



# FINANČNÍ TRHY

## MĚSÍČNÍ ZPRÁVA

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

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

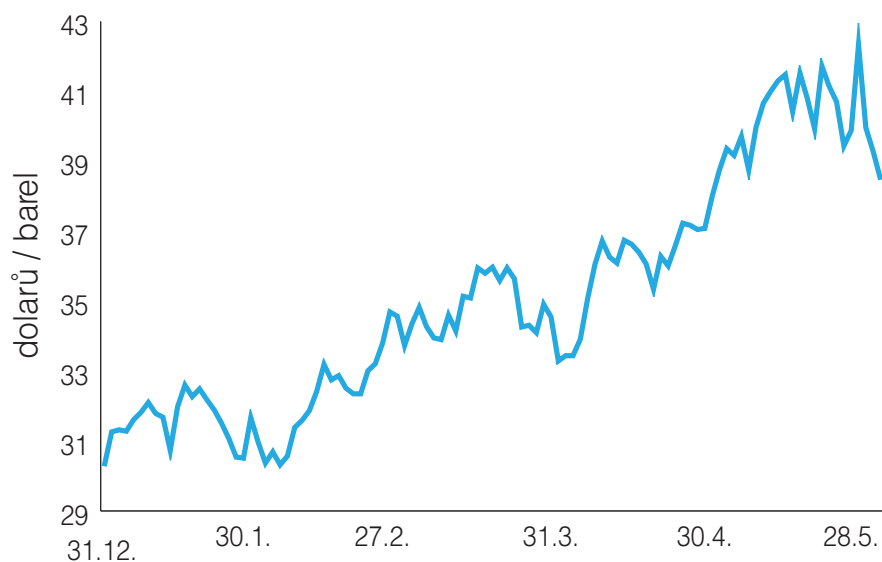
**Helena Horská**  
+420/224 995 439  
hhorska@csas.cz

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

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

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

### Cena futures na surovou ropu (burza NYMEX)



Jak se budou pohybovat ceny ropy? Více na str. 6 a 8-9

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Po dvou měsících prudkého růstu počtu pracovních míst a po nečekaně rychlém zvýšení jádrové inflace se datum očekávaného prvního růstu úrokových sazeb v USA posunulo už na tento měsíc. Očekávání by mohl změnit slabý růst počtu pracovních míst v květnu a nebo podstatné zhoršení růstových ukazatelů. Růst úrokových sazeb by měl pokračovat i v dalších měsících, ale pomalým tempem. Pouze podstatná akcelerace inflace by mohla přinutit Fed k prudkému zvyšování úrokových sazeb. U ECB se výhled proti minulým měsícům nemění. Nadále je pravděpodobná dlouhodobá stabilita úrokových sazeb. Výhled poněkud zamlžuje nejistota ohledně vývoje cen ropy a reakce světové ekonomiky na všeobecně dražší komodity. V České republice očekáváme postupný pomalý růst úrokových sazeb. Podmínkou je zrychlení inflace a udržení solidního růstu hospodářství.

## Dluhopisy

Předpokládáme, že v červnu bude pokračovat trend k růstu výnosů ve světě. Podmínkou je, že trh nedospěje k názoru, že vysoké ceny ropy podlomí růst světového hospodářství a že nedojde k vystupňování geopolitického napětí. Růst výnosů by podpořila zejména kombinace silných růstových ukazatelů a akcelerující inflace. Předpoklady k růstu výnosů mají především americké dluhopisy, na které by mělo působit očekávání růstu úrokových sazeb. V Evropě by měl být růst výnosů opět tlumen relativně slabou výkonností ekonomiky. Vývoj na českém dluhopisovém trhu tentokrát bude rozhodujícím způsobem ovlivněn domácími faktory, především údaji o vývoji inflace za květen a HDP za první čtvrtletí. Pokud se potvrdí očekávání a zvýší pravděpodobnost růstu úrokových sazeb, měly by růst také výnosy českých dluhopisů.

## Měny

Kurz dolaru k euru bude v průběhu června ovlivňován řadou protichůdných faktorů. Dolar by mělo podporovat očekávání zvýšení úrokových sazeb v USA a dobrá výkonnost ekonomiky, proti dolaru by měl působit vysoký schodek běžného účtu a státního rozpočtu. Z krátkodobých faktorů bude kurz ovlivňován především pohyby cen ropy a geopolitickým napětím. Krátkodobé a technické faktory by v červnu měly působit proti dolaru. Očekáváme proto jeho oslabení do okolí 1,25. U koruny předpokládáme, že její posílení ze začátku června je pouze krátkodobé, a že se v průběhu měsíce vrátí na úroveň z konce května. Vede nás k tomu nedostatek fundamentálních důvodů k rychlému posilování koruny.

## Akciové trhy

Vzhledem k tomu, že akcie již ve svých cenách započty zvýšení úrokových sazeb o 25bp a také vzhledem k mírně se snižujícím cenám ropy v posledních dnech předpokládáme, že světové akciové trhy se v červnu vrátí zpět k mírnému růstu. Rozhodující bude samozřejmě výrok Fedu k úrokovým sazbám 30.června. U českých akcií předpokládáme spíše stagnaci, vybrané tituly ale mohou posilovat.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>11</b>
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	15
Český akciový trh	15
Přehled zpráv z akciového trhu	19
Tržní odhady pravděpodobnosti změn úrokových sazeb	22
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	24
Makroekonomické prognózy	27
Kalendář - makro	28
Kalendář - akcie	29
Slovníček pojmů	30
Kontakty	31

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (31.5.)	Prognóza	
USA	3M: 1,07% 6M: 1,39% 2Y: 2,54% 5Y: 3,79% 10Y: 4,65% 30Y: 5,35%	↗	Před klíčovým červnovým zasedáním FOMC by měl pokračovat růst výnosů dluhopisů. Podmínkou je, že makroekonomické údaje potvrdí rychlé zvyšování počtu pracovních míst. Pokud by navíc došlo k výraznější akceleraci inflace mohl by být růst výnosů rychlý. Naopak pokračující zvyšování cen ropy by pravděpodobně vyvolalo obavy ze zpomalení růstu hospodářství a růst výnosů by brzdilo.
EU	3M: 2,14% 6M: 2,11% 1Y: 2,23% 5Y: 3,58% 10Y: 4,37% 15Y: 4,75%	→ ↗	Výnosy dluhopisů v EMU by měly pokračovat v postupném mírném růstu. Hlavním motivem by měly být obavy z negativního vlivu vysokých cen ropy na inflaci a očekávané zvyšování úrokových sazeb ve světě. Vyloženě slabé růstové ukazatele by mohly vést ke stagnaci až korekci na trendu k růstu výnosů.
ČR	3M: 6M: 1Y: 2,23% 5Y: 4,16% 10Y: 4,95% 15Y: 5,32%	→ ↗	Vývoj na českém dluhopisovém trhu v červnu ovlivní především údaje o inflaci za květen a o růstu HDP v prvním čtvrtletí. Podle těchto údajů budou investoři usuzovat na pravděpodobnost zvýšení úrokových sazeb ČNB. Předpokládáme, že zveřejněné údaje utvrdí investory v pravděpodobném růstu sazeb což by mělo vést k dalšímu zvýšení výnosů.
Polsko	3M: 6,00% 6M: 6,34% 1Y: 6,47% 2Y: 7,50% 5Y: 7,64% 10Y: 7,40%	→ ↗	Předpokládáme, že Marek Belka přeci jenom získá důvěru parlamentu a ke zvýšení sazeb NBP o 25-50 bps dojde v průběhu léta. Riziko dalšího růstu výnosů v průběhu roku je stále vysoké kvůli pravděpodobnému překročení limitu výše veřejného dluhu a následné vynucené fiskální restrikcí. Podle našeho názoru nebude Belkova vláda schopna prosadit nutné reformy v dostatečném rozsahu, což se projeví v růstu výnosů.
Mad'arsko	3M: 11,4% 6M: 11,5% 1Y: 10,8% 5Y: 9,33% 10Y: 8,42%	→	Vyšší než očekávaný růst HDP, další snížení úrokových sazeb NBH a stagnace měnového kurzu forintu v pásmu 250-255 HUF/EUR působí ve prospěch poklesu výnosů. Je zde však riziko vlivu růstu výnosů v zahraničí a také obavy, zda současné zlepšení makroekonomické situace bude pokračovat, zejména schopnost vlády dostát slibům ohledně projektovaného schodku státního rozpočtu. Očekáváme, že se výnosy v červnu výrazněji nezmění.

## Měny (kurz střed)

	Kurz (31.5.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2188	→ ↘	Kurz dolaru k euru bude v červnu především pod vlivem spekulací na výsledek zasedání FOMC na konci měsíce. Vysoké ceny ropy a slabší růstové ukazatele by měly podpořit posilování eura. Naopak pokračující silný růst počtu pracovních míst by mohl dolar podpořit, stejně jako vyšší inflace. Technické úvahy momentálně naznačují další posilování eura. Naší hlavní variantou je v červnu další oslabení dolaru směrem k 1,25.
CZK / EUR	31,675	→	Podle našeho názoru kurz koruny k euru na začátku června pod spekulativním tlakem mírně přestřelil. V průběhu měsíce očekáváme návrat na hodnoty z konce května. V první polovině června může tlak na posilování koruny přetrvat, nepředpokládáme však posílení koruny pod 31,0. Důležitým faktorem pro vývoj kurzu budou očekávání obchodníků ohledně vývoje úrokových sazeb ČNB.
HUF / EUR	251,56	→	Ve prospěch forintu by měl nadále působit vysoký úrokový diferenciál NBH, možný pokles výnosů na krátkém konci výnosové křivky, a tedy i vyšší zájem zahraničních investorů o tento druh investičního instrumentu. Riziko pro posilování kurzu pod 250 HUF/EUR však spatřujeme v možném růstu výnosů v zahraničí, což by převážilo tendenci k jejich poklesu v Mad'arsku a vyvolalo tlaky na oslabení forintu. Očekáváme stagnaci měnového kurzu forintu s možností krátkých období oslabení.
PLN / EUR	4,6522	→ ↘	Nejpravděpodobnější variantu současné politické situace považujeme získání důvěry Belkovy vlády v Sejmu, což však nepovažujeme za skutečné řešení problémů na politické scéně. I přes podporu příznivých makrodat a výhledu brzkého zvýšení úrokových sazeb NBP zlotému krátkodobě hrozí další periody oslabení kvůli pokračujícím politickým problémům. Očekáváme, že v červnu dojde k vybírání zisků z květnového posílení zlotého.
SKK / EUR	39,985	→	Fundamentální makroekonomické důvody pro posilování slovenské koruny jsou poměrně silné a ve střednědobém horizontu bude koruna posilovat. Proti rychlé apreciaci však stojí slovenská centrální banka a rovněž nepredikovatelné riziko nových problémů ve vládní koalici. V červnu proto očekáváme, trhy budou dále testovat trpělivost NBS a vnímáme poměrně silné riziko, že centrální banka nezůstane u slov a bude intervenovat.

## Akciové trhy

	Kurz (31.5.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 1120,7	→ ↗	Mírné zvýšení úrokových sazeb je již v cenách akcií započteno. Zdá se, že vysoké ceny ropy začínají konečně mírně klesat, což souvisí s růstem zásob ropy v USA a ochotou kartelu OPEC zvýšit těžební kvóty. Poslední informace z trhu práce ze 4. června ukázaly silné zvýšení počtu pracovních míst a tím i oživení americké ekonomiky. Pokud nedojde v oblasti Blízkého a Středního východu k dalším teroristickým útokům, které by ohrozilo dodávky ropy na světové trhy, lze předpokládat, že americké akcie mohou po několikaměsíční stagnaci opět mírně růst. Pokud Fed 30. června zvýší úrokové sazby o 25bp, akcie by měly reagovat neutrálně, možná i mírně pozitivně (svoji roli by mohl sehrát faktor úlevy nad tím, že to trhy mají za sebou). Důležitější bude doprovodný komentář, ve kterém by měl Fed naznačit, jakým způsobem bude v budoucnu dál zvyšovat úrokové sazby. Pokud Fed zachová strategii pozvolného a postupného růstu sazeb, akcie by nemusely reagovat negativně. Pokud ale Fed naznačí silnější zprůsnění měnové politiky, akcie budou reagovat negativně.
	DJ Stoxx 50: 2669,4		
ČR	PX-D: 1965,5  PX 50: 786,5	→	Ačkoliv předpokládáme mírný růst některých titulů pražské burzy (Telecom, ČEZ), obecně očekávání na vývoj pražské burzy v červnu je stagnace. Důvody pro stagnaci jsou spíše na straně globálních trhů, které nervózně sledují především vývoj na trhu s ropou i zvýšenou aktivitu teroristických skupin v různých částech světa.

## České akcie

	Kurz (31.5.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	325,50 Kč	→ ↗	Pokud valná hromada skutečně schválí dividendu 17 Kč / akcii (rozhodné datum pro výplatu dividendy je až 9.července), zvýší to zájem o akcie Českého Telecomu. Pozitivní informací je i dosavadní relativně hladký průběh soutěže na poradce při privatizaci Telecomu. Rizikovým scénářem je schválení nižší dividendy. Odchod generálního ředitele Valeskiho z Eurotelu již nebude mít na cenu akcie Telecomu žádný vliv.
České radiokom.	442,80 Kč	→ ↘	Oznámení o nevyplacení dividendy T-Mobile CR a téměř nulová pravděpodobnost, že by České radiokomunikace na valné hromadě odhlasovaly výplatu dividendy z nevyplaceného zisku z minulých let může oslabit zájem spekulantů o tento jinak velmi volatilní papír.
ČEZ	184,64 Kč	→ ↗	Akcie ČEZ je možná momentálně nejoblíbenějším titulem na pražské burze. Vzhledem k absenci negativních zpráv, silnému zájmu ze strany domácích i zahraničních investorů a také díky prezentacím, které absolvoval management firmy v minulých dnech u příležitosti prodeje nových dluhopisů předpokládáme, že po květnové korekci bude akcie opět spíše posilovat. Trh bude také s napětím sledovat, zdali valná hromada schválí dividendu 8 Kč / akcii.
Unipetrol	80,17 Kč	→ ↘	PKN Orlen a FNM sice podepsaly 4. června kupní smlouvu, finální cena se ale ještě může podstatným způsobem změnit, pokud by některý z členů konsorcia IOC uplatnil kupní opci na akcie České rafinérské nebo pokud se bude audit, který bude proveden po převodu akcií, lišit od auditu na konci roku 2003. Tato nejistota může tlačit cenu akcie mírně dolů.
Komerční banka	2.830 Kč	→	Předpokládáme, že akcie banky budou v červnu stagnovat. Momentálně nevidíme žádný motiv pro růst ceny akcie. Výjimkou může být oznámení o vyšší dividendě, než očekává trh, který v tuto chvíli předpokládá výplatu okolo 60 Kč / akcii. Valná hromada se koná 17. června. Výše navrhované dividendy bude známa těsně před konáním valné hromady.
Philip Morris CR	15.335 Kč	→ ↗	Předpokládáme, že akcie poklesem na psychologickou hranici 15.000 Kč dosáhla svého dna a v následujících týdnech by mohla začít mazat část těchto ztrát. Akcie je opticky již velmi levná, dividendový výnos (letošní dividendy / cena akcie) se již zvýšil na 10,3%.

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

Pozornost finančních trhů se v květnu soustředila na spekulace o budoucím vývoji amerických úrokových sazeb

Největší pozornost se v uplynulém měsíci soustředila na úvahy o datu prvního zvýšení úrokových sazeb Fedu. Údaje o situaci na trhu práce a o vývoji cen potvrdily jednak pokračující oživení hospodářství a jednak znatelný růst jádrové inflace. To podstatně zesílilo spekulace na brzké zahájení cyklu růstu úrokových sazeb. Ujist'ování představitelů Fedu i ekonomická logika zároveň naznačuje, že růst sazeb bude poměrně pomalý, podstatně pomalejší než v obdobné situaci před deseti lety. Růst cen ropy potom v průběhu května vyvolal obavy, že by pod jeho vlivem mohlo dojít k zeslábnutí hospodářské aktivity a to by mohlo vést Fed k odložení růstu úrokových sazeb. V Evropě vzbudily pozornost především zřetelnější příznaky oživení ekonomiky. Evropa se tak pomalu ale přece přidává k USA a Japonsku.

Rychlost růstu počtu pracovních míst v USA překonala očekávání

Růst počtu pracovních míst v USA za duben podruhé za sebou výrazně překonal oficiální očekávání. Mírně klesla také míra nezaměstnanosti. Finanční trhy tyto údaje vyhodnotily tak, že konečně začal dlouho očekávaný růst počtu pracovních míst vyvolaný razantním zvýšením aktivity v americké ekonomice. Nyní bude důležité, zda se tento trend potvrdí také u údajů za květen. Týdenní údaje o počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti naznačovaly, že by růst počtu pracovních míst mohl pokračovat, stejně jako subindexy indexů nákupních manažerů. Spotřebitelé však podle průzkumů spotřebitelské důvěry nadále pozorují spíše nedostatek volných pracovních míst. Pokud by květnové údaje o nově vytvořených pracovních místech přinesly zklamání, zmírní se očekávání brzkého růstu úrokových sazeb.

Zvýšení cen ropy se projevilo ve zrychlení inflace

Ve zveřejňovaných údajích o vývoji inflace se zřetelně promítl vliv růstu cen ropy. Výrazněji byly ovlivněny ceny v průmyslu, ale rychleji rostl i CPI. Pokračovala však také tendence k postupnému zrychlování jádrové inflace. Podle některých představitelů Fedu jde pouze o dočasný jev. Zatím stále slabé využití kapacit a silná konkurence by měly omezit prostor pro růst maloobchodních cen. Někteří další představitelé Fedu však v průběhu května prohlásili, že růstu jádrové inflace je nutné věnovat zvýšenou pozornost. I při stále nízkém využití kapacit by část společností mohla získat schopnost zvyšovat ceny a i při relativně vysoké míře nezaměstnanosti by v některých oborech mohlo začít docházet k rychlejšímu mzdovému růstu, který by se později mohl začít přelévat i do zbytku ekonomiky.

Aktivita ve výrobních odvětvích zůstala vysoká

Ukazatele situace ve výrobních odvětvích převážně potvrzovaly pokračující oživení. Týká se to zejména indexů nákupních manažerů a růstu průmyslové výroby. Pokles objednávek zboží dlouhodobé spotřeby podle všeho souvisel s prudkým růstem v předchozím měsíci. Částečné zklamání přinesla první revize odhadu HDP za první čtvrtletí, protože došlo ke snížení tempa investic, což poněkud zhoršuje vyhlídky do budoucna. Zatím však převládá očekávání, že by výrobní sektor měl udržet solidní výkonnost.

Spotřebitelská poptávka se drží, ale negativně na ní působí růst cen benzínu

U maloobchodních tržeb a spotřebitelské důvěry došlo v minulém měsíci k mírnému zhoršení. Vliv měl růst cen ropy a následný růst cen pohonných hmot, který snížil schopnost domácností utrácet. Pokud bude pokračovat růst počtu pracovních míst a disponibilních příjmů, měla by se spotřebitelská poptávka udržet na dostatečné úrovni. Případné výraznější zeslábnutí spotřebitelské poptávky by ohrozilo oživení amerického hospodářství. To je jeden z důvodů, proč bude Fed velmi pravděpodobně opatrný při zvyšování úrokových sazeb.

Obchodní bilance dosáhla dalšího rekordního schodku

Obchodní bilance zaznamenala další rekordní schodek. Podílel se na něm jak neslábnoucí dovoz zboží tak vyšší ceny ropy. Naplňují se tak očekávání některých ekonomů, že rychlejší růst amerického hospodářství a s ním související vyšší poptávka povede k růstu schodku obchodní bilance. Lze očekávat, že rostoucí nerovnováha obchodní bilance se v budoucnu projeví tlakem na oslabování kurzu dolaru. Vůči euru a částečně jenu dolar pravděpodobně oslabí. Oslabení vůči některým dalším asijským měnám však budou s největší pravděpodobností bránit místní centrální banky, což bude pomáhat udržovat vysoké schodky obchodní bilance i v dalších měsících.

Finanční trhy očekávají růst úrokových sazeb Fedu na konci června

V průběhu dubna a května došlo k významnému posunu ve vnímání budoucí politiky Fedu. Zatímco ještě na konci března výrazně převažoval názor, že Fed začne zvyšovat

vat úrokové sazby až po prezidentských volbách, vedly údaje o vývoji inflace a trhu práce za březen k přehodnocení tohoto scénáře. Nyní výrazně převažuje očekávání, že k prvnímu zvýšení sazeb dojde na konci června a že v srpnu bude pravděpodobně následovat další mírný růst sazeb. Na konci roku by se tak úrokové sazby měly pohybovat na 1,75-2,0%. Fed bude pozorně sledovat reakci hospodářství na postupné opatrné zvyšování sazeb. Vysoké zadlužení domácností zesiluje účinek vyšších sazeb a na rovnováze v ekonomice se projevuje také rušení spekulativních pozic financovaných z nízkých sazeb na peněžním trhu. Oba tyto efekty by měly negativně ovlivnit jak akcie tak dluhopisy a vést k oslabení poptávky a tím k částečnému zchlazení růstu. Díky tomu, že růst sazeb bude mít pravděpodobně silný vliv na hospodářství nebude se s největší pravděpodobností opakovat razantní zvyšování sazeb z roku 1994.

#### Růst HDP v EU překonal očekávání

V Evropě zveřejňované makroekonomické údaje potvrdily postupné mírné zrychlování růstu hospodářství. Pozitivně překvapily zejména údaje o vývoji HDP v prvním čtvrtletí. Zdroje růstu největších ekonomik EMU však byly rozdílné. Zatímco ve Francii došlo k oživení domácí poptávky, německý a italský růst byl tažen převážně exportem. Růst ekonomiky se zatím také nijak viditelně neprojevil na snížení míry nezaměstnanosti. Přesto se všeobecně předpokládá, že v dalších měsících dojde k upevnění pozitivních trendů a k dalšímu zrychlení růstu evropského hospodářství. Rizika představují především vysoké ceny ropy a možné zpomalení růstu v USA a Číně.

#### Inflace v EMU výrazně zrychlila kvůli růstu cen ropných výrobků

Překvapivě silný vliv měl na inflaci v EMU růst cen ropy. Podle předběžných údajů došlo ke zrychlení inflace na 2,5%. Podstatně se zrychlil také růst cen průmyslových výrobců. Stejně jako v USA i v Evropě hrozí riziko, že růst cen ropy podlomí už tak slabou spotřebitelskou poptávku. Z druhé strany existuje riziko přelévání vyšších cen ropných produktů do dalších oblastí a tedy riziko dalšího zvyšování inflace.

#### ECB bude pravděpodobně držet úrokové sazby na současné úrovni

Reakce ECB na růst cen ropy je nejasná. Od některých představitelů zazněl názor, že pokud by vysoké ceny ropy přetrvaly a pokud by se negativně projevíly na výkonnosti evropských ekonomik, mohla by ECB přistoupit ke snížení úrokových sazeb. Takový názor však byl spíše ojedinělý. Pravděpodobnější je, že pokud by dále rostla inflace bude na to ECB reagovat zvýšením sazeb, aby zamezila vzniku inflační spirály. Podle prezidenta ECB J-C. Tricheta jsou v současnosti rizika na obě strany vyrovnaná. Nejpravděpodobnější variantou zůstává dlouhodobá stabilita úrokových sazeb na současné úrovni.

#### Ceny ropy v květnu pokračovaly v růstu

Ceny ropy pokračovaly v květnu v růstu a dostaly se do okolí 40 USD/brl. Hlavním faktorem ženoucím ceny ropy vzhůru jsou obavy z narušení dodávek z oblasti Středního východu v důsledku teroristických útoků a sabotáží. K těmto obavám přispívá jak stále velmi napjatá situace v Iráku tak zhoršující se situace v Saudské Arábii, která je největším světovým vývozcem ropy a jediným producentem, který má významnější rezervy v těžbě. Cenu ropy nesnížila ani ochota řady členských států OPEC odsouhlasit zvýšení těžebních kvót. Na růstu cen ropy se pravděpodobně významně podílejí také spekulativní nákupy a důležitý je také růst poptávky v důsledku rychlého zvyšování světové spotřeby (Čína, Indie). Pokud by skutečně došlo k narušení dodávek z oblasti Středního východu, mohla by cena ropy dále výrazně stoupnout. To by mohlo vést ke zpomalení růstu světového hospodářství. Podmínkou pro snížení cen ropy je především zklidnění situace v oblasti Středního východu.

## Dluhopisové a peněžní trhy

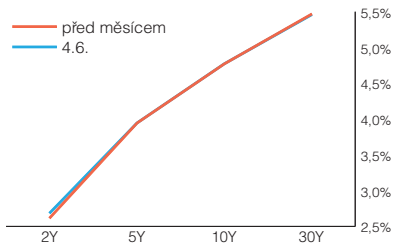
### USA

#### Ve druhé polovině května prošel americký dluhopisový trh mírnou korekcí

Růst výnosů se přenesl z dubna i do první poloviny května. Podstatně k tomu přispěl nečekaně silný růst počtu pracovních míst, který zvýšil očekávání brzkého zvýšení úrokových sazeb. Před polovinou května začala korekce, která vydržela až do konce měsíce. Korekce měla především technický charakter, investoři po předchozím silném růstu výnosů (poklesu cen) dluhopisů vybírali zisky. Z fundamentálního hlediska na trh působily obavy z vývoje na Blízkém a Středním východě a rychlý růst cen ropy, který vyvolal obavy ze zpomalení růstu hospodářství a z možných inflačních tlaků. Výnosová křivka se v průběhu května posunula téměř paralelně o 20bp směrem nahoru. Výnos desetiletého dluhopisu vzrostl do poloviny května až na 4,90%. Před koncem května se vrátil na 4,60% a od té doby opět postupně pomalu roste.

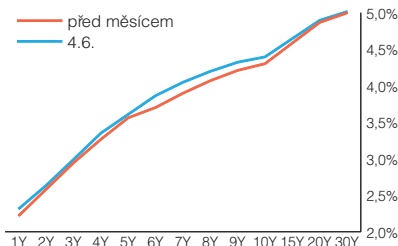
Vývoj na začátku června ovlivní především údaje o stavu trhu práce

### Americká výnosová křivka



Střednědobě určí vývoj na dluhopisovém trhu tempo růstu úrokových sazeb

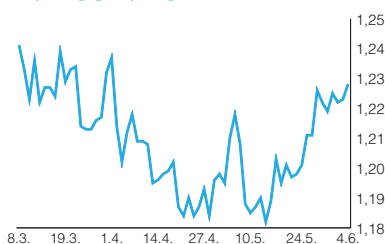
### Německá výnosová křivka



Obchodování v červnu bude ovlivněno vývojem cen ropy

Střednědobě by měly také evropské dluhopisy setrvat v trendu k oslabování

### Kurz USD / EUR



Obchodování v červnu bude ovlivněno především třemi základními faktory: vývojem na trhu práce, vývojem cen ropy a zasedáním FOMC, které se bude konat na samém konci měsíce. Pokud by pokračoval rychlý růst počtu pracovních míst z předchozích dvou měsíců, vedlo by to pravděpodobně k dalšímu období růstu výnosů. Větší riziko však vzhledem k současným relativně vysokým výnosům představuje zklamání, které by mohlo vést k další hlubší korekci. Takový vývoj by mohl být podpořen i případným dalším tlakem na růst cen ropy. Vývoj na dluhopisovém trhu může být ovlivněn i údaji o inflaci. Pokud by došlo k výraznějšímu růstu jádrové inflace, dostal by trh naopak impuls pro růstu výnosů. Ke konci měsíce by měl zcela převládnout vliv očekávání výsledků zasedání FOMC. Lze předpokládat, že opatrnost před zasedáním bude tlačit výnosy směrem nahoru.

Výsledky červnového zasedání FOMC by měly výrazně ovlivnit i střednědobý výhled dluhopisového trhu v USA. Mělo by se vyjasnit, jak silně vnímá Fed riziko kumulace inflačních tlaků a nakolik je podle Fedu oživení americké ekonomiky udržitelné. Pokud Fed splní očekávání a zvýší úrokové sazby o 25bp, bude trh velmi pravděpodobně očekávat další postupné zvyšování sazeb. Pokud by bylo zvýšení vyšší, mohlo by dojít k panické reakci a očekávání prudkého růstu sazeb. Pokud by Fed překvapil a ponechal sazby beze změny, mohl by se trh obávat, že Fed podceňuje rizika růstu inflace a že bude později nucen sazby zvyšovat prudce a na vysoké úrovni. Celkově je silně pravděpodobné, že v dalších měsících bude pokračovat růst výnosů. Zabránit by tomu mohlo pouze prudké zpomalení růstu hospodářství.

## EMU

Evropské dluhopisy pokračovaly ve sledování vývoje na americkém trhu. Pohyby v EMU však byly podstatně tlumenější než v USA. Z domácích faktorů byly dluhopisové trhy ovlivněny částečně poněkud výraznějšími příznaky oživení hospodářství, které snížily pravděpodobnost poklesu úrokových sazeb. Stejně jako v USA byl i v Evropě trh ovlivňován růstem cen ropy. Výnosová křivka se posunula nahoru, přičemž byl posun nejvýraznější v jejím středu (6 let) kde výnosy rostly o více než 20 bp. Výnos desetiletého dluhopisu vzrostl v průběhu května z 4,10% na 4,50%.

Červnové obchodování na trzích EMU by mělo být orámováno dvěma zasedáními centrálních bank. Na začátku měsíce může vývoj podstatně ovlivnit zasedání ECB. Úrokové sazby velmi pravděpodobně zůstanou beze změny, ale ECB by mohla vyjasnit svůj pohled na současnou ekonomickou situaci ve světě a svoje případné reakce na další možný růst cen ropy a následné zrychlení inflace a zpomalení ekonomiky. Pokud ECB zachová svůj sterilní způsob vyjadřování z posledních měsíců bude se evropský trh řídit převážně podle vývoje v USA. Z fundamentálních faktorů bude důležitý zejména vývoj inflace a v souvislosti s ním vývoj cen ropy. Na konci června bude určovat chování trhů zasedání FOMC. Především v této době by mělo být chování dluhopisových trhů v USA a EMU silně synchronní.

V horizontu několika měsíců by měla chování evropských dluhopisových trhů ovlivňovat především kombinace vývoje inflace a růstu ekonomik. Oba tyto faktory budou pod vlivem vývoje cen ropy. Pokud ropa zůstane na současných úrovních nebo dokonce ještě podraží, bude to situací světové ekonomiky značně komplikovat. Reakce ECB na takový vývoj je nejistá. Nejpravděpodobnější je stagnace úrokových sazeb, vyloučit však nelze ani jejich růst a ani pokles. Nervozita na trhu by však měla vést k tlaku na zvyšování výnosů, což by mělo být podpořeno i vývojem v USA. Devizové trhy

## Devizové trhy

### USD / EUR

Obrat k posilování eura byl na začátku května přerušen nečekaně příznivými údaji z amerického trhu práce. Povzbuzený dolar se vrátil k psychologicky důležité hladině 1,180, lehce ji otestoval, ale neprorazil ji. Od poloviny května se dolar vrátil k oslabování. Spekulace na zvýšení úrokových sazeb byla v myslích investorů nahrazena vidinou negativních důsledků rostoucích cen ropy pro americkou ekonomiku. Dolaru nepomohl ani další rekordní schodek obchodní bilance. Na přelomu května a června se kurz dostal nad 1,22 s tendencí k dalšímu oslabení.

Pro vývoj kurzu na začátku června budou opět důležité údaje o vývoji na americkém

Údaje o vývoji na americkém trhu práce na začátku měsíce a zasedání FOMC na konci června by měly nejvíce ovlivnit vývoj kurzu

Růst amerických sazeb kombinovaný s pokračováním oživení by střednědobě pomohl dolaru

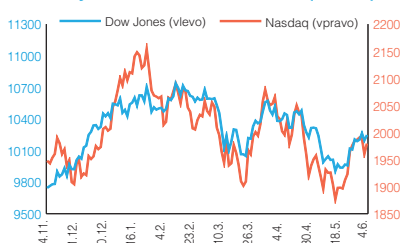
trhu práce. Pokud by pokračoval rychlý růst počtu nových pracovních míst, dolaru by to pomohlo přinejmenším ke zpomalení oslabování. Naopak slabší údaj by mohl vést ke skokovému oslabení do okolí 1,25 s tendencí k dalšímu oslabení. Dalším klíčovým momentem pro vývoj kurzu bude zasedání FOMC na konci června. Už jeho přiblížení by dolaru mělo poskytnout alespoň částečnou podporu. Lze očekávat, že se opět probudí spekulace na pozitivní vliv případného zvýšení úrokových sazeb, což by mohlo vyvolat korekci a posílení dolaru.

Rychlost jakou bude Fed zvyšovat úrokové sazby by spolu s vývojem světové ekonomiky měly být hlavními faktory ovlivňujícími vývoj kurzu v následujících měsících. Kombinace pokračujícího silného růstu americké ekonomiky s postupným růstem amerických úrokových sazeb, slabším růstem a stabilními sazbami v EMU by měla být pozitivní pro dolar. V takovém případě by trh mohl dočasně odložit stranou vysoké schodky amerického běžného účtu a počítat se silným přílivem kapitálu do USA, který by je převážil. Jakákoliv odchylka od tohoto scénáře zvyšuje pravděpodobnost posilování eura. V případě překročení hladiny 1,30 by brzdou posilování eura měla být Evropská centrální banka.

## Akciové trhy

### Vysoká cena ropy a očekávání růstu úrokových sazeb brání trhu v růstu

Indexy Dow Jones a Nasdaq Comp.



Americké akcie po jednoznačné dubnové korekci s napětím očekávaly počátkem května informaci o počtu pracovních míst. Přírůstek o 288 tis. byl ale výrazně silnější než trhy očekávaly, čímž okamžitě stoupla pravděpodobnost, že Fed již brzy zareaguje zvýšením úrokových sazeb. Trh proto pokračoval až do poloviny května v poklesu. V té době se k obavám z růstu úrokových sazeb přidaly také obavy z ekonomického dopadu stále rostoucích světových cen ropy. S tím, jak ceny ropy stoupaly na další a další maxima, klesaly i ceny akcií. Situace se zlomila až okolo 25. května, kdy byly ohlášeny plány zvýšení dodávek ropy do USA z některých zemí a současně kartel OPEC začal zvažovat zvýšení těžebních kvót. I přes růst kvót ale ceny ropy zůstávají stále vysoké, což odráží investory od jakékoliv zvýšené nákupní poptávky po akciích. Další komentář k vývoji cen ropy lze nalézt v kapitole Globální trhy - Politický a makroekonomický vývoj na str. 6.

### VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	31.5.	30.4.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 120.7	1 107.3	1.2%	(2.1%)	16.3%	0.8%
Dow Jones	10 188.5	10 225.6	(0.4%)	(3.7%)	15.1%	(2.5%)
Nasdaq	1 986.7	1 920.2	3.5%	(2.1%)	24.5%	(0.8%)
DJ Stoxx 50	2 669.4	2 707.7	(1.4%)	(2.9%)	15.3%	0.3%
FTSE 300	986.44	993.40	(0.7%)	(2.1%)	19.7%	3.0%

Zvýšení sazeb o 25bp je již v cenách akcií započtené

Na stejném místě komentujeme i předpokládaný vývoj úrokových sazeb v USA. Podle mnohých analytiků je již v cenách akcií mírné zvýšení úrokových sazeb z velké míry započteno. Oproti situaci před měsícem, kdy se spíše spekulovalo nad tím, zdali Fed začne zvyšovat úrokové sazby ještě před prezidentskými volbami v USA nebo až po nich, nyní již mírná většina primárních dealerů (11 z 19) očekává, že 30. června na svém zasedání předseda Fedu Greenspan ohlásí zvýšení sazeb o 25bp na 1,25%. To, jakým způsobem bude na zvýšení sazeb trh reagovat, bude záviset především na doprovodném komentáři Fedu. Trhy jsou smířené s tím, že zvyšování sazeb bude pozvolné a postupné. Pokud tedy dojde ke zvýšení sazeb již v červnu, a to o 25bp, trhy by mohly paradoxně na tuto událost reagovat pozitivně za předpokladu, že Fed se ve svém doprovodném komentáři bude držet svého plánu zvyšovat sazby jen zvolna a postupně. Pokud sazby zvýšeny nebudou, přesune se očekávání trhu na srpen a dopad na trhy bude podle našeho názoru neutrální.

Cena ropy, zdá se, mírně klesá

Velkým rizikovým faktorem ale zůstává cena ropy. Nestabilita v oblasti Blízkého a Středního východu v situaci oživení světové ekonomiky a zvýšené poptávky po ropě skutečně hrozí tím, že ceny ropy zůstanou delší dobu na současné výši nebo se dokonce dále posunou směrem vzhůru. Vysoké ceny ropy samozřejmě zvyšují provozní



náklady firem i domácností s negativním dopadem na firemní zisky a spotřebitelskou poptávku. V době psaní tohoto textu to ale vypadá, že by cena ropy mohla klesnout alespoň někam k 35 dolarům / barel. Důvodů je několik: Zvýšení těžebních kvót ze strany OPEC a růst zásob ropy v USA. Podle mnohých komentářů by cena mohla klesnout až k úrovni okolo 32 dolarů / barel. Bude ale záležet na tom, jak se podaří udržet bezpečnostní situaci v Saúdské arábii, která byla naposledy terčem teroristických útoků. Pokles ceny ropy, pokud k němu dojde, bude pozitivní informací pro akciové trhy. Je ale nutné přijmout ceny ropy jako jeden z dalších rizikových faktorů, který může kdykoliv ceny akcií negativně či pozitivně ovlivnit.

#### Předpovědi analytiků naznačují další růst firemních zisků ve 2Q

Vliv firemních zisků na ceny akcií je momentálně minimalizován událostmi okolo cen ropy a úrokových sazeb. Oproti počátku května se mírně zvýšilo očekávání zisků firem na nadcházející 4 čtvrtletí, stejně jako mírně posílil index S&P500. Hodnota P/E trhu (hodnota indexu S&P500 / součet zisků na akcii firem z indexu S&P500 v nadcházejících 4 čtvrtletích) se ale nezměnila a stagnuje tak na úrovni 16,9, což je stejná hodnota jako minulý měsíc, ale nižší hodnota než v období od května 2003 do března 2004. Ve druhé polovině června začíná období, kdy firmy budou ve zvýšené míře předpovídat výsledky za 2Q. Samotná sezóna zveřejňování zisků firem za 2Q začne až v polovině července. Samotné očekávání zisků na 2Q se ale postupně zvyšuje. Ještě před měsícem analytici očekávali meziroční růst zisků o 16,8%, nyní se již čeká růst o 19%. Změna nastala ale pouze u jednoho sektoru, a tím je energetika. Je dost pravděpodobné, že zisky firem nakonec porostou ve 2Q meziročně o velmi silných 22 - 24%. Za normálních okolností by to byl signál k dalšímu růstu cen akcií. Červencovou předpověď ale přineseme až za měsíc.

#### V červnu očekáváme mírný růst.

Pokud jde o červen, domníváme se, že akcie mohou opět mírně posilovat. Jak jsme již uvedli, mírné zvýšení úrokových sazeb je v cenách akcií již započtené a trhy by nemělo překvapit. Zdá se, že vysoké ceny ropy začínají konečně mírně klesat, což souvisí s růstem zásob ropy v USA a ochotou kartelu OPEC zvýšit těžební kvóty. Poslední informace z trhu práce ze 4. června ukázaly silné zvýšení počtu pracovních míst a tím i oživení americké ekonomiky. Pokud nedojde v oblasti Blízkého a Středního východu k dalším teroristickým útokům, které by ohrozilo dodávky ropy na světové trhy, lze předpokládat, že americké akcie mohou po několikaměsíční stagnaci opět mírně růst. Pokud Fed 30. června zvýší úrokové sazby o 25bp, akcie by měly reagovat neutrálně, možná i mírně pozitivně (svou roli by mohl sehrát faktor úlevy nad tím, že to trhy mají za sebou). Důležitější bude doprovodný komentář, ve kterém by měl Fed naznačit, jakým způsobem bude v budoucnu dál zvyšovat úrokové sazby. Pokud Fed zachová strategii pozvolného a postupného růstu sazeb, akcie by nemusely reagovat negativně. Pokud ale Fed naznačí silnější zpřísnění měnové politiky, akcie budou reagovat negativně.

#### VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	V-04	IV-04	III-04	3M	6M	12M
Informační technologie	3.5%	-4.1%	-2.5%	-3.3%	1.3%	18.7%
Internet	6.6%	-4.2%	-0.4%	1.7%	14.8%	41.7%
Sít'ová zařízení	3.0%	-13.6%	-4.7%	-15.2%	-4.1%	26.1%
Výrobci počítač. techniky	4.7%	-4.2%	-3.0%	-2.8%	-2.0%	-2.0%
Pouze výrobce PC	6.5%	-9.7%	12.1%	7.9%	11.6%	37.4%
Polovodiče	10.2%	-9.0%	-3.0%	-2.7%	-7.6%	27.9%
Telekomunikace	-0.9%	-4.1%	-0.9%	-5.9%	9.9%	21.0%
Bezdrát. telekomunikace	3.0%	-3.8%	-3.8%	-4.7%	25.0%	47.5%
Biotechnologie	-1.9%	-0.6%	-3.6%	-6.1%	11.4%	14.2%
Farmacie	0.0%	3.4%	-6.0%	-2.8%	5.0%	5.1%
Zdravot.a kosmet. zboží	4.0%	-4.0%	1.0%	1.0%	11.4%	36.0%
Spotřebitelské služby	-0.3%	3.0%	-4.2%	-1.6%	7.7%	9.1%
Doprava	0.7%	-1.6%	-0.2%	-1.1%	3.9%	18.1%
Bankovníctví	1.6%	-5.3%	-0.5%	-4.2%	2.7%	16.2%
Finančnictví	1.7%	-4.8%	-1.2%	-4.4%	5.6%	16.2%
Petrochemie	0.0%	1.8%	0.1%	1.9%	22.2%	28.3%
Energetika	-0.6%	1.6%	-0.6%	0.4%	21.7%	21.4%
Utility	0.5%	-3.9%	0.7%	-2.7%	7.0%	6.8%
Základní průmysl	2.1%	-4.7%	-2.2%	-4.8%	4.8%	23.9%

# STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

### Maďarsko

Maďarské dluhopisy po většinu měsíce ztrácely, když výnosy pětiletých dluhopisů vzrostly až o 55 bazických bodů. Vývoj byl silně ovlivněn celosvětovým propadem cen dluhopisů, který trval do poloviny měsíce, po zveřejnění dalších příznivých makro dat z USA a rostoucí pravděpodobnosti brzkého zvýšení úrokových sazeb v USA. V závěru měsíce však dluhopisy své ztráty částečně korigovaly a za celý měsíc nakonec vzrostly „pouze“ o 10-30 bodů (nejvíce u středně dlouhých dluhopisů).

V červnu předpokládáme stagnaci výnosů

Další pokles výnosů se i přes současný příznivý makroekonomický vývoj (vysoký růst HDP, nižší deficit státního rozpočtu, stagnace měnového kurzu v pásmu 250-255 HUF/EUR, a očekávání dalšího snížení úrokových sazeb NBH) jeví jako omezený. V cestě dalšímu poklesu výnosů maďarských dluhopisů stojí jednak riziko růstu výnosů v zahraničí a rovněž obavy z udržitelnosti příznivého makroekonomického vývoje. Proto očekáváme, že se výnosy v červnu výrazněji nezmění.

### Polsko

Výnosy polských dluhopisů po převážnou část května rostly, zejména na krátkém konci výnosové křivky. K tomuto pohybu přispěly jednak dlouhodobé problémy veřejných financí a neochota vlády růst veřejného dluhu skutečně zastavit (v průběhu května Fitch opět snížil rating polských závazků a práce na tzv. Hausnerově plánu se prakticky zastavily) a pokračující politická krize, když premiér Marek Belka nezískal v Sejmu důvěru pro svou vládu. K růstu výnosů zejména krátkodobých dluhopisů přispěla rovněž oficiální změna výhledu na měnovou politiku NBP z neutrálního na restriktivní. Na konci května však výnosy svůj předchozí růst mírně korigovaly, když trhy nabyly přesvědčení, že se Belkově vládě podaří na druhý pokus přeci jenom získat důvěru parlamentu. Rovněž opatrný komentář ze zasedání Výboru pro měnovou politiku NBP dává tušit, že očekávané zvyšování úrokových sazeb by nemělo být tak agresivní, jak trhy doposud do výnosové křivky započítaly. Očekáváme, že Výbor pro měnovou politiku zvýší sazby v průběhu léta o 25-50 bps.

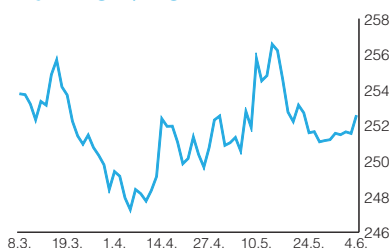
V červnu očekáváme mírný růst výnosů

V červnu očekáváme mírný růst výnosů, a to zejména kvůli citlivosti finančního trhu na politickou situaci. Je zde riziko, že Belka v Sejmu neuspěje a v srpnových volbách získají populistické strany poměrně velkou část voličů. Je však otázkou, jak trhy zareagují v případě, že Belka v parlamentu uspěje, což je podle nás nejpravděpodobnější varianta. Belkův úspěch je jednak do výnosů již částečně započítán (může dojít k vybírání zisků) a je otázkou, zda je jeho vláda za současné politické situace schopna provést nutné fiskální a ekonomické reformy. Náš názor je, že spíše nikoliv.

Ve střednědobém výhledu existuje prostor pro zastavení dalšího růstu výnosů či jejich mírný pokles. K tomu by mělo dojít po parlamentních volbách (regulérních či předčasných), ve kterých asi zvítězí liberálně orientovaná Občanská platforma.

### HUF / EUR

Kurz HUF / EUR



V průběhu celého května maďarský forint ztrácel ruku v ruce s vývojem na dluhopisovém trhu. Měnový kurz tak opět prokázal silnou závislost na tocích krátkodobého kapitálu. Ke konci měsíce forint v souladu s vývojem na dluhopisovém trhu posílil zpět ke 251 HUF/EUR.

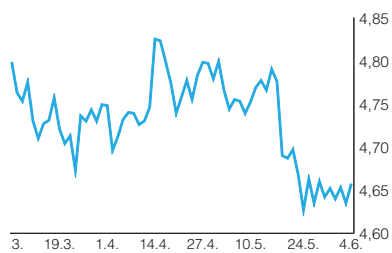
Vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně vývoje ve fiskální oblasti a stále vysokému schodku na běžném účtu platební bilance je měnový kurz forntu závislý na přílivu „horkého“ kapitálu. Vzhledem ke struktuře finančního účtu platební bilance bude vývoj měnového kurzu forntu i nadále značně volatilní. Předpokládáme, že úroveň kurzu 250 HUF/EUR je v krátkodobém výhledu příliš silná rezistence k překonání. Kurz forntu by měl v nejbližších měsících fluktuovat okolo této hodnoty, když bude docházet k krátkodobým oslabením.

Rovněž ve střednědobém horizontu předpokládáme v průměru stagnaci měnového

kurzu na dnešní úrovni, avšak za vysoké fluktuace. Z současného pohledu jsou rizika jak příznivějších, tak méně příznivých fundamentů vyrovnaná.

## PLN / EUR

Kurz PLN / EUR



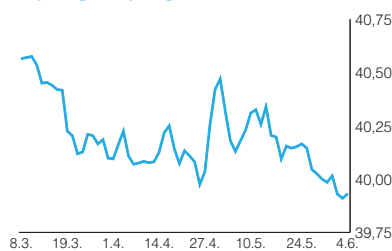
Polský zlotý i přes pokračující problémy na politické scéně za vysoké volatility posílil na 4,65 PLN/EUR. Zlotý posílil i přes neúspěšný pokus Marka Belky získat v Sejmu důvěru pro svou vládu. Finanční trhy totiž poté nabyly přesvědčení, že Belka napodruhé v Sejmu uspěje, což by mělo alespoň na čas učinit zlotý atraktivnějším. Podporu posílení zlotého vytvořila i oficiální změna náhledu na měnovou politiku NBP a očekávání brzkého zvyšování repo sazby.

Podobně jako u polských dluhopisů (viz výše) neočekáváme, že vyjádření důvěry Belkově vládě přineslo dostatečné řešení současné politické situace. V krátkodobém výhledu budou politické třenice převažovat nad příznivými makro-daty. V červnu by mělo dojít k vybírání zisků předchozího posílení zlotého a mírné depreciaci měnového kurzu.

Ve střednědobém horizontu očekáváme, že převáží silné makroekonomické fundamenty a zlotý začne posilovat. K tomu však dojde až po vyřešení současné politické situace, což bude pravděpodobně po volbách. Nová vláda, kterou bude asi tvořit Občanská platforma, bude nucena přistoupit k důrazným fiskálním a ekonomickým reformám, což by měly finanční trhy ocenit.

## SKK / EUR

Kurz SKK / EUR



Slovenská koruna v průběhu května testovala trpělivost Národní banky Slovenska (NBS) ohledně opětovného překonání psychologické hranice 40 SKK/EUR a v souladu s našim očekáváním dále mírně posílila. Na konci měsíce koruna i přes slovní intervence představitelů NBS posílila pod tuto hranici.

Prostor pro výraznější posílení v krátkém horizontu se jeví omezený kvůli vysokému riziku intervencí ze strany centrální banky či dokonce dalšímu snížení úrokových sazeb. Vzhledem k nízké likviditě slovenského trhu jsou intervence NBS poměrně silným nástrojem. Předpokládáme, že centrální banka během několika příštích měsíců nedovolí apreciaci koruny pod hladinu 39,80 SKK/EUR.

Ve střednědobém horizontu bude tlak na posilování slovenské koruny pokračovat. Fundamentální důvody pro její apreciaci jsou stále poměrně silné: relativně vysoké tempo hospodářského růstu, stále klesající vnější deficit, pokračující příliv dlouhodobých investic, a pozitivní image ekonomické reformy v očích finančních trhů. Proti tomuto vývoji budou působit jednak problémy se stabilitou vládní koalice a postoj NBS. NBS se bude snažit optimismus dalšího výraznějšího posilování slovenské koruny krotit, ať již formou slovních intervencí, přímých i nepřímých devizových intervencí, ale i dalšího snižování repo sazby (díky příznivému vývoji jádrové inflace očekáváme do konce roku snížení úrokové sazby na 4,50%). V horizontu jednoho roku by koruna měla posilovat do pásma 39,00-39,50 SKK/EUR.

Tlak na posilování koruny bude pokračovat

# ČESKÁ REPUBLIKA

## Politický a makroekonomický vývoj

O letošní inflaci rozhodne květen

V průběhu dubna maloobchodní ceny stagnovaly, přičemž jejich meziroční růst zpomalil z březnových 2,5% na 2,3%. Trh počítal s růstem v okolí 2,4%. Podstatně mírněji, než jsme předpokládali, rostly ceny alkoholických nápojů a cigaret. Část dosud neuskutečněného růstu cen tohoto zboží z titulu vyšších spotřebních daní se pravděpodobně přelila do května. Zdražení pohonných hmot bylo vyváženo poklesem cen ojetých aut. Podle očekávání klesl vlivem snížení cen plynu segment bydlení, voda, energie a sezónně klesly ceny zájezdů. Podle ČNB byla skutečná inflace proti její prognóze mírně nižší. Pomaleji rostly ceny potravin, pohonných hmot i ceny nepotravinářského zboží. ČNB nadále očekává postupné zrychlování dynamiky cen v průběhu letošního roku. Pomalejší oživování inflace v ČR si zatím od ČNB nežadá rychlý zákrok. ČNB upírá svůj zrak směrem ke květnovým číslům o inflaci a růstu

ekonomiky v prvním čtvrtletí roku. Podaří-li se ekonomice dosáhnout minimálně tříprocentního růstu, tématem červencového zasedání bude zvýšení sazeb.

#### Kovový šrot a ropa zvedly výrobní ceny na téměř čtyřleté maximum

Česká republika stejně jako jiné země světa se nevyhnula dopadu rekordního růstu cen kovového šrotu a černého zlata. Ceny průmyslových výrobců v dubnu rostly nečekaně o 0,8% a v meziročním srovnání se zvýšily o 3,7%, což je nejvíce od května 2001. Očekávání trhu se tentokrát výrazně lišila: od -0,6% až po +0,5% meziměsíčně. Důvodem byl těžko odhadnutelný dopad růstu světových cen surovin a přechodu na letní ceny elektřiny pro velkoobchodatele. Překvapivý byl také pokles cen tabákových výrobců, který mohl alespoň z části stát za pomalejším dubnovým růstem spotřebitelských cen cigaret. Za vzplanutím nákladové inflace jak v ČR tak i ve světě stojí dramatické zdražení některých surovin – především ropy a šrotu. Zatímco ještě nedávno Čína vyvážela deflaci, nyní vyváží inflaci. Vzhledem k faktu, že růst světových cen surovin není odrazem pouze růstu světové poptávky po surovinách, ale především omezení na straně nabídky, nemohou na tento růst centrální banky reagovat zpřísněním měnové politiky. Jedná se o nákladový šok, na který centrální banky za normálních okolností nereagují zvýšením sazeb. Přesto známky oživení poptávky a riziko sekundárních efektů nákladové inflace donutí centrální banky vrátit zpět úrokové sazby na „neutrální“ úroveň, která nepodporuje ani nebrzdí růst ekonomiky. To platí i pro ČNB, která sice na růst cen surovin může uplatnit výjimku z cílování inflace, ale bude bránit přenosu růstu cen výrobních nákladů do inflačních očekávání. Růstu cen pohonných hmot se však motoristé nevyhnou...

#### Výrobní aktivita téměř na čtyřletém maximu

Průmyslová produkce se v březnu zvýšila o nečekaně vysokých 15,3% (po očištění o počet pracovních dní o 10,8%). Trh očekával maximálně 10% přírůstek. Silící poptávka v zahraničí a vyšší počet pracovních dní zvýšily objem výroby ve všech průmyslových oborech vyjma výroby obráběcích a spřádacích strojů. Tržby průmyslových výrobců se zvedly o 15,7% (po očištění o počet pracovních dní o 11%) z toho z přímého exportu o 21,6%. Na růstu průmyslové výroby se už od počátku roku nejvíce podílí kovodělný průmysl následovaný výrobou dopravních prostředků. Vysokých temp růstu dosahuje kromě jiného i výroba elektrických a optických přístrojů. Oživení průmyslové výroby ve světě a nahrazování původních evropských dodavatelů novými, levnějšími partnery ze střední a východní Evropy živí růst průmyslové výroby v celém regionu. Rostoucí počet nových zakázek přicházejících ze zahraničí pomůže domácímu průmyslu udržet růst výroby na nadprůměrných hodnotách okolo 7%. Zároveň se zvyšuje šance na výraznější zlepšení salda našeho obchodu se zahraničím. Výsledky průmyslové výroby a exportu naznačují, že se české ekonomice v 1Q 2004 dařilo velmi dobře a potvrdí-li to čtvrtletní data, ČNB začne zvedat úrokové sazby.

#### Nabídka sezónních pracovních míst předčila očekávání

Míra nezaměstnanosti poklesla v dubnu z 10,7% na 10,2%. Trh očekával 10,3%-tní míru nezaměstnanosti. Sezónní práce pomohly snížit počty registrovaných nezaměstnaných z březnových 599 822 na 535 091. Všeobecně však zůstává poptávka po pracovních silách slabá a tudíž s výraznějším poklesem nezaměstnanosti v následujících měsících nepočítáme. Nezačne-li průmysl a služby ve větším rozsahu najímat nové pracovní síly, míra nezaměstnanosti se bude držet 10%.

#### Nevýrobní sektor tlačí růst mezd nad přírůsteky produktivity

Průměrná mzda v ČR vzrostla v prvním čtvrtletí o 8,6%. Reálná kupní síla (nebo-li reálné mzdy) se zvýšila o 6,4% meziročně. Očekávaný růst cen v letošním roce a změna v odměňování pracovníků veřejného sektoru vedly k podstatnému zvýšení platů, který překročil růst národohospodářské produktivity práce odhadovaný na 6%. Takto vysoký růst mezd by měl vést ke zvýšení spotřebitelské poptávky. Růst mezd byl však provázen zvyšující se nezaměstnaností a nejistotou ohledně dopadů vstupu ČR do EU. Ke zvýšení spotřebitelské poptávky by proto mělo dojít až poté, co si domácnosti budou jisti svoji finanční situací. Zatímco růst mezd v soukromé sféře je doprovázen tlakem na zvyšování efektivity a tedy redukcí pracovních míst, toto se ale ve státní sféře bohužel neděje. Centrální banka může považovat příliš dynamický růst mezd za proinflační faktor, který se sice může projevit se zpožděním, ale reagovat je nutné s předstihem.

#### Jarní kolekce zvýšily tržby maloobchodníkům a služby si udržely výkonnost

Maloobchodní tržby se v březnu zvýšily jen o 3,1% meziročně, zatímco trh očekával v průměru 4%. Za nejvyšší přírůstek tržeb od počátku roku vděčíme ale většímu počtu pracovních dní. Po očištění o počet pracovních dní maloobchodníci utržili jen o 0,5% více než vloni. Zatímco tržby za prodej potravin a aut byly nižší než v únoru, výrazně se zvýšil prodej oděvů, obuvi, zařízení pro domácnost. Nástup jarních kolekcí a jiné-

ho sezónního zboží odvrátil stagnaci tržeb. Podle našeho názoru zaostanou letošní maloobchodní tržby za loňskými výsledky. Nic na tom nezmění ani další zlevnění elektroniky, vybavení domácností apod. díky snížení základní sazby DPH.

Naopak tržby ve službách v průběhu prvního čtvrtletí nečekaně zrychlily z 5,2% ve 4Q 2003 na 5,5% meziročně. Růst tržeb telekomunikačních firem se sice zpomalil, ale méně než se dalo čekat s ohledem na zdražení služeb v důsledku přeřazení ze snížené do základní sazby DPH. Ani ve službách pro podnikatele se změna DPH na poptávce neprojevila. Naopak klesaly tržby osobních služeb, jejichž ceny se bez vážnějších důvodů zvyšovaly již od počátku roku. Zatímco poptávka po podnikatelských a telekomunikačních službách je méně citlivá na cenu, zájem o osobní služby se silněji odvíjí od jejich ceny. Nejrychleji rostly tržby v dopravě a to konkrétně v letecké (o 15,1% meziročně). Zrychlení růstu tržeb se dočkaly také restaurace a hotely. Údaje za tržby ve službách naznačují zpomalení spotřeby domácností, které však nebude pravděpodobně tak dramatické, jak jsme původně očekávali. Každopádně tak silný jako loňský růst spotřebitelských výdajů se už letos nezopakuje. Přesto spolu se silným růstem průmyslové výroby a stavebnictví a dobré výkonnosti vývozu lze očekávat příznivý výsledek za HDP v 1Q 2004 (okolo 3,2% meziročně). Takový údaj by poskytl ČNB dobrý důvod k tomu, aby začala zvyšovat historicky nízké úrokové sazby blíž k neutrální úrovni.

#### Úvěrová expanze pokračuje

Agregát peněžní zásoby M2 vrostl v dubnu o 9,6% meziročně. Přispěl k tomu růst úvěrů o 12,7%. Úvěry domácnostem rostly meziročně téměř o 30% (hlavním tahounem zůstávají hypotéky). Vklady rostly 3,6%. Vklady domácností se zvýšily o necelých 6%, tedy méně než by odpovídalo růstu nominálních příjmů. Nízké úrokové sazby a rostoucí zájem o alternativní formy úspor brzdí růst bankovních vkladů. ČNB začala používat při zveřejňování bankovní a měnové statistiky standardy ECB. Měnový přehled nyní zahrnuje také bilanci fondů peněžního trhu a úvěrních a spořitelních družstev. V rámci agregátu M2 jsou vklady rozděleny na vklady s dohodnutou splatností, s výpovědní lhůtou a vklady související s operacemi prodeje a zpětného odkupu (repa).

#### Výnos daní zaostává za představou ministerstva financí

Schodek státního rozpočtu se v květnu zvýšil o 7,3 mld Kč a za letošní rok dosáhl 45,4 mld Kč. Příjmy rozpočtu za prvních pět měsíců zaostávají za plánem o 24,8 mld Kč, z toho u daní o 25,9 mld Kč. Příjmová strana rozpočtu byla postižena především poklesem daňových příjmů, především příjmů daně z přidané hodnoty. Ve státní pokladně však chybí proti plánu i cca 22 mld. Kč z výnosů daně z příjmů. Výpadek DPH souvisí se změnou administrace zdanění dovozu v rámci EU a vratkami DPH. Výdaje jsou proti plánu nižší o 27,4 mld Kč, přestože stát kromě příspěvku stavebním spořitelním (14,8 mld. Kč) uhradil část ztráty ČKA ve výši 7,4 mld. Kč a přispěl do rozpočtu EU 2 miliardami korun. Nicméně čerpání výdajů se vždy koncentruje do konce roku a už nyní byly schváleny výdaje, které zvýší deficit o 0,35 mld. Kč. Vzbudí-li růst reálných příjmů domácností ve druhé polovině roku nákupní horečku jako vloni, může se státní pokladna opět vyhovujícím způsobem naplnit daňovými výnosy. Pokud ne, schodek státní pokladny překoná schválenou úroveň 115 mld. Kč.

#### Dovoz investičního zboží a tvorba zásob zvedly deficit obchodní bilance

Obchodní bilance ČR dosáhla v dubnu čtyřměsíčního maxima ve výši 10,8 mld. Kč navzdory vysokému růstu vývozu (o 24,7%). Analytici očekávali v průměru pětimiliardový schodek, nejvýše ale 8,5 miliardy korun. Korunový objem dovozu se zvýšil o 25,7%. Podobného růstu obrátu zahraničního obchodu jsme byli svědky naposledy počátkem roku 2001. Očekávané změny v administraci a v některých případech i v cenách výrobků po vstupu do EU přiměly mnohé dovozce k předzásobením se. A právě prohloubení schodku zahraničně obchodní bilance s asijskými zeměmi lze z velké části připsat očekávanému zvýšení cel po vstupu do EU na výrobky dovážené z těchto zemí. Kromě dovozu spotřebního zboží roste také výrazně dovoz investičního zboží, což naznačuje sílící investiční aktivitu domácích podniků. Z České republiky se naopak vyváží stále ve větších objemech telefony a jiná telekomunikační zařízení, monitory a další počítačové komponenty a samozřejmě i automobily. Na vývozu se tudíž podílí výrobky s vyšší přidanou hodnotou, což svědčí o konkurenceschopnosti českých exportérů. Oživující se výrobní poptávka v zahraničí se pozitivně projevuje na růstu zakázek pro náš průmysl. Nedojde-li ke změně situace na zahraničních trzích, poroste nejen domácí průmyslová výroba ale i český export. V květnu v důsledku jednak technických problémů s celní evidencí a plných skladů našich dovozců očekáváme zpomalení růstu obrátu zahraničního obchodu. Obecně však stále platí, že výkonnost českého exportu se zvyšuje a proto můžeme po odeznění jednorázových dopadů vstupu do EU počítat s opětovným zlepšováním obchodní

Reinvestované zisky a poptávka po zahraničních službách prohlubuje platební nerovnováhu

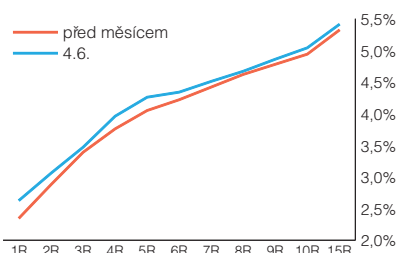
bilance. Výraznějším snížením deficitů v zahraničním obchodě bude ale bránit rostoucí objem dovážených výrobků určených k dalšímu zpracování, silící dovoz investičních celků a bezpochyby i vysoké ceny surovin na zahraničních trzích. V letošním roce proto počítáme se snížením obchodního schodku na zhruba 60 mld. Kč.

Podle předběžných údajů ČNB se v prvním čtvrtletí letošního roku prohloubil deficit platební bilance z 8 mld. Kč v 1Q 2003 na 16,7 mld. Kč. Poměr běžného účtu k HDP se již čtvrtým kvartálem prohlubuje (z 5,3% v 1Q 2003 na 6,8% v 1Q 2004). Zatímco saldo zahraničně obchodních vztahů se zlepšuje ve prospěch ČR, prosperující výrobní sektor nakupuje stále více služeb ze zahraničí a zahraniční investoři reinvestují v ČR stále větší objemy zisků. Bilance služeb a výnosů se ztelně zhoršila. Předpokládaný pokles objemu vyplacených dividend do zahraničí nestačí kompenzovat růst reinvestic a investičních výnosů vyplacených zahraničním investorům. Deficit platební bilance je však pokryt přílivem zahraničních investic, které se nepatrně zvýšily z 27 mld. Kč v 1Q 2003 na 31,5 mld. Kč. Nových zahraničních investic však ubývá ve prospěch reinvestovaného zisku. Návrat portfoliových investic však nestačil kompenzovat odliv ostatních investic v podobě vkladů u zahraničních bank a poskytnutých vývozních úvěrů. Finanční účet dosáhl proto v prvním čtvrtletí pouze 3,6 miliardového přebytku. V nadcházejících měsících bude navíc deficit platební bilance ovlivněn výplatami významných dividend (například Philip Morris 2,9 mld Kč, Transgasu 6,7 mld. Kč, České spořitelny a.s. 4,5 mld. Kč a ČSOB 8,7 mld Kč). Počítáme proto s dalším prohloubením deficitu platební bilance v průběhu 2Q 2004. Změny trendu se pravděpodobně dočkáme až ve druhé polovině roku, kdy se sníží objem výplat dividend a důrazněji se prosadí zlepšující se obchodní bilance.

Bankovní rada vyčkává se změnou sazeb na silná růstová čísla

Bankovní rada ČNB na svém pravidelném měnovém zasedání podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny na 2%. Podle viceguvernera ČNB L. Niedermayera je celkový vývoj ekonomiky v souladu s očekáváním bankovní rady. Dochází sice k trendovému růstu inflace, její růst za duben však byl nižší, než ČNB očekávala. Zároveň došlo ke zpřísnění měnových podmínek bez zásahu ČNB, neboť kurz koruny je oproti očekáváním silnější. Rizika pro naplnění inflační prognózy jsou stejná jako před měsícem - převažují tedy rizika nižší než prognózované inflace. Nejistotu do vývoje inflace vnáší zejména pohyb cen ropy. Pomaleji probouzející se inflace si neřádá od ČNB rychlou změnu měnové politiky. Spíše ponechává prostor pro sledování růstových ukazatelů, které by měly zřetelněji vykreslit podobu budoucí měnové politiky.

### Česká výnosová křivka



V červnu by se měl zvýšit vliv domácích faktorů

Stejně jako ve světě by měly i v ČR střednědobě výnosy růst

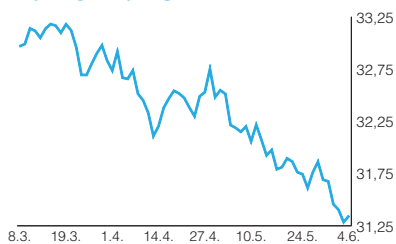
### Dluhopisové a peněžní trhy

Výnosy českých dluhopisů v květnu převážně pokračovaly ve sledování vývoje na evropských trzích. Z domácích faktorů mělo určitý vliv mírné zeslábnutí spekulací na zvýšení úrokových sazeb. Podobně jako v EMU byla změna výnosů v průběhu května jen lehká. Výnosy v ČR rostly proti EMU nepatrně rychleji, takže došlo k malému rozšíření rozdílu ve výnosech. Výnos desetiletého dluhopisu vzrostl v průběhu května z 4,77% lehce nad 5,00% a rozdíl ve výnosech ke srovnatelnému německému dluhopisu se zvýšil z 60 bp na 65 bp.

Červnový vývoj na českém dluhopisovém trhu by měl být ovlivněn především kombinací vlivu vývoje ve světě a očekávaného vývoje úrokových sazeb v ČR. Důležité budou také údaje o vývoji inflace v květnu. Pokud bude inflace nízká podstatně zeslábnou spekulace na zvýšení úrokových sazeb. Dalším důležitým údajem bude vývoj HDP v prvním čtvrtletí. Rychlejší růst hospodářství než se očekává by naopak mohl spekulace na růst úrokových sazeb povzbudit. Vzhledem k předpokládanému pokračování růstového trendu ve světě by se výnosy v ČR měly mírně zvýšit.

Tendence k lehkému růstu výnosů by měla převažovat i v dalších měsících. Podmínkou je zachování současných trendů ve světové a české ekonomice. Obrat trendu by mohlo přinést především nečekané výrazné zpomalení růstu, které by mohlo souviset například s negativním vlivem vysokých cen ropy. Dalším rizikem je stupňování geopolitického napětí spojené s masivními teroristickými útoky.

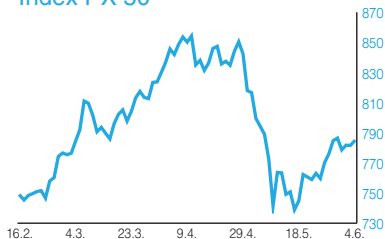
## Kurz CZK / EUR



Neočekáváme pokračování trendu k posilování koruny

Střednědobě očekáváme stabilizaci kurzu mezi 31,50 až 32,50

## Index PX 50



Proč klesají akcie Philip Morris CR?

Index PX50 kopíroval kurzy Teleco-  
mu, Komerční banky a ČEZu

## Devizový trh

Kurz koruny k euru v květnu postupně posílil z 32,80 na 31,40. Posilování bylo motivováno kombinací vlivu očekávaného růstu úrokových sazeb v ČR, předpokládaného vlivu emise prvního českého eurobondu, očekávané privatizace společnosti Unipetrol a realizace zisků z držby devizových rezerv ČNB. Proti posilování koruny částečně působila očekávaná repatriace zisků zahraničních společností. Především ke konci května a na začátku června podle všeho začaly hrát zvýšenou roli krátkodobé spekulace částečně motivované pozitivním sentimentem v regionu (slovenská koruna, polský zlotý) a částečně sázející na udržení růstového momenta koruny.

Podle našeho názoru je tlak na posilování koruny pouze dočasný. Až dojde k vyčerpání spekulativního tlaku, měl by se kurz vrátit nad 31,50. Tlak na posilování koruny by měl trvat maximálně do poloviny června, ke konci měsíce už by mělo převažovat postupné oslabování. Na korunu mohou mít vliv údaje o vývoji inflace za květen a data o vývoji HDP v prvním čtvrtletí. Případný vysoký růst CPI a HDP by měly korunu podpořit, protože zvýší pravděpodobnost růstu úrokových sazeb.

Střednědobě očekáváme mírné oslabení ze současných úrovní a kolísání kurzu na rovnovážné úrovni mezi 31,50 až 32,50. Korunu bude ovlivňovat především vývoj obchodní bilance, příliv přímých zahraničních investic a repatriace zisků zahraničních společností. Posilování koruny způsobené konvergencí české ekonomiky k průměru EMU bude pouze pozvolné. Rychlejší posilování by mohlo být vyvoláno případným výraznějším přílivem portfoliových investic. Takový příliv by mohl být způsoben zvětšováním rozdílu mezi výnosy českých a evropských dluhopisů, privatizacemi (Český Telecom) nebo výrazným zlepšováním obchodní bilance. Naopak oslabení koruny by mohl způsobit především spekulativní tlak proti koruně, například v případě zhoršení vnitropolitické situace.

## Český akciový trh

Podle očekávání prodělal český akciový trh v květnu zdravou korekci, která stlačila akciové indexy mírně níže z úrovní zhruba desetiletých maxim. Oslobování trhu začalo již poslední dubnový den a v zásadě ho odstartovaly výsledky firem za 1Q, které byly např. u Komerční banky méně uspokojivé než trh obecně očekával. Korekce trhu byla očekávaná a většina krátkodobých investorů či spekulantů se na ni mohla v klidu připravit. Před oslabováním trhu jsme varovali i my v několika předchozích měsíčních zprávách.

V minulé zprávě jsme správně předpověděli, že nejvíce mohou oslabit akcie Českých radiokomunikací a Philip Morris CR. Pouze tyto akcie nakonec zažily dvouciferný pokles. Zbytek trhu ale prodělal jen lehké oslabení a např. akcie Erste Bank meziměsíčně ztratily jen 0,2% svojí hodnoty. Pouze mírný pokles akcií Erste Bank koresponduje s vývojem bankovního indexu Dow Jones Bank 600 Index, který v květnu také oslabil jen o 1,2%. Korekce se tak skutečně týkala jen vybraných českých akcií. Vývoj akcií Českých radiokomunikací potvrdil, že aktivními akcionáři této společnosti jsou ve skutečnosti krátkodobí spekulanti, kteří neváhají akcie prodávat v případě jakýchkoliv výkyvů trhu. Nízká likvidita tohoto titulu potom vede k výrazným výkyvům, a to na obě strany. Akcii Philip Morris CR zase škodí poslední vývoj v kauzách žalob spotřebitelů na náhradu škod v USA, růst spotřební daně na tabákové výrobky v ČR, omezení tabákové reklamy k 1.červenci 2004 a také zrušení 55% cla na dovoz cigaret ze zemí EU, které prakticky znamená, že do ČR se již mohou dovážet cigarety vyráběné ve velkém v jiných zemích EU. Právě tato rizika vyjmenovaná ve výroční zprávě Philip Morris CR spolu s oznámením o uzavření pobočky v Hodoníně a poklesu podílu na trhu mohlo část investorů znervóznit a vyvolat tlak na pokles ceny akcie.

Index PX50 ale klesal jen první dekádou května, ve zbytku měsíce pouze stagnoval a v posledních květnových dnech dokonce mírně rostl. Pohyb indexu přesně kopírovaly akcie Komerční banky a Českého Telecomu. Komerční banka díky neuspokojivým výsledkům za 1Q sestoupila z výšin nad 3.000 Kč a stabilizovala kurz okolo 2.800 Kč, aniž by během měsíce byl kurz ovlivněn jakoukoliv důležitější fundamentální informací. Podobně během prvních 10 dní sestoupila akcie Českého Telecomu z hladiny okolo 360 Kč na úroveň kolem 320 Kč, když negativní zprávu o odchodu úspěšného generálního ředitele Eurotelu kompenzovala pozitivní informace o ukončení soutěže

na poradce při privatizaci a návrhu poměrně vysoké dividendy 17 Kč / akcii. Stejným tempem jako Komerční banka a Český Telecom oslabily v květnu také akcie ČEZu, rostoucí trend těchto akcií ve druhé polovině května ale naznačuje, že akcie mohou pokračovat v růstu i další měsíc a v zásadě nic nebrání tomu, aby v dohledné srovnaly květnový propad. ČEZ stále přesvědčuje trh, že jeho letošní provozní výsledky jsou mimořádně dobré a pokud přičteme aktivní účast na zahraničních akvizicích a trvalí podhodnocenost tohoto titulu vůči zahraniční konkurenci, nelze vyloučit další růst ceny akcií, a to i přes trvalí regionální stagnaci.

#### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	31.5.	30.4.	1M	3M	12M	2004
PX 50	786.5	818.0	(3.9%)	1.6%	41.5%	19.3%
PX-D	1965.5	2042.6	(3.8%)	2.5%	41.6%	19.7%
Český Telecom	325.50	341.30	(4.6%)	(0.9%)	(6.3%)	11.7%
Č. radiokomunikace	442.80	514.60	(14.0%)	9.0%	125.1%	28.3%
ČEZ	184.64	193.95	(4.8%)	3.2%	62.9%	26.7%
Unipetrol	80.17	80.99	(1.0%)	22.1%	59.7%	20.7%
Komerční banka	2 830	2 968	(4.6%)	(3.1%)	36.4%	17.0%
Erste Bank	3 999	4 008	(0.2%)	8.7%	72.4%	25.3%
Philip Morris ČR	15 250	17 585	(13.3%)	(14.8%)	22.8%	(3.0%)

#### Objemy obchodů na stabilní výši

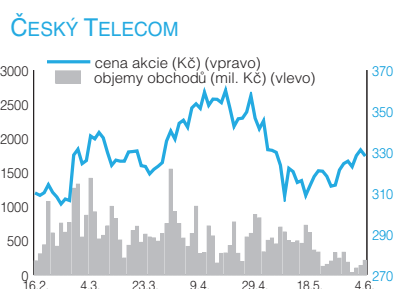
Objemy obchodů v květnu stagnovaly na podobné výši jako v dubnu. Celkový objem obchodů s akciemi činil 43,6 mld. Kč po dubnových 42,4 mld. Kč. Rekordmanem byly opět akcie Komerční banky, které stejně jako v dubnu obstaraly třetinu obchodů. Denní průměr obchodů stagnoval na 2,1 mld. Kč.

	květen 2004		duben 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	16.7	38.2	15.1	35.5
ČEZ	9.8	22.4	8.7	20.4
Český Telecom	8.7	19.9	11.5	27.2
Erste Bank	2.9	6.7	2.0	4.7
Philip Morris ČR	2.7	6.2	2.1	4.9
České radiokomunikace	1.5	3.4	1.2	2.8
Unipetrol	1.4	3.1	1.8	4.3

#### Telecom navrhuje dividendu 17 Kč na akcii

Stejně jako index PX50 i akcie Českého Telecomu v první dekádě května prudce oslabovala. Důvodem byla celková korekce ve středoevropském regionu po očekávaném vstupu zemí do Evropské unie, které vyhnalo akciový index v ČR na úroveň desetiletých maxim. Okolo 10. května se ale pokles zastavil a během zbytku měsíce akcie stagnovala, či jen mírně posilovala. Potvrdilo se tak naše očekávání mírné korekce z minulé měsíční zprávy.

Ústřední tématem minulého měsíce byla jednoznačně situace v Eurotelu po rezignaci generálního ředitele Terrence Valeskiho. Situace jsme podrobně okomentovali v minulé měsíční zprávě, ve které jsme vyjádřili náš osobní názor, že snahy Telecomu o 100% kontrolu nad finančními toky vysoce ziskové dceřiné společnosti Eurotel lze pochopit, pokud vezmeme do úvahy, že samotný Český Telecom (bez zahrnutí Eurotelu) je mírně ztrátový a navíc díky dokoupení Eurotelu i mnohem víc zadlužený. První důkaz na sebe nedal dlouho čekat, když necelý měsíc po změně jednatelů v Eurotelu si Telecom nechal z Eurotelu vyplátit 4 mld. Kč. Ačkoliv chápeme důvody snah o ovládnutí Eurotelu, myslíme si, že Eurotel se nemůže chovat podle toho, jak mu to nařizuje jeho mateřská společnost, ale tak, aby si udržel svoji pozici na trhu a svoji současnou mimořádně vysokou ziskovost, čímž nejlépe prospěje svému jedinému akcionáři. Nejlepším a jediným správným řešením manažersky složité situace v Telecomu a Eurotelu je co nejdříve privatizace, dokud má ještě Eurotel vedoucí postavení na domácím mobilním trhu. Vzhledem k dravosti konkurenční T-Mobile



#### Telecom již řídí hotovostní toky Eurotelu



### Výměna vedení Eurotelu již nemá na kurz akcií Telecomu vliv

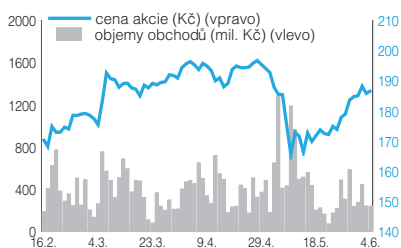
může o toto prvenství rychle přijít. Naštěstí příprava privatizace jde zatím podle plánu, což je naopak pro Telecom velmi pozitivní zpráva.

To, že akcie Telecomu nereagovaly hlubším propadem na změnu ve vedení Eurotelu naznačuje, že Telecom má stabilní akcionářskou strukturu, která již velmi pravděpodobně vzhlíží k blížící se privatizaci. Akvizice Eurotelu se pochopitelně projeví v nárůstu ziskovosti celé skupiny, přičemž volné cash flow vytvořené v mobilní síti bude postupně umořovat dluh Telecomu. Také synergické efekty jsou nepochybně vysoké a v této oblasti má Telecom jistě mnoho co dohánět. Synergické úspory by se měly začít postupně projevovat v konsolidovaných výsledcích. Současně ale bude zajímavé sledovat, jak si Eurotel povede s novým vedením v čele ve tvrdé konkurenci o první místo na trhu s T-Mobile CR. Jakékoliv náznaky zhoršení tržních pozic Eurotelu by se totiž mohlo odrazit v poklesu ceny akcií Telecomu.

### Dovodenda 17 Kč / akcii = příjemné překvapení

Okolo Telecomu ale nejsou jen samé negativní zprávy. Vedle dokončení soutěže na poradce při privatizaci je jistě pozitivním překvapením navržená výplata dividendy ve výši 17 Kč / akcii, která je oproti našemu původnímu očekávání asi dvojnásobná. Podle našeho názoru je cena akcií Telecomu nyní stabilizovaná a během následujících týdnů již žádný další pokles nehrozí. Naopak, očekávali bychom, že akcie bude spíše mírně posilovat. Důvody jsou právě ve výplatě dividendy a postupu privatizace. V první polovině června by měl FNM podepsat s vítězným konsorciem CSFB / Česká spořitelna smlouvu o poradenství, zatímco 24. června by měla valná hromada schválit výplatu dividendy. Rezignace generálního ředitele Eurotelu se nezdá být hnacím motorem pro další pokles ceny. Ostatně podobnou situaci jsme zažili u akcií ČEZ loni na podzim, kde po rezignaci jinak úspěšného ředitele Míla akcie společnosti nijak výrazně neoslabily. Je totiž možné, že u firem, které přímo či nepřímo ovládá stát, není osoba na postu generálního ředitele stejně důležitá, jako u firem, které vlastní soukromý kapitál.

### ČEZ



### Akcie je stále výrazně podhodnocená vůči konkurenci...

### Akcie ČEZ nabízí dobré dlouhodobé zhodnocení

Stejně jako akcie Telecomu a index PX50, akcie ČEZ v první dekádě května prudce oslabila a ve druhé dekádě stagnovala. V poslední třetině měsíce ale akcie začala opět nenápadně posilovat. Spočteno za celý měsíc sice akcie ČEZ oslabila shodně jako Telecom či Komerční banka, trend posledních dní je ale jednoznačný: Akcie neodvratně stoupá zpět ke svému maximu 196,60 Kč z dubna 2004.

Akcie ČEZ je již delší dobu nejoblíbenějším českým titulem. Na jakýkoliv její pokles čeká řada investorů či spekulantů, kteří okamžitě dokupují do svých portfolií. Domníváme se, že drtivá většina (domácích i zahraničních) akcionářů je silně přesvědčena o tom, že akcie je stále podhodnocená a má tedy ještě prostor pro růst. Podle našeho názoru je tato úvaha velmi správná. Porovnali jsme nedávno akcie ČEZ s 15 konkurenčními evropskými výrobci a distributory elektřiny. Z hlediska ukazatele EV / EBITDA (hodnota společnosti / provozní zisk před odpisy) je ČEZ oproti konkurenci podhodnocený o 37%. Jinými slovy, při předpokládané výši EBITDA v roce 2004 ve výši 36,3 mld. Kč (IFRS) by měla hodnota společnosti ČEZ (tržní kapitalizace + úročený dluh + rezerva na vyřazení jaderných elektráren z provozu) činit 276 mld. Kč, což je asi o 60% více než 173 mld. Kč na konci roku 2003. Po odečtení dluhu a rezervy by tedy měla tržní kapitalizace činit 212 mld. Kč a cena akcie více jak 350 Kč, aby poměr EV/EBITDA činil průměrných 7,6.

### ... proč?

Cena akcie 350 Kč je astronomická a v krátkodobém horizontu nedosažitelná. V delším horizontu ale není tak nereálná. Existují totiž zatím silné důvody, proč se akcie obchoduje s diskontem vůči západoevropské konkurenci: ČEZ doposud vyplácel jen nízkou dividendu, akcie má relativně nízkou likviditu, dosažitelnost akcií ČEZ na pražské burze mohla být pro některé zahraniční investory překážkou před vstupem ČR do EU, příp. aktivní přístup ČEZ k využití jaderné elektřiny mohla být zase překážkou pro investory z některých nejaderných zemí. Z hlediska P/E (cena akcie / zisk na akcii) už není rozdíl tak dramatický, ale přesto se akcie jeví jako podhodnocená. Při předpokládaném letošním zisku 16 Kč / akcii by akcie měla stát 228 Kč, aby poměr P/E byl na průměrné výši 14,2. Proč existuje takový rozdíl v hodnocení EV/EBITDA a P/E? Důvodů může být několik: ČEZ může mít relativně nižší provozní náklady (výroba elektřiny z jádra) a tím i vyšší marži EBITDA, příp. konkurenční firmy mohou slabší zisk z provozní činnosti dorovnávat silnějším ziskem z finanční činnosti s pozitivním vlivem na čistý zisk.

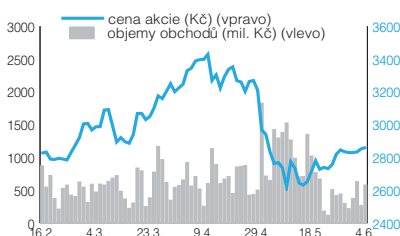
## ČEZ je mimořádně bezpečná a výnosná dlouhodobá investice

Srovnání s konkurencí je jen jeden úhel pohledu, který nemusí být vždy ten pravý. Pro dlouhodobé investory se nabízí jiný investiční příběh. Nejbližším termínem privatizace je rok 2008. V roce 2001 vláda odmítla jako příliš nízkou nabídku EdF a Enel v hodnotě okolo 150 mld. Kč, tj. 375 Kč / akcii. ČEZ v té době měl horší pozici na domácím trhu než dnes, Temelín nebyl ještě dostavěn, ceny elektřiny byly níže než dnes a ČEZ nevládnul distribuční společnosti. Je pravda, že v té době neexistovala povinnost odkupovat menšinové akcionáře jako dnes. Vláda tehdy žádala za 67,6% podíl nejméně 200 mld. Kč, tj. 500 Kč / akcii. Pokud bychom předpokládali, že vláda bude v roce 2008 žádat nejméně podobnou sumu, jako investoři nabízeli v roce 2001 (a to je vzhledem k tomu, v jakém stavu je dnes společnost ČEZ, minimální cena), vychází nám během následujících 4 let výnos 20% p.a., během nichž by se cena akcie měla zhruba zdvojnásobit. Kvůli povinnosti odkupovat menšinové akcionáře se tak dlouhodobým investorům nabízí skutečně mimořádná a relativně bezpečná investiční příležitost.

## Předpokládáme návrat akcie k růstu

Věříme, že mnozí investoři tuto matematiku znají a proto akcie ČEZ drží. Protože nevidíme v tomto měsíci nějaké silné důvody pro pokles (snad kromě rizika všeobecného poklesu světových akciových trhů), předpokládáme, že akcie se může postupně vracet na svoje rekordní hodnoty z dubna.

## KOMERČNÍ BANKA



## Jakou dividendu vyplatí Komerční banka?

Akcie Komerční banky podle očekávání již druhý měsíc v řadě oslabovaly. Po silné negativní reakci na horší než očekávané výsledky za 1Q a vlně vybírání zisků po vstupu ČR do Evropské unie, kdy akcie banky spadly až na 2.623 Kč (nejnižší úroveň od ledna 2004), smazaly akcie ve druhé polovině měsíce část ztrát a vyhouply se zpět nad 2.800 Kč. I přes květnové ztráty ale akcie zůstává v letošním roce 17% v zisku.

Během května nebyly zveřejněny žádné kurzotvorné informace, cena akcie proto odrážela nálady trhu a technické faktory. Hlavním vlivem bylo samozřejmě vybírání zisků po vstupu ČR do EU na počátku května. Pokud jde o výsledky za 1Q, komentář lze nalézt v minulé měsíční zprávě. Obecně řečeno, po celkem pozitivních výsledcích za 4Q/2003 měli investoři příliš vysoká očekávání na letošní první čtvrtletí, což mělo za následek korekci ceny akcie zpět pod úroveň 3.000 Kč.

## Trh čeká dividendu okolo 60 Kč / akcii

Hlavním tématem nadcházejícího měsíce je valná hromada plánována na 17. června a výplata dividendy. I když očekáváme, že finální rozhodnutí ohledně dividendy padne až těsně před valnou hromadou, spekulace mohou hýbat trhem již nyní. Management banky na březnovém setkání s analytiky zchladil dividendové očekávání, které se pohybovalo až kolem 100 Kč a výše. Finanční ředitel Philippe Rucheton uvedl, že letošní výplata dividendy bude vyšší než loňských 40 Kč / akcii, ale že spekulace na výplatu 100 Kč / akcii jsou příliš vysoké a také zopakoval, že výplata dividendy bude v souladu s cílem banky zvýšit výplatní poměr na 30 - 35% zisku (bez mimořádných položek). Protože zisk bez mimořádných položek ('recurring profit') loni činil 6,8 mld. Kč, dividendy by měla být 54 - 63 Kč. Podle našeho konzervativnějšího scénáře předpokládáme, že banka vyplatí dividendu kolem 55 Kč / akcii, tj. 31% ze zisku bez mimořádných položek oproti loňským 24%. Výplatní poměr (dividenda / čistý zisk) by se zvýšil ze 17% na 23%. Průměrné očekávání trhu je nyní okolo 60 Kč / akcii. Nicméně, existuje jistá pravděpodobnost, že banka letos vyplatí vyšší dividendu díky změně ve zdanění dividend po vstupu ČR do EU. Tato změna bude totiž pro Société Générale příznivá, neboť obdrží od Komerční banky celou výši hrubé dividendy a nikoliv jen čistou dividendu (po odpočtu 15% daně) jako ostatní investoři. Scénář vyšší dividendy podporuje i skutečnost, že banka je překapitalizovaná - kapitálová přiměřenost banky činí 18,5% oproti požadovaným 8%. Důsledkem překapitalizovanosti je např. i to, že i přes rostoucí ziskovost banky klesá její výnosnost vlastního kapitálu (ROE).

## Akcie by měla v červnu stagnovat

Protože se nám zdá výplata mimořádné dividendy málo pravděpodobná a protože v krátkodobém horizontu nevidíme žádný výrazný impuls pro další růst ceny akcie, předpokládáme, že akcie bude v červnu stagnovat. Akcie bude nejspíš dál pod vlivem technických faktorů a obecných nálad na akciových trzích. Nicméně, pokud se akcionáři rozhodnou vyplatit vyšší dividendu, cena akcie by mohla poskočit vzhůru. Rozhodné datum pro výplatu dividendy je až 16. července.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### FNM přijal doporučení komise na poradce při privatizaci Telecomu

Expertní komise vybrala za vítěze soutěže na poradce při privatizaci Telecomu konsorcium Credit Suisse First Boston / Česká spořitelna. Výkonný výbor FNM včera doporučení komise schválil. Výběr poradce by měla formálně potvrdit do konce měsíce vláda. Poradce bude mít za úkol navrhnout do poloviny roku optimální strategii, organizaci, strukturu a časový harmonogram privatizace a následně bude při prodeji asistovat FNM. Samotná privatizace Telecomu by se měla rozběhnout ve druhé polovině roku a skončit počátkem roku 2005.

#### Terrence Valeski odešel z Eurotelu

Generální ředitel Eurotelu Terrence Valeski rezignoval 7. května, když ho předtím Telecom zbavil funkce jednatele. Na základě manažerského kontraktu měl opustit funkci generálního ředitele po šesti měsících, ale z firmy odešel po dohodě již 1. června. Ministr informatiky Vladimír Mlynář v reakci na Valeskiho rezignaci prohlásil, že se distancuje od procesu, jímž se Telecom snaží personálně ovládnout Eurotel a dodal, že odchod Valeskiho je chybou, která může mít negativní dopad na privatizaci Telecomu. Podle médií má představenstvo Telecomu již zúžený seznam možných kandidátů na Valeskiho nástupce. Najatá personální agentura oslovila tuzemské i zahraniční manažery. Spolu s Valeskím rezignoval i finanční ředitel Eurotelu Robert Bowker. Na jeho místo byla jmenována jeho došavační zástupkyně v Eurotelu Marcela Malivánková.

#### Gross: Audit v Eurotelu odhalil velké ne- hospodárnosti

Ministr vnitra Stanislav Gross řekl Lidovým novinám, že Český Telecom musel vyměnit vedení Eurotelu, protože audit v Eurotelu odhalil velké ne-  
hospodárnosti. Pokud by to Telecom neučinil, jeho manažeri by se vystavili postihu.

#### Český Telecom chce vyplatit dividendu 17 korun na akcii

Představenstvo Českého Telecomu navrhuje vyplatit za loňský rok na dividendách 5,476 miliardy korun, na akcii tak případně 17 korun. Návrh na výplatu dividendy byl předložen dozorčí radě Telecomu, která včera vyjádřila souhlas, aby představenstvo předložilo návrh valné hromadě. Valná hromada se bude konat 24. června 2004. Rozhodný den pro výplatu dividendy byl stanoven 9. červenec a výplata dividend by se měla uskutečnit do konce října. Telecom vyká-

zal loni v souladu s českými standardy nekonsolidovanou ztrátu před zdaněním 6,76 miliardy korun.

#### Eurotel vyplatí Telecomu podíl na zisku 4 mld. Kč

Rozhodlo o tom vedení Telecomu, které v Eurotelu plní úlohu valné hromady. Výplata má proběhnout do konce května. Peníze mají pomoci Telecomu splatit část dluhu, který se zvýšil po dokoupení 49% akcií Eurotelu. Loni v říjnu Eurotel vyplatil podíl na zisku 11 mld. Kč, z čehož 5,6 mld. Kč šlo na účty Telecomu a zbytek tehdejšímu 49% vlastníku Atlantic West.

#### Český Mobil zažaloval Eurotel a T-Mobile CR

Český Mobil zažaloval Eurotel o 1,04 mld. Kč a T-Mobile CR o 615 mil. Kč. Český Mobil požaduje náhradu škody za období, kdy oba konkurenční operátoři účtovali klientům nižší sazby za volání do svých sítí a vyšší sazby za volání končící v síti Českého Mobilu. Žaloby navazují na rozhodnutí antimonopolního úřadu z poloviny roku 2002. Kvůli účtování rozdílných cen v letech 2000 a 2001 dostaly tehdy Eurotel a T-Mobile od antimonopolního úřadu pokuty v celkové výši 63 mil. Kč. Obě společnosti rozhodnutí napadly žalobou. Operátoři v letech 2000 a 2001 účtovali zákazníkům volajícím do sítě Oskar o 1 až 3,6 Kč více v závislosti na tarifu. Úřad tehdejší rozhodnutí zdůvodnil tím, že vyšší ceny odrazovaly klienty a Český Mobil proto nezískal takový počet nových zákazníků jako při rovné soutěži.

#### Deutsche Telekom se chce více zaměřit na střední Evropu

Podle informací agentury Dow Jones Newswires řekl generální ředitel Deutsche Telecom, Kai-Uwe Ricke, že se firma bude více koncentrovat na země střední Evropy, aby posílila svoje aktivity v tomto rostoucím regionu a tím rostla rychleji, než konkurence. Ricke nevyločil možné akvizice v regionu, řekl ale, že jakákoliv transakce musí splnit požadavky na návratnost kapitálu. Akcionáři DT by měli schválit emisi až 1 mld. nových akcií v příštích pěti letech na financování potenciálních akvizic.

### České radiokomunikace

#### Zisk operátora T-Mobile CR v 1Q stag- novál

T-Mobile CR, mobilní operátor, kterého ze 39,2% vlastní České radiokomunikace, vykázal v 1Q/04 čistý zisk 1,04 mld. Kč, tj. stejně jako v 1Q/03. Tržby se zvýšily o 7,6% na 6,1 mld. Kč, provozní zisk před odpisy (EBITDA) ale klesl o 2% na

2,78 mld. Kč. Počet zákazníků se zvýšil o 43 tis. na téměř čtyři miliony. Průměrné příjmy na zákazníka (ARPU) ale klesly z 472 Kč na 452 Kč. Výsledky jsou podle německých standardů GAAP.

#### T-Mobile CR nevyplatí dividendu

Valná hromada T-Mobile CR rozhodla nevyplatit dividendu ze svého zisku 4,4 mld. Kč. České radiokomunikace vlastní 39,2% podíl na společnosti.

### ČEZ

#### ČEZ navrhuje výplatu dividendy 8 Kč / akcii

Představenstvo ČEZ rozhodlo, že navrhne valné hromadě 17. června výplatu dividendy ve výši 8 Kč na akcii. Loni ČEZ vyplácel 4,50 Kč / akcii. Podle ČEZ byl návrh dividendy již projednán se zástupci státu. Nejmenovaný zástupce ČEZ dodal, že během roku by ČEZ mohl ještě vyplatit mimořádnou dividendu.

#### ČEZ zvýšil konsolidovaný zisk v 1Q o 57% podle IFRS

ČEZ zvýšil v 1Q konsolidovaný zisk (podle IFRS) meziročně o 57% na 5,25 mld. Kč. Celkové výnosy stouply o 75% na 27,7 mld. Kč, provozní zisk před odpisy (EBITDA) se zvýšil o 65% na 12,86 mld. Kč a EBIT vyskočil o 78% na 8,28 mld. Kč. Cash flow z provozní činnosti se zvýšilo o 36% na 8,59 mld. Kč, investiční výdaje mírně vzrostly na 2,2 mld. Kč. Free cash flow (rozdíl mezi provozním cash flow a investičními výdaji) stoupl o 30% na 6,4 mld. Kč. Výsledky nejsou meziročně srovnatelné, protože v 1Q/03 ČEZ ještě nevládnul většinové podíly v distribučních společnostech a jeho konsolidační celek byl podstatně menší.

#### Slovensko odložilo termín pro podání zá- vazných nabídek na koupi Slovenských elektráren

Slovenská vláda odložila termín pro podání závazných nabídek na koupi Slovenských elektráren z 18. června na 21. červenec. Slovensko totiž musí nejprve vyřešit otázku počátečního výpadku plateb do Státního fondu likvidace jaderně-energetických zařízení a nakládání s vyhořelým palivem a radioaktivními odpady. Ve fondu údajně chybí mnoho miliard slovenských korun a slovenská vláda se bude muset před prodejem Slovenských elektráren zavázat, že vzniklý schodek ve fondu uhradí. Kromě deficitu v jaderném fondu ale hodnotu elektráren snižují také úvěry za 60 miliard korun nebo 'uvízlé náklady' (stranded costs) v objemu desítek miliard Sk. Navíc Slovensko ještě neschválilo nový energetický zákon, který otevře trh konkurenci. Bez zákona nemohou investoři dostatečně posoudit všechna rizika spojená s investicí. Všechny problémy by měly být

vyřešeny do září, řekl ekonomický ministr Pavol Rusko. Slovensko prodává 66% akcií společnosti. Slovenský ministr hospodářství také naznačil, že ve hře je stále varianta vzájemné výměny akcií mezi ČEZ a SE, kterou loni předložil český ministr průmyslu a obchodu Milan Urban.

### ČEZ se účastní soutěže na koupi rumunských distribučních společností

ČEZ a další čtyři zahraniční zájemci (americký AES, řecký Public Power Corporation, německý E.ON a španělský Union Fenosa International) vyjádřili předběžný zájem o koupi dvou rumunských distribučních společností: Electrica Oltenia a Electrica Moldova. Stát nabízí v každém distributorovi 24,62% s tím, že vítěz tendru navýší kapitál na 51%. Ministerstvo by mělo zúžit počet zájemců do konce června. Electrica Moldova má 1,31 mil. zákazníků a Electrica Oltenia 1,36 mil. zákazníků. Základní kapitál obou firem přesahuje 120 mil. USD. Electrica Moldova měla loni obrát cca 235 mil. USD (6,2 mld. Kč), Electrica Oltenia 370 mil. USD (9,7 mld. Kč). Rumunsko nyní jedná také o prodeji dvou dalších distribučních společností, Electrica Dobrogea a Electrica Banat, italské společnosti Enel. Čtyři další distribuční společnosti vlastní státní společnost Electrica.

### ČEZ registruje velký zájem o 34% podíl v PRE

27 investorů vyjádřilo předběžný zájem o koupi 34% podílu v Pražské energetice. ČEZ musí podíl prodat, aby vyhověl rozhodnutí antimonopolního úřadu z minulého roku. Vítěz tendru má být znám do konce srpna.

### ČEZ možná v budoucnu rozšíří jadernou elektrárnu Temelín

ČEZ zřejmě příští rok požádá Státní ústav pro jadernou bezpečnost, aby zahájil povolovací proces na stavbu dalších jaderných bloků v Temelíně, uvedl náměstek ministra průmyslu Martin Pecina. Šéf ČEZu Martin Roman sice potvrdil, že v současné době se nevedou konkrétní jednání o pokračování výstavby Temelína, ČEZ ale o nich uvažuje. Schvalovací proces by trval asi deset let. Mluvčí společnosti ČEZ Ladislav Kříž ale popřel zprávy o rozšíření jaderné elektrárny Temelín a řekl, že tyto úvahy nejsou aktuální. ČEZ si zatím pouze objednal studii, která by vyhodnotila jaká lokalita by byla nejlepší pro případné nové jaderné bloky, zda Temelín, Dukovany a nebo zcela jiná lokalita. Pokud by studie prokázala, že proces je potřebné urychlit ČEZ je k tomu připraven. Protože však technologie, kterou by nové bloky používaly, ještě nebyla vyvinuta je předčasné spekulovat zda by nové bloky byly vy-

budovány v Temelíně nebo někde jinde. Státní energetická koncepce nevyklučuje vybudování dalších dvou jaderných bloků o výkonu 600 MW v Temelíně. Energii by měly začít dodávat mezi lety 2025 až 2030 a měly by nahradit starší jadernou elektrárnu v Dukovanech.

### ČEZ prodal dluhopisy v objemu 400 mil. eur

Dluhopisy mají splatnost 5-7 let, úrokový výnos 4,625 procenta a investoři je koupili za 99,602% nominální hodnoty. Ratingová agentura S&P's přidělila dluhopisům rating ,BBB+', agentura Moody's Baa1. Emisi vydala společnost ČEZ Finance B.V. a mateřská firma ji zcela garantuje. Mluvčí ČEZ Ladislav Kříž řekl, že dluhopisy firma emituje kvůli svým globálním potřebám a ne na konkrétní investice.

## Unipetrol

### PKN Orlen a FNM podepsaly kupní smlouvu na Unipetrol

Polská společnost PKN Orlen podepsala v pátek s FNM smlouvu na koupi 62,99% akcií Unipetrolu. PKN současně podepsal dvě další smlouvy s ČKA na odkup závazků dceřiných společností Unipetrolu a koupi dalších akcií společnosti Spolana. PKN by měl zaplatit celkem 13,05 mld. Kč, cena se ale může ještě zvýšit o 15% nebo snížit až o 25% v závislosti na novém auditu, který bude proveden krátce po převodu akcií. Nyní by dvou týdnů měl PKN zaplatit zálohu 10% z kupní ceny. Zbytek ceny bude uhrazen, až transakci schválí Evropská komise. Smlouva obsahuje velmi detailní mechanismus, jak se změní cena, pokud by někteří ze současných menšinových akcionářů České rafinérské (Agip / Shell / ConocoPhillips) využili opce a koupili od Unipetrolu další akcie České rafinérské. Viceprezident PKN Janusz Wisniewski řekl agentuře Bloomberg, že nevěří, že by akcionáři České rafinérské využili kupní opci. Wisniewski uvedl, že PKN je připravena začít dlouhodobou spolupráci se všemi akcionáři České rafinérské, takže nevidí důvod, proč by měli zvyšovat své pozice v rafinérii. Převod akcií Unipetrolu a doplacení kupní ceny se očekává na podzim.

### PKN Orlen již ví, jak rozdělit Unipetrol

Podle informací médií chce PKN Orlen držet tři dceřiné společnosti: Chemopetrol, Unipetrol Rafinérie a Unipetrol Trade. Benzinu by měl ze 70% vlastnit PKN Orlen a ze 30% ConocoPhillips. Agrofert by měl získat plnou kontrolu nad dceřinými společnostmi Kaučuk a Agrobohemia a většinovou kontrolu také nad společností Paramo (menšinový podíl má držet PKN Orlen). Jedinou stále nevyřešenou otázkou zůstává Česká rafinérská. Unipetrol

sice vlastní v České rafinérské 51% podíl a firmy Agip, Shell a ConocoPhillips každá 16,33%, mají ale předkupní právo na 51% akcií České rafinérské, které drží Unipetrol.

### ConocoPhillips a PKN chtějí spolupracovat v České rafinérské

Na společné tiskové konferenci ConocoPhillips a PKN Orlen uvedl ředitel ConocoPhillips pro střední a východní Evropu Barry Kummins, že jeho firma chce spolupracovat v České rafinérské s PKN Orlen. Také Andrzej Sikora, ředitel divize optimalizace aktiv polské PKN, který je zodpovědný za akvizici Unipetrolu, řekl, že věří, že z pohledu menšinových akcionářů České rafinérské je lepší mít PKN za partnera, protože Agip, Shell ani ConocoPhillips nemohou plně využít rafinérskou kapacitu České rafinérské. Česká rafinérská zpracovává za poplatek ropu svých akcionářů, kteří využívají jejich služeb v poměru podle vlastnických podílů. ConocoPhillips, Agip a Shell vlastní opci na nákup zbylých 51% akcií České rafinérské. Reuters včera informoval, že dvouměsíční období, během něhož by platnost této opce měla vypršet, začalo běžet toto pondělí. Pokud by se Agip nebo Shell rozhodli opci nevyužít, PKN Orlen by mohla jejich podíly v České rafinérské údajně odkoupit. Na tiskové konferenci dále zástupci PKN Orlen uvedli, že částku 13,05 mld. Kč zaplatí z vlastních zdrojů a dodali, že se zatím nerozhodli, zdali stáhnou akcie Unipetrolu z obchodování na veřejných trzích.

### Unipetrol vykázal za 1Q konsolidovaný čistý zisk 304 mil. Kč

Ve stejném období loni měl holding zisk 468 mil. Kč. Výsledky nicméně nejsou meziročně srovnatelné, protože od srpna 2003 pracuje České rafinérské v přepracovacím režimu, tzn. že zpracovává za poplatek ropu svých akcionářů. Výsledky jednotlivých dceřiných společností byly zveřejněny již 29. dubna. Česká rafinérská měla hrubý zisk 67 mil. Kč, Chemopetrol 265 mil. Kč, Kaučuk 56 mil. Kč a Benzina ztrátu 94 mil. Kč. Výsledky jsou podle českých účetních standardů.

## Erste Bank

### Erste Bank zvýšila zisk v 1Q/04 meziročně o 37,5%

Podle IFRS banka zvýšila konsolidovaný čistý zisk 37,5% na 104,2 mil. eur. Trh přitom očekával zisk jen 95,7 mil. eur. Provozní zisk se zvýšil o 19% na 364,8 mil. eur. Čisté úrokové příjmy se zvýšily o 6,4% na 656,9 mil. eur, čisté příjmy z poplatků stouply o 23% na 281,4 mil. eur. banka čeká letos růst čistého zisku o 41% na nejméně 500 mil. eur z loňských 353,3 milionu eur díky vysokým příjmům z úroků a poplatků. Banka současně

zvýšila plán konsolidovaného zisku na rok 2005 z 500 mil. eur na 600 mil. eur. Důvodem jsou hlavně nová účetní pravidla, která omezují odpisy goodwillu.

#### **Česká spořitelna zvýšila zisk v 1Q/04 meziročně o 56%**

Podle IFRS banka zvýšila konsolidovaný čistý zisk o 56% na 2,8 mld. Kč z 1,8 mld. Kč ve stejném období loni. Růst zisku souvisí především s prodejem neživotní části Pojišťovny České spořitelny za 1,16 miliardy korun v prvním čtvrtletí roku. Bez tohoto vlivu by zisk činil 1,7 mld. Kč. Provozní zisk se zvýšil o 21% na 2,8 mld. Kč, čisté úrokové výnosy vzrostly o 10% na 4,2 mld. Kč, čistá úroková marže se zvýšila na 3,53%.

#### **Česká spořitelna vyplatí dividendu 30 korun na akcii**

Valná hromada České spořitelny schválila výplatu dividend ze zisku za rok 2003 ve výši 30 Kč / akcii. Celkově bude akcionářům na dividendách vyplaceno 4,56 miliardy korun. Erste Bank, jako majoritní vlastník banky, dostane 4,47 miliard korun. Splatnost dividendy je 1. července 2004..

---

## Zentiva

#### **Zentiva plánuje emisi akcií na pražské burze**

Zentiva, největší farmaceutická společnost na českém a slovenském trhu, kterou většinou ovládá americký fond Warburg Pincus, plánuje emisi akcií na pražské a londýnské burze v hodnotě až 100 mil. dolarů. Kromě akcií na pražské burze firma hodlá kótovat globální depozitní certifikáty na burze v Londýně. Emise nových akcií by se měla uskutečnit do konce června. Cenové rozpětí bude známo v polovině června. Podle zdroje by se v ideálním případě mohlo na akciových trzích v Praze a Londýně obchodovat až 30% akcií společnosti. Navíc investiční společnost Warburg Pincus, která drží okolo 70% akcií společnosti, by sama mohla prodat část svých akcií za dalších 100 mil. dolarů. Peníze získané z emise by měly sloužit k refinancování úvěru, který společnost použila při akvizici Slovakofarmy v loňském roce a dále na financování dalších akvizic na trzích ve střední Evropě. Zentiva vznikla v roce 2003 spojením české společnosti Léčiva a slovenské Slovakofarmy Hlohovec. Hodnota společnosti je podle analýzy manažerů emise 670 mil. dolarů. Firma by měla dále růst a současně snižovat svoje zadlužení, které na konci března činilo 4,27 mld. dolarů. Provozní marže Zentivy (na bázi EBITDA) ve výši 26,8% je v Evropě mírně nadprůměrná. Firma dosáhla loni tržeb 9,6 mld. Kč, provozního zisku 2,1 mld. Kč a čistého zisku 1,084 mld. Kč. Z hlediska obratu

je firma na čtvrtém místě v regionu za farmaceutickými společnostmi Pliva, Richter a Krka. 70% akcií drží Warburg Pincus, 21,3% nynější management a 8,7% bývalý management.

#### **KCP schválila prospekt emise akcií Zentivy**

Komise pro cenné papíry souhlasila s plánem Zentivy emitovat akcie na pražské burze a schválila prospekt emise.

## 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 premii 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 března, dubna a května 2004. Na vodorovné ose těchto grafů je časový horizont předpovědí a na svislé ose pak přisouzené pravděpodobnosti realizace jednotlivých scénářů.

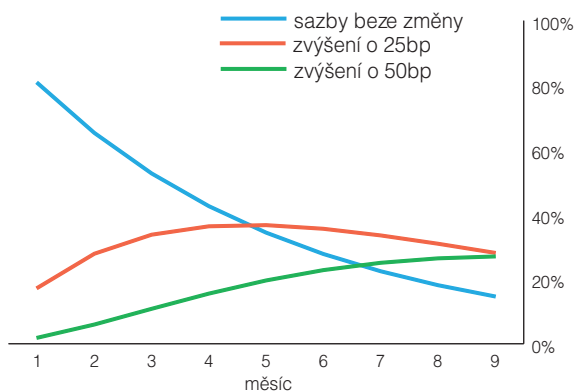
Očekávání růstu sazeb v průběhu května zesílilo

Více než makroekonomická data nebo komentáře členů bankovní rady ČNB k tomu přispěl vývoj ve světě. Kombinace rostoucích očekávání zvýšení úrokových sazeb v USA, rychlejšího než očekávaného růstu hospodářství v Evropě a růstu cen ropy podpořila předpoklad o postupném zrychlování inflace a rychlejším růstu české ekonomiky. Výnosová křivka peněžního trhu reagovala paralelním posunem směrem vzhůru. Zatímco v prvním čtvrtletí docházelo převážně ke zvyšování její strmosti ve druhém převažuje zmíněný paralelní posun. To svědčí o přibližování termínu očekávaného prvního zvýšení úrokových sazeb.

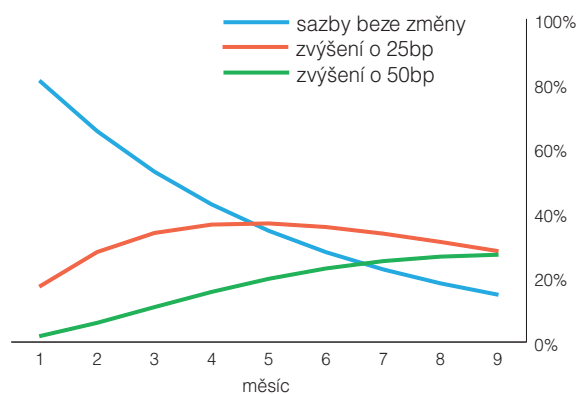
Červnové údaje o vývoji inflace za květen a HDP v prvním čtvrtletí hodně napoví o šancích na růst sazeb

Důležité bude zejména to, zda se bude potvrzovat optimistická predikce ČNB. Pokud ano bude mít bankovní rada ČNB dostatečně silné argumenty pro zvýšení úrokových sazeb. Otázkou zůstane jeho časování. Nad očekávání rychlý růst cen a vysoký růst HDP by otevřel možnost zvýšení úrokových sazeb na konci června. Růst v souladu s očekáváním nebo jen mírně slabší by spíše napovídal vyčkávání to července. Bankovní rada by tak měla více času na vyhodnocení údajů. Růst sazeb by byl nepravděpodobný pouze pokud by jak inflace tak růst HDP podstatně zaostaly za očekáváním.

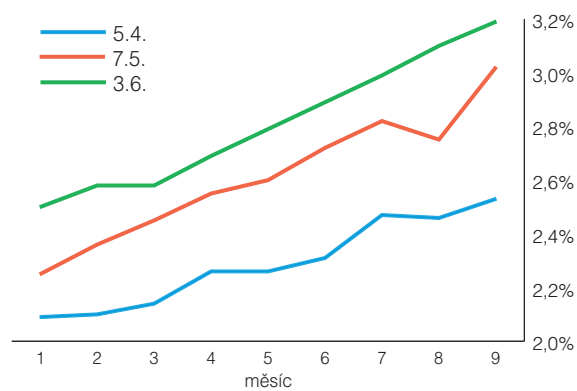
Tržní pravděpodobnosti zvýšení sazeb  
(0, 1 a 2 zvýšení sazeb o 25bp) - červen 2004



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

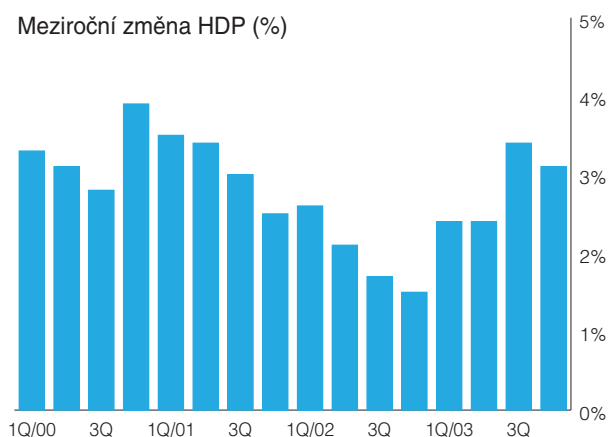


Křivka FRA počátkem dubna, května a června 2004

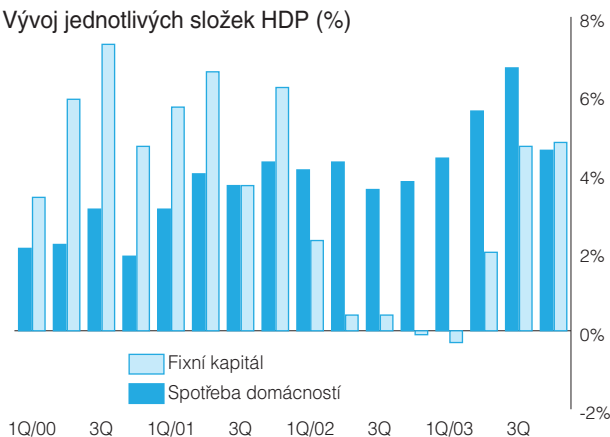


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

Meziroční změna HDP (%)



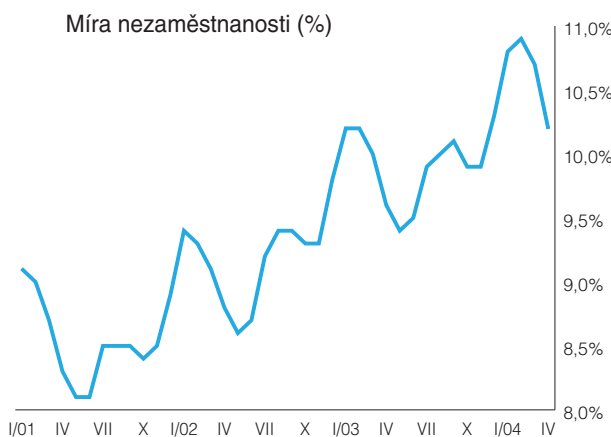
Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



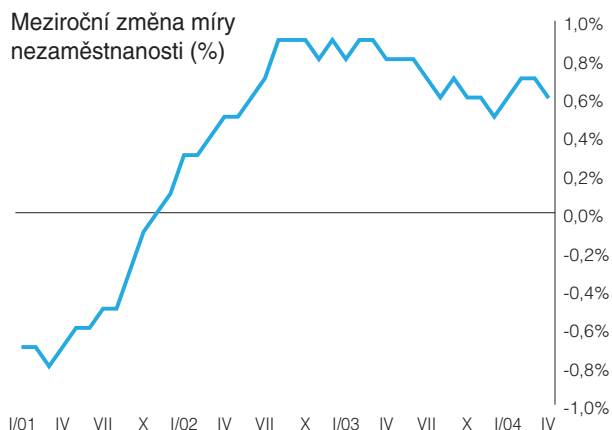
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



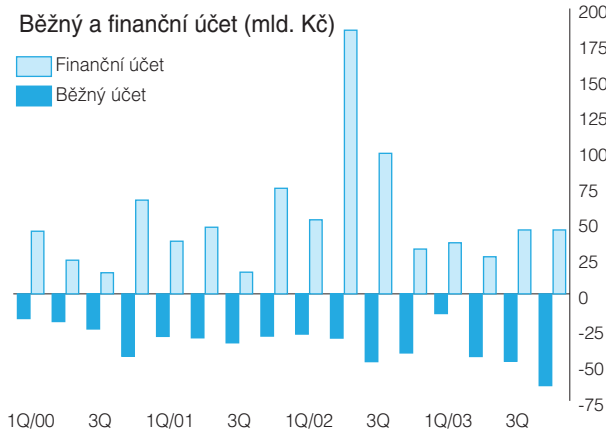
Míra nezaměstnanosti (%)



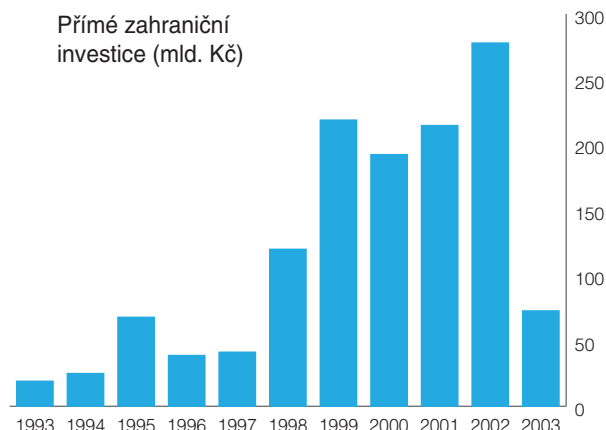
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)



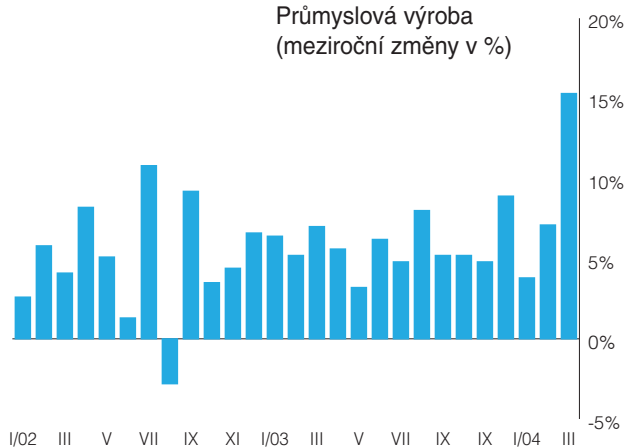
Přímé zahraniční investice (mld. Kč)



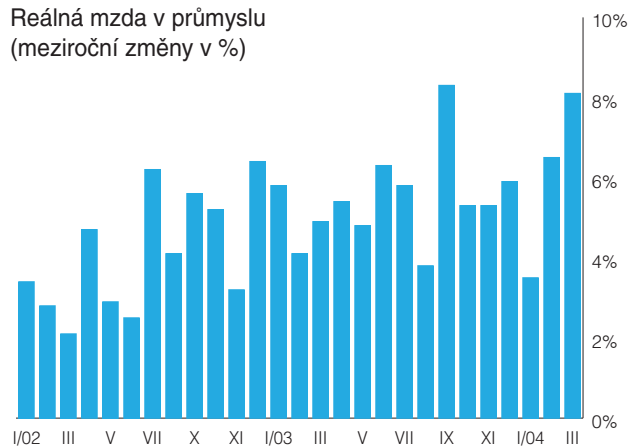


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

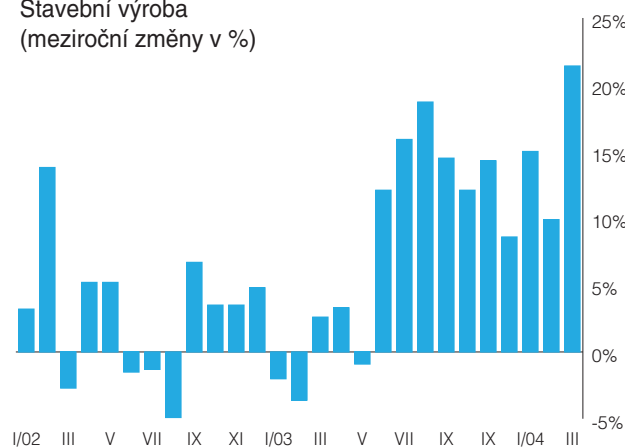
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



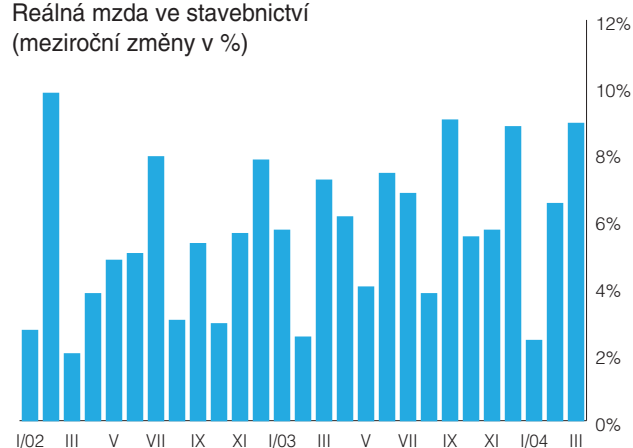
Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



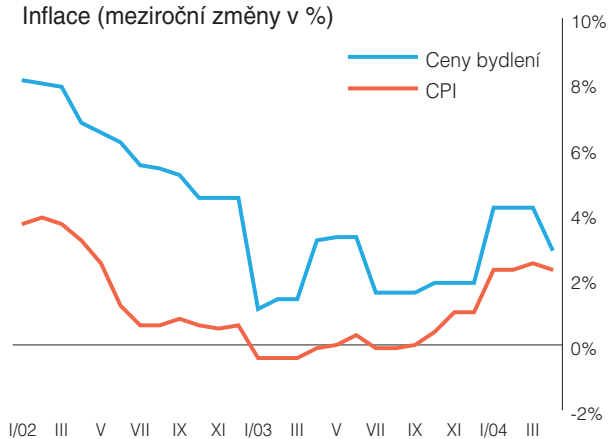
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



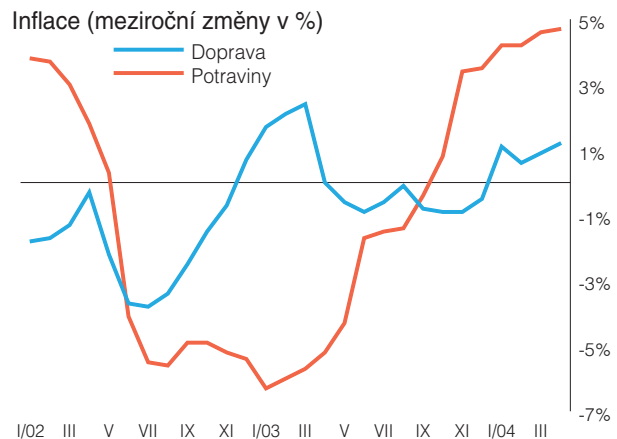
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



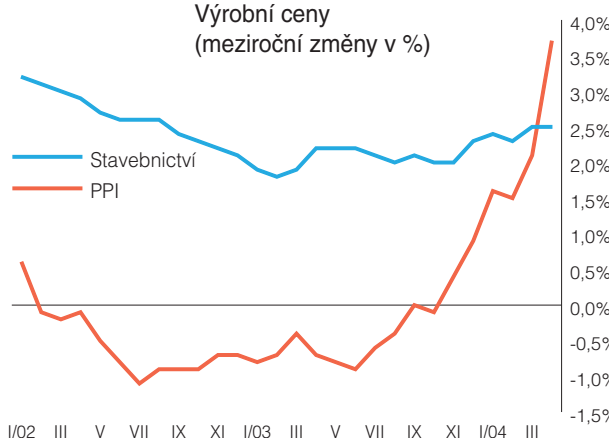
Inflace (meziroční změny v %)



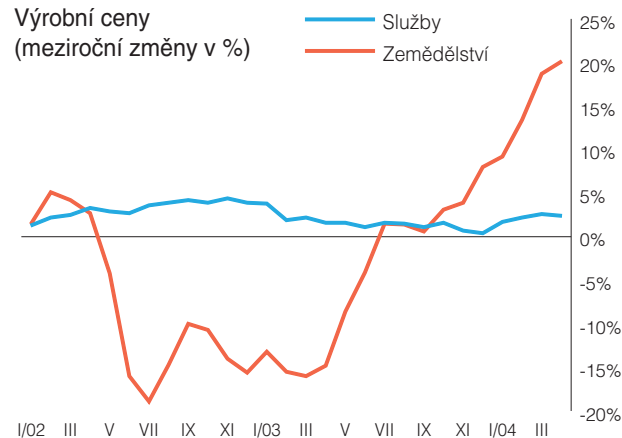
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)

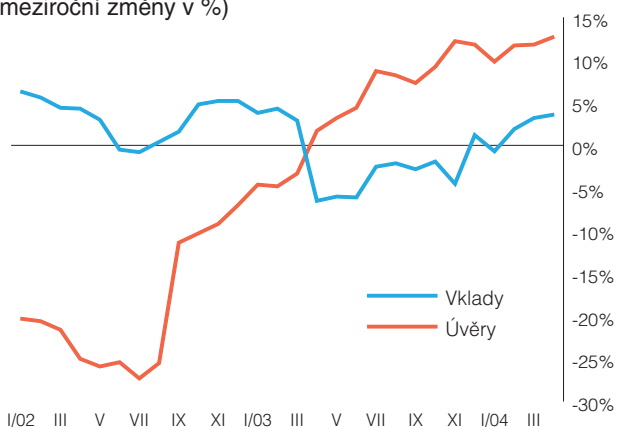


Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)



# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

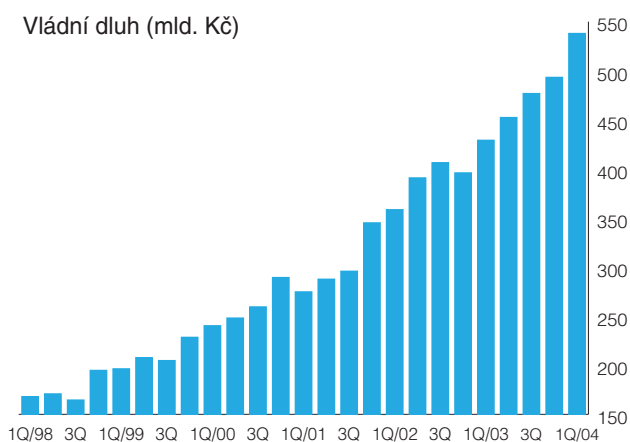
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



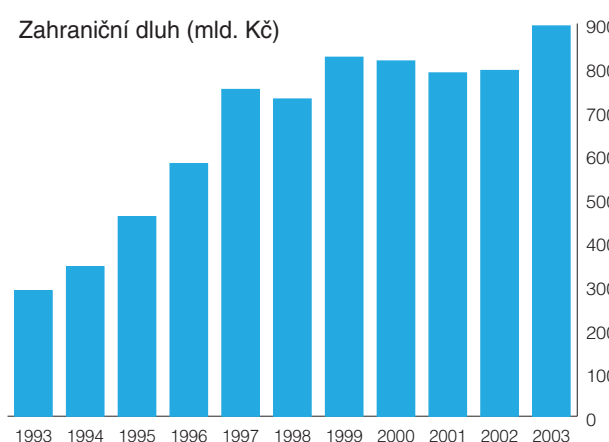
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



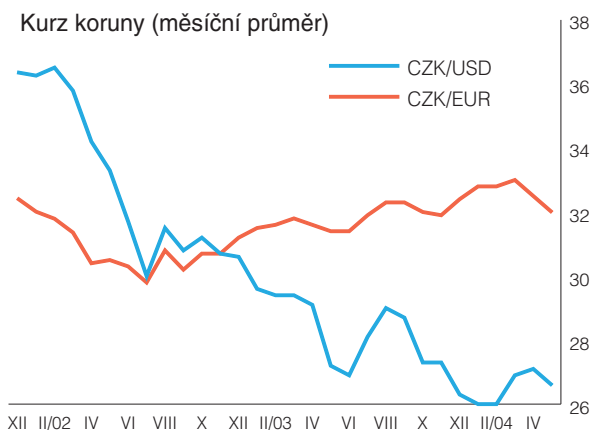
Vládní dluh (mld. Kč)



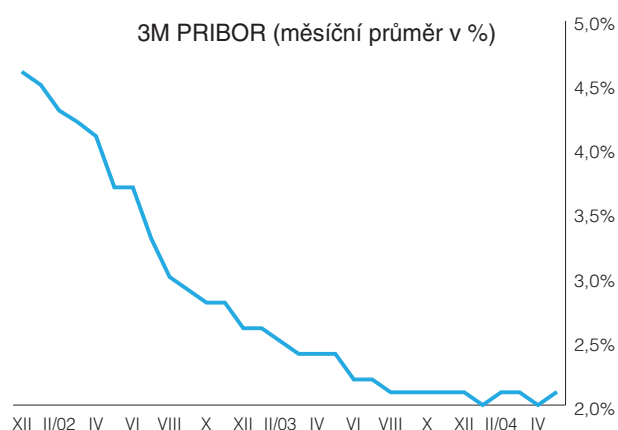
Zahraniční dluh (mld. Kč)



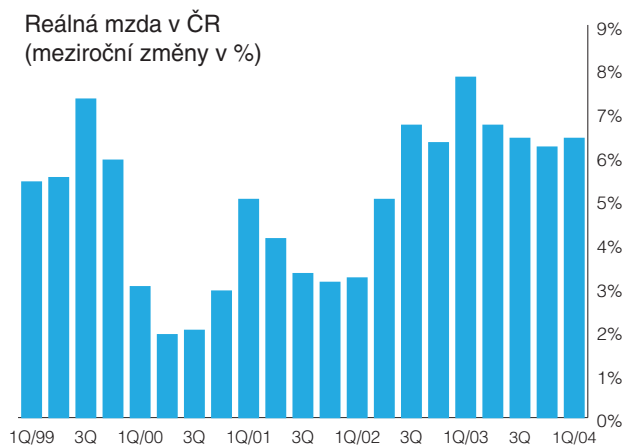
Kurz koruny (měsíční průměr)



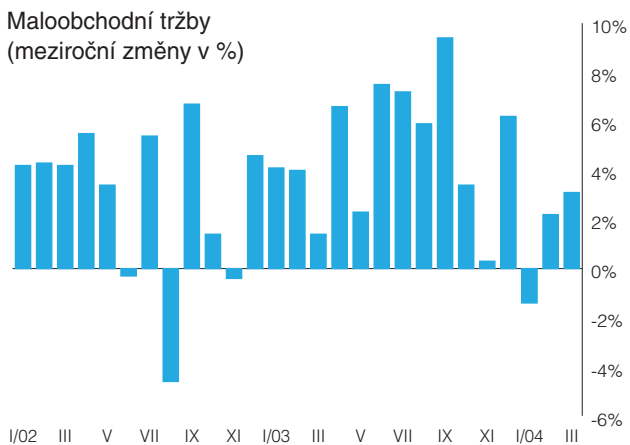
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



Reálná mzda v ČR  
(meziroční změny v %)



Maloobchodní tržby  
(meziroční změny v %)



# MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

## Česká republika - roční prognóza

		2001	2002	2003	2004f	2005f	2006f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	3.1	2.0	2.9	3.5	4.0	3.5
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	3.8	3.9	5.5	3.0	3.7	3.5
Investice	(meziroční růst v %)	5.5	0.6	3.7	3.5	4.0	3.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	8.5	8.2	6.8	6.0	7.5	7.0
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	4.3	2.7	5.0	3.5	4.5	4.0
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	6.5	4.8	5.8	5.5	5.0	4.0
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	4.1	0.6	1.0	3.5	3.5	3.0
Nezaměstnanost	(%)	8.9	9.8	10.3	10.0	9.0	8.5
Zaměstnanost	(průměrný roční index)	100.4	101.3	98.1	99.0	100.5	101.0
Vývoz	(mld. USD)	33.4	38.5	48.7	60.9	73.1	91.4
Dovoz	(mld. USD)	36.4	40.7	51.3	63.4	75.1	93.0
Obchodní bilance	(% z HDP)	-5.0	-3.0	-2.9	-2.6	-1.9	-1.4
Přímé zahraniční investice	(mld. USD, kumulovaně)	27.5	35.8	38.0	41.0	46.2	49.2
Běžný účet	(% z HDP)	-5.4	-5.7	-6.5	-5.8	-5.0	-4.2
Statní rozpočet	(% z HDP)	-2.9	-1.9	-4.5	-5.1	-3.9	-3.4
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-2.3	-0.5	-5.4	-5.8	-3.3	-5.1
Veřejné rozpočty (bez privatizačních příjmů)	(% z HDP)	-4.8	-6.4	-5.4	-6.5	-5.5	-5.1
Repo sazba	(%)	4.75	2.75	2.00	2.50	3.25	3.75
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	5.1	3.5	2.2	2.4	3.2	3.9
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	6.4	4.9	4.2	5.1	5.5	5.8
Peněžní zásoba M2	(mez. růst v % roční prům.)	12.1	6.7	7.0	6.0	8.0	7.0
CZK / USD	(průměr)	38.0	32.7	28.0	27.4	26.7	25.8
CZK / USD	(konec roku)	35.6	30.4	25.7	27.1	26.4	25.9
CZK / EUR	(průměr)	34.1	30.8	31.9	32.3	31.5	30.5
CZK / EUR	(konec roku)	31.7	31.5	32.3	32.0	31.1	30.6

## Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		3,1%		2,0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)	(březen)	15,3%	(duben)	10,0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)		21,4%		18%
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,0%		0,6%
	(meziroční růst v %)		2,3%		2,9%
PPI	(meziměsíční růst v %)		0,8%		0,5%
	(meziroční růst v %)	(duben)	3,7%	(květen)	4,5%
Nezaměstnanost	(%)		10,2%		10,0%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-10,8		-1,5
	(mil. USD)		-397		-56
CZK / EUR		31.5.	31,65	30.6.	31,90

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2001	2002	2003	2004e	CPI (%)	2001	2002	2003	2004e
Česká republika	3.1%	2.0%	2.9%	3.5%	Česká republika	4.1%	0.6%	1.0%	3.5%
Maďarsko	3.8%	3.5%	2.9%	3.3%	Maďarsko	6.8%	4.8%	5.7%	6.0%
Polsko	1.0%	1.3%	3.6%	4.8%	Polsko	3.6%	0.7%	1.7%	2.8%
Slovensko	3.3%	4.4%	4.2%	4.8%	Slovensko	6.3%	3.4%	9.3%	7.1%
Běžný účet (% HDP)	2001	2002	2003	2004e	3M úrokové sazby	2001	2002	2003	2004e
Česká republika	-5.7%	-6.0%	-6.5%	-5.8%	Česká republika	5.1	3.5	2.2	2.4
Maďarsko	-6.2%	-7.0%	-8.9%	-7.9%	Maďarsko	10.5	7.9	11.8	8.9
Polsko	-4.1%	-3.4%	-1.8%	-2.4%	Polsko	12.0	6.7	5.5	5.8
Slovensko	-8.4%	-8.2%	-0.9%	-2.1%	Slovensko	7.7	7.5	6.2	5.1

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
CPI (meziměsíčně)	5/2004	8.6.	9:00	0.6%	0.0%
Nezaměstnanost	5/2004	8.6.	9:00	10.0%	10.2%
HDP (meziročně)	1Q/2004	10.6.	9:00	3,3%	3,1%
Průmyslová výroba (meziročně)	4/2004	10.6.	9:00	9.0%	15.3%
PPI (meziměsíčně)	5/2004	14.6.	9:00	0.6%	0.8%
Běžný účet	4/2004	16.6.	9:00	-15,3 mld. Kč	-9,2 mld. Kč
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2004	16.6.	9:00	2.3%	3.1%
Zasedání ČNB		24.6.		2,0%	2,0%
<b>Polsko</b>					
Peněžní zásoba - M3	5/2004	14.6.	16:00		2.4
CPI (meziměsíčně)	5/2004	14.6.	16:00		0.8%
Běžný účet	4/2004	16.6.	16:00		-519 mil. eur
PPI (meziměsíčně)	5/2004	18.6.	16:00		2.0%
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2004	18.6.	16:00		-2.9%
Nezaměstnanost	5/2004	23.6.	10:00		20.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	5/2004	23.6.	10:00		18,8%
HDP (meziročně)	1Q/2004	23.6.	10:00		4,7%
<b>Maďarsko</b>					
Zasedání centrální banky		7.6.	14:00		11,5%
Průmyslová výroba (meziročně)	4/2004	8.6.	9:00		10.0%
Obchodní bilance	4/2004	10.6.	9:00		-462,8 mil. eur
CPI (meziměsíčně)	5/2004	11.6.	9:00		0.3%
Běžný účet	4/2004	14.6.	8:30		-588,0 mil. eur
Zasedání centrální banky	4/2004	21.6.	14:00		
Maloobchodní prodeje (meziročně)	4/2004	25.6.	9:00		4,5%
HDP (meziročně)	1Q/2004	30.6.	9:00		3.6%
<b>EU</b>					
GE: nezaměstnanost	5/2004	8.6.	9:55		10.5%
GE: průmyslová produkce (meziročně)	4/2004	8.6.	12:00		0.4%
GE: obchodní bilance	4/2004	9.6.	8:00		16,5 mld. eur
GE: běžný účet	4/2004	9.6.	8:00		11,3 mld. eur
EMU: CPI (meziměsíčně)	5/2004	16.6.	11:00		0,4%
EMU: průmyslová produkce (meziročně)	4/2004	17.6.	11:00		1.0%
EMU: obchodní bilance	4/2004	18.6.	11:00		
GE: IFO	6/2004	25.6.	10:00		96.1
EMU: běžný účet	4/2004	25.6.	10:00		
EMU: M3 (meziročně)	5/2004	28.6.	10:00		
EMU: spotřebitelská důvěra	6/2004	30.6.	11:00		
EMU: nezaměstnanost	5/2004	1.7.	11:00		
EMU: zasedání ECB	7/2004	1.7.	13:45		
<b>USA</b>					
Obchodní bilance	4/2004	11.6.	14:30	-45,0 mld. USD	-46,0 mld. USD
PPI (meziměsíčně)	5/2004	11.6.	14:30	0.5%	0.7%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	6/2004	11.6.	15:50	92.0	90.2
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	5/2004	14.6.	14:30		-0.5%
CPI (meziměsíčně)	5/2004	15.6.	14:30		0.2%
Zásoby	4/2004	15.6.	14:30		0.7%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	5/2004	16.6.	15:15		0.8%
Využití průmyslových kapacit	5/2004	16.6.	15:15		76.9%
<b>Běžová kniha</b>		16.6.	20:00		
Předstihové indikátory	5/2004	17.6.	16:00		0.1%
Philadelphia Fed	6/2004	17.6.	18:00		23.8
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	5/2004	24.6.	14:30		-2.9%
HDP (fální)	1Q/2004	25.6.	14:30		4.4%
Osobní příjmy (meziměsíčně)	5/2004	28.6.	14:30		0.6%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	5/2004	28.6.	14:30		0.3%
Spotřebitelská důvěra	6/2004	29.6.	16:00		93.2
Chicagský PMI	6/2004	30.6.	16:00		68.0
FOMC	6/2004	30.6.	20:15	1.0%	1.0%
ISM (dříve NAPM) - výrobní	6/2004	1.7.	16:00		62.8

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Červen</b>		
8.6.	Unipetrol	Konsolidované výsledky za 2003 podle IFRS
8.6.	ČEZ	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem na dividendu a právem účasti na valné hromadě
10.6.	Komerční banka	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
10.6.	Unipetrol	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
11.6.	ČEZ	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
17.6.	Komerční banka	Řádná valná hromada
17.6.	Unipetrol	Řádná valná hromada
17.6.	ČEZ	Řádná valná hromada
17.6.	České radiokomunikace	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem účasti na valné hromadě
17.6.	Český Telecom	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem na dividendu a právem účasti na valné hromadě
22.6.	České radiokomunikace	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
22.6.	Český Telecom	Rozhodný den pro účast na valné hromadě
24.6.	Český Telecom	Řádná valná hromada
29.6.	České radiokomunikace	Řádná valná hromada
<b>Červenec</b>		
2.7.	Český Telecom	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem na dividendu
9.7.	ČEZ	Termín pro podání závazných nabídek na bulharské distribuční společnosti
9.7.	Český Telecom	Rozhodný den pro výplatu dividendy

## 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 koši
PPI	Producer Price Index (index výrobních cen) měří ceny průmyslových výrobců
FRA	Forward Rate Agreement - dohody o budoucích úrokových sazbách
IRS	Interest Rate Swap (úrokový swap)
PRIBOR	Mezibankovní záplůjční úroková sazba v ČR
M2	Peněžní agregát obsahující vklady na viděnou a krátkodobá depozita
Repo sazba	Dvoutýdenní repo sazba - hlavní měnově politická sazba, kterou ČNB vyhláľuje a za kterou mohou komerční banky u centrální banky deponovat volné finanční zdroje
SPAD	Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů - obchodní systém pražské burzy založený na využití funkce tvůrců trhu
PX 50	Index pražské burzy obsahující v současné době 36 nejlíkvidnějších emisí pražské burzy
PX-D	Index pražské burzy obsahující pouze emise trhu SPAD
ČNB	Česká národní banka
FNM	Fond národního majetku
REAS	Regionální energetické společnosti (Severočeká 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

# KONTAKTY

Úsek treasury – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor obchodování – ředitel	Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jan Strakoš	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	Adam Vencel	tel. +420/224 995 580	avencel@csas.cz
Peněžní trhy	Jaroslav Jiskra	tel. +420/224 995 576	jjiskra@csas.cz
	Elena Stupková	tel. +420/224 995 574	estupkova@csas.cz
Dluhopisy a úrokové deriváty	Radek Prokop	tel. +420/224 995 570	raprokok@csas.cz
	Petr Kašpar	tel. +420/224 995 139	pkaspar@csas.cz
	Tomáš Kroužel	tel. +420/224 995 572	tkrouzel@csas.cz
	Dan Maděra	tel. +420/224 995 583	dmadera@csas.cz
	David Sládeček	tel. +420/224 995 570	dsladecek@csas.cz
Obchodování na vlastní účet	Jan Došek	tel. +420/224 995 450	jdosek@csas.cz
	Dušan Vaškovic	tel. +420/224 995 417	dvaskovic@csas.cz
	Martin Urban	tel. +420/224 995 554	murban@csas.cz
Odbor finanční instituce a primární emise - ředitel	Jan Brabec	tel. +420/224 995 816	jbrabec@csas.cz
	Libor Cupal	tel. +420/224 995 170	lcupal@csas.cz
	Jana Daňková	tel. +420/224 995 128	jandankova@csas.cz
	Eva Fleetwood	tel. +420/224 995 205	efleetwood@csas.cz
	Karin Minichbauer	tel. +420/224 995 133	kminichbauer@csas.cz
	Markéta Mühlhoferová	tel. +420/224 995 204	mmuhlhoferova@csas.cz
	Petr Musil	tel. +420/224 995 102	pmusil@csas.cz
	Alice Racková	tel. +420/224 995 197	arackova@csas.cz
Úsek prodej produktů FT – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor prodej produktů Treasury - ředitel	Pavel Bárta	tel. +420/224 995 800	pbarta@csas.cz
	Patrik Banáry	tel. +420/224 995 530	pbanary@csas.cz
	Tat'ána Košutová	tel. +420/224 995 584	tkosutova@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. +420/224 995 505	jmanak@csas.cz
	Richard Matyšček	tel. +420/224 995 575	rmatyscak@csas.cz
	Tomáš Pícek	tel. +420/224 995 511	tpicek@csas.cz
	Martin Quant	tel. +420/224 995 571	mquant@csas.cz
	Petr Vnuk	tel. +420/224 995 573	pvnuk@csas.cz
Odbor prodej produktů kapitálového trhu - ředitel	Emil Štáva	tel. +420/224 995 561	estava@csas.cz
Akcie	Michal Března	tel. +420/224 995 523	mbrezna@csas.cz
	Pavel Krabička	tel. +420/224 995 411	pkrabicka@csas.cz
	Jiří Šmehlík	tel. +420/224 995 510	jsmehlik@csas.cz
Dluhopisy	Ondřej Čech	tel. +420/224 995 577	ocech@csas.cz
	Pavel Zdichynec	tel. +420/224 995 405	pzdichynec@csas.cz
Odbor správa aktiv – ředitel	Radek Urban	tel. +420/261 075 435	radek.urban@csas.cz
Investiční poradenství	Daniel Drahotský	tel. +420/261 075 447	ddrahotsky@csas.cz
	Petr Holeček	tel. +420/261 075 448	pholecek@csas.cz
Odbor Analýza finančních trhů – ředitel	Libor Vinklát	tel. +420/224 995 340	lvinklata@csas.cz
Analýza instrumentů s fix. výnosem	Luboš Mokráš	tel. +420/224 995 456	lmokras@csas.cz
Makroekonomická analýza (ČR)	Helena Horská	tel. +420/224 995 439	hhorska@csas.cz
Makroekonomická analýza (stř. Evropa)	Miroslav Plojhar	tel. +420/224 995 232	mplojhar@csas.cz
Analýza akcií (bankovní sektor)	Emilia Zampieri	tel. +420/224 995 217	ezampieri@csas.cz
Erste Bank Vídeň - Strategy & Sector Group CEE			
Equity Research Co-Head Henning Esskuchen (IT, média)		tel. +43/50 100 196 34	henning.esskuchen@erstebank.at
Equity Research Co-Head Günther Artner		tel. +43/50 100 115 23	guenther.artner@erstebank.at
Analýza akcií	Konrad Sveceny (telekom.)	tel. +43/50 100 173 54	konrad.sveceny@erstebank.at
	Tamás Pletser (ropa, plyn)	tel. +361/235 5133	tpletser@erstebank.com
	Grzegorz Zawada (bankovníctví)	tel. +48/22 653 9356	grzegorz.zawada@erste.ikp.pl
	Vladimíra Urbánková (farmacie)	tel. +420/221 010 555	vurbankova@csas.cz

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

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

**ČESKÁ **  
**SPOŘITELNA**