



# 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

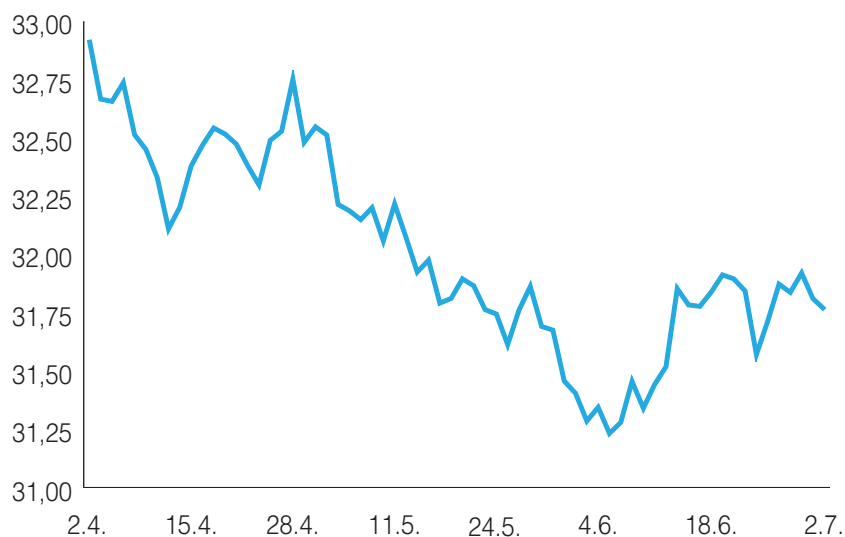
### Luboš Mokráš

+420/224 995 456  
lmokras@csas.cz

### Miroslav Plojhar

+420/224 995 232  
mplojhar@csas.cz

### Kurz CZK / EUR



Vládní krize zastavila posilování koruny. Více na str. 15

# INVESTIČNÍ STRATEGIE

## Úrokové sazby

Fed na svém červnovém zasedání zahájil cyklus zvyšování úrokových sazeb. Tempo růstu sazeb bude záviset především na vývoji inflace. Pokud zůstane růst cen slabý může si Fed dovolit pokračovat mírnými kroky. Pokud by se však projevilo zesilování inflačních tlaků, přistoupil by Fed k rychlému zvyšování úrokových sazeb. Sazby by postupně měly směřovat k neutrální úrovni, která může být mezi 3% až 4%. Pokud nedojde k dalšímu zvýšení inflace, například v důsledku opětovného růstu cen ropy, měla by ECB držet úrokové sazby na současné úrovni. K prvnímu zvýšení by mohlo dojít na jaře příštího roku, pokud bude pokračovat postupné ožívování evropských ekonomik. Také ČNB zahájila cyklus zvyšování úrokových sazeb a to poněkud dříve než se počítalo. Svědčí to o tom, že bankovní rada má v úmyslu dostat úrokové sazby na neutrálnější úroveň. Lze proto očekávat, že postupný růst sazeb bude pokračovat. Jeho tempo naznačí červencová revize inflační prognózy.

## Dluhopisy

Po tom co Fed zvýšil úrokové sazby podle očekávání o 25bp a ponechal v platnosti prohlášení o jejich pravděpodobně uměřeném dalším zvyšování by se měly dluhopisové trhy ve světě stabilizovat. Pozorně budou sledovány především údaje o vývoji inflace. Pokud by se projevily známky růstu inflačních tlaků, reagoval by jak americký tak evropský trh nervózně a mohlo by dojít k výraznému růst výnosů. Naopak slabší růstové ukazatele by výnosy tlačily lehce dolů. Nejpravděpodobnější variantou červencového vývoje je klidné obchodování a jen malé změny výnosů. Výnosy českých dluhopisů budou ovlivňovány především domácími faktory. Nervozita v souvislosti s vládní krizí by měla držet dluhopisy pod tlakem. Důležité budou poznámky z červnového zasedání bankovní rady a především revize inflační prognózy. Možný je další mírný růst výnosů.

## Měny

Kurz dolaru k euru bude nadále ovlivňován dvěma protichůdnými skupinami faktorů. Dolar bude na jedné straně podporován očekávaným růstem úrokových sazeb, na druhé straně bude proti dolaru působit obava z nestability americké ekonomiky, především z dvojího deficitu (státního rozpočtu a běžného účtu). Proti dolaru také může působit geopolitická nestabilita. Spekulace na rychlejší růst úrokových sazeb by měly dolar tlačit pod 1,20, jinak by se měl pohybovat mezi touto úrovní a 1,23. Česká koruna by se mohla dostat pod tlak kvůli vládní krizi. Pouze pokud by došlo k rychlému sestavení vlády, mohl by se její kurz k euru vrátit pod 31,50. Naopak komplikace by mohly způsobit oslabení k 32,50. Kurz může být také ovlivněn údaji o vývoji obchodní bilance a bilance běžného účtu a reálnými toky, například repatriacemi dividend.

## Akciové trhy

I přes řadu rizik očekáváme, že americké akcie budou v červenci mírně posilovat. Důvodem by měly být velmi příznivé výsledky amerických firem za 2Q zveřejněné ve druhé polovině července. Pozornost trhu se ale bude upínat i na makroekonomická čísla a možné reakce Fedu na dalším zasedání 10.srpna. Na pražské burze bude trh sledovat především vývoj akcií Zentivy a pololetní výsledky na konci měsíce. Trhu by k růstu pomohlo i vyřešení současné vládní krize.

## Obsah

Investiční strategie	2
Globální trhy	5
Politický a makroekonomický vývoj	5
Dluhopisové a peněžní trhy	6
Devizové trhy	7
Akciové trhy	8
<b>Střední Evropa</b>	<b>10</b>
Dluhopisové a peněžní trhy	10
<b>Česká republika</b>	<b>12</b>
Politický a makroekonomický vývoj	12
Dluhopisové a peněžní trhy	14
Devizový trh	15
Český akciový trh	15
Přehled zpráv z akciového trhu	20
Příloha - makroekonomické ukazatele - ČR	23
Makroekonomické prognózy	26
Kalendář - makro	27
Kalendář - akcie	28
Slovníček pojmů	29
Kontakty	31

## Státní dluhopisy (benchmark)

	Výnos (30.6.)	Prognóza	
USA	3M: 1,26% 6M: 1,64% 2Y: 2,68% 5Y: 3,77% 10Y: 4,58% 30Y: 5,29%	→	Pro vývoj amerických dluhopisů bude klíčové očekávání tempa a rozsahu růstu úrokových sazeb. Pokud by se objevily příznaky zvyšování inflačních tlaků, což by zvyšovalo pravděpodobnost rychlého a výrazného růstu sazeb, mohlo by dojít k dalšímu rychlému růstu výnosů. Pokud zůstane inflace pod kontrolou je pravděpodobná stagnace až pomalý růst výnosů.
EU	3M: 2,15% 6M: 2,12% 1Y: 2,28% 5Y: 3,57% 10Y: 4,32% 15Y: 4,66%	→ ↘	Evropské dluhopisové trhy by v následujícím měsíci měly především sledovat vývoj v USA. Dá se očekávat, že podobně jako v předchozích měsících bude vliv vývoje v USA tlumený. Z domácích faktorů bude hrát největší roli vývoj inflace. Případné příznaky vzniku inflačních tlaků by vedly k růstu výnosů.
ČR	3M: 2,35% 6M: 2,58% 1Y: 2,56% 5Y: 4,44% 10Y: 5,21% 15Y: 5,50%	→ ↗	V následujícím měsíci budou obchodování na českém dluhopisovém trhu ovlivňovat tři základní faktory: očekávaný vývoj úrokových sazeb ČNB, dění na politické scéně a chování světových dluhopisových trhů. Pravděpodobná je proto vyšší volatilita a převažovat by měl růst výnosů. Možné je další zvýšení rozdílu mezi českými a německými výnosy.
Polsko	3M: 5,95% 6M: 6,31% 1Y: 6,31% 2Y: 7,48% 5Y: 7,51% 10Y: 7,23%	→ ↗	Předpokládáme negativní vliv červnového zvýšení sazeb a výhled na další zvýšení úrokových sazeb zejména na dluhopisy na krátké a střední části výnosové křivky. Rovněž současná stabilizace politické situace není skutečným řešením vzniklých problémů a schopnost vlády prosadit nutné fiskální reformy bude spíše malá.
Maďarsko	3M: 11,43% 6M: 11,31% 1Y: 11,13% 5Y: 9,77% 10Y: 8,54%	→ ↘	Vysoký růst HDP, stabilizace měnového kurzu na hladině 250 HUF/EUR a výhled dalšího snížení úrokových sazeb NBH by mělo působit ve prospěch střednědobého poklesu výnosů maďarských dluhopisů, zejména na krátkém a středním konci výnosové křivky. Rizikem je přenos negativního sentimentu ze zahraničí a zejména obavy o udržitelnost současné makroekonomické situace a plnění slibů vlády ohledně cílů v rozpočtové oblasti

## Měny (kurz střed)

	Kurz (30.6.)	Prognóza	
USD / EUR	1,2199	→	Kurz dolaru k euru by měl pokračovat v kolísání poblíž 1,20. Zprávy podporující očekávání výraznějšího růstu úrokových sazeb by měly podporovat dolar, naopak informace zpochybňující sílu růstu amerického hospodářství by měly působit proti dolaru. Dolar by mohl také být negativně ovlivněn geopolitickými problémy, především pokračujícím násilím na Středním východě.
CZK / EUR	31,92	→	Kurz koruny k euru bude ovlivňován především aktuální politickou situací a očekávaným vývojem úrokových sazeb ČNB. Pokud bude jednání o sestavení nové vlády probíhat klidně a zejména pokud by došlo k rychlé dohodě o vypsání předčasných voleb, mohla by se koruna vrátit k posilování. Čím vyšší budou očekávání růstu úrokových sazeb, tím silnější by měl být tlak na posilování koruny.
HUF / EUR	250,91	→	I přes vysoký úrokový diferenciál, poměrně dobré makroekonomické výsledky a výhled dalšího snížení úrokových sazeb NBH je perspektiva posílení forntu omezená kvůli riziku vlivu růstu výnosů ve světě na výnosy maďarských dluhopisů, riziko špatných makro čísel a zejména problémy vlády dostat cílům v plnění státního rozpočtu či otevřený spor mezi vládou a centrální bankou. Rizika oběma směry považujeme za vyrovnaná, a proto očekáváme stagnaci měnového kurzu na hladině 250 HUF/EUR s možností krátkodobých oslabení.
PLN / EUR	4,5025	→	Ve střednědobém horizontu očekáváme posilování fundamentálně podhodnocené polské měny na cílovou hodnotu 4,40 PLN/EUR na konci roku. V měsíčním výhledu je zde však silné riziko korekce předchozího výrazného posílení, kdy startovním impulsem mohou být problémy se schvalováním Hausnerova plánu.
SKK / EUR	39,86	→	Národní banka Slovenska bude nadále bránit výraznějšímu posilování koruny různými nástroji – omezenými repo tendry, intervencemi či dalším snížením úrokových sazeb do konce roku. Ve střednědobém horizontu existuje prostor pro mírné posílení díky silným makroekonomickým fundamentům.

## Akciové trhy

	Kurz (30.6.)	Prognóza	
USA & Evropa	S&P500: 11 40,84  DJ Stoxx 50: 2 687,68	→ ↗	Očekáváme, že se trhy nechají alespoň částečně ovlivnit dobrými firemními výsledky za 2Q a tentokrát na ně budou reagovat pozitivně. Negativních rizik ale zůstává více než dost. Útoky na cíle v Iráku či Saúdské Arábii mohou opět destabilizovat region a zvýšit cenu ropy s negativním dopadem na ceny akcií a navíc koncem měsíce se na trh mohou vrátit obavy z dalšího růstu úrokových sazeb. Zhoršená makroekonomická data (viz poslední údaje z trhu práce) mohou vrhat pochyby na ekonomické oživení, zatímco naopak příliš dobrá makro data budou zase vzbuzovat obavy z růstu sazeb. Přesto zůstáváme mírnými optimisty.
ČR	PX-D: 1994,8  PX 50: 793,5	→ ↗	Domníváme se, že i přes obvyklou prázdninovou letargii mohou akciové indexy zaznamenat v červenci mírný růst. Základním předpokladem je růst zahraničních trhů tažený úspěšnými výsledky amerických firem za 2Q. Dalším motivem růstu na konci měsíce mohou být pololetní výsledky českých společností zveřejňované poslední červencový den. V posledních dvou letech akcie tento den vždy posilovaly.

## České akcie

	Kurz (30.6.)	Prognóza	
Č e s k ý Telecom	319,50 Kč		Vzhledem k tomu, že Česká spořitelna se stala jedním z poradců při privatizaci Českého Telecomu, nebudeme na tomto místě zatím zveřejňovat měsíční predikce vývoje kurzu akcií Českého Telecomu a náš komentář o očekávanému vývoji ceny akcie v následujícím měsíci.
České radiokom.	420,10 Kč	→	Prodej akcií menšinovým akcionářem Netla Management mohl být studenou sprchou pro kurz těchto akcií. Poněkud překvapivě ale domácí investoři nepanikaří a zbytečně neprodávají. Zatím to tedy nevypadá, že by cena akcie měla začít výrazněji klesat, i když toto riziko zde stále existuje. Nicméně poslední zprávy o plánovaných akvizicích naznačují, že společnost snad již začíná plánovat svoji budoucnost. To naznačuje, že hlavní akcionář má opět zájem o rozvoj firmy. Plánovaná a medializovaná akvizice Contactelu ale může být rizikovým prvkem.
ČEZ	184,59 Kč	→ ↗	Úspěšná bulharská akvizice a pozitivní výsledky za 1H/2004 na konci měsíce by měly posouvat kurz akcií dál směrem k psychologické hranici 200 Kč.
Unipetrol	74,90 Kč	→	Zásadním problémem Unipetrolu je fakt, že nikdo zatím neví, zdali menšinová akcionářská Česká rafinérská uplatní kupní opci a koupí od Unipetrolu zbylé akcie rafinérie. Podle některých názorů je cena České rafinérské relativně nízká (235 mil. dolarů za 51% podíl), a proto by ENI, Shell a ConocoPhillips mohly opci využít a akcie obratem se ziskem prodat. Spekuluje se, že silný zájem má ConocoPhillips, s ním má ale PKN podepsanou dohodu o spolupráci a proto by se dalo čekat, že budou postup vzájemně koordinovat. Pokud ale Unipetrol ztratí většinový podíl na rafinérii, PKN asi zaplatí za 62,99% akcií Unipetrolu nižší cenu a odkupní cena pro menšinové akcionáře bude také nižší. Ve hře je stále mnoho variant. Protože ENI, Shell a ConocoPhillips mají na rozhodnutí až 60 dní, výsledek se v červenci asi ještě nedovíme. Mohou se ale objevovat spekulace (viz ministr průmyslu 28.6.), které mohou kurzem akcií výrazně hýbat. Investoři by měli být velmi opatrní.
Komerční banka	2.937 Kč	→	Kurz akcie klesne 14.července o hodnotu vyplácené dividendy, tj. cca 200 Kč. Pokud budeme ignorovat tuto technickou úpravu kurzu, předpokládáme, že akcie bude v červenci více méně stagnovat. Pozornost trhu se soustředí na výsledky za 1H prezentované na konci měsíce. Protože cena akcie je na výsledky velmi citlivá, zveřejněná data představují riziko, že v případě jiných než očekávaných čísel se cena akcie může poslední den v měsíci výrazněji vychýlit.
Philip Morris CR	15.945 Kč	→ ↗	Po mimořádném propadu během května akcie podle očekávání v první polovině června rostla. Na konci června ale akcie reagovala negativně na současnou vládní krizi a propadla se opět pod úroveň 16.000 Kč. Podle našeho názoru je cena pod 16.000 Kč dostatečně atraktivní na to, aby přilákala investory. Očekáváme proto mírný růst. Přísnější pravidla tabákové reklamy uplatňovaná od 1.července by na cenu akcie neměly mít zásadnější vliv.

**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.

# GLOBALNÍ TRHY

## Politický a makroekonomický vývoj

Fed splnil očekávání a zvýšil úrokovou sazbu na 1,25%

V červnu zůstalo v centru pozornosti zasedání FOMC, které se konalo na konci měsíce. Fed nakonec naplnil očekávání, když zvýšil úrokové sazby o 25 bp na 1,25% a ve svém prohlášení po skončení zasedání ponechal formulaci slibující uměřený růst sazeb. Prohlášení však také bylo nově doplněno zmínkou o odhodlání splnit závazek udržet cenovou stabilitu, což znamená, že v případě silících inflačních tlaků Fed přejde k rychlému zvyšování úrokových sazeb. Další zasedání FOMC se koná 10. srpna a pokud nedojde k razantnímu růstu cen, Fed pravděpodobně opět zvýší úrokové sazby o 25bp na 1,5%.

V květnu pokračoval růst počtu pracovních míst v USA

Třetím měsícem pokračoval rychlý růst počtu pracovních míst v USA. Potvrdil se tak přechod do fáze oživení ekonomiky, ve které dochází ke zvýšené tvorbě pracovních míst. Vzhledem k tomu, že se s oživením růstu o nalezení práce začíná zajímat také část lidí, kteří v období recese na hledání pracovního uplatnění rezignovali, nedochází ani při rychlém růstu počtu pracovních míst k poklesu míry nezaměstnanosti. Zároveň to také znamená, že ještě relativně dlouho nebude hrozit nadměrný růst mezd v důsledku nedostatku pracovních sil. Růst počtu pracovních míst by měl díky svým pozitivním důsledkům pro spotřebu upevnit všeobecný růst ekonomiky.

Finanční trhy pozorně sledovaly vývoj inflace

Velmi pozorně byly sledovány údaje o vývoji cen. Zvýšenou pozornost podpořil překvapivě jestřábí projev A. Greenspana. Po nečekaně silném růstu v dubnu se finanční trhy obávaly, že se v květnu bude situace opakovat, což by velmi zvýšilo riziko prudkého zvyšování úrokových sazeb. Květnový vývoj CPI však tyto obavy nenaplnil. Celkový růst cen byl sice relativně vysoký (meziroční růst CPI se dostal na 3,1%), ale to bylo opět do značné míry způsobeno zvýšením cen ropy. Vzhledem k tomu, že se další růst cen ropy zastavil a že jádrová inflace se udržela na 1,7% meziročně, nehrozí bezprostředně riziko vzniku inflační spirály. To ve svých projevech potvrdili i činitelé Fedu.

Aktivita ve výrobním sektoru zůstala vysoká

K dalšímu zvýšení aktivity došlo ve výrobním sektoru. Indexy nákupních manažerů zůstaly na vysokých hodnotách, ale oproti předchozím měsícům se k nim jednoznačně přidal i růst průmyslové produkce a ztlačilo také využití výrobních kapacit. Jde o další potvrzení robustnosti a velmi pravděpodobně také udržitelnosti současného růstu. Zvyšující se využití výrobních kapacit by mělo vést ke zvýšení investiční aktivity a budování nových výrobních kapacit. Tento vývoj potvrzuje, že měnový a daňový stimul pravděpodobně vyvolal udržitelný růst hospodářství. Konec června však optimismus poněkud zchladil, když byl nejprve zveřejněn slabý údaj o objednávkách dlouhodobé spotřeby poté ještě revize růstu HDP, která ho snížila na 3,9% z původních 4,4%.

Závěrečná revize údajů o vývoji HDP přinesla zklamání

Revidovaná data o vývoji HDP mimo jiné ukázala, jak silně negativně americkou ekonomiku ovlivňují vysoké schodky obchodní bilance. V dubnu dosáhla obchodní bilance dalšího rekordního schodku 48 mld USD. Zvyšování schodku tentokrát souviselo především se zhoršením exportní výkonnosti americké ekonomiky. Na dovozu z EMU se stále nijak ztlačněji neprojevuje relativní slabost dolaru, zdá se tedy, že evropské podniky se dokáží vyrovnat se současnou úrovní kurzu. Naopak pro americké výrobce není výhoda daná slabým dolarem dostatečná k tomu, aby razantně zvýšili objem vývozu.

Na začátku června vzbudilo velkou pozornost vystoupení A. Greenspana na mezinárodní konferenci v Londýně. Greenspan v tomto vystoupení poprvé otevřeně přiznal obavy z možných inflačních tlaků a možnost, že by Fed byl nucen k razantnímu zvyšování sazeb. Proti jeho předchozím vystoupením znamenal tento projev poměrně razantní změnu. Je možné, že v tomto projevu, který byl určen především mezinárodnímu publiku, chtěl Greenspan především zmírnit obavy dalších významných centrálních bank z podceňování inflační hrozby. Ve svém projevu před senátem se vrátil k optimistickému způsobu vyjadřování a opět tvrdil, že inflace v dohledné budoucnosti pravděpodobně nebude představovat hrozbu a že růst sazeb v USA může být uměřený.

A. Greenspan připustil možnost rychlejšího růstu úrokových sazeb

Po překvapivém Greenspanově projevu s podobnými názory vystoupilo několik dal-

ších čelných představitelů Fedu. Všichni vyjádřili odhodlání udržet cenovou stabilitu a dostát tak základnímu poslání americké centrální banky. Zároveň převážně opakovali důvody, proč je nepravděpodobný výraznější vzestup inflace a proč tedy Fed nebude muset přistoupit k razantnímu zvyšování cen. Předpoklad nízkých inflačních tlaků se opírá zejména o stále nízké využití výrobních kapacit. I po jeho několikaměsíčním růstu zůstává využití kapacit stále hluboko pod hodnotami, které by hrozily vyvoláním inflačních tlaků. Proti růstu cen by měly působit také dovozy ze států s levnou pracovní silou. Podle představitelů Fedu je současný růst inflace dočasný a souvisí především se zvýšením světových cen ropy.

#### Růst evropského hospodářství zůstává relativně slabý

Po tom co na začátku června povzbudil náladu na finančních trzích pozitivní vývoj evropských indexů nákupních manažerů, přinesl konec měsíce zklamání v podobě slabších než očekávaných konjunkturálních indexů institutů ZEW a IFO. Podle prezidenta institutu IFO H-W. Sinna je výkonnost německého hospodářství negativně ovlivňována především trvajícím pesimismem spotřebitelů a s tím související nízkou spotřebitelskou poptávkou. Oživení německé ekonomiky je tak taženo prakticky výhradně exportem a je proto velmi citlivé na poptávku v zahraničí, zejména v USA a Číně. Pokud by vývoz do těchto států poklesl, ať už kvůli nadměrnému posílení eura nebo kvůli zpomalení růstu americké nebo čínské ekonomiky, znamenalo by to pro německou a přeneseně evropskou ekonomiku podstatný problém.

#### Do evropské inflace se silně promítly vyšší ceny ropy

Také v evropské inflaci se negativně projevil vzestup cen ropy. Podle ohlasů předních činitelů ECB by však vzestup inflace měl být jen dočasný. Přesto se v několika vystoupeních objevily náznaky obav z možných negativních důsledků pro cenovou stabilitu. Rizikem je především možný tlak na růst mezd ze strany odborů. Pravděpodobnost, že by ECB reagovala v nejbližších měsících zvýšením sazeb je však nepatrná. Zároveň se také podstatně snížila šance, že by ECB byla ochotna podpořit pozvolné ožívování evropských ekonomik dalším snížením úrokových sazeb. Tomu, že růst inflace byl jen přechodnou záležitostí nasvědčují předběžné údaje z Německa za červen. U pohonných hmot došlo k mírnému poklesu, který by mohl pokračovat i v dalších měsících.

#### Ceny ropy klesly po zvýšení těžebních limitů OPEC

Na přelomu května a června došlo ke zlomu ve vývoji cen ropy. Přispělo k tomu zejména uvolnění limitů na těžbu ropy kartelu OPEC. Pozvolna se začaly zvyšovat zásoby v USA, což pomohlo uklidnit trh. V průběhu června situaci zkomplikovala stávka v Norsku a útoky proti ropným zařízením v Iráku, ale tyto události zvrát v postupném poklesu ceny ropy nepřinesly. Pokud se nezkomplikuje situace na Středním východě, měl by pomalý pokles cen ropy pokračovat. Teroristické útoky však mohou situaci opět zkomplikovat a vést k dalšímu zvýšení cen ropy.

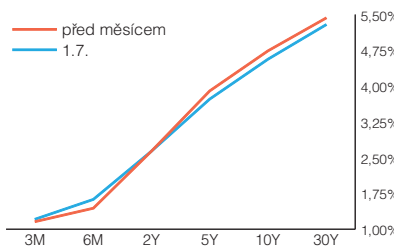
## Dluhopisové a peněžní trhy

### USA

#### Dluhopisový trh vyčkával na červnové vtezení FOMC

Obavy z inflačních tlaků spolu s nečekaně ostrým projevem A. Greenspana na začátku června vedly k dalšímu postupnému růstu výnosů. Ke zlomu došlo až v polovině měsíce po zveřejnění údajů o vývoji inflace, které nepotvrdily nejhorší obavy. Následný pokles výnosů však nebyl nijak výrazný, protože trh nadále počítá s výrazným, i když pozvolným, růstem úrokových sazeb. Od poloviny měsíce trh přešlapoval na místě, protože mu jednak chyběly výraznější impulsy a jednak převládalo čekání na klíčové zasedání FOMC na konci června. Výnos desetiletého dluhopisu do poloviny června vzrostl na 4,85% a poté rychle klesl na 4,65%. Na této úrovni se držel téměř do začátku července.

#### Americká výnosová křivka



#### Pozvolný růst úrokových sazeb by měl zklidnit obchodování a může vést k mírné korekci

Charakter obchodování v květnu by měl být určen převážně reakcí trhu na výsledek zasedání FOMC. Očekávané zvýšení úrokových sazeb a ponechání věty o možnosti uměřeného růstu v dalších měsících trh do značné míry uklidnilo. Trh se nyní soustředí především na údaje o inflaci. Pokud nedojde k výraznějšímu růstu cen lze očekávat převládající tendenci k mírnému poklesu výnosů. Tuto tendenci by podpořily případné slabší růstové ukazatele. Investoři také budou pozorně sledovat názory představitelů Fedu na vývoj cen. Obchodování v průběhu července a srpna bude pravděpodobně klidnější, trh se rozhybe až v září a v té době kromě vývoje úrokových sazeb bude koncentrovat pozornost na blížící se prezidentské volby.

Kromě úrokových sazeb budou investoři ve střednědobém výhledu se zvýšenou pozorností sledovat také závěr prezidentské předvolební kampaně

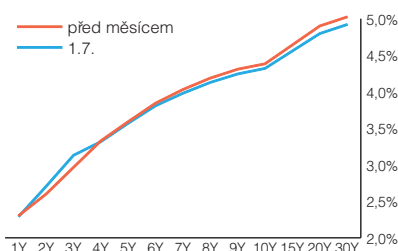
V šestiměsíčním horizontu jsou v zásadě možné dva scénáře vývoje. Prvním je pozvolný růst úrokových sazeb, který je do značné míry započítán v cenách dluhopisů. Výnosy by proto měly stagnovat až mírně růst a mělo by docházet ke zplošování výnosové křivky. Předpokladem pro naplnění tohoto scénáře je, že inflace se bude držet v blízkosti současných úrovní. Tomuto scénáři by také pomohl pomalejší růst americké ekonomiky. Druhou možností je rychlý růst úrokových sazeb. Trh se této možnosti obává, ale není započítána v cenách. Pokud by Fed přešel k rychlému růstu sazeb lze očekávat razantní růst výnosů po celé délce výnosové křivky. Podmínkou pro tento scénář je zřetelný růst inflace. Přispěl by k němu velmi silný růst amerického hospodářství. Obchodování bude také ovlivňováno průběhem prezidentské předvolební kampaně.

## EMU

Červnové obchodování v EMU bylo velmi klidné

Evropské dluhopisové trhy prožily v červnu klidný měsíc. Výnosy se pohybovaly v úzkých rozmezech a ovlivňovalo je především dění na americkém trhu. Investoři nijak ztlačněji nereagovali ani na výsledky voleb do Evropského parlamentu ani na občasná prohlášení činitelů ECB. Výnos desetiletého dluhopisu se držel v pásmu 4,30% až 4,40%. V první polovině měsíce stagnoval pod horním okrajem intervalu a ve druhé postupně pomalu klesal.

### Německá výnosová křivka



Ve střednědobém horizontu by měl evropský trh sledovat trend v USA

Na evropských trzích by v průběhu léta měla převládat tendence k mírnému poklesu výnosů. Lze očekávat, že rozhodující vliv bude mít červnové zasedání FOMC. Umírněný růst úrokových sazeb v USA by měl dále zklidnit evropské trhy. Pokud bude pokračovat pokles cen ropy, měly by se mírnit obavy ze zvyšování inflačních tlaků. Trh bude také sledovat růstové ukazatele a pokud by naznačovaly slábnutí oživení, přispělo by to k tendenci k lehkému poklesu výnosů. Obchodování bude také ovlivněno nižší prázdninovou aktivitou.

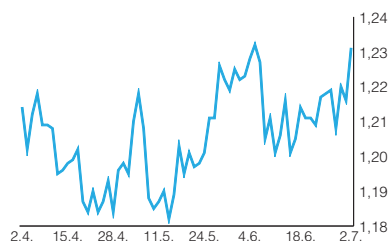
V šestiměsíčním horizontu by měl u evropských dluhopisů převažovat vliv vývoje v USA. Z domácích faktorů bude důležitý především vývoj inflace. Pouze kdyby došlo ke ztlačněnému zvýšení inflačních tlaků a následně vzrostlo riziko růstu úrokových sazeb, dostalo by evropské obchodování výraznější domácí impuls. Pokud sazby v USA porostou postupně a pomalu, měly by evropské dluhopisové trhy pokračovat v praktické stagnaci s možnou tendencí k pomalému mírnému růstu výnosů. Pokud by v USA došlo ke zrychlení růstu sazeb, dostal by se pod tlak také evropský trh, ale růst výnosů by zde měl být ztlačněně mírnější než v USA.

## Devizové trhy

### USD / EUR

Varování A. Greenspana před možností rychlejšího růstu úrokových sazeb vedlo k posílení dolaru

### Kurz USD / EUR



Kurz dolaru k euru byl na začátku června pod tlakem, který začal v první polovině května. V tomto období převažoval názor, že perspektiva vyšších úrokových sazeb nestačí vyvážit nerovnováhy americké ekonomiky. Proti dolaru navíc působil negativní vliv vysokých cen ropy. Obrat ve vývoji přinesly dvě události. První bylo vystoupení A. Greenspana, ve kterém naznačil možnost rychlého růstu úrokových sazeb, pokud by došlo k nadměrně rychlému růstu inflace, a druhou byl pokles cen ropy po zasedání kartelu OPEC, které zvýšilo těžební kvóty. Kurz poté kolísal mezi 1,195 až 1,215 podle okamžitých krátkodobých impulsů. Trh byl stále více pod vlivem očekávání červnového zasedání FOMC a nebyl proto schopen vytvořit jednoznačný trend.

Mírný růst úrokových sazeb v USA by neměl výrazněji ovlivnit vývoj kurzu. Pozornost eurodolarového trhu se proto v průběhu července bude koncertovat na zveřejňované údaje, především na data o vývoji inflace v USA. Vývoj kurzu mohou ovlivnit také geopolitické události především vývoj na Středním východě. Kurz by měl kolísat v širokém pásmu 1,18 až 1,23. Pouze výrazná změna očekávání vyvolaná nepředvídatelnou významnou událostí by mohla posunout kurz z tohoto pásma.

Ve střednědobém horizontu bude nejdůležitějším faktorem ovlivňujícím kurz rychlost růstu sazeb v USA

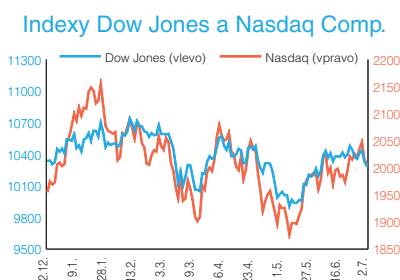
Střednědobý vývoj kurzu zůstává nadále velmi nejistý. Kurz je nadále pod vlivem dvou silných protichůdných faktorů a momentálně není jasné, který z nich převáží. První jsou nebezpečné nerovnováhy americké ekonomiky (deficit běžného účtu, deficit státního rozpočtu a vysoké zadlužení domácností), druhým silný růst amerického hospodářství a s tím související očekávané zvyšování úrokových sazeb. Podle našeho názoru je pravděpodobné, že střednědobě převáží druhá skupina faktorů a že tedy

dolar bude posilovat. V tomto očekávání hraje roli i to, že americká měna je nadhodnocena především k asijským měnám, kdežto vůči euru je už dolar slabý. Pro euro není pozitivní ani stále chabá výkonnost evropských ekonomik. Pokud však nedojde k postupnému zmírnění nerovnováhy americké ekonomiky lze očekávat v dlouhodobém výhledu podstatné oslabení dolaru vůči všem důležitým světovým měnám.

## Akciové trhy

### Americké akcie budou v červenci sledovat zisky firem za 2Q

V červnu trhy částečně korigovaly květnový výprodej



Po květnovém výprodeji, který způsobily rostoucí ceny ropy a obavy z rychlého růstu úrokových sazeb nastalo v červnu poměrně klidné období charakteristické mírným růstem. Ceny ropy začaly klesat až na konci května poté, co byl ohlášen plán zvýšení dodávek ropy do USA z některých zemí a současně kartel OPEC začal zvažovat zvýšení těžebních kvót. V červnu se ceny ropy pohybovaly v intervalu 37 - 39 dolarů / barel (ceny futures na burze NYMEX) a na konci června dokonce spadly až pod 36 dolarů. Oproti květnovým cenám, které šplhaly výrazně nad 40 dolarů / barel byl červen mnohem klidnějším měsícem. Ropa přestala být pro akciové trhy určující komoditou a trhy obrátily svoji pozornost na úrokové sazby a makroekonomická data. A protože se růst sazeb o 25bp již obecně očekával, trhy mohly částečně korigovat květnový propad.

#### VÝVOJ INDEXŮ

	Hodnota indexu		% změna za			
	30.6.	31.5.	1M	3M	12M	r. 2004
S&P500	1 140.8	1 120.7	1.8%	1.3%	17.1%	2.6%
Dow Jones	10 435.5	10 188.5	2.4%	0.8%	16.1%	(0.2%)
Nasdaq	2 047.8	1 986.7	3.1%	2.7%	26.2%	2.2%
DJ Stoxx 50	2 687.7	2 669.4	0.7%	0.9%	12.2%	1.0%
FTSE 300	998.28	986.44	1.2%	1.7%	17.3%	4.2%

Spekulace na zvýšení sazeb o 50bp se nepotvrdily

Akciové indexy se po celý měsíc pohybovaly poměrně v úzkém pásmu mírně rostoucího trendu. V cenách akcií již bylo započteno očekávané zvýšení sazeb o 25 bazických bodů, i když po některých velmi silných makroekonomických datech se vynořily spekulace, že by Fed mohl zvýšit sazby rovnou o 50bp. V naší minulé měsíční zprávě jsme ale předpověděly růst sazeb o 25bp, což se nakonec potvrdilo. Důležitější než samotný fakt zvýšení sazeb, který je jistě nevyhnutelný a trhy s ním počítají, byl doprovodný komentář, který měl naznačit, jakým způsobem bude Fed v budoucnu sazby dále zvedat. Předpokládali jsme, že se rétorika Fedu nijak výrazně neodchýlí od posledního prohlášení, což se také potvrdilo. Fed opět naznačil, že bude sazby zvedat 'uměřeným' způsobem a potvrdil odhodlání držet cenovou stabilitu.

Další zvyšování sazeb se obecně očekává, bude ale záviset na stavu ekonomiky

Trhy se tak dověděly přesně to, co chtěly slyšet, tj. že Fed pravděpodobně zvýší úrokové sazby i ve druhé polovině roku, bude to ale zvýšení postupné a nikoliv skokové. Momentálně trhy očekávají, že úrokové sazby budou na konci roku na úrovni 1,75 - 2%. Pokud by se ale ekonomické oživení začala zvolňovat, je možné, že Fed bude zvyšovat sazby mírnějším tempem. Vzhledem k dost negativní sadě posledních makroekonomických dat (jen 112 tis. nově vytvořených pracovních míst v červnu, výrazný pokles prodej osobních aut v červnu, oslabení chicagského indexu PMI) není ale vyloučené, že Fed s dalším zvýšením sazeb počká. Na další rozhodnutí si počkáme až do 10. srpna. Pokud ale bude Fed sazby zvyšovat postupně a po 25bp, trhy nemusí nutně reagovat negativně. Každopádně pro tuto chvíli přestal být Fed na nějakou dobu tématem číslo jedna a akcie se proto budou moci opět více koncentrovat na firemní výsledky za 2Q.

Zisky firem ve 2Q opět silně porostou

Podle všech předpokladů lze očekávat, že zisky firem z indexu S&P500 ve 2Q budou velmi úspěšné. Jestliže na počátku dubna trh čekal, že firemní zisky ve 2Q porostou meziročně o 14,9%, nyní se čeká růst již o 20,8%. Protože ale firmy běžně překonávají odhady trhu o cca 3%, lze reálně počítat s růstem o 25%. Je to sice méně než 27,5% v 1Q/2004 a 28,5% v 4Q/2003, přesto je to ale úctyhodné číslo. Navíc v mezidobí mezi 1Q a 2Q výrazně ubylo negativních firemních varování na 2Q a jejich počet je zatím dokonce nižší než počet pozitivních firemních oznámení. 2Q se tak velmi pravděpodobně zařadí jako již třetí velmi úspěšné čtvrtletí v řadě.



Trhy ovšem zatím na úspěšné 1Q nijak pozitivně nereagovaly a od počátku roku stagnují. Důvodem jsou samozřejmě ceny ropy, obavy ze zvýšení sazeb, situace v Iráku i rizika terorismu. Trhy ale jednou budou muset zareagovat na růst firemních zisků růstem cen akcií, protože za současné situace jsou ceny akcií stále levnější. P/E trhu (poměr hodnoty indexu S&P500 versus součet zisků firem z indexu) klesl zatím na 16,9 (počítáno z pohledu budoucích zisků), což je již pod průměrem za poslední dva roky a výrazně pod úrovní z konce minulého roku (18,6). Pokud by v červenci akcie stagnovaly, bude P/E trhu na konci měsíce jen 16,5.

#### Pro červenec zůstáváme mírnými optimisty

Jak jsme se již zmínili v předchozím textu, poslední data z trhu práce byla výrazně slabší než se očekávalo. Přírůstek pracovních míst jen o 112 tis. naznačuje, že červnový ekonomický růst mohl být slabší než v předchozích měsících. Trhy budou zřejmě na toto číslo reagovat krátkodobě negativně, postupně by se ale pozornost měla stáčet na zisky firem, které začnou být prezentovány ve druhé polovině měsíce. V tuto dobu bychom očekávali růst cen akcií. Samozřejmě, že bude záviset na tom, zdali se podaří udržet pod kontrolou situace v Iráku, kde na konci června došlo k předání moci formálně do roku prozatímní irácké vlády. Pokud by pokračovala série teroristických útoků na ropná pole, příp. na cíle v Saúdské Arábii, cena ropy opět poroste a nervózní investoři se budou na trhu akcií držet zpátky. Koncem měsíce začnou trhy navíc vyhodnocovat makroekonomická data a spekulovat na další verdikt Fedu o nastavení úrokových sazeb. Je ale více než jisté, že s blížícími se prezidentskými volbami v USA nebude chtít Fed trhy překvapovat nějakými nečekanými změnami. Eventuální očekávání dalšího zvýšení sazeb o 25bp by ale nemělo být výraznější překážkou pro mírný růst cen akcií. Zůstáváme tedy mírně optimističtí s tím rizikem, že vliv všech ostatních negativních faktorů opět (stejně jako v dubnu 2004) zastíní skutečnost, že americké firmy přes všechny potíže velmi úspěšně zvyšují svoje zisky.

#### VÝVOJ SEKTORŮ V USA

	VI-04	V-04	IV-04	3M	6M	12M
Informační technologie	2.8%	3.5%	-4.1%	2.0%	0.6%	21.3%
Internet	5.8%	6.6%	-4.2%	8.1%	13.1%	45.6%
Síťová zařízení	7.5%	3.0%	-13.6%	-4.4%	3.7%	44.5%
Výrobci počítač. techniky	2.8%	4.7%	-4.2%	3.1%	-1.9%	-1.9%
Pouze výrobce PC	12.5%	6.5%	-9.7%	8.2%	27.7%	46.1%
Polovodiče	-0.8%	10.2%	-9.0%	-0.4%	-4.5%	34.9%
Telekomunikace	1.0%	-0.9%	-4.1%	-4.0%	5.2%	16.9%
Bezdrát. telekomunikace	2.8%	3.0%	-3.8%	1.8%	19.1%	46.4%
Biotechnologie	1.7%	-1.9%	-0.6%	-0.8%	6.5%	20.9%
Farmacie	-1.9%	0.0%	3.4%	1.4%	-3.1%	-1.1%
Zdravot.a kosmet. zboží	1.3%	4.0%	-4.0%	1.2%	5.6%	28.6%
Spotřebitelské služby	-0.3%	-0.3%	3.0%	2.3%	1.5%	4.4%
Doprava	0.5%	0.7%	-1.6%	-0.5%	0.5%	17.0%
Bankovníctví	-0.3%	1.6%	-5.3%	-4.0%	-0.8%	12.7%
Finančníctví	0.3%	1.7%	-4.8%	-2.9%	1.2%	16.5%
Petrochemie	5.4%	0.0%	1.8%	7.3%	13.3%	34.6%
Energetika	6.4%	-0.6%	1.6%	7.4%	14.1%	31.1%
Utility	1.2%	0.5%	-3.9%	-2.3%	1.8%	7.2%
Základní průmysl	5.0%	2.1%	-4.7%	2.2%	-0.1%	29.3%

# STŘEDNÍ EVROPA

## Dluhopisové a peněžní trhy

### Maďarsko

Proti našim očekáváním (stagnace výnosů) maďarské dluhopisy v červnu mírně oslabily. Opět se prokázala silná citlivost místních dluhopisů na jakékoli špatné makroekonomické údaje, které by mohly ohrozit obraz udržitelného hospodářského růstu, postupné konsolidace makroekonomických nerovnováh a znovuzískání kredibility maďarské centrální banky (NBH). Po zprávě o vysokém dubnovém schodku obchodní bilance (a následně celého běžného účtu) a nad očekávání vysokou květnovou inflaci výnosy skokově vzrostly o 60 bps. I přes následnou korekci výprodejů vzrostly za celý měsíc o 30-40 bps. Špatná makro čísla rovněž oddálila další snížení úrokových sazeb NBH.

#### Střednědobě čekáme pokles výnosů

Ve střednědobém horizontu předpokládáme pokles výnosů, zejména na krátkém a střední konci výnosové křivky. Ke snížení spreadu by měl působit relativně vysoký očekávaný růst HDP, stabilizace měnového kurzu na hladině 250 HUF/EUR a předpokládané snižování úrokových sazeb. Rizikem tohoto nejpravděpodobnějšího scénáře je přenos sentimentu ze zahraničí (růst úrokových sazeb v USA), špatná makro čísla (např. běžného účtu) a zejména nedostatečné plnění slibů vlády ohledně cílů ve fiskální oblasti či případné spory vlády s centrální bankou.

Rovněž v měsíčním horizontu předpokládáme mírný pokles výnosů na maďarských dluhopisech, tedy korekci předchozího oslabení.

### Polsko

Oproti našemu očekávání (mírný růst výnosů) výnosy polských dluhopisů v průměru stagnovaly. Trhy v průběhu měsíce pozitivně reagovaly na zprávy ohledně vysoké pravděpodobnosti úspěchu vlády Marka Belky a na zprávu o jeho skutečném úspěchu. Výnosy klesaly zejména u středních a dlouhých dluhopisů. V závěru měsíce výnosy opět vzrostly v očekávání růstu úrokových sazeb NBP (nad očekáváním vysoký růst HDP v 1Q04, květnové spotřebitelské i produkční ceny a tedy i růst inflačních očekávání). Byly to rovněž i neověřené (a prozatím nepravdivé) zprávy ohledně odstoupení ministra hospodářství Jerzy Hausnera. Nervózní reakce na zprávu o setrvávání Hausnera ve vládě ukázaly, že se pozornost trhu opět přesune k pokroku ve schvalování nutných fiskálních a ekonomických reforem. Je otázkou, na kolik je Belkova vláda schopna prosadit klíčové reformy, vezmeme-li v úvahu oznámené další hlasování o důvěře vládě v době schvalování rozpočtu (v říjnu) a předčasné volby na začátku příštího roku. Předpokládáme, že schopnost prosadit reformy bude spíše malá. Skutečným řešením vleklé politické krize budou až parlamentní volby.

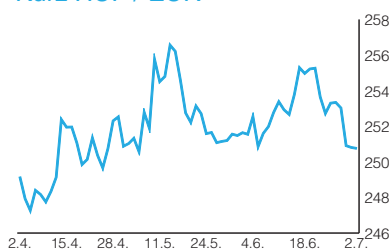
#### V červnu čekáme růst výnosů

Na vývoj polských dluhopisů budou působit dvě skupiny protichůdných faktorů. Ve prospěch zastavení růstu výnosů by mělo působit částečné zklidnění politické situace, příslib pokračování tzv. Hausnerova plánu a silné hospodářské oživení, které zlepší hospodaření veřejných rozpočtů, a v neposlední řadě i nedávné posílení zlotého, které sníží váhu polského vládního dluhu na HDP. Ve prospěch růstu výnosů působí zejména červnové zvýšení úrokových sazeb a vzhledem k vývoji inflace a silného ekonomického růstu i vysoká pravděpodobnost aspoň jednoho dalšího zvýšení sazeb v tomto roce. To by se mělo projevit zejména na krátkém konci výnosové křivky. Růst výnosů by měly ovlivnit rovněž výše zmíněné problémy současné vlády prosadit fiskální reformy a začátek cyklu zvyšování úrokových sazeb v zahraničí (zejména USA). V střednědobé i krátkodobé prognóze předpokládáme, že vliv zvyšování úrokových sazeb, vliv zahraničního sentimentu a částečně i problémy se schvalováním Hausnerova plánu převáží nad pozitivními faktory. Výnosy by měly růst zejména u krátkých dluhopisů.

### HUF / EUR

V souladu s našimi očekáváním forint fluktoval nad hranicí 250 HUF/EUR. Podobně jako v předchozích měsících se ukázala provázanost vývoje na devizovém a dluho-

## Kurz HUF / EUR



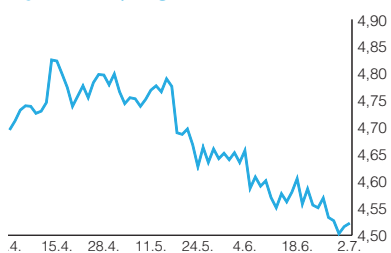
V červenci očekáváme stagnaci kurzu forintu

pisovém trhu. Tato silná propojenost je dána vysokým schodkem běžného účtu (BÚ) platební bilance a strukturou jeho financování na finančním účtu, kdy nedluhové financování deficitu běžného účtu dnes tvoří pouze 1/3 tohoto schodku. Červnový vývoj byl tedy podobně jako na dluhopisovém trhu ovlivněn vysokým schodkem dubnového běžného účtu (resp. obchodní bilance) a vyšší než očekávané květnové inflace, kdy forint oslabil až nad 255 HUF/EUR. A to i přes to, že tento schodek byl asi silně ovlivněn jednorázovým vlivem - nákupní horečkou maďarských spotřebitelů před vstupem do EU. V závěru měsíce dluhopisy i forint své ztráty korigovaly.

Ve střednědobém horizontu vnímáme vyšší pravděpodobnost mírného posílení forintu pod hladinu 250 HUF/EUR. Ve prospěch posilování působí relativně dobré makroekonomické fundamenty, vysoký úrokový diferencál a výhled dalšího snižování úrokových sazeb NBH, což by se mělo projevit ve vyšším zájmu o maďarské dluhopisy. Proti těmto faktorům působí citlivost měnového kurzu na výkyvy v náladě bondových investorů v případě špatných makro čísel (zejména o běžném účtu a státním rozpočtu).

V měsíčním horizontu se jeví rizika posílení i oslabení forintu vyrovnaná, když považujeme hladinu 250 HUF/EUR jako krátkodobě příliš silnou hladinu rezistence k překonání. Předpokládáme tudíž stagnaci měnového kurzu na hladině 250 HUF/EUR s možností krátkodobých oslabení.

## Kurz PLN / EUR



V červenci očekáváme stagnaci kurzu zlotého, v delším výhledu by ale měl dále posilovat

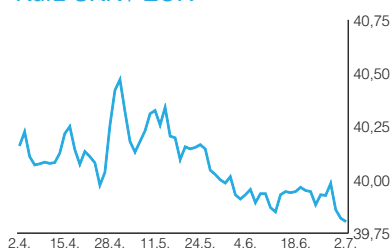
## PLN / EUR

Oproti našim očekáváním (mírné oslabení) polský zlotý pokračoval v posilování. Tento vývoj na devizovém trhu byl dán očekáváním úspěšného schválení vlády Marka Belky a vyjasněním politické situace. Náhlada na trhu s polským zlotým zůstala pozitivní i po schválení této vlády. Vzhledem k tomu, že tento úspěch byl široce předpokládán a započítán do ceny zlotého, očekávali jsme technickou korekci. Pozitivní nálada na trhu však převážila a zlotý dále posílil. V průběhu června výsledky HDP v Q104 potvrdily velmi silné hospodářské oživení, což spolu s vyšší než očekávanou inflací zvýšilo pravděpodobnost brzkého zvyšování úrokových sazeb. Na konci června Národní banka Polska sazby zvýšila o 50 bps (tržní i naše očekávání bylo pouze zvýšení o 25 bazických bodů). Tento krok dále posílil zlotý až na hranici 4,50 PLN/EUR.

I po výrazném posílení během posledních dvou měsíců stále pokládáme zlotý za fundamentálně podhodnocený, když výraznou roli na jeho kontinuálním oslabování sehrála zejména politická krize uvnitř vládní koalice. Ve střednědobém horizontu předpokládáme trend posilujícího zlotého s cílovou hodnotu 4,40 PLN/EUR na konci tohoto roku, a to díky silným makroekonomickým fundamentům a aspoň jednomu dalšímu letošnímu zvýšení úrokových sazeb. Posilování zlotého se jeví jako nejpravděpodobnější scénář i přes to, že současné řešení politické situace nepovažujeme za skutečné řešení politické krize (viz výše). K dalšímu posílení by mělo dojít po parlamentních volbách v příštím roce.

V krátkodobém výhledu vzrostlo riziko technické korekce předchozího rychlého posílení, proto v měsíčním výhledu předpokládáme stagnaci s asymetrickým rizikem ve prospěch oslabení. Zůstává otázkou, jak tato pravděpodobná korekce bude výrazná a jak bude dlouho trvat.

## Kurz SKK / EUR



## SKK / EUR

V souladu s našimi očekáváním pokračoval boj Národní banky Slovenska (NBS) proti posilování koruny, když slovenská měna tak fluktovala v úzkém pásmu 39,80-40,00 SKK/EUR. Ve prospěch dalšího posilování přišla další příznivá makroekonomická data (zejména růst HDP v prvním čtvrtletí o 5,5% vysoko nad očekáváním trhu) a rovněž klid na politické scéně. Ve volbách do Evropského parlamentu zvítězila vládní koalice, a to i přes nelichotivé výsledky v předvolebních průzkumech a nízkou volební účast. Tyto volby opět prokázaly, že zejména populistická opoziční strana Smer Roberta Fica není schopna zúročit vysoké preference v předvolebních průzkumech na vítězství ve skutečných volbách. Hlavní roli ve vývoji měnového kurzu koruny však měla NBS, která začala hojně využívat další nástroj zpomalení apreciacie koruny - odmítání části poptávky v repo tendrech či v tendrech na pokladniční poukázky, čímž efektivně snižovala základní repo sazbu o 40-60 bps. Na konci měsíce přistoupila k dalšímu snížení základní sazby právě o 50 bps na 4,5% (toto snížení jsme ještě na začátku

června očekávali až v září). Snížení úrokových sazeb však mělo na měnový kurz minimální vliv a koruna posílila na 39,85 SKK/EUR.

Střednědobě by koruna měla posilovat, střednědobě čekáme stagnaci

Výhled na vývoj slovenské měny zůstává nadále pozitivní. Hlavními faktory pro její střednědobé až dlouhodobé posilování jsou silné makroekonomické fundamenty, ekonomické reformy a prozatím i zklidnění situace politické scény. Proti posilování měny stojí centrální banka, která je vzhledem k malé likviditě slovenského trhu schopna zchladit býčí náladu trhu. NBS letos pravděpodobně ještě sníží úrokové sazby (předpokládáme snížení o 50 bps do konce roku). Je však otázkou, kam až bude ochotna zajít a přitom nestabilizovat trh jako to učinila v minulém roce maďarská centrální banka. Dosavadní vývoj ukazuje, že NBS nevdává mírné posilování koruny, jde jí však o to, aby ve vývoji nevzniklo sebe-naplňující se očekávání (podobná vývoji české koruny v roce 2001 a 2002) a koruna skokově neposílila k úrovním 37 vůči euru či ještě více. Apreciační trend koruny je nadále ohrožen latentním rizikem problémů vládní koalice a rovněž rizikem zhoršení makroekonomických fundamentů (zejména BÚ platební bilance). Krátkodobá oslabení koruny však lze považovat za dobrou nákupní příležitost. V měsíční horizontu očekáváme stagnaci kurzu na současných hodnotách. V horizontu do konce roku posílení na úroveň 39,0-39,5 SKK/EUR.

## ČESKÁ REPUBLIKA

### Politický a makroekonomický vývoj

Prospěje změna vlády ekonomice?

Premiér Vladimír Špidla v reakci na slabou podporu ve své straně se rozhodl podat demisi. Jednání, která se teprve rozbíhají, určí, kdo vládu ČSSD, KDU-ČSL a US-DEU nahradí. Bude-li to opět koaliční vláda opírající se o nejistou většinu v Poslanecké sněmovně nebo i menšinová vláda ČSSD, je z hlediska vývoje ekonomiky více méně jedno. Klíčový post ministra financí si má udržet Bohuslav Sobotka, který chce pokračovat v tzv. fiskální reformě, která je podle našeho názoru příliš povrchní, aby vyřešila alespoň některé ožehavé strukturální problémy českých veřejných financí. První signály naznačují, že vláda se bude snažit prosazovat spíše populistická opatření jako například podporu rodin s dětmi. „Zářezů“ do neefektivního sociálního, důchodového a zdravotního systému se od vlády, kterou bude sestavovat ČSSD nedočkáme. Úpravy privatizačních plánů vzhledem k předpokládaným změnám na ostatních ministerských postech však vyloučit nelze. Předčasné volby mohou sice přinést krátkodobou nestabilitu (především na koruně), ale vzbuzují alespoň malou šanci na dlouhodobější řešení problému české ekonomiky. ČR potřebuje silnou vládu, která bude odhodlána činit nepopulární kroky ve prospěch budoucnosti. Průzkumy veřejného mínění však velkou šanci na zformování silné vlády nedávají...

Růst ekonomiky má solidní základy

Růst české ekonomiky podle předběžných údajů ČSÚ zrychlil v prvním čtvrtletí 2004 z 2,8% meziročně v 1Q 2003 na 3,1%. V porovnání s koncem roku 2003 však nepatrně zpomalil (z 3,3%). Trh v průměru očekával 3,3%-tní růst. V porovnání s novými členy EU se naše ekonomika hned po Slovinku vyvíjí nejpomaleji. Polský reálný HDP si v prvním čtvrtletí připsal 6,9%, maďarský 4,2% a slovenský 5,5%. České republice se tak nedaří udržovat růstový náskok na úrovni alespoň 2 procentních bodů, které by v horizontu zhruba 10let zajistily vyrovnání ekonomické úrovně na 80% EU-15. O růst ekonomiky se v prvních třech měsících roku postaraly investice (především stavební), které vzrostly o 9,5% meziročně. Část těchto investic byla realizována pod vlivem jednorázových faktorů – změny DPH, výstavby hokejové arény a přísnějších výrobních standardů EU. Nicméně růst zahraniční poptávky po českých průmyslových výrobcích je důvodem, proč lze očekávat další i když pomalejší růst investic v ČR. Obavy domácností z růstu cen, poklesu reálných příjmů a ztráty zaměstnání se projeví na zpomalení růstu soukromé spotřeby. Skutečné zpomalení růstu nebylo ale tak zásadní, jak by se dalo očekávat vzhledem k výše zmíněným obavám. Ve skutečnosti reálné příjmy domácností vzrostly a růst cen nebyl dramatický. Z tohoto důvodu očekáváme, že spotřeba domácností sice v porovnání s loňským rokem zpomalí ale ne tak výrazně, jak jsme původně očekávali (na 3%). Zatímco v Polsku a Maďarsku za oživením ekonomiky stál vývoz, České republice se nedaří v důsledku její vysoké dovozní náročnosti využít současného růstu zahraniční poptávky ve prospěch svého růstu. Část našeho růstu tudíž „vyvážíme“ do zahraničí.

### Revize HDP upravila pohled na nedávný vývoj

ČSÚ zveřejnil další část revize národních účtů. Podle čerstvých údajů zpomalení růstu české ekonomiky nastalo dříve a to již v roce 2001 a bylo hlubší, než se původně uvádělo. Růst HDP v průběhu roku 2002 zpomalil až na 1,2% místo původních 1,5%. Naopak v roce 2000 dynamika české ekonomiky dosáhla téměř 4% (3,9% vs. původních 3,3%). Pokud by bývala ČNB znala tyto údaje, asi by v červenci 2001 sazby nezvyšovala, ale naopak snižovala. Podle našeho názoru by to však vývoj koruny příliš neovlivnilo a koruna by i tak přitížila českým exportérům. Revize národních účtů se projevila také v ukazateli ekonomické úrovně, HDP na hlavu v paritě kupní síly, který místo původních zhruba 60% průměru EU-15 dosáhne asi 64%. Čerpání peněz ze strukturálních fondů to neovlivní, ale příspěvky do rozpočtu EU může.

### Průmyslová výroba neztrácí dech

Průmyslová produkce v dubnu vzrostla meziročně o silných 10,1%, což odpovídalo tržnímu i našemu očekávání. Pokračoval silný nárůst výroby v kovodělném a hutním průmyslu, výrobě elektrických a optických strojů a chemie. Průmyslové tržby se zvýšily o 8,4% (z toho tržby z přímého exportu o 9,8%). Počet pracovních míst meziročně poklesl o 15,1 tisíc osob (o 1,3%), avšak pozitivní zprávou je, že tento pokles nadále zpomaluje. Objem nových zakázek vzrostl o 22,9% (z toho ze zahraničí dokonce o 29,5%), když největšího objemu dosáhly objednávky v automobilovém průmyslu. Průmyslové údaje potvrdily pozitivní tendence díky oživení zahraniční poptávky a nahrazování původních evropských dodavatelů novými, levnějšími partnery ze střední a východní Evropy. Za celý rok očekáváme růst průmyslové výroby o více než 6%.

### Růst cen výrobců překonává několikaletá maxima

Vysoké ceny surovin - především ropy a kovu - zvyšují v nebyvalém rozsahu výrobní náklady a ve finále i výrobní ceny. V ČR se výrobní ceny po třetí v řadě zvýšily o 0,8% meziměsíčně. V meziročním srovnání se jejich růst v květnu vyšplhal na 4,9%. Vyšší, pětiprocentní růst jsme zaznamenali naposledy v prosinci 2000. Důvodem tak náhlého vzednutí nákladové inflace je růst cen kovů a ropy, jejichž ceny rostly nejen v důsledku rostoucí světové poptávky ale také kvůli spekulacím a geopolitickým rizikům. Stabilizace cen na trzích s ropou a jejich postupný pokles zaznamenaný v červnu dává šanci na zpomalení růstu cen domácích průmyslových výrobků. Nicméně je oprávněné se domnívat, že růst PPI v ČR bude i nadále jeden z nejvyšších v EU, neboť podíl kovodělného a hutního průmyslu na domácí výrobě je v porovnání s většinou evropských ekonomik vyšší. Ačkoliv při podobně rychlém růstu výrobních cen se v minulosti spotřebitelská inflace pohybovala okolo 4%, současná situace je v mnohém odlišná. Růst cen hutních a kovodělných výrobků se může jen v omezeném rozsahu přenést do spotřebitelských cen. Cena ropy, která znatelně ovlivňuje ceny pohonných hmot a zprostředkovane i ceny dopravních služeb, již klesá. A v ostatních výrobních oborech zůstává cenová konkurence dostatečně silná, aby zabránila výraznějšímu vzplanutí cen.

### Vyřazení z evidence úřadů práce snížili míru nezaměstnanosti pod 10%

Míra nezaměstnanosti se v květnu snížila z 10,2% na 9,9%, zatímco trh očekával pokles jen na 10%. Po pěti měsících se míra nezaměstnanosti vrátila pod hladinu 10%. Sezónní práce v zemědělství, službách a stavební výrobě pomohly snížit počty registrovaných nezaměstnaných o 55 981 osob, přičemž o dodatečný, nečekaný pokles pod 10% se postaral růst počtu osob vyřazených z evidence úřadů. Nabídka pracovních sil se sice v posledních měsících nepatrně zvýšila, ale nestačí pokrýt potřeby trhu práce. Navíc se zaměstnavatelé potýkají s nevyhovující profesní strukturou pracovních sil. Po skončení letních prázdnin počítáme s přílivem čerstvých absolventů škol, kteří se na úřadech práce budou ucházet o volná pracovní místa. Počet nezaměstnaných tak opět může růst nad 10%.

### Úpravy DPH se projevily méně než se čekalo

Růst spotřebitelských cen se v květnu zrychlil na 2,7% meziročně. Trh však počítal s rychlejším oživením a to na 2,9%. Důvodem pomalejšího růstu cen byl slabší než očekávaný dopad změn DPH na ceny prodejců (podle odhadu ČSÚ jen 0,1 procentního bodu). Nejzřetelněji to bylo vidět u cen restauračních služeb, které podle měření ČSÚ vzrostly v průměru jen o 4,2% (vs. očekávaných cca 10%). Naopak méně, než by se dalo čekat, klesly ceny elektřiny, plynu a telekomunikačních služeb, které nezlevnily o méně než 3%. Sezónní pokles cen potravin byl podle očekávání zpomalen zdražením rýže a banánů v důsledku změn v celních sazbách po vstupu do EU. Naopak vstup do EU má pozitivní vliv na vývoj cen ojetých automobilů, jejichž ceny zesílenou konkurencí klesají a z části tak kompenzují růst cen pohonných hmot. Hluběji do kapsy si opět museli sáhnout uživatelé osobních služeb a služeb pro domácnost. Rovněž kuřákům a konzumentům alkoholických nápojů se zvýšily náklady. Podle našeho názoru není konec změnám spotřebitelských cen. Předpokládáme, že například restaurace ještě v průběhu dalších měsíců budou upravovat

### Maloobchod zatím strádá slabým růstem tržeb

ceny směrem nahoru.

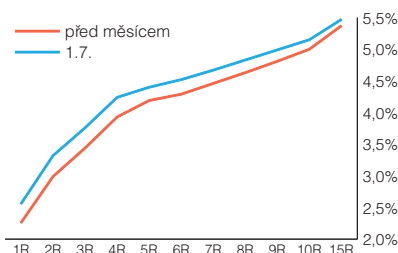
Maloobchod v dubnu utržil o 2,6% více než vloni. Po očištění o sezónní vlivy růst tržeb činil 2,9%. Výsledky splnily očekávání analytiků. Žádná nákupní horečka se před vstupem do EU v ČR oproti Polsku nekonala. České domácnosti v dubnu nejvíce utrácely za nepotravinářské zboží jako například oděvy, obuv, potřeby pro domácnost či ojetá auta. Pomaleji rostly tržby obchodům s potravinami, což v období velikonoce nebylo dosud obvyklé. Podle vývoje struktury tržeb lze usuzovat, že domácnosti jsou čím dál tím citlivější na vývoj cen zboží a že s růstem příjmů si mohou dovolit více utrácet za zbytečné zboží. Důkazem tohoto je rostoucí prodej ojetých aut, jejichž ceny vlivem levnějších dovozů ze států EU klesají, nebo rostoucí tržby prodejen oděvů, elektroniky, bílého zboží, které stále zlevňuje. Drobní maloobchodníci, kteří jen velmi těžko mohou cenou konkurovat velkým supermarketům, ztrácí podíl na trhu a jejich tržby jsou stále nižší a nižší. České domácnosti si již zvykly na slevy a na široký sortiment zboží a malé obchody využívají stále méně a převážně jako tzv. večerky. Udrží-li se současné tempo růstu tržeb a poptávka po službách se výrazně nesníží, můžeme se ve druhém čtvrtletí dočkat oživení růstu spotřeby domácností z části financované mimo jiné úvěry.

### ČNB se rozhodla nečekat a zvedla sazby o čtvrtprocentního bodu

ČNB na svém červnovém zasedání celkem překvapivě zvýšila dvoutýdenní repo sazbu na 2,25% z 2%. Jedná se o první pohyb sazeb za 11 měsíců. Tímto krokem byl uzavřen více než dvouletý cyklus uvolňování měnové politiky ČR. ČNB předběhla očekávání trhu, která směřovala na červenec 2004. Smíšené signály, které ČNB posílala, a vysoké riziko snížení růstové prognózy ČNB vyvolávaly na trhu přesvědčení, že ČNB se zvyšováním sazeb nespěchá. Opak se ukázal být pravdou. Důvodem zvýšení byla podle oficiálních informací inflace, které se sice oživuje pomalu, ale přibližuje se ke třem a více procentům. Zdá se, že ČNB se v podmínkách solidně rostoucí ekonomiky necítí bezpečně se sazbami na 2%. Podle slov některých představitelů ČNB není nutné už držet reálné úrokové sazby záporné. Proto inflace pohybující se v okolí 3% si žádá stejně vysoké nebo i vyšší než 3% úrokové sazby. Domníváme se, že ČNB zahájila cyklus zvyšování sazeb a v souladu s vývojem inflace a růstu bude sazby postupně zvyšovat dál. Ke konci roku očekáváme repo sazbu na 2,5% v případě pomalého oživování inflace a růstu eventuálně na 2,75-3% za podmínek výraznější akcelerace růstu a cen.

### Rozdíl mezi českými a německými výnosy v průběhu června výrazně vzrostl

#### Česká výnosová křivka



### V červenci může do dění na trhu zasáhnout vývoj na politické scéně

## Dluhopisové a peněžní trhy

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl v červnu při nízké intenzitě podnětů ze světa dominantně ovlivňován domácími událostmi. První polovina června měla poměrně poklidný charakter. V inflaci se projevil, méně než se očekávalo, důsledek daňových úprav a investoři proto odsunuli očekávání prvního zvýšení úrokových sazeb na červenec. Volby do Evropského parlamentu přinesly očekávanou porážku vládní koalice. Trh však bezprostředně na tyto události nijak výrazně nereagoval. Dramatickou reakci si vynutilo až nečekané zvýšení úrokových sazeb na měnovém zasedání bankovní rady ČNB. Tento krok ČNB nejen potvrdil očekávání většiny investorů, ale posílil přesvědčení, že se nejedná o poslední podobný krok a že ČNB bude ve zvyšování úrokových sazeb pokračovat. Růst výnosů byl v závěru června ještě podpořen pádem vlády generující politikou nejistoty a obavy ze zbrždění reformu. Na obchodování se bezprostředně nijak neprojevila emise prvního českého eurobondu a ani výsledky dvou aukcí v průběhu měsíce obchodování zásadněji neovlivnily. Výnos desetiletého dluhopisu vzrostl na 5,20% a rozdíl mezi českým a německými výnosy přesáhl 80 bp.

V červenci budou pro vývoj na trzích důležité především tři faktory: z domácích poznámky ze zasedání bankovní rady ČNB a údaje o inflaci a ve světě bude klíčový výsledek zasedání FOMC. Poznámky ze zasedání bankovní rady by měly jednak blíže osvětlit motivaci zvýšení úrokových sazeb a kromě toho v nich bude také uveden poměr hlasů kterým bylo zvýšení sazeb schváleno. Další důležitou událostí bude zasedání bankovní rady na konci července, na kterém bude projednána revize inflační prognózy. Důsledky tohoto zasedání se však projeví převážně až v srpnu. V inflaci by se ještě měly projevit dozvuky změn v daních. Pokud by její růst opět zaostal za očekáváním, mohlo by to posílit přesvědčení, že prostor pro další růst úrokových sazeb je už pouze omezený.

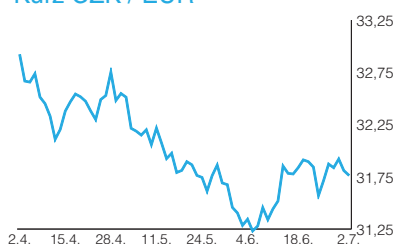
Ve střednědobém horizontu bude pro české dluhopisy nejdůležitější vývoj úroko

ve střednědobém horizontu bude klíčově ovlivněn rozsahem růstu českých úrokových sazeb. Předpokládáme, že vzhledem k dosavadnímu vývoji makroekonomických parametrů bude ČNB spíše opatrná a že tedy růst sazeb bude pouze pomalý. Pokud by růst inflace nadále zaostával za očekáváním a pokud by relativně pomalu rostlo i HDP, byl by prostor pro zvyšování sazeb omezený a naopak. Vývoj na světových trzích se u nás může promítnout výrazněji především pokud by Fed přešel k rychlému zvyšování úrokových sazeb. Takový vývoj by dále podpořil tendenci k růstu výnosů. Vývoj může ovlivnit také domácí politická situace. Pokud by se komplikovalo sestavení vlády, mohlo by to také přispět ke zvýšení výnosů.

## Devizový trh

Koruna se dostala pod tlak kvůli pádu vlády

Kurz CZK / EUR



Na začátku června vyvrcholil tlak na posilování koruny, který byl vyvolán především spekulacemi na růst úrokových sazeb v ČR. V maximu se kurz koruny k euru dostal až na 31,20. Zlom přinesly volby od Evropského parlamentu, ze kterých vyšla jako poražená vládní koalice. Obzvláště slabý byl výsledek největší vládní strany ČSSD. Delší dobu klesající volební preference stupňovaly napětí uvnitř strany a volební výsledek byl poslední kapkou, která vyvolala otevřenou krizi uvnitř strany. Koruna na tento vývoj reagovala a postupně oslabila zpět nad 31,50. K dočasnému posílení došlo po nečekaném zvýšení úrokových sazeb, pád vlády na konci měsíce však korunu přiblížil až k hladině 32,0.

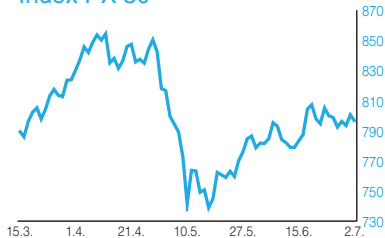
Vývoj koruny v červnu bude záležet na politické situaci a také na očekávané rychlosti růstu úrokových sazeb. Problémy při sestavování vlády by mohly trh znervózňovat a tlačit korunu na slabší úroveň, naopak očekávaný rychlejší růst úrokových sazeb by měl vést k posilování kurzu. Nejpravděpodobnější variantou je kolísání kurzu v pásmu 31,50 až 32,50. Koruna by měla reagovat na zprávy z politické scény, některé makroekonomické ukazatele a informace o stanovisku ČNB. Významné bude zejména zasedání bankovní rady ČNB na konci července, na kterém se bude projednávat revize inflační prognózy. Kurz mohou dočasně ovlivnit částečně také některé další faktory, například repatriace dividend a další reálné finanční toky, ale neměly by zásadněji ovlivnit směr vývoje.

Ve střednědobém horizontu by mělo převažovat posilování koruny podporované zvyšováním úrokových sazeb

V horizontu šesti měsíců podle našeho názoru převládne tendence k posilování koruny. Předpokladem je, že se podstatněji nekomplikuje politická situace. Pokud by došlo k dohodě politických stran o předčasných volbách a ustavení bu menšinové nebo úřednické vlády, mohlo by to koruně prospět. Důležitým motivem pro posilování koruny by měl být pravděpodobný další růst úrokových sazeb a rozšiřování rozdílu mezi českými a evropskými výnosy, které by mohlo přilákat portfoliové investory. Korunu by mohl podpořit také pozitivní vývoj obchodní bilance.

## Český akciový trh

Index PX 50



Unipetrol i České radiokomunikace v červnu podle očekávání oslabovaly

Po květnové korekci pražská burza v červnu nepatrně posílila. České akcie, které byly v dubnu na úrovni desetiletých maxim, v květnu oslabily, když investoři podle očekávání vybírali zisky po vstupu středoevropských zemí do EU. Některé tituly ale během května oslabily natolik, že se pro investory staly opět atraktivními investičními příležitostmi. To byl příklad Philip Morris CR (v květnu -13,3%, v červnu +4,6%) nebo Komerční banky (v květnu -4,6%, v červnu +3,8%). Růstem o 3,3% se na svoje původní výše okolo 4.000 Kč dostaly i akcie Erste Bank.

Zbytek trhu ale v červnu buď stagnoval nebo pokračoval v oslabování. Nejhorší vývoj zažily akcie Unipetrolu a Českých radiokomunikací. U obou titulů jsme ale pokles předpokládali. České radiokomunikace utrpěly silné ztráty díky vybírání zisků již na počátku května, kdy klesal celý trh. V květnu byly tyto akcie nejztrátovější. Ve druhé polovině května sice akcie část ztrát smazaly, ale další zprávy o nevyplacení dividendy dceřinou společností T-Mobile CR a následně odchod menšinového akcionáře Netla Management rozvířil obavy z dalšího oslabení, což nakonec snížilo cenu akcie během června o dalších 5,1%. Unipetrolu zase výrazně uškodila informace o podpisu smlouvy mezi FNM a PKN Orlen, ze které vyplynulo, že finální cena za balík akcií Unipetrolu se může ještě za jestých podmínek snížit až o 25%. Protože nejistot je v celém procesu privatizace stále velmi mnoho, kurz akcie zareagoval okamžitým poklesem. Informace ministra průmyslu Urbana o tom, že menšinoví akcionáři České rafinérské odkoupí od Unipetrolu zbylé akcie České rafinérské sice 28. června srazila

prudce akcie Unipetrolu dolů, po demotivaci se ale akcie vrátily zpět. Spekulace na toto téma ale nebrají konce. Naposledy se k tomu vyjádřil 29. června server Euro OnLine. Podle "dobře informovaného zdroje" má o akcie České rafinérské vážný zájem údajně pouze ConocoPhillips. To by ale nemuselo vadit, protože obě firmy chtějí v České rafinérské spolupracovat a jistě v této věci postupují koordinovaně.

Akcie ČEZ byly na konci června sice na stejné hodnotě jako před měsícem, ti, kteří byli akcionáři k 8. červnu ale navíc obdrží dividendu ve výši 8 Kč (před zdaněním). Bez vlivu dividendy by tak akcie v červnu posílila o 4,3%. Naopak akcie Českého Telecomu oslabila o 1,8% v obavách z toho, že současná vládní krize bude mít negativní dopad na privatizaci společnosti.

Zentiva byla hlavní událostí na pražské burze

Hlavní událostí na pražské burze ale byl nepochybně začátek obchodování nové emise akcií společnosti Zentiva. Na burzu se tak oklikou vrací domácí farmaceutická společnost Léčiva, která je nyní součástí v Nizozemsku registrovaného holdingu Zentiva. Akcie se zatím obchodovaly příliš krátce na to, abychom mohli jejich cenový vývoj nějak hodnotit. Navíc tato historicky první primární emise vstoupila na burzu ve stejný den, kdy začala vládní krize, takže v prvních dnech po vstupu na trh spíše oslabovala. Manažeři emise ale mají po jistou dobu možnost cenu akcie stabilizovat tak, aby jejich cena výrazně nepoklesla. Lze proto asi stěží očekávat, že by se cena akcie v dohledné době dostala na úroveň emisní ceny 485 Kč.

#### VÝVOJ INDEXŮ A CEN AKCIÍ

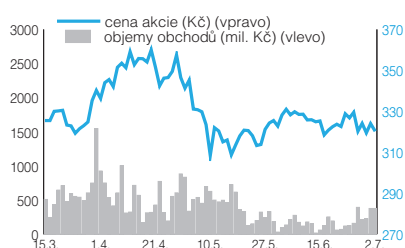
	Index / akcie (Kč)		% změna za			
	30.6.	31.5.	1M	3M	12M	2004
PX 50	793.5	786.5	0.9%	(3.7%)	48.3%	20.4%
PX-D	1994.8	1965.5	1.5%	(3.0%)	50.4%	21.4%
Český Telecom	319.50	325.50	(1.8%)	(6.1%)	13.1%	9.7%
Č. radiokomunikace	420.10	442.80	(5.1%)	(14.5%)	82.3%	21.8%
ČEZ	184.59	184.64	(0.0%)	(3.2%)	74.7%	26.7%
Unipetrol	74.90	80.17	(6.6%)	16.8%	45.9%	12.7%
Komerční banka	2 937	2 830	3.8%	(8.2%)	48.0%	21.5%
Erste Bank	4 131	3 999	3.3%	3.8%	70.2%	29.4%
Philip Morris ČR	15 945	15 250	4.6%	(16.5%)	18.3%	1.4%
Zentiva	497	--	(1.5%)	--	--	(1.5%)

Objemy obchodů klesly téměř na polovinu oproti minulému měsíci

Objemy obchodů v červnu výrazně zaostaly za předchozími měsíci. Trhu zatím výrazněji nepomohla ani nová emise Zentiva, která se začala na burze obchodovat až 28. června. Celkový objem obchodů s akciemi činil jen 24,5 po květnových 43,6 mld. Kč. U všech hlavních titulů klesly objemy obchodů zhruba na polovinu. Přesto třetinu obchodů jako obvykle obstaraly akcie Komerční banky. Denní průměr se snížil na 1,1 mld. Kč.

	červen 2004		květen 2004	
	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů	objemy obchodů (mld. Kč)	% z celk. obchodů
Komerční banka	8.5	34.9	16.7	38.2
ČEZ	4.1	16.7	9.8	22.4
Český Telecom	3.4	13.8	8.7	19.9
Erste Bank	2.4	9.8	2.9	6.7
České radiokomunikace	2.2	8.9	1.5	3.4
Philip Morris ČR	1.9	7.8	2.7	6.2
Unipetrol	1.5	6.1	1.4	3.1
Zentiva	0.5	2.0	--	--

#### ČESKÝ TELECOM



#### Český Telecom

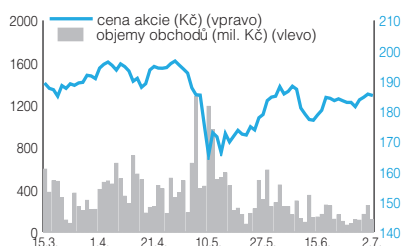
Akcie Českého Telecomu po silném poklesu během první poloviny května (oslabení všech regionálních trhů z důvodu vybnírání zisků po vstupu zemí do EU) dokázaly do 3. června smazat polovinu ztrát, ve zbytku měsíce se ale otočily opět k poklesu a do konce června s většími či menšími výchyly oslabovaly.



Vážení čtenáři, vzhledem k tomu, že se Česká spořitelna stala jedním z poradců při privatizaci Českého Telecomu, nebudeme na tomto místě zatím zveřejňovat naše komentáře či predikce měsíčního vývoje týkající se akcií Českého Telecomu.

## Akcie ČEZ nadále v růstovém trendu

### ČEZ



Existuje jisté riziko, že stát bude chtít vyplatit velkou mimořádnou dividendu a tím ČEZ finančně oslabit

Očekáváme úspěch v tendru na bulharské distribuční společnosti

Projekt spolupráce s Appian Group při těžbě uhlí v Severních Čechách je pro ČEZ výhodnou příležitostí, jak si udržet vliv na ceny uhlí

Valná hromada ČEZ schválila 17. června výplatu dividendy 8 Kč / akcii. Akcie 9. června, kdy se poprvé obchodovaly bez práva na dividendu, oslabily na pražské burze o 6,26 Kč. Pokud bychom tedy kurz akcie na konci měsíce upravili o hodnotu hrubé dividendy, akcie by během června posílily o 4,3%, což bylo přesně v souladu s naší predikcí z minulé měsíční zprávy. Bez vlivu dividendy akcie po celý měsíc v zásadě rostly s výjimkou období několika dnů okolo poloviny měsíce, kdy ale oslaboval celý trh.

Asi nejsledovanějším tématem minulého měsíce byla valná hromada a výplata dividendy. Podle očekávání akcionáři schválili 8 Kč / akcii. Výše dividendy byla dopředu známá a trh proto nepřekvapila. Tato dividendy ale nemusí být letos jediná. Na trh se dostaly spekulace, podle kterých bude stát požadovat do konce roku výplatu další (mimořádné) dividendy. Tato situace poměrně přesně vystihuje současnou politiku FNM: Stáhnout z bohatých polostátních firem co možná nejvíce hotovosti a tímto způsobem řešit nedostatek finančních prostředků fondu a dalších institucí, které jsou na přerozdělování financí z FNM závislé. Poměrně vysoké dividendy ohlásily nejenom ČEZ, ale i Telecom nebo Severočeské doly. U ČEZu je situace o to jednodušší, že firma generuje ročně 15 - 20 mld. Kč volného cash flow. ČEZ letos (v květnu a červnu) zaplatil poslední dvě splátky za distribuční společnosti v celkové výši 7,5 mld. Kč, na dividendě vyplatí 1. srpna 4,7 mld. Kč a kromě toho se účastní soutěže na koupi Slovenských elektráren, bulharských a rumunských distribučních společností. Právě v závislosti na tom, jak dopadnou tyto tendry, bude FNM zřejmě žádat o vyplacení další dividendy. Je sice pravda, že s obnovou ministrů vlády se mohou priority státu směrem k dividendám velkých polostátních firem změnit, krátkodobě je ale téměř jisté, že FNM bude dál vládu tlačit k výplatě velkých dividend bez ohledu na složení nové vlády. Pokud by byl tlak příliš velký a ČEZ by musel vyplatit opravdu mimořádně vysokou dividendu, bylo by to samozřejmě pro budoucnost této společnosti negativní. Oslovená firma totiž může jen těžko konkurovat silným hráčům ze západní Evropy aniž by sama byla součástí nějakého nadnárodního silného energetického seskupení. Snaha státu tahat peníze z bohatých polostátních firem je bohužel jedním z rizik, se kterými musíme do budoucna počítat.

Pokud jde o soutěže na koupi rumunských a bulharských distribučních společností, domníváme se, že ČEZ má zvláště v Bulharsku velkou šanci jeden ze tří nabízených balíčků koupit. Z pěti investorů lze dopředu zřejmě vyloučit rakouský EVN, který má velmi negativní postoj k nukleární energetice. Pravděpodobnost úspěchu je tak 75%. Bulharská akvizice by samozřejmě měla hlavní význam v tom, že ČEZ by se uchýlil na balkánském regionu, kde se do budoucna dají očekávat další potenciální akvizice - v Rumunsku, Makedonii, Srbsku nebo Turecku. Uzavření soutěže na bulharské bistrubutory se sice trochu posunuje, zdá se ale, že do 9. července budou muset být podány závazné nabídky a celá soutěž bude vyhodnocena příští měsíc. Velmi bude samozřejmě záležet i na tom, jakou práci odvedou najaté lobistické firmy. Orientační cena každého balíčku se dvěma či třemi distribučními společnostmi je nejméně 100 mil. dolarů.

Nejsou to ale jenom dividendy nebo zahraniční akvizice, které hýbou cenou akcií ČEZ. Ministerstvem průmyslu a obchodu připravovaný projekt privatizace Severočeských dolů vytvořením společného podniku ČEZ a Appian Group je jistě pro ČEZ velmi zajímavou variantou, jak si udržet kontrolu nad budoucími cenami uhlí a tím stabilizovat celé odvětví uhelné energetiky. Do společného podniku s názvem České uhlí by ČEZ vložil svůj 37,2% podíl v SD a Appian Group svůj podíl v MUS, přičemž rozdělení podílů v novém podniku by kopírovalo hodnotu vloženého kapitálu. A zde může být první kámen úrazu. Pokud znalci ocení 37,2% podíl ČEZ na SD (na konci 2003 měl hodnotu 6,348 mld. Kč) na nižší částku než je hodnota MUS (nyní okolo 10 mld. Kč), musel by ČEZ rozdíl doplatit, protože lze jen těžko očekávat, že by se spokojil s menším podílem než 50%. Nově vytvořená firma by poté odkoupila od FNM 55,4% podíl v Severočeských dolech. Finální struktura by mohla vypadat následovně: ČEZ a Appian Group drží každý 50% podíl na nově založené firmě (pracovní název České uhlí), která ovládá ze 100% Mosteckou uhelnou a z 92,6% Severočeské doly.

Toto řešení by mělo být přijatelné pro Appian Group i pro ČEZ. ČEZ by měl kontrolu nad cenami uhlí a uhelné firmy zajištěný odbyt. Na stabilní situaci by preferovaly obě společnosti. Je otázkou, zdali budoucí nový ministr průmyslu nezvolí nějaké jiné řešení privatizace Severočeských dolů. Prozatím je ale tato varianta momentálně nejschůdnější a pro ČEZ relativně výhodná.

### ČEZ má šanci udržet SČE

Ještě jedna událost může být střednědobě pro ČEZ velmi pozitivní. Jak bylo nedávno oznámeno, ČEZ začal pracovat na odvolání proti verdiktu ÚOHS o prodeji jednoho z většinových podílů v pěti distribučních společnostech. ČEZ sice již dopředu oznámil, že prodá SČE, ve skutečnosti ale čekal do okamžiku vstupu ČR do EU, aby mohl v termínu do 6 měsíců (tj. do konce října) podat proti tomuto verdiktu odvolání. ČEZ chytře argumentuje tím, že pokud podíl v ČEZ koupí nějaká z velkých evropských firem (např. E.ON), v rámci evropského trhu dojde ke zhoršení konkurenčního prostředí. Tento argument je velmi silný a může, podle našeho názoru, rozhodnutí ÚOHS zvrátit. ÚOHS si zřejmě vyžádá názor Evropské komise, pro kterou může být verdikt o nuceném prodeji SČE z hlediska evropského trhu nesmyslný. Pokud to tak skutečně dopadne, bude to pro ČEZ silný pozitivní impuls.

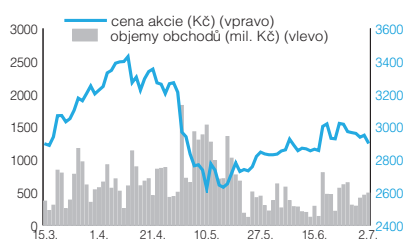
### V červenci by akcie měly pokračovat v mírném posilování

Predikce vývoje kurzu akcií na července je stejná jako minulý měsíc. Protože nevidíme nějaké silné důvody pro pokles (snad kromě rizika všeobecného poklesu světových akciových trhů nebo efektu vládní krize), předpokládáme, že akcie se bude postupně vracet na svoje rekordní hodnoty z dubna.

### Komerční banka vyplatí mimořádnou dividendu

Poněkud nečekaně rozhodli akcionáři banky na červnové valné hromadě o výplatě mimořádně vysoké dividendy 200 Kč / akcii. Tržní očekávání bylo výrazně nižší – jen okolo 60 Kč / akcii. Dividenda tak dala akciím banky nový impuls k růstu. Akcie na několik dní vyskočily opět nad hranici 3.000 Kč. V minulé měsíční zprávě jsme ale naznačili, že existuje jistá pravděpodobnost, že díky změně ve zdanění dividend po vstupu ČR do EU mohou akcionáři výjimečně schválit vyšší dividendu, a že by v takovém případě akcie reagovala pozitivně, což se také stalo. Díky tomu akcie banky skončily měsíc růstem o 3,8% na 2.937 Kč. Akcie se tak po výprodeji v prvních květnových dnech, kdy cena spadla až na 2.623 Kč (10. května), dostala opět na růstovou trajektorii.

#### KOMERČNÍ BANKA



### Velká dividendu překvapila trh

Dividenda 200 Kč byla pro trh velkým překvapením obzvláště díky tomu, že management dlouho předem upozorňoval, že jeho cílem je vyplácet 30 až 35% ze zisku očištěného o jednorázové a mimořádné vlivy. Protože takto vypočtený zisk loni činil 6,8 mld. Kč (179 Kč / akcii), trh počítal s dividendou 54 - 63 Kč / akcii. Ještě před několika měsíci sice trh počítal s výraznějším růstem dividendy oproti 40 Kč vypláceným v roce 2002, management banky ale na setkání s analytiky letos v březnu uvedl, že trh má vysoké očekávání, a že dividendu nad 100 Kč / akcii je přehnaná. Z loňského nekonsolidovaného čistého zisku 9,3 mld. Kč banka vyplatí na dividendě 82%, tj. 7,6 mld. Kč. Dividendový výnos tak stoupl na 7%. Z fundamentálního hlediska výplata velké dividendy nepředstavuje pro banku nějaké riziko, protože i po výplatě banka zůstane překapitalizovaná. Její kapitálová přiměřenost (Tier 1) klesne na 14,5% z předchozích 18%, což je stále více než západoevropský průměr 8-9%. Výplatní poměr i dividendový výnos jsou tak výrazně vyšší než u konkurenčních evropských bank, to je ale dáno tím, že tato dividendu je skutečně mimořádná a do budoucna zřejmě neopakovatelná. Důvodem výplaty tak vysoké dividendy je zřejmě změna daňového režimu po vstupu ČR do EU. Při výplatě dividendy dceřinou společností mateřské společnosti se od 1. května 2004 neplatí daň (dříve 15%), pokud mateřská společnost drží nejméně 25% podíl v dceřiné společnosti, a to po dobu nejméně 24 měsíců. Od roku 2002, kdy KB začala vyplácet dividendy, Société Générale obdržela zpět (včetně letošní dividendy) asi 5,34 mld. Kč, tj. 13% z původní investice 40 mld. Kč.

### I přes výplatu superdividendy zůstává banka překapitalizovaná

Na valné hromadě generální ředitel banky Juan uvedl, že takto vysokou dividendu je třeba považovat za mimořádný krok, který má řešit překapitalizovanost banky, a že proto se už nebude v budoucnu opakovat. I přes vysokou dividendu ale banka zůstává překapitalizovaná, a proto bychom nebyli překvapeni, kdyby management v budoucnu např. vyplatil další mimořádnou dividendu, zahájil program odkupu vlastních akcií nebo uskutečnil některé akvizice s cílem dále snížit kapitálovou přiměřenost. Obecně očekáváme, že budoucí dividendy budou vyšší než banka dříve

naznačovala. Vysoká dividenda sice mírně zlepšila ukazatel ROE (výnos na vlastní jmění), na naše hodnocení to mělo malý dopad. Prozatím stále držíme cílovou cenu 3.100 Kč a doporučení 'akumulovat'.

#### Růst úrokových sazeb zvýší bance výnosy

24. června zvýšila ČNB dvoutýdenní repo sazbu o 25 bazických bodů na 2,25%. Protože jsme zvýšení sazeb očekávali, náš oceňovací model s ním počítal. Obecně má zvýšení repo sazby pozitivní vliv na bankovní výnosy, protože KB má velký objem nadbytečné likvidity uložen na mezibankovním trhu, zatímco většina depozit je ve formě běžných účtů, jichž se zvýšení sazeb dotkne jen minimálně. Podle hrubých odhadů bude zvýšení repo sazby o 25bp znamenat růst výnosů o 50 mil. Kč za čtvrtletí.

#### Další trend určí zřejmě až pololetní výsledky na konci července

14. července se bude akcie poprvé obchodovat bez práva na dividendu a cena akcie by tudíž měla klesnout o 200 Kč. Protože bude poté akcie opticky levná, domníváme se, že investoři by mohli její cenu relativně rychle vytáhnout zpět na ceny okolo 3.000 Kč. Na konci července banka zveřejní výsledky za první pololetí, což udá další směr ceny akcie. Trh bude hlavně čekat, zdali se bance již začnou zvyšovat výnosy a provozní zisk. Podle našeho názoru bude trend vývoje výnosů a provozního zisku za celé první pololetí i nadále nepříliš pozitivní. Z tohoto důvodu očekáváme, že akcie bude v červenci stagnovat (nepočítaje pokles ceny akcie o hodnotu dividendy). Akcie je typicky vysoce citlivá na výsledky, proto je těžké v měsíci, kdy se zveřejňují čtvrtletní data, předpovídat vývoj její ceny. Je totiž velmi pravděpodobné, že akcie může reagovat pozitivně i negativně, pokud se budou výsledky odlišovat od očekávání trhu.

## Přehled zpráv z akciového trhu

### Český Telecom

#### Konsorcium CSFB / ČS podepsalo s FNM kontrakt na poradce při privatizaci Telecomu

Konsorcium CSFB a České spořitelny podepsalo s FNM smlouvu na poradce při prodeji 51% akcií Českého Telecomu. Konsorcium má pro vládu vypracovat návrh strukturování prodeje státního podílu v Telecomu. Na jeho základě vláda vybere variantu privatizace. Ve hře je přitom prodej celého podílu jednomu investorovi nebo rozprodej akcií na kapitálových trzích či kombinace těchto variant. Samotný prodej má začít ve druhé polovině roku a skončit v roce 2005.. (Zdroj: ČTK 9.6.2004)

#### Český Telecom uvažuje o výstavbě nového centrálního sídla

Český Telecom uvažuje o tom, že vybuduje novou centrální budovu pro své vedení a zaměstnance. Firma si chce nechat postavit od developerské společnosti na míru objekt, který si bude pronajímat za tržní nájemné. Mluvčí firmy Vladan Crha uvedl, že podobné kroky snižují náklady na hospodaření firmy. Plány stavby nového sídla souvisí s nedávnými úvahami firmy o rozprodání části nebo většiny nemovitostí, které podnik vlastní. Část z nich by si poté mohl od nových vlastníků pronajímat. Telecom disponuje budovami a pozemky v účetní hodnotě přes deset miliard korun. (zdroj: ČTK 21.6.2004)

#### Telecom schválil dividendu 17 Kč / akcii

Akcionáři Českého Telecomu schválili na valné hromadě 24.6. výplatu dividendy 17 Kč / akcii. Celkově tak firma na dividendách vyplatí 5,476 mld. Kč. Jako rozhodný den pro výplatu dividendy byl stanoven 9. červenec. Výplata dividend by se měla uskutečnit do 20. října. Již loni představenstvo oznámilo akcionářům plán, že firma bude každoročně vyplácet dividendy mezi 50 a 70% konsolidovaného zisku podle IFRS. Podle finančního ředitele Juraje Šedivého je tento záměr platný i pro příští rok. Valná hromada také zvolila pět nových členů dozorčí rady a schválila změnu stanov, která upravuje vztahy mezi dozorčí radou a představenstvem firmy a rovněž společnosti umožňuje digitální rozhlasové a televizní vysílání. (Zdroj: ČTK 24.6.2004)

#### Telecom dostal od ČTÚ licenci na digitální televizi

Český Telecom může spustit komerční provoz digitálního televizního vysílání. Firma dostala od ČTÚ licenci k vybudování sítě a šíření digitálního televizního a rozhlasového signálu, která rozšiřuje

dřívější povolení k testovacímu provozu. Telecom hodlá zahájit experimentální provoz do 1. srpna (Zdroj: ČTK 24.6.2004)

#### Michal Heřman se stane dočasným generálním ředitelem Eurotelu

Viceprezident Telecomu pro transformaci a bývalý finanční ředitel Eurotelu Michal Heřman se stane dočasným generálním ředitelem Eurotelu. Heřman nahradí Terence Valeskiho, který rezignoval 7.května a z firmy odešel 1. června. (Zdroj: ČTK 29.6.2004)

### České radiokomunikace

#### Netla Management prodala svůj 11,3% podíl v Českých radiokomunikacích

Bývalý akcionář Českých radiokomunikací, společnost Netla Management, prodala svůj 11,3% podíl ve společnosti formou blokového obchodu za 425 Kč bance Bank Austria Creditanstalt. Společnost Bivideon, většinový vlastník Českých radiokomunikací, uvedla, že ona nebyla kupcem těchto akcií a v Českých radiokomunikacích drží stále 71,89%. Obchod byl vypořádán 15. června.

#### České radiokomunikace zvažují akvizice

Akcionáři na valné hromadě rozhodli, že nevyplatí dividendu. Z čistého zisku 97,6 mil. Kč zůstane 91,7 milionu korun nerozděleno. Management uvedl, že zvažuje nové akvizice. Potenciálními cíli by mohly být společnosti Contactel, GTS nebo Aliatel, maďarská Antenna Hungaria nebo Slovenské radiokomunikacie. Akvizice by byly financovány dluhem nebo zvýšením akciového kapitálu. Generální ředitel Miroslav Čuřín také sdělil, že očekává výplatu dividendy od T-Mobile CR až v roce 2005 nebo 2006. Bivideon, který ovládá 72,1% akcií Českých radiokomunikací, oznámil, že nejedná ve shodě s Bank Austria Creditanstalt, která má v Českých radiokomunikacích 11,6% podíl.

#### České radiokomunikace jednájí o koupi Contactelu

Podle týdeníku Euro jednájí České radiokomunikace s dánskou TDC o zpětné koupi své bývalé dceřiné společnosti Contactel. Ačkoliv se již obě strany údajně dohodly na tom, že České radiokomunikace zaplatí TDC za Contactel částku 12 mil. dolarů, transakce se dosud neuskutečnila. Podle Eura totiž České radiokomunikace nevědí, jak mají zdůvodnit rozdíl v ceně. V červenci 2003 totiž České radiokomunikace převedly na TDC svůj 40,4% podíl v Contactelu za 1 Kč. Na základě tehdejšího ocenění byla hodnota Contactelu nulová.

#### 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 operátoři účtovali klientům nižší sazby za volání do svých sítí a vyšší sazby za volání končící v síti Českého Mobilu. Žaloby navazují na rozhodnutí ÚOHS 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.

### ČEZ

#### Akcionáři ČEZ odsouhlasili výplatu dividendy 8 Kč / akcii

ČEZ uvedl, že příští dividendu by mohla být v rozpětí 4,50 – 9 Kč / akcii.

#### ČEZ by mohl do konce roku vyplatit mimořádnou dividendu

ČEZ možná vyplatí do konce roku mimořádnou dividendu, řekl anonymní zdroj ze společnosti agentuře Reuters. Dividenda by ale byla nižší než letošní běžná dividendu 8 Kč / akcii. Podle informací bude dividendu vyplacena, pokud ČEZ neodčerpá příliš mnoho finančních zdrojů na své zahraniční akvizice.

#### ČEZ přeorganizuje distribuci a prodej elektřiny

Namísto pěti regionálních distribučních společností ČEZ vytvoří jednu distribuční a jednu obchodní společnost, které budou vzájemně nezávislé. Do dvou let by se tak měla oddělit distribuce elektřiny a její prodej, což požaduje i nový energetický zákon, který nyní projednává parlament. ČEZ kromě toho vytvoří dalších několik dceřiných společností, které budou poskytovat telekomunikační služby, služby IT nebo zákaznický servis, které se budou zabývat prodejem podpůrných služeb, nákupem elektroměrů nebo nákupem elektřiny, řekl vedoucí projektu Tomáš Pleskač. Sloučením všech distribučních společností a rozdělením jejich činností dojde k redukci zaměstnanců a dalších nákladů a tím i k úsporám nejméně 1 mld. Kč ročně, řekl generální ředitel Martin Roman. ČEZ tento projekt pojmenoval "Vize 2008".

#### ČEZ požádá ÚOHS o revizi verdiktu, který nařizuje prodej distribuční společnosti

ČEZ se odvolá proti rozhodnutí ÚOHS, který mu nařizuje do jisté doby odprodat

jeden z většinových podílů v distribuční společnosti, které ČEZ koupil loni v dubnu. Podle zákona je možné požádat do 6 měsíců od vstupu ČR do EU o změnu verdiktu v situaci, kdy se vstupem do EU změnil podmínky na trhu. ČEZ argumentuje tím, že na trhu výroby elektřiny v EU má jen 1,8% podíl, a že by distribuční firmu mohla koupit některá z konkurenčních firem, která má větší podíl na trhu.

### ČEZ monitoruje devět zemí pro případné akvizice

Generální ředitel Martin Roman řekl, že ČEZ monitoruje devět zemí (Polsko, Slovensko, Ukrajinu, Moldávii, Bulharsko, Rumunsko, Makedonii, Chorvatsko a Bosnu) kvůli potenciálním akvizičním cílům. Roman také dodal, že firma brzy podá závaznou nabídku na koupi 66% Slovenských elektráren a v dohledné době vypíše soutěž na prodeje 34% ČEPS.

### ČEZ se dostal do užšího seznamu zájemců o rumunské distributory

Rumunsko schválilo pět zájemců o koupi podílů v rumunských distribučních společnostech Electrica Oltenia a Electrica Moldova: americkou spol. AES, německou E.ON, řeckou Public Power, španělskou Union Fenosa a ČEZ. Všichni zájemci budou moci podat předběžné nabídky. Každá z distribučních firem má více jak 1,3 mil. zákazníků a akciový kapitál přesahující 120 mil. dolarů. Rumunsko v každém z obou distributorů nabízí 24,62% podíl, který bude investor muset vložením kapitálu navýšit na 51%.

### ČEZ prodal svoji bývalou budovu ústředí v centru Prahy

ČEZ oznámil, že prodejní cena přesáhla účetní hodnotu budovy více než dvojnásobně, odmítl ale uvést prodejní cenu. Podle deníku MfDnes byla cena okolo 1 mld. Kč. Transakce by měla být vypořádána do 4 měsíců.

### MPO: Severočeské doly koupí ČEZ a Appian

Podle plánů ministerstva průmyslu by státní 55% podíl v Severočeských dolech mohly koupit společně ČEZ a Appian Group. ČEZ již vlastní 37,2% podíl v SD, Appian Group zase ovládá 100% podíl v Mostecké uhelné. Ministerstvo průmyslu pracuje na čtyřech variantách privatizace Severočeských dolů, dává ale údajně přednost scénáři, podle kterého založí ČEZ a Appian Group společný podnik, který následně koupí většinový podíl v Severočeských dolech, a to bez veřejné soutěže. Každá z firem by do společného podniku (s pracovním názvem České uhlí) vložila svoje podíly v uhelných firmách a navíc 4 mld. Kč. O tom, kdo by nový podnik ovládal, by se rozhodlo na základě ocenění hodnoty

vkladů. Návrh by měl být předložen vládě po dopracování, tj. za 3 až 4 měsíce.

### ČEZ dostane ze Severočeských dolů dividendu 785 mil. Kč

Na páteční valné hromadě Severočeských dolů akcionáři firmy rozhodli o výplatě dividendy ve výši 2,11 mld. Kč. ČEZ, který vlastní 37,2% akcií Severočeských dolů, by tak měl obdržet dividendu 785 mil. Kč.

### ČEZ varoval, že plán obchodů s povolenkami povede k zavření jedné uhelné elektrárny

ČEZ varoval, že plán MŽP týkající se obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů by mohl vést k zavření některé uhelné elektrárny, snížení výroby elektrické energie a snížení poptávky po uhlí. Podle ČEZ totiž povolenky dovolují firmě vypustit v příštím roce jen 33,5 milionu tun oxidu uhličitého, zatímco ČEZ loni vypustil 35,6 milionu tun. Podle ČEZ nelze v krátkém období takto razantně snížit emise oxidu uhličitého a firma by proto musela zavřít jednu z uhelných elektráren. Ředitel oddělení změny klimatu na Ministerstvu životního prostředí Tomáš Chmelík řekl, že ČEZ by mohl získat o 6% více povolenek na emise oxidu uhličitého než původně očekával. ČEZ by totiž mohl získat bonusové povolenky za minulé investice do uhelných elektráren. To by ČEZu ušetřilo náklady za nákupy dodatečných povolenek. Národní alokační plán je otevřen k připomínkám do 13. června, poté bude následovat meziresortní připomínkové řízení v délce čtrnácti dnů. Před notifikací Evropské komisi bude dokument projednán vládou ČR.

### Dalkia žaluje ČEZ o 25 mil. dolarů

Francouzská energetická firma Dalkia, společný podnik francouzských firem Veolia Environnement a Electricité de France, který v ČR prostřednictvím pobočky Dalkia CZ vlastní řadu tepláren na severovýchodní Moravě, podala 28. května u Mezinárodní obchodní komory v Paříži žádost o mezinárodní arbitráž proti ČEZ. Dalkia požaduje zaplacení 25 mil. dolarů jako kompenzaci za údajné škody, které jí byly způsobeny tím, že ČEZ odstoupil v roce 2000 od plánu na vytvoření podniku. Podle mluvčího ČEZ Ladislava Kříže to bylo proto, že smlouva byla pro ČEZ nevýhodná. Kříž dodal, že vidí slušné šance na vítězství v arbitráži.

### Unipetrol

#### Unipetrol vykázal za rok 2003 podle IFRS ztrátu 114 mil. Kč

Podle mezinárodních standardů IFRS skončil Unipetrol loňský rok s čistou konsolidovanou ztrátou 114 mil. Kč po ztrátě 528 mil. Kč v roce 2002. Holding

vykázal provozní zisk 180 mil. Kč (ztráta 696 mil. Kč v roce 2002) a růst tržeb o 19% na 69,1 mld. Kč. Podle českých účetních standardů vykázal Unipetrol za loňský rok konsolidované tržby 67,9 mld. Kč, provozní zisk 734 mil. Kč a čistý zisk 88 mil. Kč.

### Zástupci PKN Orlen byli zvoleni do dozorčí rady Unipetrolu

Valná hromada Unipetrolu zvolila dva zástupce PKN Orlen do dozorčí rady.

### Unipetrol nabídl svůj podíl v České rafinérské k prodeji

Dozorčí rada také vyslovila předběžný souhlas s prodejem 51% podílu v České rafinérské jejím menšinovým akcionářům – firmám Agip, Shell a ConocoPhillips. Následně dalo k prodeji akcií České rafinérské souhlas i představenstvo Unipetrolu. Nabídka měla být zaslána firmám ConocoPhillips, Agip a Shell do 25. června. Firmy nyní mají 60 dní, aby se k nabídce vyjádřily. Unipetrol ocenil svůj 51% akciový podíl v České rafinérské na 235 milionů dolarů (6,2 mld. Kč).

### PKN Orlen zaplatil první splátku za Unipetrol

Na základě smlouvy s FNM zaplatil PKN Orlen 28. června první splátku za 62,99% akcií Unipetrolu ve výši 1,3 mld. Kč.

### Komerční banka

#### Komerční banka vyplatí mimořádně vysokou dividendu

Akcionáři na valné hromadě odsouhlasili výplatu dividendy 200 Kč na akcii. Generální ředitel banky A. Juan uvedl, že tak vysoká dividendy je mimořádným krokem, který má řešit překapitalizovanost banky a dodal, že není pravděpodobné, že by banka podobně vysokou dividendu platila ještě někdy v budoucnu. Na výplatu dividendy padne 82% čistého zisku, dividendový výnos činí 7%. Rozhodný den pro výplatu dividendy je 17. července. Dividenda bude vyplacena 17. srpna.

### Erste Bank

#### Erste Bank má zájem o srbskou banku Jubanka

Erste Bank postoupila do užšího seznamu zájemců o 88% podíl v páté největší srbské bance Jubanka. Dalšími zájemci jsou řecká Alpha Bank, maďarská OTP, Bank Austria, Societe Generale, Unicredito, slovinská Ljubljanska Banka a GE Capital. Privatizace by měla být dokončena do konce října. Na konci roku 2003 měla Jubanka celková aktiva ve výši 217 mil. eur a kapitál 116 mil. eur.

### Zentiva

#### Akcije Zentivy se od 28. června obchodují

### na pražské burze

Při kombinované emisi akcií Zentiva bylo prodáno celkem 10 mil. akcií společnosti. Zentiva prodala 4 329 896 nových akcií, zatímco většinový akcionář Zentivy, fond Warburg Pincus, prodal 5 670 104 stávajících akcií. Po skončení úpisu akcií drží fond Warburg Pincus ve společnosti Zentiva 57,8% podíl, zatímco management a zaměstnanci vlastní 13,8% akcií. Celkový počet akcií stoupl na 38 136 230. Navíc může vedoucí manažer emise ve lhůtě 30 dnů od data vypořádání požadovat, aby Fondy Warburg Pincus prodaly dalších až 1,5 mil. akcií za nabídkovou cenu (tzv. over-allotment). Čistý výnos v hodnotě 1,88 mld. Kč použije Zentiva na částečné splacení dluhu, který činil ke konci března 2004 zhruba 4 mld. Kč. Zhruba 80% akcií upsali zahraniční akcionáři. Emisní cena byla stanovena na 485 Kč (18,36 dolarů za 1 GDS). Emise byla podle informací Warburg Pincus pětkrát přeupsaná. Obchodování s akciemi začalo 23. června v Londýně a 28. června v Praze.

### Zentiva očekává silný růst zisku

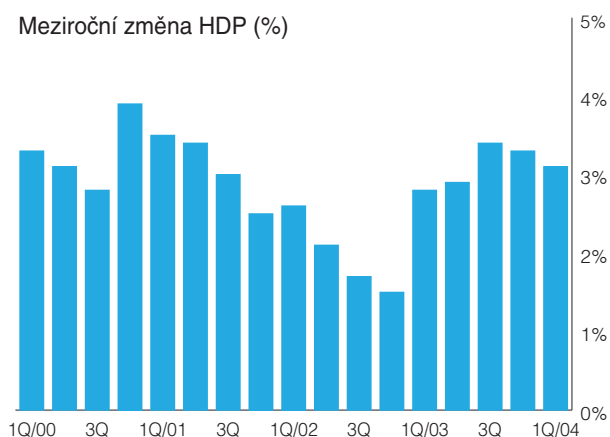
Zástupci Zentivy uvedli, že očekávají v letošním roce silný růst zisku. V prvním čtvrtletí stoupl zisk o 20% na 488 mil. Kč. Management plánuje organický růst na trzích v regionu střední Evropy a zvažuje akvizice v západní Evropě. Warburg Pincus dodal, že chce zůstat dlouhodobým investorem a neplánuje svůj většinový podíl po uplynutí 6-měsíčního blokačního období prodat.

### Burza přidala 1.července akcii Zentivy do indexů PX 50 a PX-D

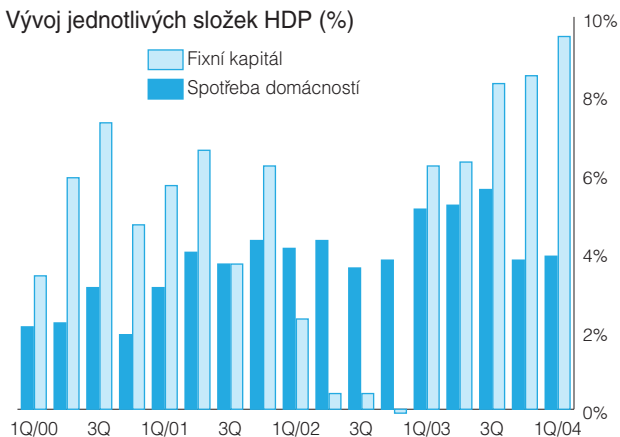
Počáteční váha v indexu PX 50 byla stanovena na 3,35%, v indexu PX-D na 3,13%.

# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

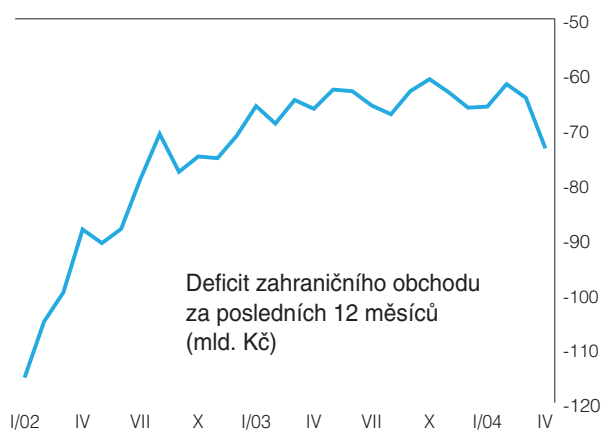
Meziroční změna HDP (%)



Vývoj jednotlivých složek HDP (%)



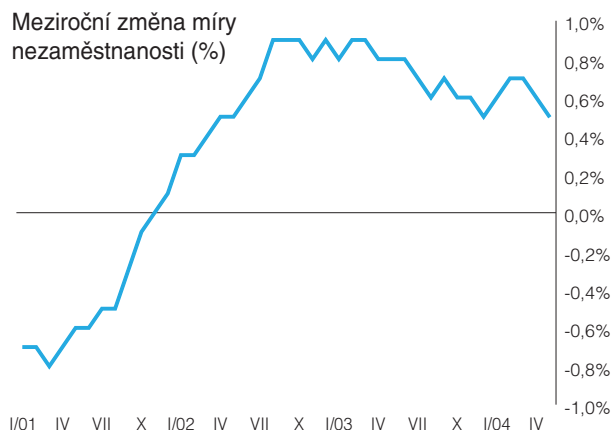
Měsíční salda zahraničního obchodu (mld. Kč)



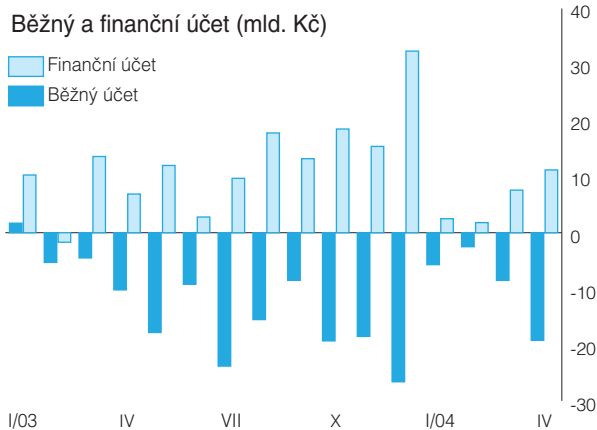
Míra nezaměstnanosti (%)



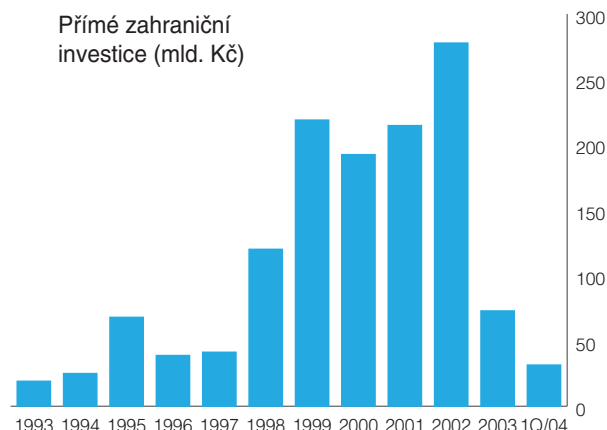
Meziroční změna míry nezaměstnanosti (%)



Běžný a finanční účet (mld. Kč)

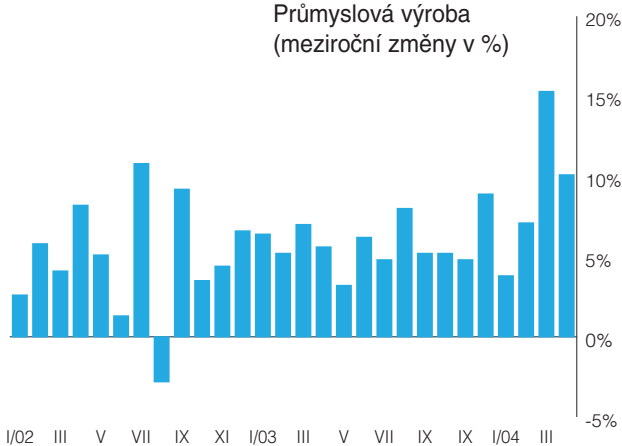


Přímé zahraniční investice (mld. Kč)

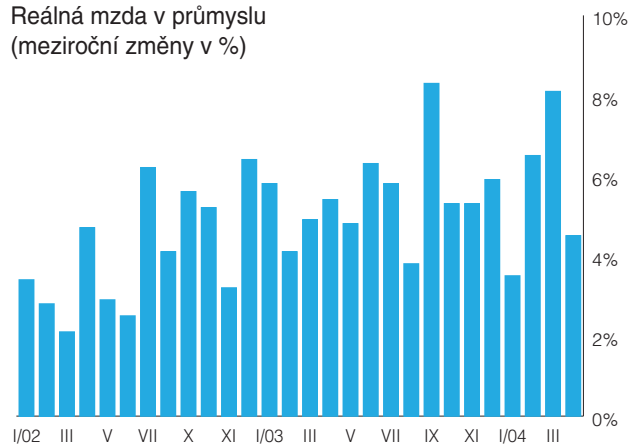


# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

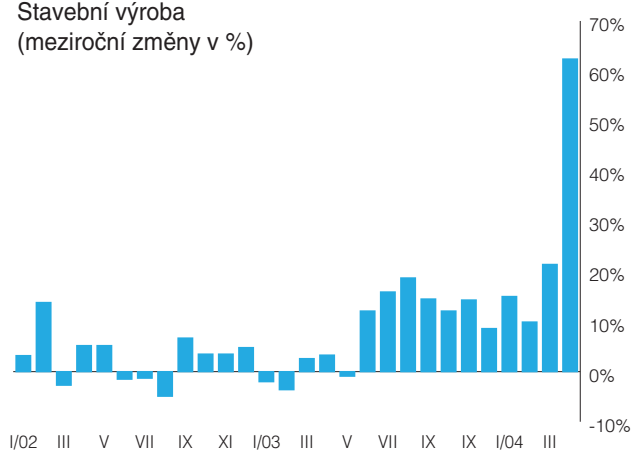
Průmyslová výroba  
(meziroční změny v %)



Reálná mzda v průmyslu  
(meziroční změny v %)



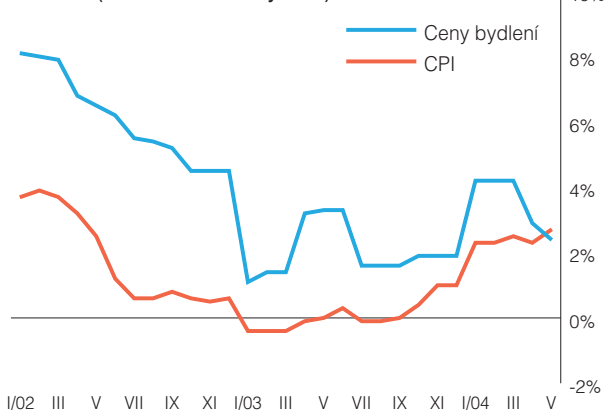
Stavební výroba  
(meziroční změny v %)



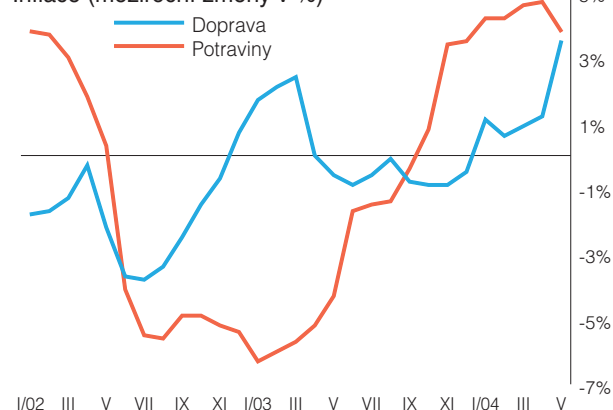
Reálná mzda ve stavebnictví  
(meziroční změny v %)



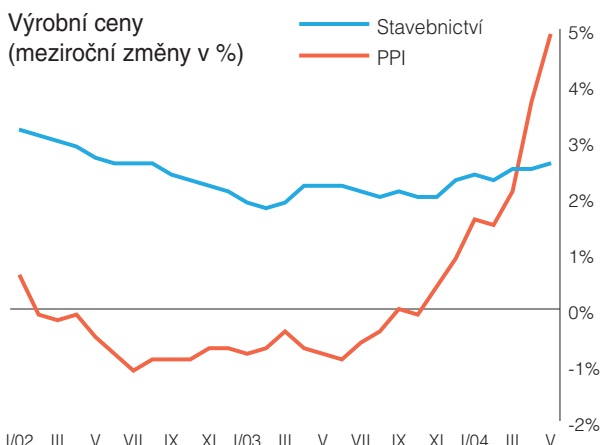
Inflace (meziroční změny v %)



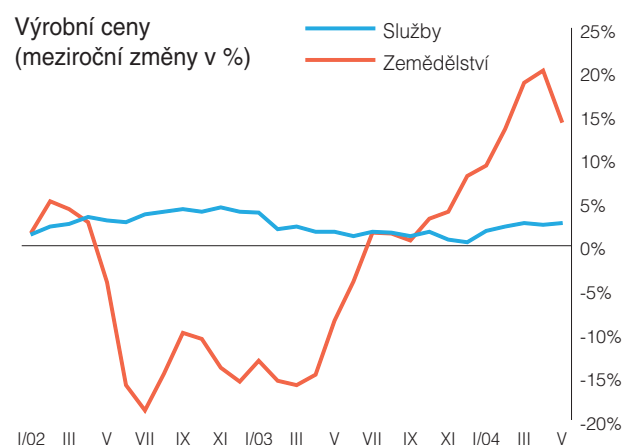
Inflace (meziroční změny v %)



Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)



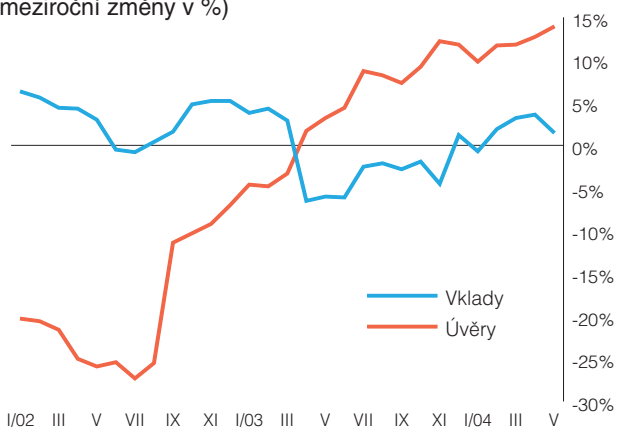
Výrobní ceny  
(meziroční změny v %)





# PŘÍLOHA - MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE - ČR

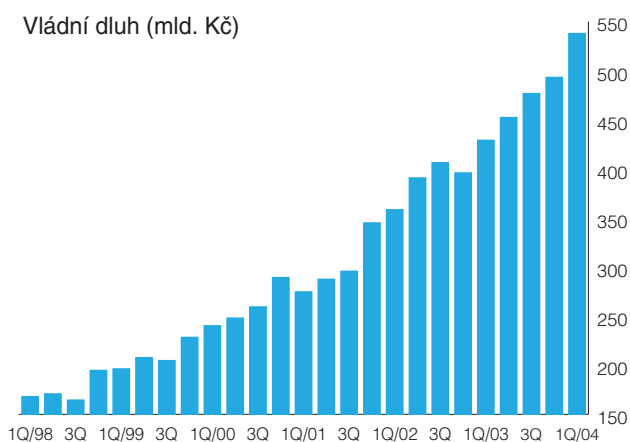
Úvěry a vklady  
(meziroční změny v %)



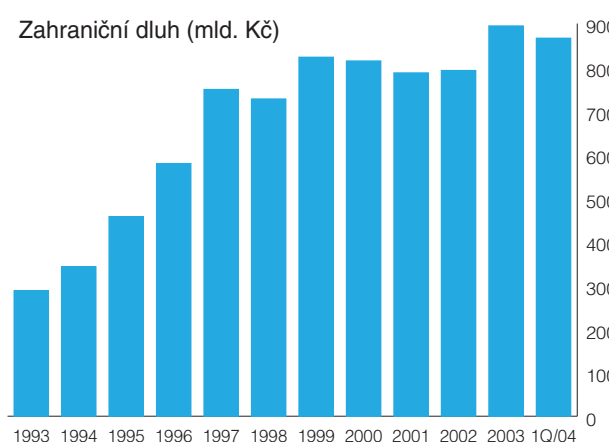
Peněžní zásoba M2  
(meziroční změny v %)



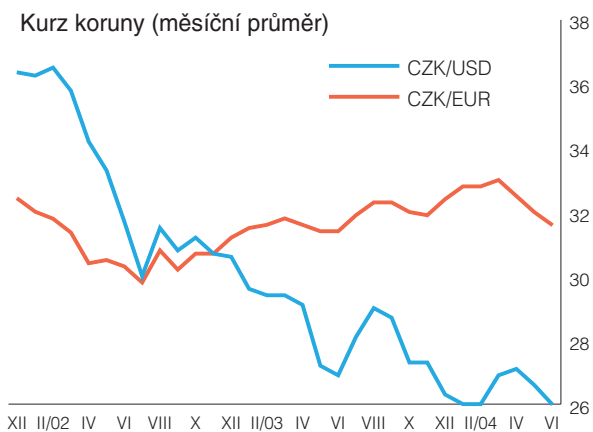
Vládní dluh (mld. Kč)



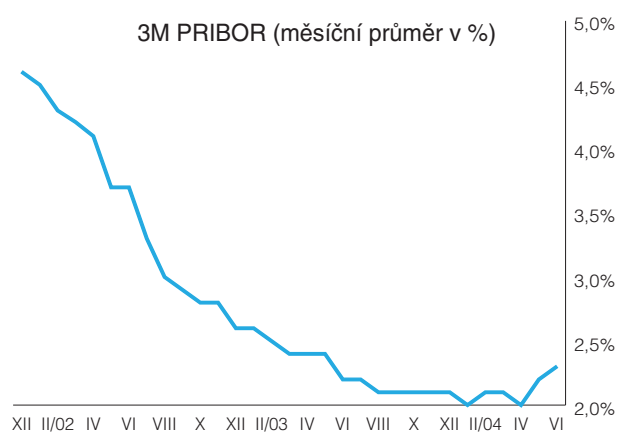
Zahraniční dluh (mld. Kč)



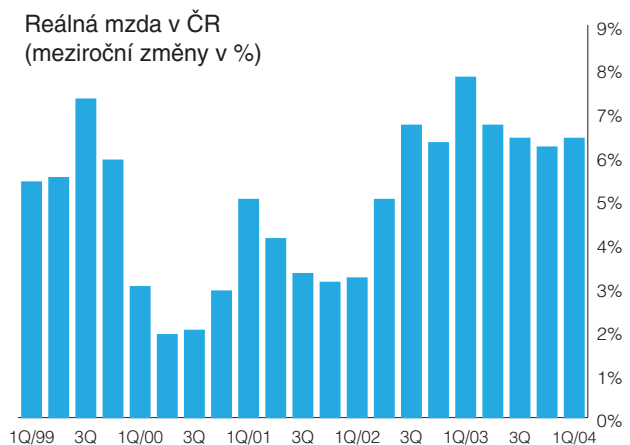
Kurz koruny (měsíční průměr)



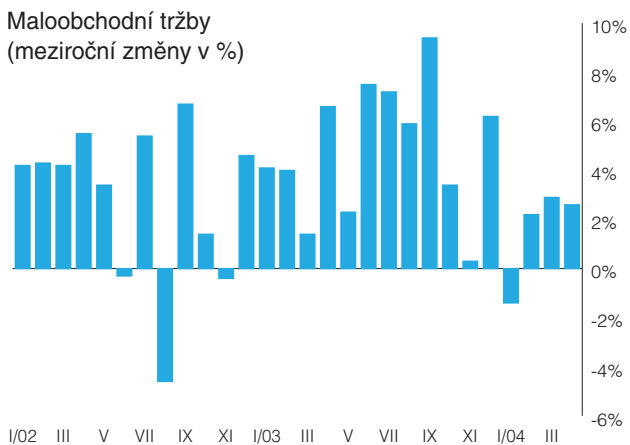
3M PRIBOR (měsíční průměr v %)



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

## Česká republika - měsíční prognóza

		předchozí data		prognóza	
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)		2,6%		2,0%
Průmyslová produkce	(meziroční růst v %)		10,1%		12,0%
Stavební výroba	(meziroční růst v %)	(duben)	62,4%	(květen)	3%
Obchodní bilance	(mld. Kč)		-10,8		-1,5
	(mil. USD)		-397		-56
CPI	(meziměsíční růst v %)		0,4%		0,3%
	(meziroční růst v %)		2,7%		3,0%
PPI	(meziměsíční růst v %)	(květen)	0,8%	(červen)	0,3%
	(meziroční růst v %)		4,9%		5,4%
Nezaměstnanost	(%)		9,9%		10,0%
CZK / EUR		30.6.	31,90	31.7.	32,00

Zdroj: Česká spořitelna

## Střední Evropa

HDP (%)	2002	2003	2004e	2005e	CPI (%)	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	2.0%	2.9%	3.5%	4.0%	Česká republika	0.6%	1.0%	3.5%	3.5%
Maďarsko	3.5%	2.9%	3.3%	4.1%	Maďarsko	4.8%	5.7%	6.0%	4.2%
Polsko	1.3%	3.6%	5.5%	5.0%	Polsko	0.7%	1.7%	3.2%	3.4%
Slovensko	4.4%	4.2%	4.8%	5.2%	Slovensko	3.4%	9.3%	7.1%	4.6%
Běžný účet (% HDP)	2002	2003	2004e	2005e	3M úrokové sazby	2002	2003	2004e	2005e
Česká republika	-6.0%	-6.5%	-5.8%	-5.0%	Česká republika	3.5	2.2	2.4	3.2
Maďarsko	-7.0%	-8.9%	-7.9%	-7.2%	Maďarsko	7.9	11.8	8.9	7.2
Polsko	-3.4%	-1.8%	-2.4%	-2.8%	Polsko	6.7	5.5	6.0	6.3
Slovensko	-8.2%	-0.9%	-2.1%	-2.3%	Slovensko	7.5	6.2	5.1	4.2

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

## KALENDÁŘ - MAKRO

	období	datum	čas zveřejnění	očekávaná hodnota	minulá hodnota
<b>Česká republika</b>					
Obchodní bilance	5/2004	7.7.	9:00		-10,8 mld. Kč
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2004	9.7.	9:00		10.1%
CPI (meziměsíčně)	6/2004	12.7.	9:00		0.4%
Nezaměstnanost	6/2004	12.7.	8:00		9.9%
Běžný účet	5/2004	13.7.	10:00		-19,2 mld. Kč
PPI (meziměsíčně)	6/2004	16.7.	9:00		0.8%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	5/2004	19.7.	9:00		2.6%
Zasedání ČNB		29.7.			
<b>Polsko</b>					
Běžný účet	5/2004	13.7.	16:00		-611 mil. eur
Peněžní zásoba - M3	6/2004	14.7.	16:00		-0.9
CPI (meziměsíčně)	6/2004	14.7.	16:00		1.0%
PPI (meziměsíčně)	6/2004	19.7.	16:00		1.2%
Průmyslová výroba (meziročně)	6/2004	19.7.	16:00		12.3%
Nezaměstnanost	6/2004	21.7.	10:00		19.6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	6/2004	21.7.	10:00		4,0%
<b>Maďarsko</b>					
Průmyslová výroba (meziročně)	5/2004	7.7.	9:00		9.4%
Obchodní bilance	5/2004	12.7.	9:00		-1,1 mld. eur
CPI (meziměsíčně)	6/2004	13.7.	9:00		0.9%
Zasedání centrální banky	7/2004	19.7.	14:00		
Maloobchodní prodeje (meziročně)	5/2004	21.7.	9:00		8,2%
PPI (meziročně)	6/2004	30.7.	9:00		
Zasedání centrální banky	8/2004	2.8.	14:00		
<b>EU</b>					
EMU: maloobchodní prodeje	5/2004	5.7.	11:00		1,3%
GE: nezaměstnanost	6/2004	6.7.	9:55		10.5%
GE: objednávky v průmyslu	5/2003	7.7.	12:00		7.1%
GE: průmyslová produkce	5/2004	8.7.	12:00		2.2%
GE: obchodní bilance	5/2004	9.7.	8:00		14,6 mld. eur
GE: běžný účet	5/2004	9.7.	8:00		10,2 mld. eur
EMU: registrace nových vozů (meziroč.)	6/2004	13.7.	8:00		2,0%
EMU: HDP (meziročně)	1Q/2004	15.7.	11:00		1.3%
EMU: CPI (meziměsíčně)	6/2004	16.7.	11:00		2.5%
EMU: průmyslová produkce (meziroč.)	5/2004	19.7.	11:00		1.7%
EMU: obchodní bilance	5/2004	19.7.	11:00		6 mld. eur
EMU: běžný účet	5/2004	26.7.	10:00		0,4 mld. eur
EMU: M3 (meziročně)	6/2004	28.7.	10:00		4,7%
EMU: spotřebitelská důvěra	7/2004	30.7.	11:00		-14,0
EMU: nezaměstnanost	6/2004	3.8.	11:00		9,0%
<b>USA</b>					
ISM - nevýrobní sektor	6/2004	6.7.	16:00	65.0	65.2
Obchodní bilance	5/2004	13.7.	14:30		-48 mld.USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	6/2004	14.7.	14:30		1.2%
PPI (meziměsíčně)	6/2004	15.7.	14:30		0.8%
Zásoby	5/2004	15.7.	14:30		0.5%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	6/2004	15.7.	15:15		1.1%
Využití průmyslových kapacit	6/2004	15.7.	15:15		77.8%
Philadelphia Fed	7/2004	15.7.	18:00		28.9
CPI (meziměsíčně)	6/2004	16.7.	14:30		0.6%
Michiganský index spotřebitelské důvěry	7/2004	16.7.	15:50		95.6
Předstihové indikátory	6/2004	22.7.	16:00		0.5%
Spotřebitelská důvěra	7/2004	27.7.	16:00		101.9
Obj. zboží dlouh. spotřeby (meziměs.)	6/2004	28.7.	14:30		-1.6%
<b>Běžová kniha</b>		28.7.	20:00		
HDP (meziročně)	2Q/2004	30.7.	14:30		3.9%
Chicagský PMI	7/2004	30.7.	16:00		
ISM (dříve NAPM) - výrobní	7/2004	2.8.	16:00		
Osobní příjmy (meziměsíčně)	6/2004	3.8.	14:30		0.6%
Osobní výdaje (meziměsíčně)	6/2004	3.8.	14:30		1.0%

## KALENDÁŘ - AKCIE

	společnost	událost
<b>Červenec</b>		
2.7.	Český Telecom	Poslední den, kdy se akcie obchoduje v systému SPAD s právem na dividendu 17 Kč / akcii
8.7.	Erste Bank	Rozštěpení akcií v poměru 1:4
9.7.	ČEZ	Termín pro podání závazných nabídek na bulharské distribuční společnosti
9.7.	Český Telecom	Rozhodný den pro výplatu dividendy
13.7.	Komerční banka	Poslední den, kdy se akcie obchoduje ve SPAD s právem na dividendu 200 Kč / akcii
16.7.	Komerční banka	Rozhodný den pro výplatu dividendy (200 Kč / akcii)
21.7.	ČEZ	Termín pro podání závazných nabídek na koupi Slovenských elektráren
27.7.	Unipetrol	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004
28.7.	Česká spořitelna	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004
29.7.	Komerční banka	Nekonsolidované / konsolidované výsledky podle IFRS za 1H/2004
konec měs.	ČEZ	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004
konec měs.	Český Telecom	Konsolidované výsledky za 1H/2004 podle IFRS
konec měs.	České radiokomunikace	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004
konec měs.	Zentiva	Nekonsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004
konec měs.	ČEZ	Bulharsko by mělo oznámit vítěze soutěže na koupi distribučních společností
<b>Srpen</b>		
1.8.	ČEZ	Výplata dividendy 8 Kč / akcii
5.8.	Unipetrol	Konsolidované výsledky podle CAS za 1H/2004

## 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 vyčísluje 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 záůjční úroková sazba v ČR
M2	Peněžní agregát obsahující vklady na viděnou a krátkodobá depozita
Repo sazba	Dvoutýdenní repo sazba - hlavní měnově politická sazba, kterou ČNB vyhláší 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 nejlikvidnějších emisí pražské burzy
PX-D	Index pražské burzy obsahující pouze emise trhu SPAD
ČNB	Česká národní banka
FNM	Fond národního majetku
REAS	Regionální energetické společnosti (Severočeská energetika, atd..)
ČTÚ	Český telekomunikační úřad
ÚOHS	Úřad pro ochranu hospodářské soutěže
SÚJB	Státní úřad pro jadernou bezpečnost
EBIT	Earnings before Interest and Tax - Zisk před daní a úroky
EBITDA	Earnings before Interest, Tax and Depreciation - Zisk před daní, úroky a odpisy
ŘVH	Řádná valná hromada
MVH	Mimořádná valná hromada

# POZNÁMKY

# KONTAKTY

Úsek treasury – ředitel	Pavel Kráčmar	tel. +420/224 995 889	pkracmar@csas.cz
Odbor obchodování – ředitel	Robert Novotný	tel. +420/224 995 148	rnovotny@csas.cz
Devizové trhy	Viktor Mikulecký	tel. +420/224 995 586	vmikulecky@csas.cz
	Marek Ratkovský	tel. +420/224 995 451	mratkovsky@csas.cz
	Jan Strakoš	tel. +420/224 995 579	jstrakos@csas.cz
	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	dmdadera@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**