

## **Komentář manažera portfolia k vývoji za uplynulý měsíc**

### **• TRHY ÚROKOVÝCH INSTRUMENTŮ**

Také měsíc červen pokračoval v tendenci předchozích dvou měsíců a byl ve znamení dalšího vzrůstu tržních úrokových sazeb. Začátkem měsíce byla oznámena inflace za květen, která již v sobě z velké části zahrnovala změny cen vlivem vstupu do EU a vlivem úprav DPH. K tomu se přidaly znepokojivé komentáře z ČNB, které indikovaly nejen brzké, ale též výraznější zpřísnění měnové politiky, než bylo do té doby na trhu očekáváno.

Nejvýraznějším posunem v tržních očekáváních bylo právě odhodlání ČNB důrazně zvyšovat sazby z důvodu nebezpečí akcelerace inflace. K tomu se přidalo i červnové oslabení české měny vůči Euru; směnný kurz tak přestal plnit svou dosavadní funkci přísných měnových podmínek (nižší dovozní ceny).

V závěru měsíce (24.6.) ČNB přistoupila k nečekaně brzkému zvýšení své 14ti denní repo sazby o 0,25%. Všeobecně se očekávalo, že centrální banka vyčká ještě na ekonomické ukazatele zveřejněné v červenci (inflace, růst HDP, směnný kurz) a rozhodne o změně sazeb v závěru července při projednávání své pravidelné čtvrtletní zprávy.

Všechny tyto události způsobily, že na trhu došlo k vzrůstu zejména krátkodobých a střednědobých úrokových sazeb. Trh byl vystrašen změnou rétoriky ČNB a malou čitelností jejich kroků.

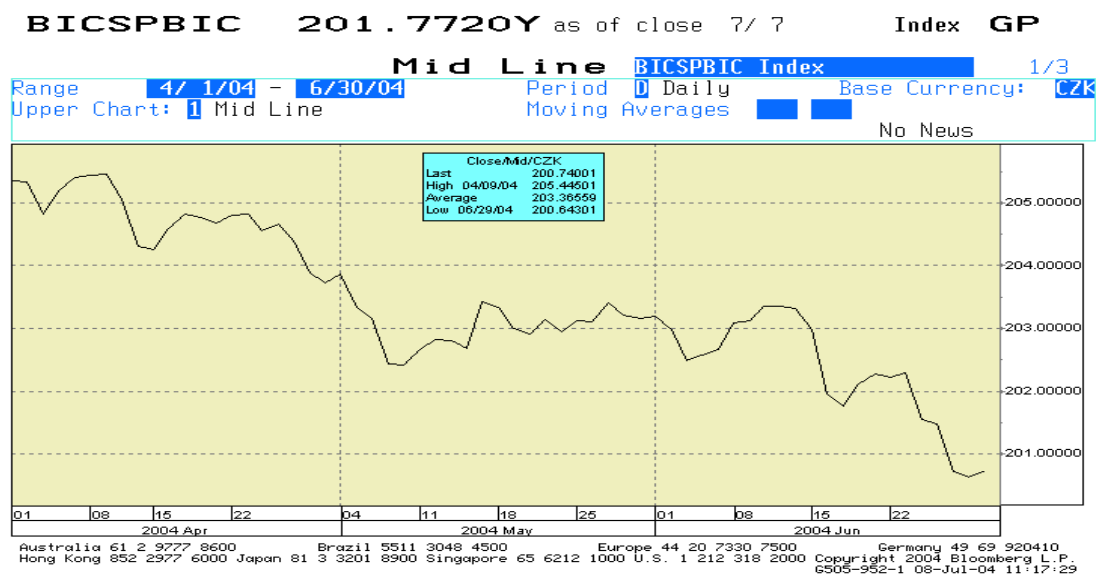
Události posledních tří měsíců způsobily výraznější pokles cen fixně úročených dluhopisů se splatností nad jeden rok. Dluhopisy s variabilním kupónem na vzniklé události prakticky nereagovaly, některé z nich dokonce mírně posílily.

Ačkoliv vývoj posledních měsíců je ve své podstatě očekávaný, překvapivá je zejména razance vzrůstu tržních úrokových sazeb. To odráží předpoklad budoucího rychlejšího a výraznějšího zvyšování 14ti denní reposazby Českou národní bankou.

Samotný pokles aktuální tržní ceny u fixně úročeného dluhopisu (bez realizace této „tržní ceny“ prodejem dluhopisu) nemění jeho výnosnost v případě, je-li držen do splatnosti. Nižší výnosnost dluhopisu v současném období je kompenzována zvýšením jeho výnosnosti ve zbývajícím období do splatnosti. Fixně úročený dluhopis má předem jasně definovaný výnos a to zpravidla tím vyšší, čím je delší doba do jeho splatnosti. S delší dobou do splatnosti pak zpravidla nejen roste jeho výnos, ale také citlivost jeho tržní ceny na změny úrokových tržních sazeb.

Oproti tomu dluhopis s variabilním kuponem v pravidelných intervalech stanovuje kuponový výnos podle aktuálních tržních krátkodobých sazeb (typicky čtvrtletních, pololetních). Citlivost tržní ceny na změny tržních úrokových sazeb je u dluhopisů s variabilním kuponem proto z principu velmi nízká, je však kompenzována jejich dlouhodobě nižším výnosem.

V současné době předpokládáme, že ekonomická data, která budou zveřejněna v následujících týdnech, nezavdají důvod k dalšímu poklesu cen na trhu. Spíše očekáváme stabilizaci cen s jejich případnou korekcí směrem vzhůru.



Graf: Vývoj dluhopisového indexu PBICS za období 04/2004 – 06/2004 (zdroj: Bloomberg)

Pozn.: Index PBICS v období od 1/1/2004 do 30/6/2004 poklesl o 1,205% v absolutním vyjádření

## • AKCIOVÉ TRHY

Pražská burza v červnu mírně zpevnila, index PX-D si polepšil o 1,5% na 1.994,8 bodu. V červnu se dařilo i většině zahraničních akciových trhů (DJIA +2,4%, Nasdaq +3,1% a Eurostoxx50 +2,7%).

Růst domácích akcií táhly hlavně banky. Komerční banka vzrostla o 3,6% a Erste Bank si polepšila o 3,3%. V červnu se dařilo i akciím Philip Morris ČR, které vzrostly o 4,6% a korigovaly tak pokles z minulého měsíce. Naopak nedařilo se telekomunikacím. Český Telecom ztratil 1,8% a České radiokomunikace oslabily o 5,1%. Největší ztrátu zaznamenaly akcie Unipetrolu, které propadly o 6,6% kvůli nejistotě ohledně ceny, kterou by měl PKN Orlen zaplatit při jeho privatizaci.

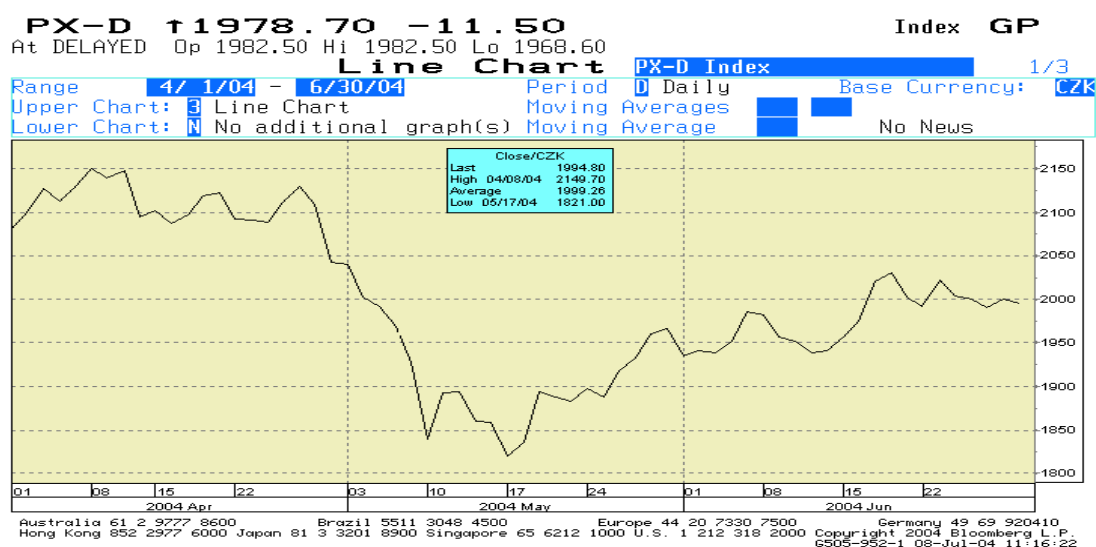
Akcionáře i trh překvapila Komerční banka, která se rozhodla vyplatit mimořádnou dividendu ve výši 200 Kč/akcii a navíc zvýšila počet vlastních akcií, které může nakoupit, na 10% emise.

V červnu úspěšně proběhlo IPO (primární emise akcií) farmaceutické společnosti Zentiva. Poptávka údajně pětkrát převýšila nabídku, cena úpisu byla nakonec stanovena na úrovni 485 Kč/akcii, tedy na horní hranici cenového rozpětí 400-525 Kč/akcii. GDR Zentivy se obchodují v Londýně a akcie společnosti se obchodují na pražské burze.

O meziměsíčním pohybu cen jednotlivých titulů, obchodovaných na burze v systému SPAD, přináší informace následující tabulka.

Titul	Cena 31.5. (Kč)	Cena 30.6.(Kč)	Změna v %
Erste Bank	3999	4131.2	3,3%
Komerční banka	2835	2937	3,6%
Český Telecom	325.5	319.5	-1,8%
ČEZ	184.64	184.59	0%
Philip Morris ČR	15250	15945	4,6%
Unipetrol	80.17	74.9	-6,6%
České radiokomunikace	442.8	420.1	-5,1%
Zentiva		497	

Stejně jako v předchozím měsíci i v červenci bude obchodování negativně ovlivněno letní sezónou. Aktivita na trhu bude určována především vývojem na zahraničních burzách a na konci měsíce oznámením výsledků hospodaření za 1. pololetí 2004.



Graf: Vývoj indexu PX-D za období 04/2004 – 06/2004 (zdroj: Bloomberg)