLIKA

Politický a makroekonomický vývoj

České ekonomice zavál vítr do plachet

Růst české ekonomiky se v průběhu třetího čtvrtletí výrazně oživil. Reálný HDP, ukazatel ekonomické aktivity, vzrostl podle předběžných údajů o 3,4% meziročně po zrevidovaném 2,4% růstu v předchozím čtvrtletí. Pro trh byl tento výsledek milým překvapením, neboť v průměru očekával pouze 3% přírůstek. Spotřeba domácností obhájila svoji pozici tahouna růstu. Ve stálých cenách a v porovnání s předchozím rokem vzrostla o 7,2%, což je nejvíce od 3Q1996. Dynamický růst nominálních mezd, nízké ceny a levnější spotřebitelské úvěry jsou hlavním zdrojem současného boomu spotřeby. Nejpříznivější zprávou pro trh bylo oživení investiční aktivity, především stavebních ale i strojových investic. Potvrdila se tak naše očekávání, že blížící se vstup do EU podnítl mnoho firem k investiční aktivitě a proto se můžeme

stát v následujících čtvrtletích svědky růstu fixních investic v ČR. V opačném směru se zatím vyvíjí čistý export, jehož deficit se v porovnání s loňským rokem prohloubil v důsledku vysoké domácí poptávky přelévající se do dovozu zboží a služeb. Ačkoliv spotřeba domácností v roce 2004 bude zasažena mnoha nepříznivými opatřeními jako například změny v DPH či zvýšení spotřebních daní, její růst se sice nezastaví ale jistě zpomalí. Přesto díky oživení investic a lepšící se zahraniční poptávce zvyšující vývoz z ČR reálný růst hospodářství překoná v roce 2004 3%-tní hranici. Růst českého hospodářství sice nepřekoná tempa růstu polské či slovenské ekonomiky, ale stále se mu daří překračovat průměrný růst zemí EU, díky čemuž se ekonomická úroveň ČR velmi pozvolna přibližuje evropské.

Ceny potravin motorem růstu spotřebitelských cen

Spotřebitelské ceny v průběhu listopadu vzrostly o 0,5% a v meziročním srovnání jejich přírůstek činil 1%. Trh sice počítal pouze s 0,3% meziměsíčním růstem, ale obavy z rychlejšího růstu a dopadu zrušení 10 a 20 haléřů vyvolaly očekávání až 0,8% růstu, které se naštěstí nevyplnilo. Motorem současného oživení inflace jsou potraviny, především pak brambory a běžné pečivo. Zatímco část růstu cen potravin lze připsat na vrub špatné úrodě nebo sezónním vlivům, zbylý díl připadá na zrušení 10 a 20 haléřů. V příštích měsících budou sice ceny potravin i nadále růst, ale pravděpodobně pomaleji než v listopadu. V listopadu platili spotřebitelé také více za služby jako je zdravotnictví, ubytování a stravování. Naopak levněji pořídili elektroniku, pohonné hmoty, oblečení, obuv, mobilní telefony apod. Do konce roku zůstane inflace v režii cen potravin. V prosinci očekáváme inflaci okolo 1%. V lednu se k růstu cen potravin přidá zdražení cigaret, lihovin, pohonných hmot, telekomunikačních služeb apod. (viz. cenový efekt zvýšení spotřebních daní a úprav DPH) a meziroční inflace překoná 2%. V průběhu roku 2004 se CPI může vyšplhat až ke 4% nebo i výše, pokud obchodníci využijí situace a zvýší ceny o víc, než by odpovídalo zvýšení daní. Bude-li se inflace tlačit nad 4,5%, ČNB zvedne v průběhu 2004 úrokovou sazbu o víc než jen půl procentního bodu a repo sazba by se na konci roku mohla pohybovat mezi 2,75-3%.

Ceny zemědělských výrobců zvýší ceny potravin

Ceny průmyslových výrobců vzrostly v listopadu o neočekávaných 0,4% meziměsíčně. Meziroční index PPI se tak vrátil poprvé od února 2002 do černých čísel. Deflační éra v cenách výrobců tímto skončila. O oživení růstu cen výrobců se postaral potravinářský průmysl, který v listopadu zvýšil své ceny o 1,9% (v říjnu o 1,1%). Výrobci tak reagují na zdražování zemědělských produktů kvůli nižší úrodě a tlaku prvovýrobců na zvýšení cen odkupu. Ačkoliv ceny zemědělských producentů v listopadu poklesly pod říjnovou úroveň, v meziročním srovnání se v listopadu zvýšily o 3,9%. Deflační tlaky na pokles cen potravin nepominuly jen v ČR ale i v okolních státech. Tudíž cesta k dalšímu růstu cen zemědělských produktů je otevřena. Růst výrobních cen v potravinářském průmyslu pak tlačí maloobchodní ceny nahoru a proto musíme počítat se zdražováním potravin v následujících měsících. Ostatní průmysloví výrobci se svými cenami zatím příliš nehýbají (vyjma oblasti energetiky). S ohledem na stále ještě slabou zahraniční poptávku a silnou cenovou konkurenci na zahraničních trzích nelze zatím počítat s výraznějším růstem výrobních cen. V roce 2004 očekávané oživení světové ekonomiky oživí růst výrobních cen a meziroční index PPI se může postupně vyšplhat nad 3%.

Míra nezaměstnanosti zůstala pod 10%

V průběhu listopadu se míra nezaměstnanosti nezměnila a zůstala na říjnové úrovni 9,9%. Zachování říjnové míry bylo všeobecně očekáváno, protože se jedná o běžný sezónní jev. V určitém ohledu příznivé údaje z pracovních úřadů nás však nepřesvědčily o zásadní změně situace na trhu práce. Poptávka po pracovních silách zůstává slabá, což dokazuje trvalý pokles volných pracovních míst doprovázený růstem počtu uchazečů na jedno volné místo nad 12. V prosinci se míra nezaměstnanosti s velkou pravděpodobností dostane opět nad 10%-tní hranici, kolem které bude fluktuovat i příští rok. Stále probíhající restrukturalizace v průmyslu, v některých případech neúnosné požadavky na růst mezd, demotivující sociální systém nedává velkou šanci v následujících dvou letech na zlepšení situace lidí hledajících práci. K poklesu nezaměstnanosti k 8% se dočkáme pouze v případě, že ČR bude i nadále přitahovat významné zahraniční investice. V opačném případě se situace na trhu práce příliš nezmění.

Říjnový růst průmyslové výroby podprůměrný nicméně stále solidní

V říjnu si průmyslová výroba zachovala stejné tempo růstu jako v září, když vzrostla o 5,2%. Trh v průměru očekával 5,4% přírůstek. Ačkoliv tempo růstu podruhé za sebou zaostalo za současným průměrem (5,7%), výkonnost průmyslu je v porovnání s rokem 2002 vyšší (v roce 2004 se průmyslová výroba zvýšila o 4,8%). Méně příz-

nivou zprávou je výrazné zpomalení růstu průmyslových tržeb ze 7% na 4,1%. Plnění výrobních skladů a pomalejší růst objednávek může bránit dalšímu růstu průmyslové výroby. Doufejme, že v roce 2004 se dostaví očekávané oživení světové ekonomiky, které uvolní cestu k dalšímu růstu průmyslové výroby v ČR. Tlak na snižování nákladů a zvyšování efektivnosti výroby nezeslábně, spíše naopak kromě jiného i v důsledku začlenění ČR do EU. Ačkoliv některé obory (například textilní průmysl) se mohou těšit na větší ochranu před dumpingovými dovozy, tlak na zvyšování produktivity a snižování zaměstnanosti nepoleví.

Říjnové maloobchodní tržby slabé – klid před bouří

V říjnu tržby maloobchodníků nečekaně zpomalily ve svém růstu ze zářijových 9,4% na 3,4%. Trh přitom počítal s alespoň 5%-tním růstem. Domácnosti si tak vzaly oddechový čas před hlavními vánočními nákupy, které se rozhořely v průběhu listopadu. Efekt schváleného omezení daňových odpisů luxusních aut se již vytrácí a tržby autosalónů tudíž rostou výrazně pomaleji (v říjnu jen o 0,4% vs. zářijových 19,3%). Kromě toho zpomalil prodej běžného spotřebního zboží. Nejvíce se opět nakupovalo v super- a hypermarketech. Stále populárnější je rovněž nákup zásilkovou formou včetně tzv. internetových obchodů. Tento způsob prodeje má velkou budoucnost. S růstem životní úrovně naopak klesá počet zákazníků tzv. secondhandům. Spotřeba domácností zůstává přes trávající problémy na trhu práce motorem růstu české ekonomiky. Nízké ceny spolu s rostoucími mzdami a neoprávněné obavy z dramatického růstu cen v příštím roce ženou spotřebu do závratných výšin. V listopadu očekáváme opět nadprůměrný růst tržeb maloobchodníků. Růst hospodářství v posledním čtvrtletí roku bude přes dnešní zklamání opět v režii domácností a s velkou pravděpodobností znovu překoná 3% -tní hranici. V příštím roce musíme však počítat s pomalejším růstem reálné kupní síly. Růst mezd a platů zpomalí na 5-6% a průměrný růst spotřebitelských cen překročí 3%. Reálné mzdy tak porostou jen o 2-3%. Pro srovnání – letos se reálné mzdy zvýšily o více jak 6%. Spotřeba domácností tak pravděpodobně zpomalí ke 3%. Rovněž tržby maloobchodů porostou pomaleji než letos.

Auta, elektrosoučástky a telekomunikační zařízení zhoršují obchodní bilanci

V listopadu se obchodní bilance propadla do schodku ve výši 8,3 mld. Kč, což je o 2,4 mld. horší výsledek než vloni. Trh očekával schodek mezi 4,8 a 10 mld Kč. Vývozcům se tentokrát nepodařilo zvýšit odbyt v zahraničí o více než importérům dovoz do ČR. Export zpomalil z říjnových 13,5% na pouhých 1,3% v meziročním srovnání. Dovoz rovněž zpomalil ale ne tak dramaticky – pouze na 3,2%. S odbytovými problémy se potýkají především výrobci dopravních prostředků, elektrosoučástek a telekomunikačních zařízení. Naopak výrobci výpočetní techniky, průmyslového a spotřebního zboží, kovových výrobků, výrobků z pryže si nemusí stěžovat na slabou poptávku. Ačkoliv se 12-měsíční obchodní bilance vyvíjí příznivěji než vloni (deficit je o 7,1 mld Kč nižší), vývoj struktury zahraničního obchodu se nevyvíjí příznivě! Pokles podílu výrobků s vyšší přidanou hodnotou na českém exportu není dobrou zprávou. ČR by se neměla spokojit jen s montážními provozy, ale měla by usilovat o rozsáhlejší výrobu a servis. K růstu výkonnosti a zaměstnanosti potřebujeme, aby se v ČR více prosazovaly náročnější výrobní programy než jen výroba polotovarů a drobných součástek za evropské trhy. Doufejme, že firmy, které k nám ze západních zemí přesouvají výrobu, postupně rozšíří výrobní program a do ČR přesunou významnou část celého výrobního procesu. Ke konci roku očekáváme další zhoršení bilance zahraničního obchodu nad 10 mld. Kč vlivem vyššího dovozu spotřebního zboží a sezónního zpomalení vývozu. Letos by se schodek obchodní bilance mohl pohybovat jen mírně pod loňskou úroveň (71,3 mld. Kč), tedy mezi 65-70 mld. Kč. Příští rok by měl přinést lepší podmínky pro náš export. Dovoz spotřebního zboží naopak zpomalí vlivem nižšího růstu spotřeby domácností. Naopak s vyšší investiční aktivitou domácích firem poroste dovoz investic ze zahraničí. Obchodní schodek by v příštím roce mohl poklesnout pod 65 mld. Kč.

Deficit běžného účtu znovu pod tlakem jednorázových transakcí

Běžný účet platební bilance se znovu dostal pod tlak jednorázových transakcí spojených s výplatou podílů na zisku Eurotelu a dividendy Českého Telecomu. Schodek běžného účtu se vyhoupl na 22 mld. Kč, z čehož pouze 6,6 mld. Kč připadlo na schodek obchodní bilance. Příčinou tak výrazného zhoršení platební bilance byl odliv výnosů z ČR, které prohloubily schodek běžného účtu a cca 12 mld. Kč. Příliv zahraničních investic, o který se nyní zintenzivňuje boj mezi budoucími členy EU, zpomalil na 13,5 mld. Kč a nestačil tak pokrýt schodek na běžném účtu. Finanční účet byl navíc zatížen i odlivem portfoliových investic do zahraničních dluhopisů a akciových titulů v objemu 4,3 mld. Kč respektive 2 mld. Kč. Zahraniční investoři se naopak vrátili na český dluhopisový trh, kde zainventovali cca 2,3 mld Kč. Transakce na finančním účtu naopak vylepšilo čerpání finančních zdrojů ze zahraničí soukro-

mými subjekty. Nízký úrokový diferenciál a více méně stabilita či jen mírné zhodnocení koruny očekávané v příštím roce nahrává dalšímu odlivu portfoliových investic z ČR. Odliv může být také podpořen novými pravidly investování penzijních fondů do zahraničních aktiv, která od ledna příštího roku rozšíří prostor pro investování do zahraničních cenných papírů. Pro rok 2003 očekáváme schodek běžného účtu 150 mld. Kč (cca 6,6% HDP). V roce 2004 očekáváme pouze nepatrné snížení schodku běžného účtu vlivem vyšší zahraniční poptávky, která pomůže snížit schodek obchodní bilance a zvýšit přebytek v obchodě se službami. Deficit na straně výnosů bude však bránit výraznějšímu zlepšení. Deficit běžného účtu v příštím roce postupně poklesne k 5% HDP. Příliv kapitálu se v roce 2004 bude odvíjet od schopnosti ČR přitáhnout nové investice, o které však svádíme konkurenční boj s našimi sousedy. Předpokládáme, že PZI v ČR včetně reinvestovaného zisku dosáhnou cca 120-150 mld. Kč. Deficit běžného účtu tak bude opět profinancován přílivem nedluhového kapitálu. Příliv kapitálu však nebude výrazně vyšší než deficit na běžném účtu. Tudíž koruna nebude pod silným tlakem a pouze opatrně bude směřovat k silnějším hodnotám. Dnešní čísla pouze vysvětlují, proč koruna během října měla tendenci oscilovat nad 32 Kč za euro.

Růst zahraniční zadluženosti není zatím nijak dramatický

Zahraněční zadluženost ČR se v průběhu třetího čtvrtletí zvýšila o 30 mld. Kč na 775,8 mld. Kč. V poměru k HDP se zadlužení nepatrně zvýšilo z 32% na 32,8%. O tento růst se postaraly především obchodní banky a soukromé subjekty, jejichž zahraniční závazky vzrostly během čtvrtletí o téměř 33 mld. Kč. Obchodní banky ve výrazně větší míře přijímaly krátkodobé vklady od zahraničních subjektů. Naopak podnikatelé si více půjčovali v zahraničí a to především formou dlouhodobých finančních úvěrů spíše než obchodních půjček. Vnější zadlužení vládního sektoru se naopak výrazněji snížilo. Vládě, která ačkoliv čerpala finanční pomoc od Evropské investiční banky, se podařilo během třetího čtvrtletí snížit svůj dluh na 60,6 mld. Kč úhradou dřívějších závazků u jiných mezinárodních organizací a skupin. V porovnání s loňským rokem se vnější zadlužení zvýšilo o 21 mld. Kč. Míra růstu zadlužení nicméně zaostala za tempem růstu ekonomiky a proto podíl vnějšího dluhu na HDP poklesl z 36,5% na již zmíněných 32,8%. V průběhu posledních čtyř čtvrtletí se nejvýrazněji zvýšil dluh vlády (o necelých 14 mld. Kč) v důsledku čerpání povodňové půjčky od EIB. Rovněž rostlo i zadlužení našeho bankovního sektoru (o cca 12 mld. Kč) vlivem přílivu krátkodobých vkladů zahraničních subjektů. Do konce roku očekáváme další s velkou pravděpodobností ale výraznější nárůst zahraniční zadluženosti kvůli čerpání finančních půjček domácími podnikatelskými subjekty ze zahraničí. V roce 2004 zadluženost ČR v zahraničí velmi pravděpodobně poroste, obzvlášť rozhodne-li se ministerstvo financí emitovat eurobondy v objemu cca 30 mld. Kč. Opětovné zvýšení zahraničního dluhu nad 800 mld. Kč není z pohledu financování zatím příliš závažné a tudíž neohrožuje vnější stabilitu české ekonomiky díky solidní výši devizových rezerv a velmi příznivé struktuře dluhu, ve které převažují dlouhodobé závazky. Devizové rezervy ke konci třetího čtvrtletí by v případě nutnosti profinancovaly 90% veškerého zahraničního dluhu a objem krátkodobých závazků v zahraničí nedosahuje ani poloviny devizových rezerv ČNB.

ČNB nemění svůj pohled na ekonomický vývoj

Bankovní rada ČNB na svém posledním zasedání v roce 2003 ponechala repo sazbu na 2%, jak se všeobecně očekávalo. Rovněž hodnocení ekonomického vývoje nedoznalo větších změn. Velká část pozornosti centrálních bankéřů se soustředila na vyšší než očekávaný růst cen a HDP. Rizika inflační prognózy jsou silněji vnímána ve směru růstu cen než jejich poklesu. Zároveň bylo ale zdůrazněno, že očekávané oživení růstu cen nesouvisí ani tak s poptávkovými faktory jako spíše s administrativními opatřeními, na které měnová politika nemá vliv. Zazněla však obava, že zvýšení inflace by za současné úrovně nominálních sazeb snížilo reálné úrokové sazby pod jejich rovnovážnou úroveň. Snaha centrální banky již dále nestimulovat přehřátou spotřebu domácností dalším poklesem reálných úrokových sazeb dává tušit směr, kterým se v roce 2004 budou ubírat intervenční sazby ČNB. Ačkoliv centrální banka stejně jako my očekává zpomalení růstu spotřeby domácností, nebude se podle našeho názoru zdráhat zvýšit v průběhu roku úrokové sazby alespoň na 2,5%. Bude-li oživení spotřebitelských cen příliš rychlé, nelze vyloučit v zájmu krocení inflačních očekávání rychlejší a významnější růst sazeb na 2,75-3%. Je téměř jisté, že na lednovém zasedání, které přinese novou, aktuální predikci inflace, nedojde ke změně sazeb. K tak významnému rozhodnutí budou centrální bankéři postrádat informace o dopadech daňových reforem na inflaci. Přesto může dojít k určité změně postoje centrálních bankéřů k budoucímu vývoji inflace, který by mohl vyvrcholit v červenci

Vzrostly úvěry podnikatelským subjektům

zvýšením sazeb o čtvrt procentního bodu na 2,25%.

V listopadu se množství peněz v ekonomice, měřeno peněžním agregátem M2, zvýšilo o 4,6%. V porovnání se sedmým, osmým a devátým měsícem roku se růst M2 zpomalil především v důsledku výraznějšího vybírání termínovaných vkladů. Během listopadu bylo z termínovaných účtů vybráno 3,3 mld. Kč, 1,1 mld. domácnostmi a 2,2 mld. podniky a pojišťovny. V souvislosti s blížícími se vánočními nákupy a mnohými výdaji ke konci roku rostl objem oběhiva (o 3,4 mld. Kč) a netermínovaných vkladů (o 16,5 mld. Kč). Zájem domácností o úvěry zůstává velký. Jejich objem v listopadu vzrostl o 31,4% na 223,3 mld. Kč. Nízké úroky ale především oživující se investiční aktivita zvýšila také zájem o úvěrové financování ze strany podnikatelských subjektů. Jejich objem (včetně cizoměnových úvěrů) vzrostl o 2,9% na 563,8 mld. Kč. Zatímco v roce 2004 růst úvěrů domácnostem jistě zpomalí (pomalejší růst spotřeby, postupně rostoucí úroky z úvěrů), objem úvěrů podniků by se mohl udržet na růstové trajektorii díky investičním potřebám souvisejícím mimo jiné se vstupem do EU. Přesto si hypotéky zachovávají mezi úvěry své prvenství v tempu růstu.

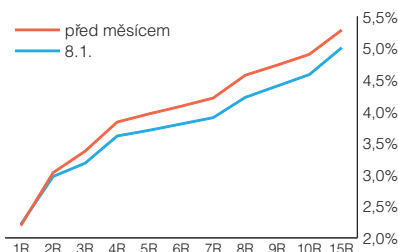
Deficit státní kasy se sice neztrojnásobil ale „jen“ zdvojnásobil

V loňském roce stát hospodařil s deficitem ve výši 109,1 mld. Kč při příjmech 699,5 mld. Kč a výdajích ve výši 808,7 mld. Kč. Jinak vyjádřeno, 30% ročního HDP České republiky bylo odevzdáno do státní kasy a z ní pak téměř 35% HDP opět rozděleno. Na první pohled se může zdát, že státní pokladna hospodařila lépe, než ji ukládal schválený zákon o státním rozpočtu, který přijal 111,3 mld. schodek. Skutečnost je však složitější a méně příznivá. Ačkoliv stát se musel vypořádat se snadno či těžko neočekávatelnými výdaji v celkové výši 22 mld. Kč (viz závazek vůči CME, úvěr od EIB či pokuta od společnosti Housing&Construction apod.), vylepšil si své financování odložením úhrady ještě nevypořádané části ztráty Konsolidační agentury pocházející z roku 2001 ve výši 18,6 mld. Kč. Nebo-li státu se nepodařilo ve skutečnosti „ušetřit“ 8,7 mld. Kč, jak by se z rozdílu mezi neplánovanými výdaji a skutečným navýšením výdajů mohlo zdát, ale naopak by v případě splnění svého původního plánu uhradit ztrátu Konsolidační agentury za rok 2001 překročil výdajový plán o 31,9 mld. Kč. Deficit by pak činil ne 109,1 mld. Kč ale 127,7 mld. Kč, se kterými většina analytiků počítala. Kromě jiného stav státní pokladny výrazně vylepšili spotřebitelé, kteří na jedné straně s vidinou nízkých cen a relativně vyšších příjmů a na druhé straně v obavě před důsledky vládní reformy utráceli, co jim síly stačily. Ohlášené daňové změny tak pomohly snížit schodek státních financí, který zůstal přesto historicky zatím nejvyšší, více než dvojnásobný v porovnání s deficitem z roku 2002. V letošním roce nás bohužel čeká ještě hlubší deficit. Tentokrát se však ministerstvo nemůže spoléhat na spotřebitele, na jejich nevidanou chuť utrácet a nepřímými daněmi plnit státní pokladnu!

Dluhopisové a peněžní trhy

Aktivita na českém dluhopisovém trhu byla v prosinci utlumena blížícím se koncem roku

Česká výnosová křivka



České dluhopisy by se v lednu měly vrátit ke sledování vývoje na trzích EMU

Obchodování na českém dluhopisovém trhu bylo v prosinci ovlivněno nejvíce obdobím svátků před koncem roku. Jedinou událostí, která významně trh ovlivnila byla aukce patnáctiletého dluhopisu, při které ministerstvo financí odmítlo celou poptávku. Tím byl zastaven trend k postupnému růstu rozdílu mezi výnosy českých a německých dluhopisů. V prosinci potom už nedošlo k žádnému významnějšímu pohybu výnosů, až na začátku ledna se v důsledku vývoje na evropských trzích objevil trend k mírnému poklesu výnosů podpořený dobrým výsledkem aukce desetiletého dluhopisu. Rozdíl mezi českým a německými výnosy se pohyboval zhruba v rozmezí 50-60bp s tendencí k mírnému poklesu.

V lednu by měl český trh převážně pokračovat ve sledování vývoje v EMU a možná je další mírné snížení rozdílu mezi výnosy českých a německých dluhopisů. Kromě vývoje v EMU bude trh sledovat také makroekonomická data a debatu o reformě veřejných financí. Ve druhé polovině ledna se bude konat malá emise další tranše tříletého dluhopisu, která by měla být bez problémů upsána a neměla by výrazněji ovlivnit trh. Zároveň dojde k první zpětné aukci při které bude nabízena možnost předčasného splacení dluhopisů z emise 6,05/04 jež bude splatná 14. září. Ministerstvo financí zavedením zpětných aukcí, které jsou na vyspělých trzích běžně používány, sleduje zvýšení likvidity na dluhopisovém trhu a rozložení splacení nominální hodnoty dluhopisu na delší dobu.

Střednědobý výhled vývoje českých dluhopisů bude záležet především na vývoji na evropských trzích a na vyhlídkách vývoje české ekonomiky. Vliv mohou mít také

Střednědobě očekáváme mírný růst výnosů

informace týkající se reformy veřejných financí. Podobně jako v EMU bude výnosy v ČR ovlivňovat vývoj kurzu eura k dolaru a postup oživení v EMU. Za předpokladu, že v nejbližších měsících zůstane euro silné a oživení bude pokračovat by výnosy měly být prakticky stabilní s pouze mírnou tendencí k růstu.

Kurz koruny k euru se v prosinci vrátil nad 32,0.

Kurz CZK / EUR



Trend k mírnému posilování koruny by měl pokračovat i v dalších měsících

Devizový trh

Kurz koruny k euru byl v prosinci ovlivněn kombinací snížené aktivity na trhu a rychlého posilování eura k dolaru. Kombinace těchto vlivů vedla k vysoké volatilitě a oslabení kurzu z hladin mezi 31,80 až 32,0 do pásma 32,20 až 32,60. Oslabení koruny mělo technický charakter a nesouviselo s vývojem fundamentálních faktorů. Obchodování bylo ovlivněno zejména klientskými obchody. Na začátku nového roku se mohly na kurzu projevit investice do slovenské koruny a polského zlatého financované z české koruny.

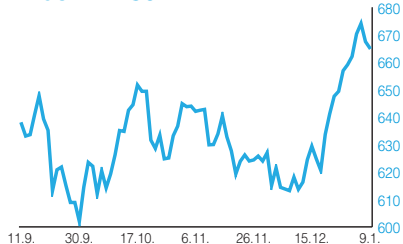
Předpokládáme, že ve zbytku ledna by se situace měla normalizovat a kurz by se měl vrátit zpět do pásma 31,70 až 32,10. Stejně jako v prosinci může být kurz ovlivněn výraznějšími pohyby kurzu eura k dolaru a možnými investicemi z koruny do dalších regionálních měn. Posilování eura a investice do střeoevropských měn by mohly brzdit posilování koruny. Z makroekonomických dat bude trh sledovat především vývoj obchodování bilance a bilance běžného účtu.

Střednědobě očekáváme postupné mírné posilování koruny tažené přílivem přímých zahraničních investic a konvergencí ČR k EU. Impuls pro posilování koruny by mohl znamenat květnový vstup ČR do EU. Proti tomuto základnímu trendu budou působit zejména repatriace zisků českých společností se zahraničními vlastníky. Na korunu může mít vliv také regionální vývoj a vývoj kurzu eura k dolaru. Případné další významné posílení eura k dolaru by bylo dalším faktorem, který by tlačil korunu do oslabování vůči euru. Proti koruně by mohly působit i případné silnější třenice na politické scéně.

Český akciový trh

Silný růst před koncem roku

Index PX 50



Erste Bank a Telecom táhly akciový trh v prosinci vzhůru

Po listopadové korekci akcie v první polovině prosince podle očekávání stagnovaly. Před koncem roku se ale přeci jenom rozjely k růstu. Růst se týkal celého trhu, tahounem ale byly především akcie obou bank a ČEZu. Silnému růstu napomohl podobný vývoj na evropských a amerických akciových trzích, kde indexy po stagnaci v první polovině měsíce před koncem roku také silně posilovaly.

Akcie Erste Bank po mohutném růstu, který kulminoval 5. listopadu na hodnotě 3.142 Kč až do 17. prosince oslabovala, aby poté během 6 obchodních seancí vyskočila o 10%. Díky poklesu v první polovině měsíce ale akcie za celý měsíc přidaly jen 3,9%. Vývoj kurzu Erste Bank ale přesně kopíroval vývoj evropského indexu Dow Jones Stoxx 600 Bank Price Index. Podobně jako akcie EB se vyvíjely akcie Komerční banky, které nejprve na počátku prosince prudce oslabily, čímž kulminoval tříměsíční trend oslabování. Propad až na 2.225 Kč 5. prosince ale přilákal opět investory, kteří cenu akcie vyhnali do konce měsíce zpět nad hladinu 2.400 Kč. Potvrdila se tak naše predikce z prosincové měsíční zprávy, podle které nejsou pro tak silné oslabení akcií KB fundamentální důvody.

Také akcie společnosti ČEZ v první prosincové dekádě oslabovaly, ale následně po zbytek měsíce stejně jako akcie KB prudce rostly. V této souvislosti se nabízí vysvětlení, které jsme naznačili již v minulé měsíční zprávě, a to že investoři vyprodávali ze svých portfolií právě akcie KB a ČEZu, aby si uvolnili zdroje na nákup levných akcií Českého Telecomu, které v té době nabízel Telsource. Právě akcie Telecomu rostly v prosinci podle očekávání nejvíce vzhledem k výprodeji akcií ze strany Telsource, který probíhal počátkem prosince. Poté, co Telsource 5. prosince ráno oznámil, že investoři upsali akcie za 255 Kč, jsme předpokládali, že akcie do konce roku posílí, což se potvrdilo, i když růst byl nakonec silnější, než jsme očekávali. Právě z důvodu silnějšího růstu Telecomu i Erste Bank nakonec index PX50 v prosinci přidal 5,6% a překonal tak naše očekávání stagnace.

VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.12.	30.11.	1M	3M	12M	2003
PX 50	659.1	624.0	5.6%	9.5%	43.1%	43.1%
PX-D	1642.7	1545.7	6.3%	10.6%	40.8%	40.8%
Český Telecom	291.30	262.70	10.9%	8.7%	19.0%	19.0%
Č. radiokomunikace	345.00	340.80	1.2%	23.0%	82.5%	82.5%
ČEZ	145.70	135.49	7.5%	8.1%	57.6%	57.6%
Unipetrol	66.44	63.07	5.3%	5.7%	92.1%	92.1%
Komerční banka	2 418	2 291	5.5%	2.7%	16.4%	16.4%
Erste Bank	3 192	3 073	3.9%	15.9%	59.0%	59.0%
Philip Morris ČR	15 728	14 351	9.6%	17.3%	41.0%	41.0%

Telecom mimořádně nejvíce obchodovanou emisí

Aktivita na trhu byla během prosince opět silnější. Objemy obchodů stouply z listopadových 21,15 mld. Kč na 28,3 mld. Kč. Oproti tradici tentokrát 45% všech obchodů byly realizovány s akciemi Českého Telecomu, což opět souvisí s výprodejem akcií ze strany Telsource. Denní průměr se zvýšil z 1,1 mld. Kč na 1,5 mld. Kč.

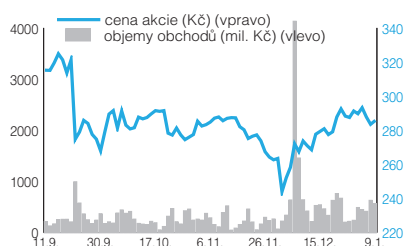
	prosinec 2003		listopad 2003	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
ČESKÝ TELECOM	12.77	45.1	4.59	21.7
KOMERČNÍ BANKA	7.10	25.1	8.34	39.4
ČEZ	3.83	13.5	3.89	18.4
ERSTE BANK	1.64	5.8	1.46	6.9
PHILIP MORRIS ČR	1.41	5.0	1.07	5.1
UNIPETROL	0.93	3.3	1.05	4.9
Č. RADIOKOMUNIKACE	0.59	2.1	0.59	2.8

Vláda odstartovala privatizaci Českého Telecomu

V minulé měsíční zprávě jsme podrobněji popsali důvody pro tvrzení, že akcie Telecomu jsou podle našeho názoru fundamentálně podhodnocené a vyslovili jsme předpoklad, že po ukončení prodeje akcií investorům ze strany Telsource za velmi nízkou cenu 255 Kč bude jejich cena opět růst směrem k hranici 300 Kč. Vyslovili jsme současně i mírné varování, že akcii může trvat delší dobu, než se dostane zpátky na úroveň před 19. září (321,20 Kč), kdy poprvé Telsource oznámil svůj plán prodeje akcií na veřejných trzích. Akcie nakonec během prosince stoupala poněkud rychleji, než jsme předpokládali, což ale nijak nesnížilo naše doporučení z minulé měsíční zprávy - využít nízké ceny a akcie rychle nakupovat.

I nadále platí náš odhad férové ceny akcií Telecomu ve výši 320 Kč, akcie tak má podle našeho názoru stále prostor k dalšímu posilování. Katalyzátorem dalšího růstu by se nyní měl stát rozjezd privatizace společnosti. Vláda na svém zasedání 7. ledna privatizaci de facto znovu odstartovala. Doufejme, že na druhý pokus stát přiláká dostatečně kvalitní zájemce se zkušenostmi z telekomunikačního prostředí a ne pouze finanční překupníky. Pokud vše půjde hladce (o čemž lze ale na základě předchozích zkušeností pochybovat), dozvíme se jméno nového majitele většinového balíku akcií někdy v prvním pololetí 2005. Pro všechny menšinové akcionáře bude samozřejmě velmi důležitou informací cena, kterou bude zájemce za 51% podíl ochoten zaplatit, protože podle novely zákona bude muset menšinovým akcionářům nabídnout odkup jejich akcií. Limitní hranic pro povinný odkup je u registrovaných akcií již 40%, pokud jiný subjekt nemá v této společnosti stejný či vyšší podíl na hlasovacích právech, což rozhodně u Českého Telecomu nenastane. Výši odkupní ceny bude muset nový majitel stanovit na základě znaleckého posudku, přičemž k šestiměsíčnímu váženému průměru ceny akcií na trhu znalec pouze přihlédně. Může se tak snadno stát, že Komise pro cenné papíry, která bude znalecký posudek posuzovat, neschválí posudek s nižší odkupní cenou než byla cena skutečně zaplacená a nový vlastník

ČESKÝ TELECOM



Privatizace katalyzátorem dalšího růstu?

Nová tarifní politiky Telecomu nezabrání poklesu tržeb z hovorného

bude muset akcie odkupovat za cenu velmi podobnou ceně, kterou za akcie skutečně zaplatí. To je pro menšinové akcionáře samozřejmě dobrá zpráva, která může v dalších týdnech či měsících tlačit cenu akcie vzhůru.

Vedle rozhodně pozitivního faktoru privatizace ale musíme vzít v úvahu i některé negativní faktory, které mohou působit na cenu akcie opačným směrem. Jedním z nich jsou nové tarify, které Telecom představil již v prosinci, a které ještě musí během ledna schválit Český telekomunikační úřad. Telecom v nich reaguje na tlak domácí konkurence a výrazně snižuje cenu za volání do zahraničí, přičemž měsíční paušální poplatky i ostatní tarify ponechává téměř beze změny. Telecom si od nových tarifních programů samozřejmě slibuje udržení klientely, a to i za cenu poklesu výnosů, protože průměrné ceny (bez vlivu DPH) budou zlevněním mezistátních hovorů samozřejmě nižší. Telecom měl sice v úmyslu pokles minutových tarifů kompenzovat vyššími měsíčními paušálními poplatky, podle neoficiálních informací mu to ale ČTÚ zamítl. Problémem mohou být volné minuty, kterými Telecom kompenzuje paušální poplatek, proti čemuž logicky bojují nezávislí operátoři, kteří nabízejí své služby pomocí volby operátora. Zákazníci totiž stále musí platit Telecomu měsíční paušál, i když vytáčeji konkurenční operátory. Tím chtějí nechtě využívat i volných minut, který Telecom v rámci paušálu nabízí a služby konkurence proto užívají až po vyčerpání tohoto kreditu. Volnými minutami tak Telecomu vlastně blokuje část trhu. Tento postup šetří i ÚOHS, který Telecom podezřívá ze zneužití dominantního postavení na trhu. Je jasné, že za této složité situace ČTÚ Telecomu nepovolí další zvýšení měsíčního paušálního poplatku, což se negativně projeví v tržbách z hovorného v příštím roce. Kromě samotného faktoru snížení tarifů bez DPH vstoupí v letošním roce do hry i zvýšení DPH z 5% na 22%, což zákazníkům fakticky telefonování zdraží (nové tarify v průměru o 12,3%, staré tarify v průměru o 16,3%) a přinutí je dále šetřit. Předpokládáme proto, že výnosy z hovorného, které by v loňském roce podle našich výpočtů měly klesnout meziročně o 23%, klesnou v letošním roce o dalších 18,4%. Pokles tržeb z hovorného bude samozřejmě kompenzovat skutečnost, že Telecom od letošního roku konsoliduje ze 100% Eurotel, což podstatně zvýší jeho konsolidovaný zisk. Po očekávaném zisku 3,85 mld. Kč za loňský rok letos čekáme nárůst zisku na 5,8 mld. Kč.

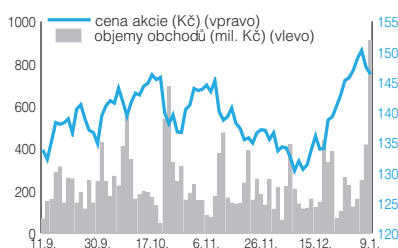
V lednu čekáme stagnaci

Pokud nebudou noví akcionáři Českého Telecomu, kteří koupili počátkem prosince akcie od Telsource za 255 Kč chtějí rychle realizovat zisky, může akcie již zanedlouho překročit hranici 300 Kč. Spíše ale předpokládáme, že se bude k hranici 300 Kč blížit více postupně a delší dobu. S postupem privatizace je téměř jisté, že se akcie dříve či později vrátí na cenu před 19. zářím (tj. 320 Kč). S ohledem na vývoj v prosinci se ale spíše přikláníme k tomu, že akcie bude v lednu zatím stagnovat.

Akcie ČEZu na svých maximech

Stejně jako listopad ani prosinec nepřinesl pro ČEZ žádné zásadnější informace, které by výrazným způsobem mohly ovlivnit cenu jeho akcií. Přesto byl vývoj ceny akcie poměrně dramatický. V první dekádě prosince akcie pokračovala v oslabování, které začalo okolo 10. listopadu. Během tohoto zhruba měsíčního poklesu akcie ztratila cca 10% svojí hodnoty. Toto oslabování mohlo souviset s výběráním zisků po výrazném růstu ceny akcie v letošním roce, či s odstraněním Jaroslava Míla z pozice generálního ředitele společnosti. Jiným důvodem ale mohlo být dočasné snížení váhy akcií ČEZu či Komerční banky v portfoliích na úkor nákupu levných akcií Telecomu, které počátkem prosince prodával Telsource. Pokles akcií kulminoval 11. prosince, když akcie spadla až na 131,30 Kč. V závěru měsíce akcie vystřelila rychle zpět k hranici 150 Kč a uvedenou měsíční ztrátu do konce roku zcela smazala. Řada investorů mohla v té době dokupovat akcie zpět, svoji roli jistě hrály i rostoucí zahraniční trhy a úprava portfolií před koncem roku ("window dressing").

ČEZ



Očekáváme letos dividendu okolo 7 Kč / akcii

Ze zpráv, které se týkají ČEZu, vyplývá, že zatím společnost nijak nepostoupila v soutěžích na Slovenské elektrárny a bulharské distribuční společnosti. Snad jedinou novinkou je fakt, že se Slovensko rozhodlo prodat ve Slovenských elektrárnách 66% podíl, což je samozřejmě pozitivní změna. Pokud jde o výplatu dividendy (tento problém jsme širěji diskutovali v minulé měsíční zprávě), náměstek ministra průmyslu Pecina v zásadě potvrdil náš předpoklad, že stát bude ČEZu tláčit do vyšší dividendy. Protože sám management ČEZu preferuje výplatu vyšší dividendy, je podle našeho názoru velmi pravděpodobné, že se dividendy zvýší nejméně na 7 Kč / akcii. Tomu by při současných cenách odpovídala zhruba 5% dividendový výnos.

Akcie ČEZu skončila minulý rok na hodnotě 145,70 Kč, během prvních lednových

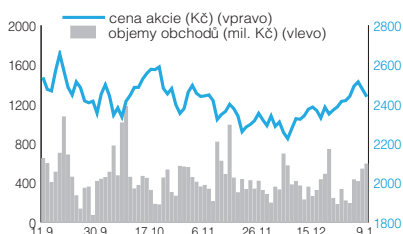
Odchod Míla z vedení ČEZ již nemá na akcii ČEZu žádný vliv

dní se ale poměrně snadno vyšplhala až k hranici 150 Kč. I při těchto cenách je akcie stále vůči konkurenci ze západní Evropy podhodnocená (viz minulá měsíční zpráva). V minulých měsíčních zprávách jsme ale byli v hodnocení dalšího vývoje ceny akcie ČEZu poměrně opatrní. Tento fakt vyplýval především z možných rizik změn ve vedení společnosti a s tím související další strategie skupiny. S odstupem několika měsíců se nyní zdá, že tento rizikový faktor pominul a situace se s odchodem Jaroslava Míla zřejmě uklidnila. Vzhledem k nedostatku vyloženě negativních zpráv a také s ohledem na pozitivní rozjezd zahraničních akciových trhů v novém roce proto předpokládáme, že leden bude pro ČEZ dalším růstovým měsícem. Snad jediným rizikovým faktorem zůstává již tradičně teoretická možnost, že se vláda přeci jenom rozhodne okopírovat prosincový prodej akcií Telecomu na veřejném trhu a nabídne k prodeji svých cca 17% akcií ČEZu. Podle našeho názoru by ale právě 20% rozdíl mezi cenou na trhu před oznámením o prodeji akcií dne 19. září (321 Kč) a finální emisní cenou (255 Kč) měl vládu od podobných dobrodružství odradit. Pokud je nám známo, vláda zatím o prodeji menšinového balíku akcií ČEZu nijak nejednala.

Letošní rok by měl být pro ČEZ opět úspěšný

Letošní rok by měl být pro ČEZ zřejmě opět velmi pozitivní. Vyšší velkoobchodní ceny elektřiny zvýší marže samotného ČEZu, přičemž část tohoto zvýšení pocítí i většina domácností ve formě vyšších koncových cen elektřiny. Také trend růstu podílu na domácím trhu by měl pokračovat. Levnější zdroj elektřiny ve formě JE Temelín dále sníží provozní náklady (tedy za předpokladu, že nebudou příliš časté odstávky obou dvou bloků). Poptávka po elektřině v zahraničí zřejmě neutichá, ceny exportované elektřiny postupně rostou, objem exportů ale zřejmě letos klesne, což souvisí s očekávaným růstem prodeje na domácím trhu. ČEZ také (doufejme!) zrealizuje další jednorázové příjmy, a to z prodeje menšinových podílů v ČEPS a PRE. Pokud k těmto vyloženě pozitivním předpokladům připočteme vyšší očekávanou dividendu, je legitimní předpokládat, že akcie se bude na konci letošního roku obchodovat možná velmi blízko hranice 200 Kč. Pro měsíc leden zatím předpokládáme, že akcie bude dále mírně posilovat, i když jsme si vědomi rizika vybraní zisků po silném růstu ve druhé polovině prosince.

KOMERČNÍ BANKA



Zvýšení objemu služeb klíčem k růstu výnosů

Komerční banka se obchoduje blízko své férové ceny

Jak jsme předpokládali, po silném listopadovém poklesu investoři začali v prosinci opět podhodnocené akcie Komerční banky kupovat. Důvodem pro pokles počátkem měsíce mohl být podobný jako u akcií ČEZu, tj. uvolnění finančních zdrojů v portfoliích na možný nákup levných akcií Českého Telecomu, které počátkem prosince nabízel Telsource. Právě 5. prosince v den oznámení upisovací ceny akcií Telecomu pokles akcií Komerční banky kulminoval na tříapůlměsíčním minimu 2.225 Kč. Ve zbytku měsíce ale akcie už podle očekávání letěly opět vzhůru. Na konci prosince skončily na hodnotě 2.418 Kč, což představuje za prosince nárůst o 5,5%. I přes celkový růst o 16,4% skončily akcie Komerční banky v loňském roce na posledním místě mezi českými blue chips. Důvod je jednoduchý: 100% růst ceny akcie v roce 2002.

Růst DPH zatíží náklady banky

Nepředpokládáme, že v roce 2004 dojde k významnějšímu obratu ve výsledcích Komerční banky. Očekává se, že úrokové sazby zůstanou na současné úrovni přinejmenším do třetího čtvrtletí. Z tohoto důvodu očekáváme, že úrokové příjmy banky zůstanou i nadále pod tlakem. Také rostoucí konkurence ze strany menších bank, které se snaží zvýšit svůj podíl na retailovém trhu, bude tlačit na velké banky, aby držely stabilní poplatkovou politiku. Proto aby banka mohla zvýšit výnosy z hlavních aktivit, bude muset dále rozšířit objem svých služeb. Ovšem objem retailových půjček, který se v minulém roce zvýšil dvojnásobně, by měl letos zpomalit. I přes očekávání růstu ekonomiky bude další růst disponibilních příjmů obyvatelstva vykazovat nižší dynamiku, a to díky zvýšení daní a nižšímu růstu mezd.

Akcie blízko férové ceně

Růst daně z přidané hodnoty zvýší také náklady banky, a to podle našich výpočtů o několik set milionů korun. Na druhé straně pokles daně z příjmu podniků na 28% z 31% bude mít příznivý dopad na ziskovost banky. Podle našeho názoru i letos (stejně jako loni) budou úspory nákladů a jednorázové výnosy (např. z prodeje podílů v dceřiných společnostech) opět ovlivňovat provozní ziskovost. Ta by se podle našich předpokladů měla i nadále zlepšovat.

Z fundamentálního hlediska nepřinesl prosinec žádné nové informace a ani v lednu nečekáme žádné zásadnější zprávy či události. Ačkoliv investoři mohou již pomalu začít spekulovat na výsledky za rok 2003 a na výplatu dividendy, spíše předpokládáme, že akcie bude v lednu stagnovat. Navíc cena akcie banky je nyní blízko férové ceně, jak ji udává většina investičních společností a bank.

Přehled zpráv z akciového trhu

Český Telecom

Stát zahájí privatizaci Telecomu v lednu
Vláda bude asi v lednu projednávat způsob privatizace Českého Telecomu, řekl ministr informatiky Vladimír Mlynář. Uchazeči o Telecom budou muset být buď telekomunikační firmy nebo budou muset být členy konsorcia. Prvním krokem bude výběr poradce, který by mohl trvat až pět měsíců. Vlastní privatizace zřejmě začne až v druhém pololetí 2004 a skončí v roce 2005. Prodej bude řídit ministerstvo financí. Mlynář dodal, že vláda nikdy oficiálně nejednala o samostatném prodeji Eurotelu. Poradce pro privatizaci Telecomu by měl být znám do 30. června 2004. Materiál MF jinak neobsahuje žádný podrobnější harmonogram prodeje.

Tři zájemci o privatizaci Telecomu

Dánský operátor TDC potvrdil, že má zájem koupit od státu většinový balík akcií Českého Telecomu. Viceprezident TDC Torben Holm o privatizaci Telecomu jednal s ministrem informatiky Mlynářem. S odkazem na nejménovaný zdroj uvedla agentura ČTK, že o privatizaci Telecomu má zájem také telekomunikační společnost Swisscom, která by se mohla soutěže zúčastnit spolu s britskou CVC Capital Partners. Podle předchozích informací médií se o koupi Telecomu údajně zajímá také finanční skupina PPF. Agentura Reuters v této souvislosti citovala zdroj blízký vládě, podle kterého mobilní operátoři Vodafone a Orange, dceřiná společnost France Telecom, vyjádřili předběžný zájem koupit dceřinou společnost Českého Telecomu Eurotel. Naopak rakouský Telekom Austria podle agentury Dow Jones News Wires nemá o koupi Telecomu zájem.

Telecom zlevní hovory do zahraničí

Český Telecom představil nové tarifní programy na letošní rok, které rozšíří nabídku stávajících tarifních programů. U stávajících programů zůstanou ceny bez DPH beze změny, tarify u nových programů ale budou v průměru o 4% levnější. Důvodem jsou hlavně nižší ceny za volání do zahraničí. Zvýšení DPH na telekomunikace z 5% na 22% od ledna 2004 tak zvýší koncové ceny starých tarifních programů o 16,3% a nové programy v průměru o 12,3%. Staré tarifní programy - Home Standard a Home Mini - Telecom nezruší, ale nebude je aktivně nabízet. Nové programy na rozdíl od starých programů nabízejí volné minuty (dříve volný kredit v Kč), nižší dálkové a mezinárodní volání a také možnost převést volné minuty do dalšího měsíce. Navíc jako bonus Telecom nabízí pro leden a únor

místní i dálkové hovory během víkendu a o svátcích jen za 50 haléřů / minutu. Měsíční paušální poplatek by se neměl měnit. Podle informací médií žádal Český Telecom již dvakrát (v září a v listopadu) a neúspěšně Český telekomunikační úřad o zvýšení měsíčního paušálního poplatku. ČTÚ by se měl k novým tarifním programům vyjádřit v lednu. V roce 2002 mohl Telecom firma zvýšit ceny v průměru o 3,7%, měsíční paušální poplatek však vzrostl o 70% na 299 Kč.

Telecom zažaloval ČTÚ

Český Telecom podal žalobu na Český telekomunikační úřad. Důvodem je úhrada ztrát za poskytování tzv. univerzální služby, tj. základní telekomunikační služby, kterou musí Telecom ze zákona poskytovat ve srovnatelné kvalitě na celém území ČR. Podle Telecomu ČTÚ v rozporu s telekomunikačním zákonem nezajistil Českému Telecomu úhradu ztrát z univerzální služby v řádu miliard Kč. Do univerzální služby podle telekomunikačního zákona patří vedle provozu běžných telefonních linek například slevy pro tělesně postižené, operátorské a informační služby nebo provozování telefonních automatů. Ceny služeb a kvalitativní parametry reguluje ČTÚ. Předseda ČTÚ David Stádník obvinění odmítl.

Mobilní operátoři urychlí platby za licence UMTS

ČTÚ souhlasil s tím, aby výměnou za urychlení plateb za licence UMTS mobilní operátoři Eurotel a T-Mobile CR odložili spuštění mobilní sítě třetí generace z ledna 2005 na leden 2006. Operátoři zaplatí v příštím roce ve dvou splátkách celkem 4,86 mld. Kč. Podle původního harmonogramu mohli operátoři zaplatit za licence UMTS v 9 splátkách do roku 2011.

Pražská burza zvýšila podíl Telecomu v indexu PX50

Pražská burza oznámila, že s platností od ledna 2004 zvýšila váhu Telecomu v indexu PX50 ze 14% na maximálních 20%. Spolu s Telecomem budou mít v indexu 20% váhu také akcie Erste Bank a Komerční banky, podíl ČEZu mírně klesne na 18,4%. Index bude mít od ledna 16 emisí, tj. o 1 více než letos. Důvodem zvýšení je 14% na 20% je pokles ceny akcií Telecomu ve druhé polovině letošního roku. Telecom měl k 15. červnu 2003 20% podíl na indexu PX50, díky poklesu jeho ceny akcie ale jeho váha v indexu klesla až na 14%. Ke zvýšení váhy Telecomu v indexu PX-D dojde až k 31. květnu 2004.

České radiokomunikace

Akcie Českých radiokomunikací mají hodnotu 604 - 705 Kč

Tříprocentní akcionář Českých radiokomunikací, společnost Netla Management, zveřejnil na svých internetových stránkách znalecký posudek týkající se ocenění akcií Českých radiokomunikací. Podle posudku soudního znalce, který byl vypracován k 30. červnu 2003 mají akcie Českých radiokomunikací hodnotu 604 - 705 Kč. Základní podnikatelské aktivity Českých radiokomunikací byly oceněny na hodnotu 170 Kč / akcii, 39,2% podíl na T-Mobile CR byl oceněn na 404 - 505 Kč / akcii a ostatní dceřiné společnosti a krátkodobé cenné papíry byly oceněny částkou 30 Kč / akcii.

ČEZ

ČEZ postoupil do dalšího kola v soutěži na Slovenské elektrárne

Všech pět uchazečů o většinový podíl ve společnosti Slovenské elektrárne (SE) postoupilo do užšího výběru a budou moci ve společnosti provést hloubkovou kontrolu (due diligence). Závazné nabídky lze očekávat koncem května 2004, řekl ministr hospodářství Pavol Rusko. Vláda se totiž bude muset rozhodnout, jakým způsobem posoudí rozdílné typy nabídek. Část uchazečů (ČEZ a ruský koncern RAO UES) mají zájem o jaderné i nejaderné části společnosti, zatímco ostatní uchazeči (neoficiálně americká AES, německý E.ON a britský International Power) mají údajně zájem jen o nejaderné elektrárny. Vláda nedávno rozhodla o zvýšení prodávaného balíku akcií ze 49% na 66%. Náměstek ministra průmyslu Martina Pecina řekl, že stát nebude měnit podíl v ČEZ za podíl ve Slovenských elektrárnách. Důvodem je komplikovanost celé transakce.

ČEZ se zúčastní soutěže o bulharské distribuční společnosti

ČEZ oznámil, že zaslal bulharské privatizační agentuře dokumenty, které potvrzují, že splnil kritéria pro účast na soutěži o bulharské distribuční společnosti. Bulharsko nabízí na prodej balíky 67% akcií v 7 distribučních společnostech, které se mají prodat prostřednictvím tří dvoufázových veřejných tendrů. Každý investor přitom může koupit jen jeden z nabízených balíků. Termín pro podání předběžných nabídek je konec ledna. Podle neoficiálních údajů mají o distribuční společnosti ještě zájem italský Enel nebo ruský UES.

ČEZ vyhlásil soutěž na poradce při prodeji podílů v REAS a ČEPS

Podle informací ČTK z 26. prosince vyhlásil ČEZ obchodní veřejnou soutěž na poradce při prodeji svých podílů v Severočeské energetice, Pražské energetice a ČEPS. ČTK v této souvislosti uvedla,

že ČEZ musí menšinové podíly v SČE a ČEPS prodat do 1. září 2004 a většinou podíl v SČE do března 2005.

ČEZ může vyplatit dividendu až 6,75 Kč / akcii

Podle náměstka ministra průmyslu Martina Peciny může ČEZ zvýšit výplatu dividendy v příštím roce až o 50%, tj. z loňských 4,50 Kč až na 6,75 Kč. Podle Peciny si firma může dovolit vyplatit na dividendě 4 mld. Kč (6,75 Kč / akcii). Výplata vyšší dividendy by neměla mít vliv na plány ČEZu koupit podíly ve Slovenských elektrárnách nebo v bulharských distribučních společnostech.

Nový šéf ČEZu může být znám již koncem ledna

Personální agentura Dr. Kaufmann & Partner osloví potenciální kandidáty na post nového šefa společnosti ČEZ na počátku příštího roku, řekl náměstek ministra průmyslu a obchodu Václav Srba. Vybraného kandidáta poté jmenuje dozorčí rada ČEZu členem představenstva a představenstvo společnosti do funkce generálního ředitele. Agentura by mohla vítězného kandidáta představit již koncem ledna.

ČEZ uzavřel účet povodňových škod

Celková a konečná kompenzace za povodňové škody v létě 2002 dosáhne částky 766 mil. Kč. ČEZ již na zálohách obdržel 580 mil. Kč. Spoluúčast přitom činí 50 mil. Kč.

Unipetrol

O Unipetrol se zajímá 16 investorů

Podle FNM obdrželo 11 společností informační memorandum, zbylých 5 společností musí o sobě poskytnout další dodatečné informace. FNM oficiálně neoznámil jména investorů. Zájemci mohou vyjádřit předběžný zájem až do 12. ledna. Současně ale 12. ledna je termín, do kterého by zájemci měli podat již předběžnou nabídku s indikativní cenou. Účast v privatizaci Unipetrolu oficiálně oznámily maďarská společnost Mol a polská PKN Orlen. Zájem oficiálně ohlásila také česko-slovenská finanční skupina Penta a kazašská ropná a plynárenská společnost KazMunaiGaz. Mezi dalšími zájemci jsou údajně společnosti Shell, italská AGIP/ENI, maďarský BorsodChem, fond Raiffeisenbank CEE Privat Equity Fund s podporou fondu americké pojišťovny AIG, pobočka ostravské hutní společnosti Vítkovice Research and Development a méně známé společnosti Romar Oil, Lobsters, Bohemia Best a Kazakhan Investment Company. Mezi zájemci naopak není britská společnost Rotch Energy. Vláda spolu s 63% balíkem akcií prodává i své pohledávky za dceřinými firmami Unipet-

rolu v nominální hodnotě 4,1 mld. Kč.

Komerční banka

Státní pomoc Komerční bance byla povolena

Podle Evropské komise byla státní pomoc poskytnutá v minulých letech Komerční bance povolena. Bance tak nehrozí, že by musela tyto prostředky po vstupu ČR do Evropské unie vracet. Ve svém rozhodnutí dospěla Evropská komise k závěru, že žádná z opatření státu ve prospěch banky nelze aplikovat po vstupu do EU, z čehož vyplývá, že tuto státní pomoc v okamžiku vstupu do EU považovat za novou pomoc.

Komerční banka prodala svůj podíl ve společnosti MUZO

Komerční banka prodala 52,6% podíl ve firmě MUZO, která je největším zpracovatelem transakcí platebních karet v České republice, společnosti Global Payments Inc. za 34,7 mil. dolarů (zhruba 900 mil. Kč). Transakce, kterou bude muset ještě schválit antimonopolní úřad, bude dokončena počátkem příštího roku. Prodej je ve shodě se strategií banky zbavovat se všech aktivit, které nesouvisí s hlavní činností. Transakce pozitivně ovlivní výsledky banky v 1Q/2004.

Erste Bank

AVS snížil svůj podíl na Erste Bank na 34% z 35,01%

V tiskové zprávě informovala společnost Anteilsverwaltungssparkasse (AVS), že prodala institucionálním investorům v Evropě a v USA 620 tis. akcií Erste Bank, čímž snížila svůj podíl na bance na 34% z předchozích 35,01%. Erste Bank také včera oznámila, že valná hromada AVS změnila právní statut této společnosti na soukromou nadaci a změnila název společnosti na Die Erste oesterreichische Spar-Casse Privatstiftung. Všechny změny nabyly platnosti zpětně k 31. březnu 2003.

Erste Bank má zájem o trh jižního Polska

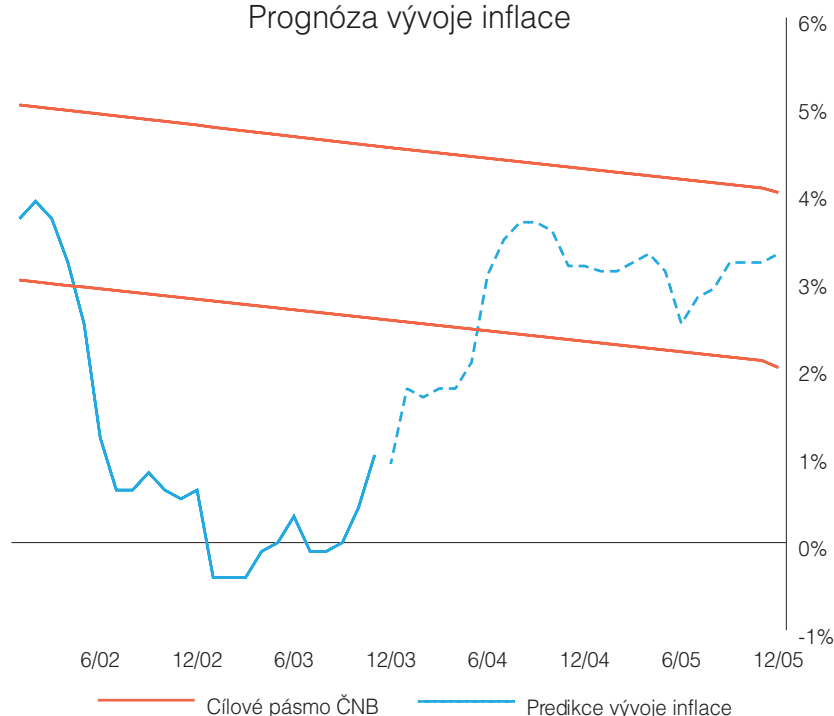
Generální ředitel Erste Bank Andreas Treichl v rozhovoru pro týdeník Euro prohlásil, že banka změnila svůj náhled na polský trh a zvažuje akvizici nějakého bankovního subjektu s působností v regionu jižního Polska.

HLAVNÍ TÉMA: JAKÝ BUDE VÝVOJ INFLACE V ROCE 2004?

Období velmi nízké inflace končí

Údaj o inflaci za prosinec loňského roku ničím výrazně nepřekvapil. Růst inflace o 0,2% meziměsíčně a 1,0% meziročně byl v zásadě očekáván, i když naše prognóza počítala s růstem o jednu desetinu nižším. Zcela podle očekávání táhl prosincovou inflaci nahoru především pokračující růst cen potravin, který naopak tlumily nižší ceny pohonných hmot. Drobným překvapením snad mohlo být, že v kategorii rekreace a kultura se neprojevil sezónní růst cen zájezdů. To však na celkovém obrázku prosince 2003 a celého loňského roku nic nezměnilo. Průměrná meziroční inflace ve výši 0,1% za celý rok 2003 hovoří sama za sebe. Máme za sebou rok abnormálně nízkých cen, který se zřejmě nebude hned tak opakovat. Loňský prosinec byl na dlouhou dobu posledním měsícem, kdy se meziroční inflace pohybovala okolo jednoho procenta. Předpokládáme, že v lednu meziroční inflace poskočí na 1,7% díky daňovým změnám a zvýšení některých regulovaných cen. Na konci tohoto roku se inflace vyhoupne až ke třem procentům.

Prognóza vývoje inflace



Administrativní změny

Jaké faktory budou stát za růstem cen v letošním roce? Základním faktorem jsou ohlášené změny v nepřímých daních a zvýšení některých regulovaných cen. Jen přeřazení vybraného zboží a služeb ze snížené pětiprocentní sazby DPH do základní sazby, zvýšení spotřebních daní u motorových paliv, alkoholu a tabáku přinese spolu se zvýšením cen plynu a elektřiny růst meziroční inflace zhruba o 1,5%. Dalším proinflačním faktorem bude pokračující růst cen potravin, které by se ze svých loňských minim měly v průběhu roku dále posouvat na vyšší hladinu.

Intenzita sekundárních cenových efektů

Jak administrativní změny, tak i změny cen potravin by mohly mít sekundární cenové dopady. Bud' přímé, kdy růst cen některého typu zboží a služeb může ovlivnit i další položky spotřebitelského koše (typicky vyšší ceny benzínu a nafty mohou zvednout ceny v dopravě), nebo nepřímé, kdy zvyšování cen jednoho zboží může maloobchodníky přimět k testovacímu zvyšování cen i u jiného, administrativními změnami nezasaženého zboží. Tyto sekundární cenové dopady však podle našeho názoru nebudou silné, protože mají přirozenou brzdu v nižších reálných mzdách a tudíž v nižší kupní síle domácností, kterou samotné administrativní změny vyvolávají. Rozsah sekundárních dopadů však zůstává v roce 2004 významnou nejistotou. Proinflačně by mohly působit i případné vyšší ceny ropy či oslabující kurz koruny vůči světovým měnám. Obě tyto rizika však považujeme za málo pravděpodobná.

Koruna by měla vůči euru v tomto roce mírně posilovat a předpokládáme, že na konci roku 2003 spadne pod úroveň 31,50 k euru. Případné zvýšení cen ropy, které oživení světové ekonomiky může přinést, bude bržděno i nadále relativně slabým kurzem dolaru vůči euru.

Další rizika a nejistoty

Rizikovým faktorem který by mohl tlačit inflaci vzhůru je samotná intenzita hospodářského oživení v zemích Evropské unie a obecně ve světě. Hospodářské oživení typicky přináší vyšší cenový růst. Avšak vzhledem k tomu, že minimálně v Evropě zatím žádný ekonomický zázrak nehrozí a odhady růstu v Unii se pohybují stále okolo mírných 2%, žádný cenový šok z tohoto titulu není na obzoru. Právě naopak, hrozí spíše riziko, že díky velmi silnému euru se oživení může dále odložit. Dezinflačně bude mimoto působit již výše uvedená nižší dynamika spotřeby domácností a pokračující vysoká konkurence v oblasti maloobchodního prodeje.

Po dlouhé době nás čeká růst úrokových sazeb

Zásadním makroekonomickým faktorem, který bude přispívat k postupnému cenovému vztlínání tak zůstane hlavně uzavírání produkční mezery, tedy přibližování skutečného růstu hrubého domácího produktu potenciálnímu růstu. Uzavírání produkční mezery je faktorem, se kterým je při očekávaném rostoucím růstu ekonomiky nutné počítat. Příмым důsledkem cenového vztlínání tak bude fakt, že v tomto roce se musíme připravit na to, že poprvé od roku 2001 Česká národní banka zvýší svou základní sazbu (předpokládáme zvýšení na 2,5% do konce roku 2004), což ovlivní úrokové sazby z vkladů a úvěrů, které nabízejí komerční banky.

TRŽNÍ ODHADY PRAVDĚPODOBNOTI ZMĚN ÚROKOVÝCH SAZEB

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

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

Na základě odhadnutých parametrů lze rekonstruovat pravděpodobnost s jakou trh očekává daný počet růstů nebo poklesů sazeb pro jednotlivé časové horizonty. Každému takovému scénáři je přisouzena jistá pravděpodobnost, se kterou se právě tento scénář uskuteční. Tyto pravděpodobnosti jsou popsány v následujících grafech, které popisují výsledné odhady pro křivku FRA z počátku října, listopadu a prosince 2003. Na vodorovné ose těchto grafů je časový horizont předpovědi a na svislé ose pak přisouzené pravděpodobnosti realizace jednotlivých scénářů.

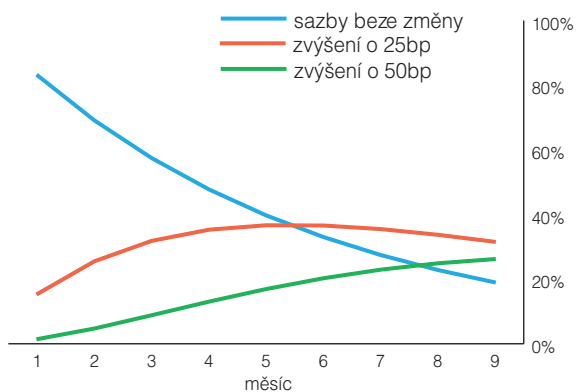
Výhled na úrokové sazby zůstává stabilní

V prosinci setrval trh ve svém názoru na budoucí vývoj intervenční sazby ČNB. Nadále panuje na trhu silná shoda ohledně budoucího vývoje. Sazby do konce prvního čtvrtletí 2004 zůstanou s více jak 50%-tní pravděpodobností beze změny. Pro druhé čtvrtletí se však názor trhu odvrací od scénáře stabilních sazeb a stále větší pravděpodobnost přikládá zvýšení sazeb o 25 bazických bodů. V horizontu pěti měsíců trh věří více v repo sazbu na úrovni 2,25% než 2%. V horizontu šest až devět měsíců se očekává zhruba s 20%-tní pravděpodobností sazba na úrovni 2,5%. Křivka FRA se v průběhu měsíce ještě více naklonila, což podpořilo scénář postupného, opatrného zvyšování základních sazeb v ČR.

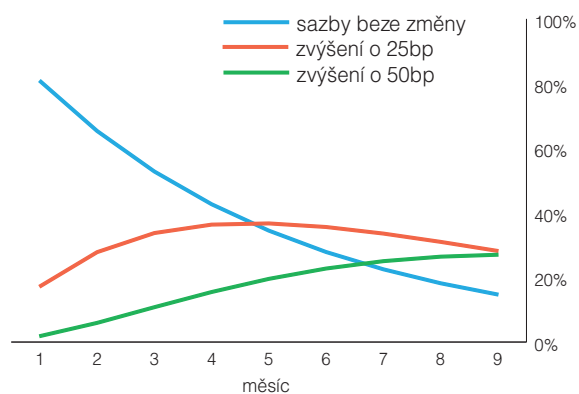
Náš názor se shoduje s názorem trhu

Názor trhu na budoucí vývoj klíčové sazby ČNB je prakticky v souladu s našim základním scénářem. Ten počítá pouze s relativně pomalým oživením čisté inflace (očištěné o cenový efekt daňových úprav a deregulací) a se zvýšením meziročního CPI do 4% v pololetí. Není však vyloučeno, že plánované zvýšení spotřebních daní a úpravy v DPH povzbudí růst spotřebitelských cen více než by odpovídalo dopadům daňových úprav. V takovém případě se by se centrální banka nezdrala zvýšit sazby a po zveřejnění květnové inflace by zvedla sazby možná už na dubnovém zasedání o čtvrtprocentního bodu na 2,25%. Další zpřísnění měnové politiky by mohlo přijít v létě a na konci roku by se sazby pohybovaly na 2,75%. S tímto scénářem zatím trh příliš nepočítá. V případě, že lednová meziroční inflace se bude pohybovat výrazně nad 2%, dojde podle našeho očekávání k růstu FRA sazeb a zvýšení strmosti křivky, neboť trh bude muset rozšířit spektrum scénářů o zvýšení sazeb až o tři čtvrtiny bodu.

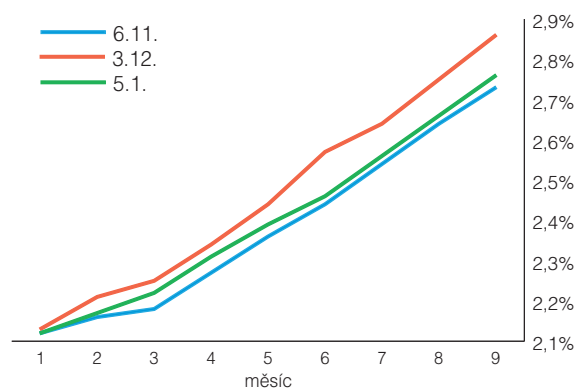
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - leden 2004



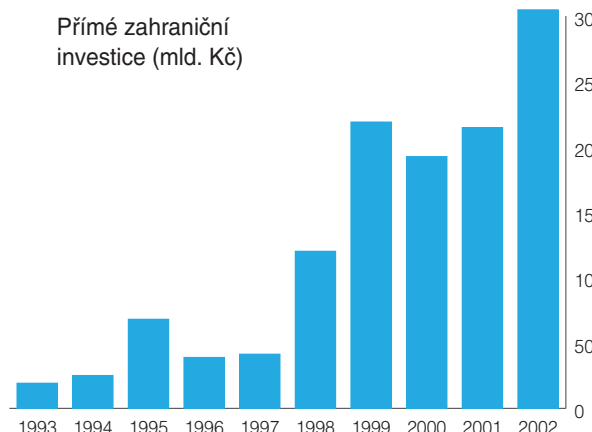
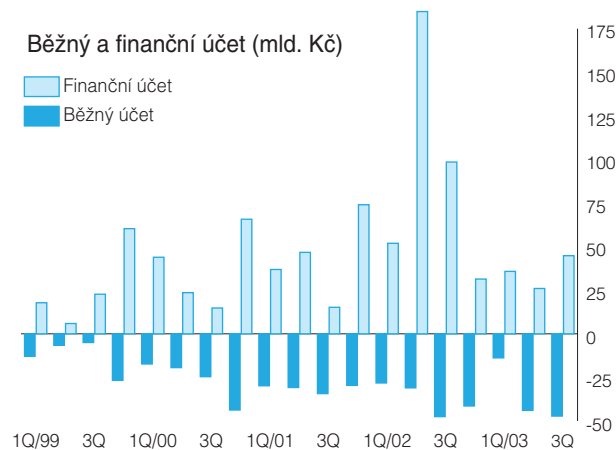
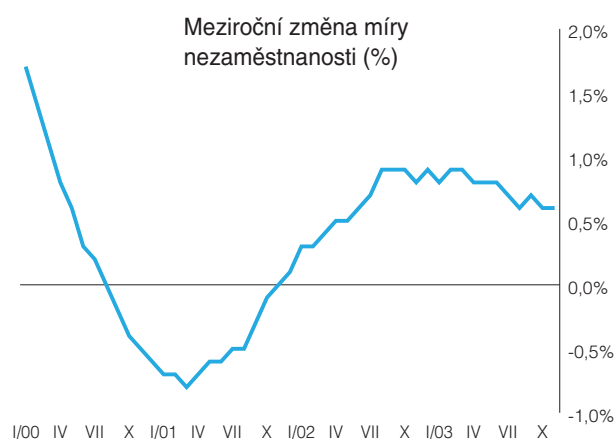
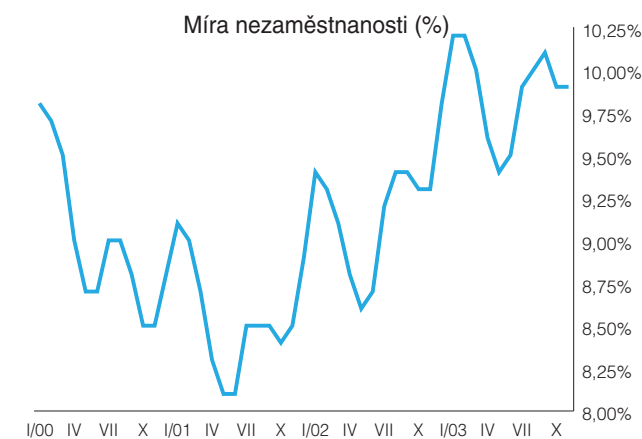
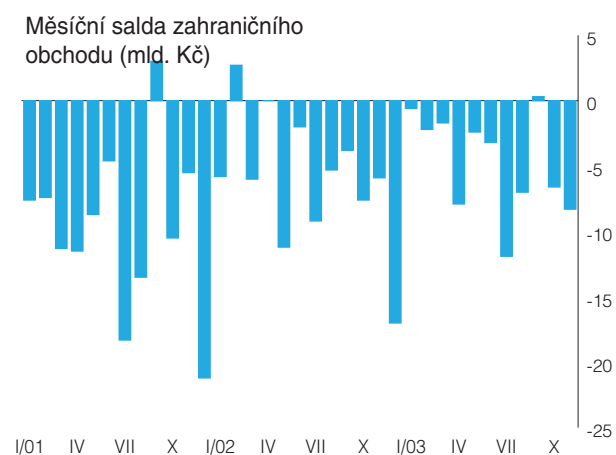
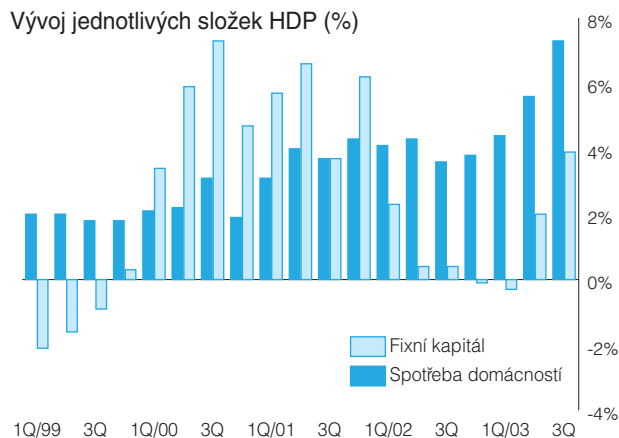
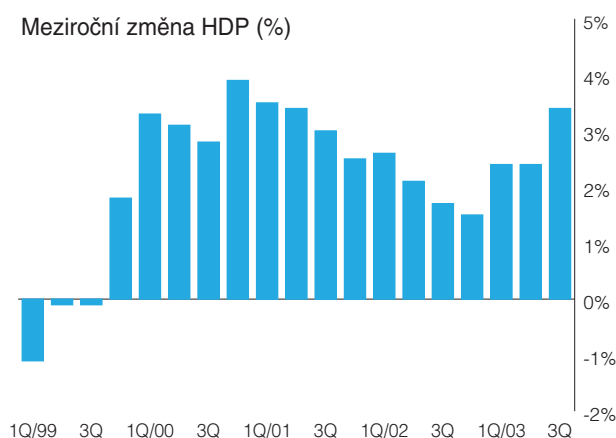
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - prosinec 2003



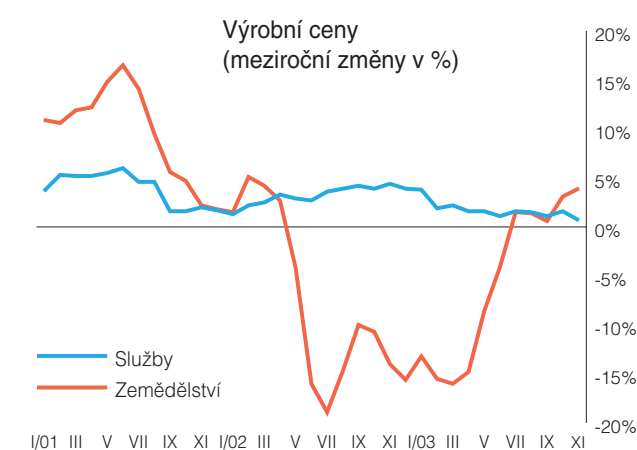
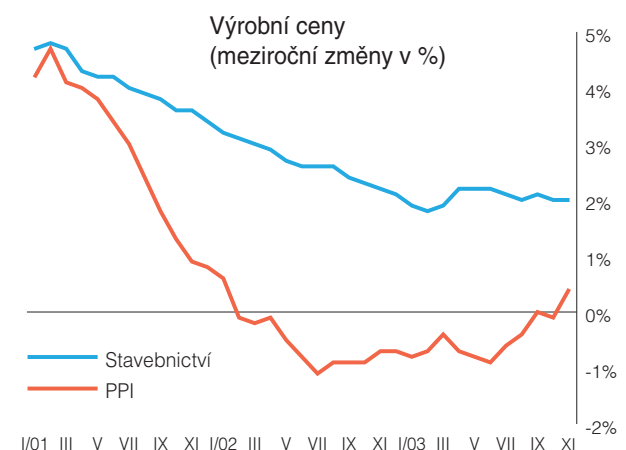
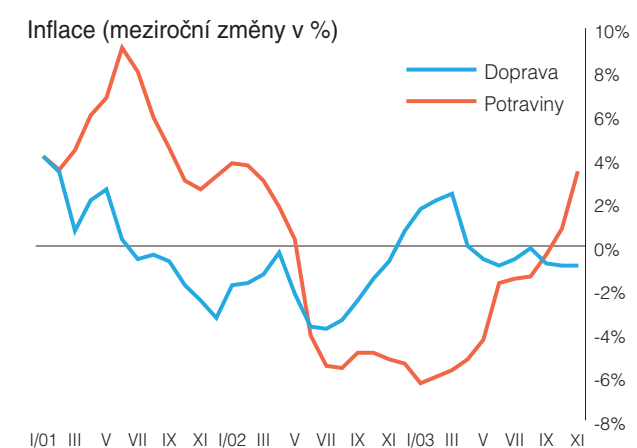
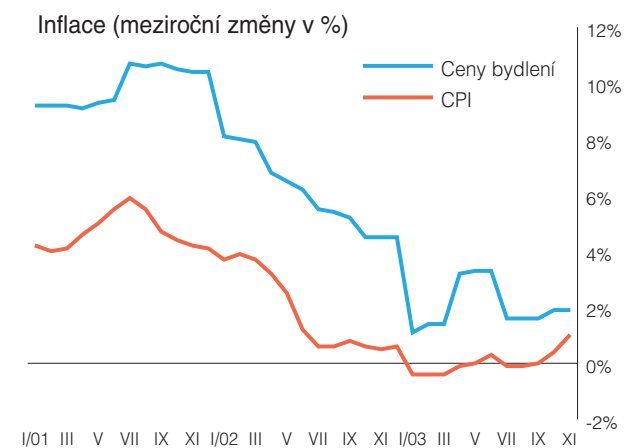
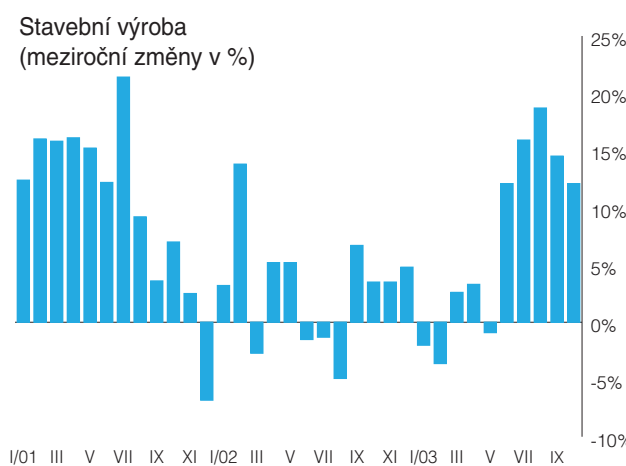
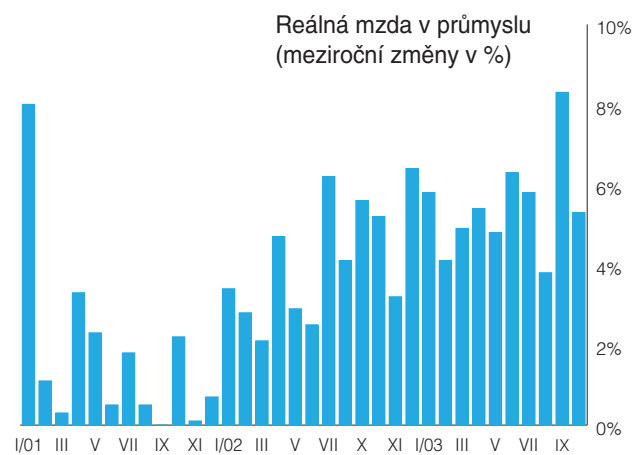
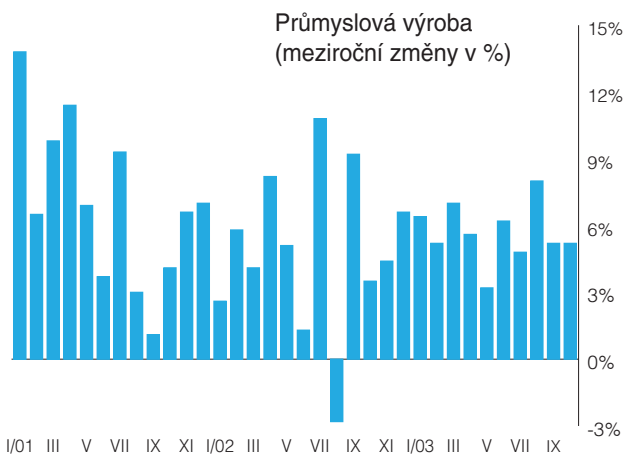
Křivka FRA počátkem listopadu, prosince a ledna 2004



PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

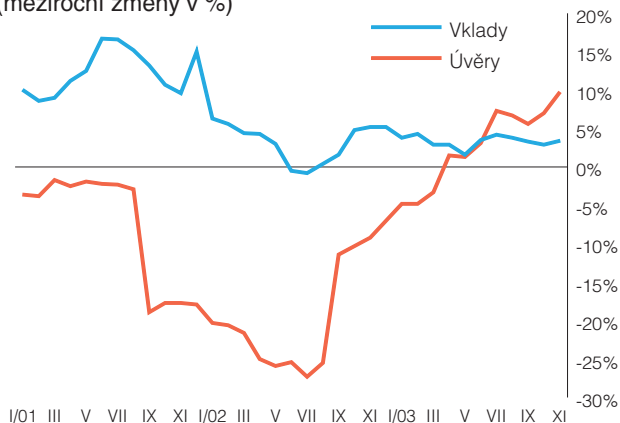


PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

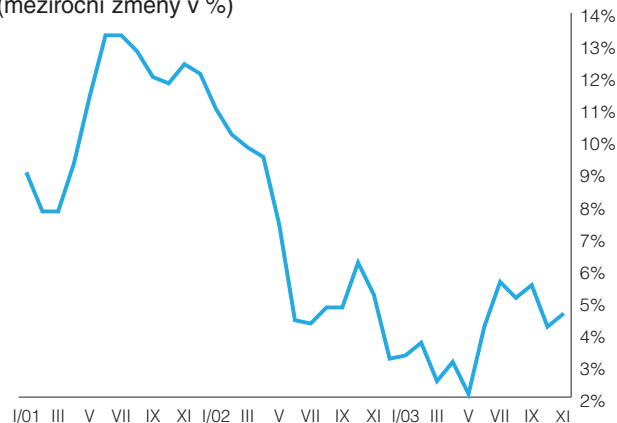


PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

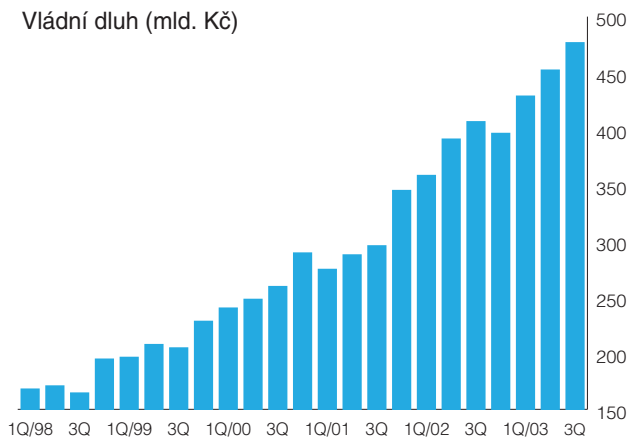
Úvěry a vklady
(meziroční změny v %)



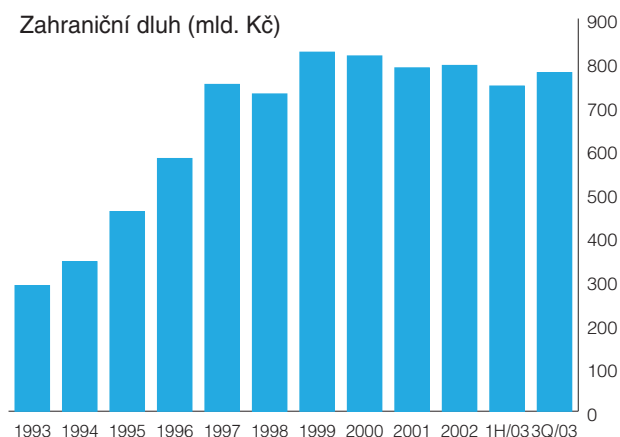
Peněžní zásoba M2
(meziroční změny v %)



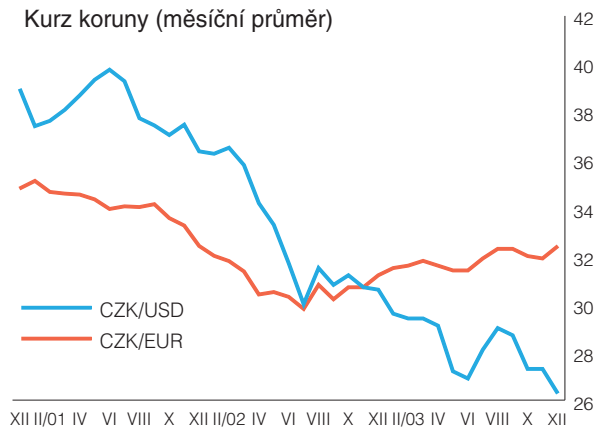
Vládní dluh (mld. Kč)



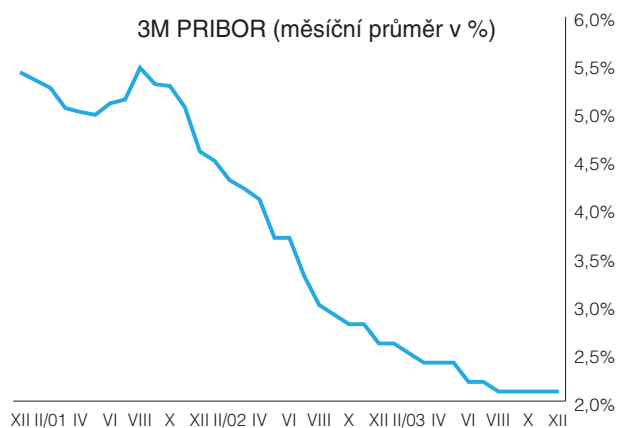
Zahraniční dluh (mld. Kč)



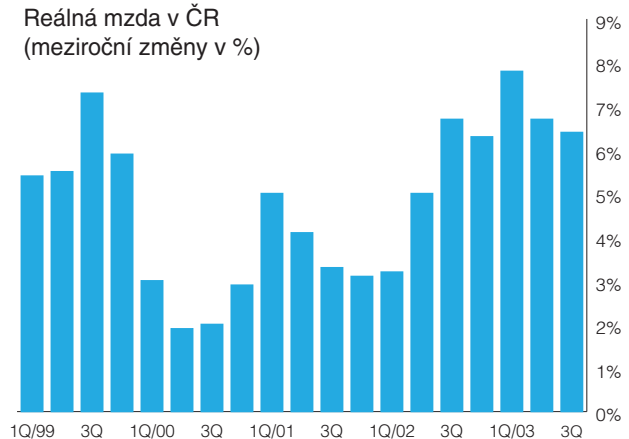
Kurz koruny (měsíční průměr)



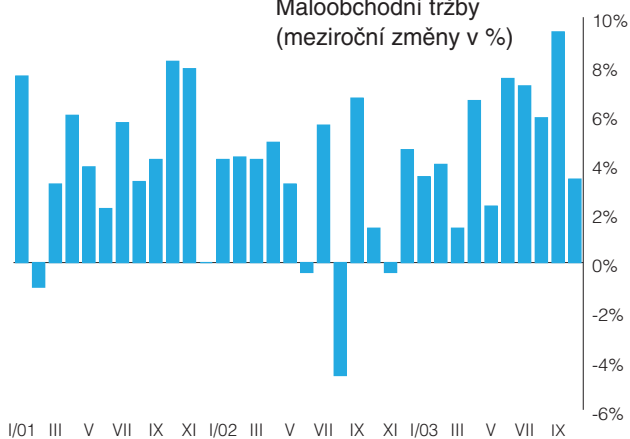
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby
(meziroční změny v %)



MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003f	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	3.1	2.0	3.0	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.9	6.0	3.0	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	0.6	2.5	2.0	3.5	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	7.3	6.5	6.0	7.5	8.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.5	3.5	4.0	3.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.5	4.8	5.0	5.5	5.0	4.0
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	4.1	0.6	0.9	3.0	3.5	3.0
Nezaměstnanost	(%)	8.9	9.8	10.3	9.5	9.0	8.5
Zaměstnanost	(průměrný roční index)	100.4	101.3	99.3	100.0	101.0	102.0
Vývoz	(mld. USD)	33.4	38.5	45.5	52.3	61.0	69.2
Dovoz	(mld. USD)	36.4	40.7	48.0	54.8	62.9	70.9
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.4	-3.2	-3.0	-2.6	-2.0	-1.6
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.9	41.4	45.4	51.5	55.5
Běžný účet	(% z HDP)	-5.7	-6.5	-6.5	-5.8	-5.0	-4.2
Statní roupočet	(% z HDP)	-3.1	-2.0	-4.6	-5.5	-4.1	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.4	-0.5	-6.8	-7.2	-3.4	-5.2
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-5.2	6.7	-6.8	-8.0	-5.6	-5.2
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	5.4	5.4	5.8
Peněžní zásoba M2	(mez. růst v % roční prům.)	12.1	6.7	4.0	6.0	8.0	7.0
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	26.5	28.3	26.9
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	27.9	29.2	26.8
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	31.7	30.3	29.2
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	31.3	29.8	29.3

Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		3.4%	(listopad)	6.0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(říjen)	5.2%	(listopad)	2.5%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		12.1%		10.0%
CPI	(meziměsíční růst v %)		0.5%		0.1%
	(meziroční růst v %)		1.0%		0.9%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0.4%		0.1%
	(meziroční růst v %)	(listopad)	0.4%	(prosinec)	0.8%
Nezaměstnanost	(%)		9.9%		10.3%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-8.3		-19
	(mil. USD)		-303		-723
CZK / EUR		31.12.	32.30	31.1.	31.80

Zdroj: Česká spořitelna

Střední Evropa

HDP (%)	2001	2002	2003e	2004e	CPI (%)	2001	2002	2003e	2004e
Česká republika	3.1%	2.0%	2.5%	3.5%	Česká republika	4.1%	0.6%	0.5%	3.5%
Maďarsko	3.8%	3.1%	2.7%	3.5%	Maďarsko	6.8%	4.8%	5.1%	5.4%
Polsko	1.0%	1.3%	3.6%	4.8%	Polsko	3.6%	0.7%	1.7%	2.8%
Slovensko	3.3%	4.4%	3.9%	4.9%	Slovensko	6.3%	3.4%	9.0%	7.4%
Běžný účet (% HDP)	2001	2002	2003e	2004e	3M úrokové sazby	2001	2002	2003e	2004e
Česká republika	-5.7%	-6.5%	-6.6%	-5.8%	Česká republika	5.1	3.5	2.2	2.4
Maďarsko	-3.4%	-3.9%	-6.3%	-4.9%	Maďarsko	10.5	7.9	12.0	7.8
Polsko	-4.1%	-3.4%	-1.8%	-2.4%	Polsko	12.0	6.7	5.5	5.0
Slovensko	-8.6%	-8.2%	-2.6%	-4.4%	Slovensko	7.7	7.5	6.1	5.4

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
Česká republika					
Průmyslová výroba (meziročně)	11/2003	14.1.	9:00	1.0%	5.2%
PPI (meziměsíčně)	12/2003	15.1.	9:00	0.1%	0.4%
Běžný účet	11/2003	16.1.	10:00	-15,0 mld. Kč	-22,1 mld. Kč
Maloobchodní prodeje	11/2003	20.1.	9:00	4.0%	3.4%
Obchodní bilance	12/2003	23.1.	9:00	-18,0 mld. Kč	-8,3 mld. Kč
Zasedání ČNB		29.1.	15:30		
Polsko					
Peněžní zásoba - M3	12/2003	14.1.	16:00		0.0
CPI (meziměsíčně)	12/2003	15.1.	16:00		0.3%
PPI (meziměsíčně)	12/2003	20.1.	16:00		0.4%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2003	20.1.	16:00		9.1%
Běžní účet	12/2003	30.1.	16:00		-286 mil. eur
Maďarsko					
Obchodní bilance	11/2003	12.1.	9:00		-568 mil. eur
CPI (meziměsíčně)	12/2003	16.1.	9:00		0.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2003	23.1.	9:00		8,6%
PPI (meziročně)	12/2003	3.2.	9:00		
EU					
GE: CPI (meziročně)	12/2003	12.-15.1.			1,3%
GE: PPI (meziročně)	12/2003	14.-19.1.			2,0%
GE: HDP	12/2003	15.1.	9:00		0,2%
EMU: HDP (meziročně)	3Q/2003	15.1.	12:00		0,1%
EMU: průmyslová produkce (meziměsíčně)	11/2003	19.1.	12:00		
EMU: obchodní bilance	11/2003	19.1.	12:00		
GE: IFO	1/2004	27.1.	10:00		96.8
EMU: M3 (meziročně)	12/2003	29.1.	10:00		
EMU: běžný účet	11/2003	30.1.	10:00		8,1 mld. eur
USA					
Obchodní bilance	11/2003	14.1.	14:30		-41,8 mld. USD
PPI (meziměsíčně)	12/2003	14.1.	14:30	0.2%	-0.3%
Běžová kniha		14.1.	20:00		
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	12/2003	15.1.	14:30		0.9%
CPI (meziměsíčně)	12/2003	15.1.	14:30	0.2%	-0.2%
Philadelphia Fed	1/2004	15.1.	18:00		32.1
Zásoby	11/2003	16.1.	14:30		0.4%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	12/2003	16.1.	15:15		0.9%
Využití průmyslových kapacit	12/2003	16.1.	15:15		75.7%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	1/2004	16.1.	15:50		92.6
Předstihové indikátory	12/2003	22.1.	16:00		0.3%
Spotřebitelská důvěra	1/2004	27.1.	16:00		91.3
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	12/2003	28.1.	14:30		-3.1%
Zasedání FOMC	1/2004	28.1.	20:15	1.0%	1.0%
HDP	4Q/2003	30.1.	14:30		8.2%
Chicago Purchasing Manager	1/2004	30.1.	16:00		59.2
Osobní příjmy (meziměsíčně)	12/2003	2.2.	14:30		0.5%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	12/2003	2.2.	14:30		0.4%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	1/2004	2.2.	16:00		

KALENDÁŘ - AKCIE

	akcie	událost
Leden		
12.1.	Unipetrol	Termín pro podání předběžných nabídek na koupi 63% Unipetrolu
15.1.	Český Telecom	Termín pro vypsání soutěže na poradce při privatizaci Českého Telecomu
30.1.	ČEZ	Termín pro podání předběžných nabídek na koupi bulharských distribučních společností

SLOVNÍČEK POJMŮ

EU	Evropská unie
EMU	Evropská měnová unie
ECB	Evropská centrální banka
Fed	Federální rezervní systém - americká centrální banka
FOMC	Výbor pro operace na otevřeném trhu - ekvivalent bankovní rady ve Federální rezervní bance
MMF	Mezinárodní měnový fond
SEC	Securities Exchange Commission - americká komise pro cenné papíry
PMI	Purchasing Management Index - index zpracovatelského průmyslu USA
ISM	Institut of Supply Management - soukromá amer. organizace, která vyčísľuje index PMI
Dow Jones	Nejstarší americký akciový index sdružující 30 akciových titulů
Nasdaq	Americký akciový index sdružující přes 6000 technologických titulů
S&P500	Americký akciový index sdružující 500 největších amerických firem
HDP	Hrubý domácí produkt
FDI	Foreign Direct Investments - přímé zahraniční investice
CPI	Index spotřebitelských cen - měří inflaci pomocí změn cen zboží ve spotřebitelském koší
PPI	Producer Price Index (index výrobních cen) měří ceny průmyslových výrobců
FRA	Forward Rate Agreement - dohody o budoucích úrokových sazbách
IRS	Interest Rate Swap (úrokový swap)
PRIBOR	Mezibankovní záůjční úroková sazba v ČR
M2	Peněžní agregát obsahující vklady na viděnou a krátkodobá depozita
Repo sazba	Dvoutýdenní repo sazba - hlavní měnově politická sazba, kterou ČNB vyhláňuje 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

Úsek Treasury – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor Prodej – ředitel	Pavel Bárta	tel. +420/224 995 800	pbarta@csas.cz
	Patrik Banáry	tel. +420/224 995 530	pbanary@csas.cz
	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavla Hlavicová	tel. +420/224 995 584	phlavicova@csas.cz
	Pavel Křivonožka	tel. +420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
	Lukáš Macháček	tel. +420/224 995 500	lmachacek@csas.cz
	Jan Maňák	tel. +420/224 995 257	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
	Emil Štáva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
	Petr Vnuk	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
Odbor Obchodování – ředitel	Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jan Strakoš	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
Peněžní trhy	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
	Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	raprokok@csas.cz
	Petr Kašpar	tel. +420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	Tomáš Kroužel	tel. +420/224 995 572	tkrouzel@csas.cz
	Dan Maděra	tel. +420/224 995 583	dmadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Jan Došek	tel. +420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	tel. +420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
Odbor Distribuce – ředitel	Petr Valenta	tel. +420/224 995 821	pevalenta@csas.cz
	Jiří Matoušek	tel. +420/224 995 582	jmatousek@csas.cz
	Kamil Ret	tel. +420/224 995 536	cret@csas.cz
	Petr Schüt	tel. +420/224 995 560	pschut@csas.cz
Oddělení Primární emise a institucionální investoři	Jan Brabec	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
	Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz
Úsek Správa aktiv – ředitel	Radek Urban	tel. +420/261 075 435	radek.urban@csas.cz
Odbor Investiční poradenství – ředitel	Daniel Drahotský	tel. +420/261 075 447	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/261 075 448	pholecek@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/261 075 449	tkosutova@csas.cz
	Karel Kučerovský	tel. +420/261 075 446	kkucerovsky@csas.cz
Úsek Investiční bankovnictví – ředitel	Franz Deim	tel. +420/224 995 887	fdeim@csas.cz
Odbor Akcie – ředitel	Michal Března	tel. +420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
Oddělení Obchodování	Pavel Krabička	tel. +420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
Oddělení Prodej	Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Odbor Analýza finančních trhů – ředitel	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklat@csas.cz
Analýza instrumentů s fix. výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza	Helena Horská	tel. +420/224 995 439	hhorska@csas.cz
	Mojmír Hampl	tel. +420/224 995 232	mhampl@csas.cz
Analýza akcií, bankovní sektor	Emilia Zampieri	tel. +420/224 995 217	ezampieri@csas.cz
Erste Bank Vídeň - Strategy & Sector Group CEE			
Equity Research Co-Head	Henning Esskuchen (IT, média)	tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head	Günther Artner	tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekom.)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tpletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovnictví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/221 010 555	vurbankova@csas.cz
Makroekonomická analýza	Ivan Fabijancic	tel. +385/1 4561 847	ivan.fabijancic@erstebank.at

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

www.csas.cz

ČESKÁ 
SPORITELNA