

1. čtvrtletí 2007

Ekonomika pod lupou



Fokus

(2)007: Jeden
scénář nestačí

Ekonomické a strategické analýzy

research@csas.cz (+420 224 995 177)

www.csas.cz/analyza

Důležitá upozornění, složení analytického týmu
a další kontakty viz poslední strany

Uzávěrka: 30. leden 2007

ČESKÁ 
SPŮŘITELNA

SHRNUTÍ PROGNÓZY

- Ekonomiky EU12 letos zpomalí, tudíž zahraniční poptávka po českých vývozech bude nižší. ECB zvýší letos sazby na 3,75%. Dolar bude oslabovat k 1,35-1,40. To spolu s nižší cenou ropy přispěje ke snížení cen benzínu a dovozů ropy.

... str. 3

- Česká ekonomika letos zpomalí na 4-4,5%, nadále však poroste historicky nadprůměrným tempem. Tahounem bude především spotřeba domácností, která postupně urychluje. S ní však uvidíme i známky přehřívání. Příznakem budou rychlejší dovozy a vyšší poptávková inflace. Přebytek obchodní bilance přesto letos poroste díky nižším cenám ropy a i nadále relativně silnému růstu vývozu.

... str. 6

- Ve srovnání s říjnovou prognózou snižujeme odhad inflace na tento rok o 1pb. Inflace tak letos dosáhne 2,5%. Na začátku roku urychlí mírně nad 2% a nad 3% se dostane v závěru roku. Bude urychlovat poptávková inflace díky vyšší domácí poptávce a pomaleji posilující koruně. Proti rychlejšímu růstu cen budou působit nižší inflační očekávání. Z nákladových faktorů porostou ceny potravin, na druhou stranu ceny benzínu budou klesat. Regulované ceny porostou podobně jako letos.

... str. 8

- Odliv dividend a záporný úrokový diferenciál bude tlačit ve směru slabší koruny. Přebytek obchodní bilance, příliv investic a slábnoucí dolar potlačí ve směru silnější koruny a budou silnější. Koruna posílí až na 27,2 CZK/EUR na konci tohoto roku. Nicméně v průběhu roku očekáváme větší volatilitu.

...str. 10

- Inflace blízko inflačního cíle, rostoucí poptávkové tlaky a růst sazeb v EU12 nenechá ČNB netečnou. Posilující koruna vykoná část práce sama, ale méně než v minulosti. Očekáváme dvojí zvýšení sazeb v letošním roce na 3,0%. První zvýšení čekáme v červenci a druhé v říjnu.

...str. 11

- V posledních inflačních číslech nás nejvíce překvapil pokles cen potravin. Myslíme si totiž, že jak nižší úroda, tak postupná konsolidace maloobchodních řetězců povede k jejich růstu (3% v 07). Zkusili jsme ovšem nasimulovat situaci, kdy by ceny potravin vzrostly pouze o 1% v letošním roce. Nižší inflace by si vyžádala sazby nižší o 25-50bb ve srovnání se základním scénářem.

...str. 13

- Aktuální Fokus se soustřeďuje na rizika, která může vývoj v USA přinést pro jednotlivé finanční aktiva. Identifikovali jsme tři možné scénáře: mírné zpomalení, dobrý růst a výrazné zpomalení. Kam investovat v případě realizace jednoho z těchto scénářů?

...str. 13

Obsah

| | |
|---------------------|----|
| Shrnutí prognózy | 1 |
| Tabulka prognózy | 2 |
| Zahraniční vývoj | 3 |
| Poptávka a nabídka | 5 |
| Inflace | 8 |
| Měnové podmínky | 10 |
| Nejistoty prognóz | 13 |
| Vyhodnocení prognóz | 13 |
| Fokus | 13 |
| Důležitá upozornění | |
| Kontakty | |

TABULKA PROGNOZY

| ROČNĚ (průměry) | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006E | 2007F | 2008F | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Poptávka | | | | | | | | | | | | |
| HDP (s.c. %) | 3,6 | 2,5 | 1,9 | 3,6 | 4,2 | 6,1 | 5,9 | 4,2 | 4,5 | | | |
| Spotřeba domácností (s.c. %) | 1,3 | 2,3 | 2,2 | 6,0 | 2,6 | 2,8 | 4,2 | 5,5 | 2,7 | | | |
| Investice (s.c. %) | 5,0 | 6,5 | 5,2 | 0,5 | 4,8 | 1,3 | 6,7 | 5,7 | 5,0 | | | |
| Export (s.c. %) | 16,6 | 11,5 | 2,1 | 7,2 | 20,9 | 10,7 | 14,1 | 12,0 | 9,7 | | | |
| Import (s.c. %) | 16,2 | 13,2 | 5,0 | 7,9 | 18,1 | 5,0 | 13,4 | 13,2 | 9,8 | | | |
| Mezera výstupu (%) ¹ | -1,1 | -0,3 | -1,2 | -1,4 | -1,0 | -0,5 | 0,1 | 0,6 | 0,8 | | | |
| Průmyslová výroba (s.c. %) | | 6,8 | 1,9 | 5,5 | 9,6 | 6,6 | 10,2 | 6,0 | 7,8 | | | |
| Maloobchod (%) | 4,4 | 4,4 | 3,0 | 4,9 | 2,4 | 4,0 | 6,6 | 6,4 | 4,7 | | | |
| Veřejné rozpočty | | | | | | | | | | | | |
| Saldo státního rozpočtu (% HDP) ⁴ | -2,4 | -2,8 | -1,9 | -4,2 | -3,4 | -1,9 | -3,0 | -3,8 | -3,5 | | | |
| Saldo veřejných rozpočtů (% HDP) | -2,8 | -2,2 | -0,5 | -5,1 | -3,9 | -2,2 | -3,3 | -4,1 | -3,8 | | | |
| Trh práce | | | | | | | | | | | | |
| Nezaměstnanost (%) ² | (9,2) | (9,2) | (9,2) | (9,9) | 9,4 | 8,9 | 8,1 | 7,5 | 7,2 | | | |
| Nominální mzdy (%) | 6,3 | 8,7 | 7,3 | 6,6 | 6,7 | 5,5 | 6,6 | 5,7 | 5,7 | | | |
| Reálné mzdy (%) | 2,3 | 3,8 | 5,4 | 6,5 | 3,8 | 3,5 | 3,9 | 3,1 | 2,3 | | | |
| Vnější vztahy | | | | | | | | | | | | |
| Obchodní bilance (mld. CZK) | -121 | -117 | -71 | -70 | -26 | 39 | 49 | 72 | 59 | | | |
| Obchodní bilance (%HDP) | -5,5 | -5,0 | -2,9 | -2,7 | -0,9 | 1,4 | 1,6 | 2,0 | 2,0 | | | |
| Běžný účet (mld. CZK) | -105 | -124 | -136 | -161 | -167 | -63 | -151 | -146 | -156 | | | |
| Běžný účet (%HDP) | -4,7 | -5,3 | -5,5 | -6,1 | -5,9 | -2,0 | -4,6 | -4,1 | -4,1 | | | |
| Ceny | | | | | | | | | | | | |
| CPI inflace (%) | 3,9 | 4,7 | 1,8 | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,5 | 3,3 | | | |
| Poptávková inflace (%) ³ | 2,7 | 3,3 | 2,5 | 0,6 | 1,4 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 2,5 | | | |
| PPI inflace (%) | 4,9 | 3,0 | -0,5 | -0,3 | 5,7 | 3,0 | 1,6 | 1,4 | 2,5 | | | |
| Měnové podmínky | | | | | | | | | | | | |
| CZK/EUR | 35,6 | 34,1 | 30,8 | 31,9 | 31,9 | 29,8 | 28,4 | 27,6 | 26,7 | | | |
| CZK/USD | 38,6 | 38,0 | 32,7 | 28,2 | 25,7 | 24,0 | 22,6 | 20,4 | 21,1 | | | |
| 2W repo sazba (%) | 5,25 | 5,10 | 3,59 | 2,29 | 2,22 | 1,96 | 2,17 | 2,65 | 3,33 | | | |
| 3M PRIBOR (%) | 5,4 | 5,2 | 3,5 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 2,7 | 3,4 | | | |
| 12M PRIBOR (%) | 5,8 | 5,3 | 3,6 | 2,3 | 2,7 | 2,1 | 2,6 | 3,0 | 3,5 | | | |
| 10Y dluhopis (%) | 7,1 | 6,2 | 4,9 | 4,2 | 4,9 | 3,6 | 3,8 | 4,1 | 3,8 | | | |
| ČTVRTLETNĚ (průměry) | | | | | | | | | | | | |
| | 2006F | | | | 2007 | | | | 2008 | | | |
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
| Poptávka | | | | | | | | | | | | |
| HDP (s.c. %) | 6,4 | 6,0 | 5,8 | 5,5 | 4,7 | 4,4 | 4,0 | 3,8 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 4,7 |
| Spotřeba domácností (s.c. %) | 3,9 | 4,1 | 4,0 | 4,8 | 5,6 | 5,8 | 5,7 | 4,7 | 3,1 | 2,7 | 2,4 | 2,4 |
| Investice (s.c. %) | 6,1 | 6,7 | 7,2 | 6,8 | 5,0 | 5,7 | 5,7 | 6,3 | 6,9 | 5,2 | 4,4 | 3,6 |
| Mezera výstupu (s.c. %) ¹ | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 |
| Průmyslová výroba (s.c. %) | 15,0 | 8,9 | 8,1 | 8,9 | 5,8 | 5,6 | 5,6 | 6,9 | 7,7 | 8,5 | 7,9 | 6,9 |
| Trh práce | | | | | | | | | | | | |
| Nezaměstnanost (%) ² | 9,0 | 8,0 | 7,9 | 7,5 | 7,9 | 7,3 | 7,4 | 7,3 | 7,9 | 7,0 | 7,0 | 6,9 |
| Reálné mzdy (%) | 4,1 | 3,7 | 3,0 | 4,8 | 3,8 | 3,4 | 3,2 | 1,9 | 2,0 | 2,3 | 2,5 | 2,6 |
| Vnější vztahy | | | | | | | | | | | | |
| Obchodní bilance (mld. CZK) | 42 | 36 | 41 | 49 | 56 | 66 | 76 | 72 | 76 | 77 | 70 | 59 |
| Běžný účet (mld. CZK) | -77 | -99 | -117 | -151 | -151 | -144 | -140 | -146 | -140 | -137 | -143 | -156 |
| Ceny | | | | | | | | | | | | |
| CPI inflace (%) | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 1,5 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 3,3 | 3,4 | 3,2 | 3,2 | 3,4 |
| Poptávková inflace (%) ³ | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 1,5 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,9 | 2,3 | 2,4 | 2,5 | 2,7 |
| PPI inflace (%) | 0,3 | 1,3 | 2,5 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 0,9 | 1,7 | 2,2 | 2,5 | 2,6 | 2,7 |
| Měnové podmínky | | | | | | | | | | | | |
| CZK/EUR | 28,6 | 28,4 | 28,4 | 28,1 | 27,8 | 27,7 | 27,6 | 27,3 | 26,9 | 26,8 | 26,7 | 26,5 |
| CZK/USD | 23,8 | 22,6 | 22,2 | 21,7 | 21,2 | 20,7 | 19,9 | 19,7 | 20,3 | 21,2 | 21,5 | 21,5 |
| 2W repo sazba (%) | 2,00 | 2,00 | 2,19 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,67 | 2,92 | 3,17 | 3,25 | 3,42 | 3,50 |
| 3M PRIBOR (%) | 2,1 | 2,1 | 2,4 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,3 | 3,3 | 3,5 | 3,6 |
| 12M PRIBOR (%) | 2,3 | 2,5 | 2,8 | 3,0 | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,6 |
| 10Y dluhopis (%) | 3,5 | 3,9 | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 4,2 | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 3,8 | 3,7 | 3,7 |

Vysvětlivky:

Není-li uvedeno jinak, jsou prezentovány roční, resp. čtvrtletní průměry.

1 mezera výstupu představuje rozdíl mezi skutečným HDP a rovnovážným dlouhodobým HDP, nejlépe zachycuje poptávkové tlaky plynoucí z reálné ekonomiky

2 míra nezaměstnanosti před rokem 2004 je počítána z registrované míry nezaměstnanosti, počínaje rokem 2004 pak pomocí metodologie ILO

3 poptávková inflace je inflace očistěná o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní, cen potravin a pohonných hmot; je nejvíce ovlivněna poptávkou

4 je uvedeno saldo státního a veřejných rozpočtů podle metodologie GFS. Pro účely Maastrichtských kritérií a Paktu stability se deficit počítá podle ESA95, očekáváme, že takto spočítaný deficit bude vyšší než podle GFS

ZAHRAŇIČNÍ VÝVOJ

Ve srovnání s naší říjnovou prognózou jsme revidovali mírně nahoru růst ekonomik EU12, tedy i poptávku po českých dovozech. Dále, vrchol sazeb ECB jsme zvýšili o 25bb na 3,75%. Vyšší sazby v zahraničí budou prostřednictvím tlaků na oslabení kurzu zvyšovat i české sazby. Prognózu kurzu amerického dolaru neměníme, snižujeme však odhad vývoje cen ropy, což bude zvyšovat přebytek obchodní bilance.

EVROPSKÁ UNIE

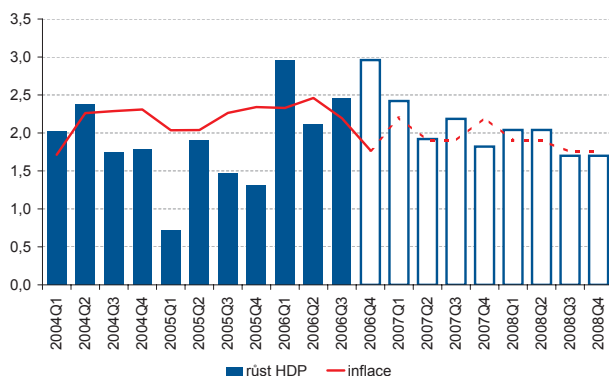
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-------------------|------|------|------|------|
| HDP EU12 (s.c. %) | 1,5 | 2,7 | 2,0 | 1,9 |
| CPI Eurozóny (%) | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 1,8 |
| Sazba ECB (%) | 2,02 | 2,78 | 3,71 | 3,13 |
| 12M EURIBOR (%) | 2,3 | 3,4 | 3,8 | 3,3 |
| HDP US (s.c. %) | 3,2 | 3,4 | 2,7 | 3,1 |
| CPI US (%) | 3,4 | 3,6 | 2,8 | 2,5 |
| Sazba Fed (%) | 3,19 | 4,96 | 4,69 | 4,00 |

Pro exportéry méně příznivý vývoj

Ekonomiky EU12 vloni vzrostly cca o 2,7%, nejvíce za posledních pět let. Ačkoliv ve srovnání s říjnovou prognózou mírně zvyšujeme odhad růstu pro příští rok, na 2%, stále nás čeká zpomalení růstů. Tudíž prostředí méně příznivé pro naše vývozce.

Důvodem nevalného růstu ekonomik EU12 je dlouhodobě nízká spotřeba domácností a tentokrát i USA. Začneme spotřebou. Průměrný růst spotřeby v ekonomikách EU12 od roku 1993 je 1,8%, zatímco v USA je to dvojnásobek, 3,6%. Důvodem je strukturální zaostalost EU12 a její nižší konkurenceschopnost ve srovnání s USA. To se projevuje téměř dvojnásobnou nezaměstnaností (průměr EU12 9,1% vs. 5,4% v USA) a tudíž nižším balíkem peněz k utrácení. A navíc i větší opatrnosti peníze utrácet: průměr hrubých národních úspor se v EU pohybuje kolem 21%, zatímco v USA 15%. V loňském roce spotřeba v EU12 urychlila, což znamená růst 1,8%!

Růst HDP a inflace v EU12 (%)



Za druhé USA. Na rozdíl od spotřeby nejde o problém dlouhodobý strukturální, ale čistě cyklický. Růst v EU12 byl v posledních čtvrtletích tažen vývozy, tedy růstem jeho obchodních partnerů = USA a Asie. V příštím roce očekáváme zpomalení růstu v USA. Důvodem je pokles trhu nemovitostí

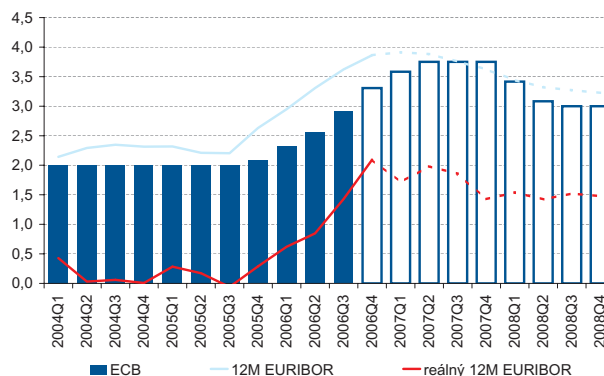
(více viz Fokus). Se zpožděním, trvajícím podle našich odhadů zhruba dvě až tři čtvrtletí, se zpomalení v USA projeví ve zpomalení růstu vývozu v EU12 (zpomalení USA o 1pb se projeví se zpožděním ve zpomalení EU12 o 0,8pb).

Z hlediska ČR je důležitá vedle agregátního čísla i struktura. Důvodem je fakt, že české vývozy jsou nejvíce navázány na evropské vývozy a nejméně na jejich spotřebu. Tudíž situace, kdy urychluje spotřeba a naopak zpomalují vývozy, umocňuje nepříznivý vývoj pro naše vývozce.

ECB se bojí přehřátí ekonomiky a inflace

Inflace se v letošním roce dostane pod dvě procenta, tedy do cílového pásma ECB, až v jeho závěru. Se začátkem roku zvýšilo Německo DPH, což „uměle“ vytlačí inflaci nahoru. Silou ženoucí inflaci pod dvě procenta bude posílení eura, postupný růst sazeb ECB, zpomalení ekonomiky a stabilizace cen ropy.

Sazby ECB a nominální a reálné 12M tržní sazby (%)



V závěru loňského roku zvýšila ECB sazby na 3,5%. Očekávali jsme, že na této hodnotě se centrální banka zastaví. Nicméně ECB nedostala dostatek důkazů o zkrácení inflace a i nadále se udržuje v jestřábím módu. Přehodnotili jsme proto cílovou úroveň sazeb na 3,75%, zvýšení očekáváme v březnu. V příštím roce očekáváme pauzování. Vyšší cílová úroveň sazeb ECB bude prostřednictvím úrokového diferenciálu tlačit na vyšší sazby v Česku.

DOLAR

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1,25 | 1,26 | 1,36 | 1,27 |

Obrácená kotace

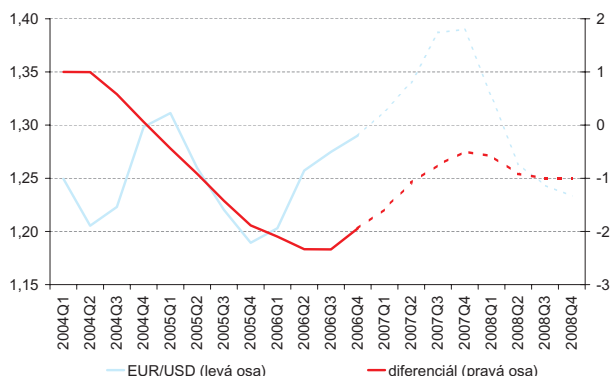
Dolar potřebuje oslabit

V závěru roku kurz dolaru vůči euru prolomil pásmo 1,250-1,300, ve kterém se pohyboval zhruba od května a oslabil až na 1,334. Nadále vidíme fundamentální důvody pro oslabení dolaru a naši říjnovou prognózu neměníme: v letošním roce očekáváme oslabení dolaru k 1,350-1,400.

Důvodem je především nesladěnost cyklů v EU12 a USA: zatímco v USA očekáváme, že Fed v letošním roce sníží sazby až na 4,5%, od ECB naopak očekáváme ještě jedno zvýšení. Tudíž úrokový diferenciál se bude vyvíjet v neprospěch USD. Podpůrným argumentem, majícím spíše psychologický efekt,

bude i obrovský strukturální deficit obchodní bilance USA. A to přesto, že díky zpomalení americké ekonomiky se bude deficit cyklicky snižovat.

Kurz dolaru k euru a úrokový diferenciál (EU12-USA, pb)



Podle ropných futures trh nyní očekává, že cena sladké lehké ropy typu WTI vystoupá v letošním roce k 60 USD a následně bude postupně růst k 64 USD. Na základě našich odhadů se tak cena ropy uralského typu, tedy ropy, kterou primárně dovážíme, bude letos pohybovat zhruba na 57 dolarech za barel.

Ve srovnání s říjnovou prognózou tak očekáváme v letošním roce nižší ceny ropy zhruba o 4 USD, což bude snižovat nominální hodnotu dovozu ropy. Korunové dovozy bude navíc snižovat i oslabující dolar. Vyčíslené dopady do obchodní bilance v části Poptávka a nabídka.

ROPA

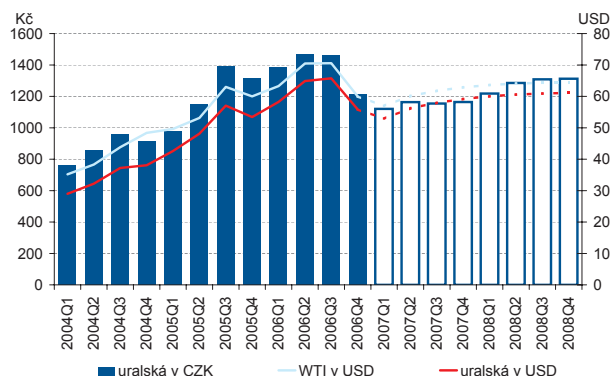
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------|------|------|-------|------|
| Ropa WTI (USD) | 56,4 | 66,1 | 60,4 | 64,1 |
| Ropa Uralská (USD) | 50,3 | 61,2 | 56,6 | 60,6 |
| - % mzr. | 47,5 | 22,9 | -7,1 | 7,4 |
| Ropa Uralská (CZK) | 1208 | 1382 | 1150 | 1281 |
| - % mzr. | 37,8 | 16,7 | -16,2 | 11,3 |

Teplé počasí vyvažuje střednědobá rizika. Prozatím

Od letních rekordních cen na 77 USD za barel prodělal ropný trh obrat a vydal se dolů. Se začátkem roku dokonce prolomil hranici 50 USD. K zastavení propadu cen nepomohlo ani dvojí oznámení OPECu o snížení těžebních limitů. Na pomyslné váze faktorů táhnoucích ceny ropy nahoru a dolů totiž vyhrává počasí. Neobykle teplá zima snižuje poptávku po ropě jakožto topivu, a zásoby ropy si tak udržují nadprůměrné úrovně.

Ve hře ovšem zůstávají střednědobé a dlouhodobé faktory: omezená nabídka (jak na straně suroviny, tak na straně malého množství rafinérií), rychle rostoucí poptávka ze strany rozvíjejících se zemí, nejvíce pak Číny a geopolitická rizika typu Irán (jaderný program) a Venezuela (riziko znárodnění ropných společností).

Vývoj cen ropy WTI a uralské v dolarech a uralské v Kč



POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve srovnání s říjnovou prognózou jsme provedli několik úprav. Očekáváme mírně vyšší růst ekonomiky v letošním roce především díky spotřebě domácností. Úprava předpokladu růstu v EU12 nahoru se pozitivně odrazí ve vývozech a investicích. Na druhou stranu jsme ale v prognóze přesunuli z 2008 do roku 2009 začátek výroby v Hyundai (vývozy). Z hlediska dovozů jsme zohlednili v prognóze nákup vojenských transportérů.

VÝCHOZÍ PODMÍNKY

| | 2006Q1 | 2006Q2 | 2006Q3 | 2006Q4 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| HDP (s.c. %) | 6,4 | 6,0 | 5,8 | 5,5 |
| Spotřeba (s.c. %) | 3,9 | 4,1 | 4,0 | 4,8 |
| Investice (s.c. %) | 6,1 | 6,7 | 7,2 | 6,8 |
| Vývoz (s.c. %) | 18,5 | 10,7 | 11,4 | 15,7 |
| Dovoz (s.c. %) | 16,3 | 11,0 | 10,6 | 15,5 |
| Mezera výstupu (%) | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,4 |

Zpomalení není znakem slabosti

K vyplnění mozaiky loňského růstu nám sice ještě chybí údaj za 4Q, ale na základě dosud zveřejněných údajů o vývoji průmyslu, maloobchodních tržeb a obchodní bilance za 4Q očekáváme, že HDP ve 4Q vzrostlo o 5,5%.

Podle našich odhadů tak vzrostla česká ekonomika v minulém roce o 5,9%, tedy velmi podobně jako v předcházejícím roce. Ovšem v průběhu roku jsme mohli sledovat tendence, které přece jen tyto dva roky odlišují. Za prvé ekonomika začala zpomalovat z 6,4% v 1Q na 5,5% ve 4Q. Za druhé, čistý export (rozdíl mezi vývozy a dovozy) ztratil své výsadní postavení tahouna růstu, když začaly urychlovat dovozy. A tím se dostáváme k třetímu bodu: tahounem se stala urychlující spotřeba, která de facto sebrala první místo čistým vývozům, právě díky navázání spotřebních dovozů na její růst.

Ve srovnání s EU12 i nadále rosteme tempem, které zaručuje postupné reálné přibližování ekonomické úrovně k EU12 (nyní se nacházíme zhruba na 65% HDP EU12 měřeno paritou kupní síly na obyvatele). S očekávaným růstem 5,9% jsme se umístili na druhém místě v regionálním žebříčku nejrychleji rostoucích ekonomik (Slovensko: 7,9%, Polsko 5,3% a Maďarsko 3,8%).

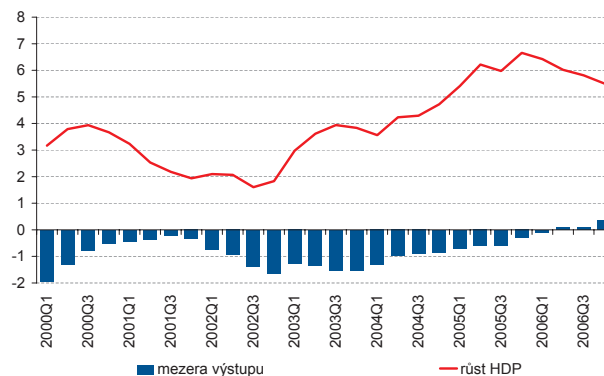
Kdy se ekonomika zadýchá?

Ekonomové se při hodnocení, zda ekonomický růst je rovnovážný či nikoliv, zaklínají termíny jako je mezera výstupu či potenciální produkt. I my s těmito termíny pracujeme: odhadujeme, že ekonomika se nachází mírně nad svým potenciálem, neboli mezera výstupu se dostala do kladných hodnot.

Ve více srozumitelném jazyce: minulé investice mířily především do budování vývozních kapacit. Proto vysoký růst ekonomiky od 2004 nebyl spojen s akcelerací dovozů a poptávkové inflace. Naopak růst vývozů zlepšoval obchodní bilanci, což vedlo k posilování koruny a tudíž poklesu dovozních cen a inflace. Maloobchodníci navíc čelili kombinaci vysoké konkurence v situaci relativně nízkého růstu spotřeby domácností (průměr růstu spotřeby za 1997-2005 je 2,4%). To se ovšem změnilo

v tomto roce s urychlením růstu spotřeby nad 4% (důvody níže).

Mezera výstupu a růst HDP (%)

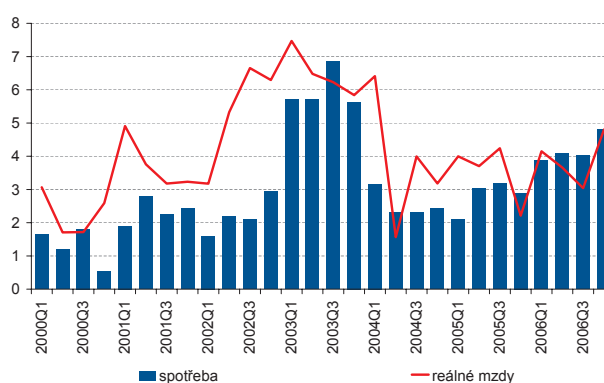


S vyšším růstem domácí poptávky (=spotřeba a ani investice se nedají zahanbit) rostou i dovozy. A maloobchodníci, jejichž marže byly v posledních letech pod tlakem, vidí vyšší poptávku. A proto budou postupně zvyšovat své marže a poroste poptávková inflace. Čili pozitivní mezera výstupu.

Více peněz na utrácení

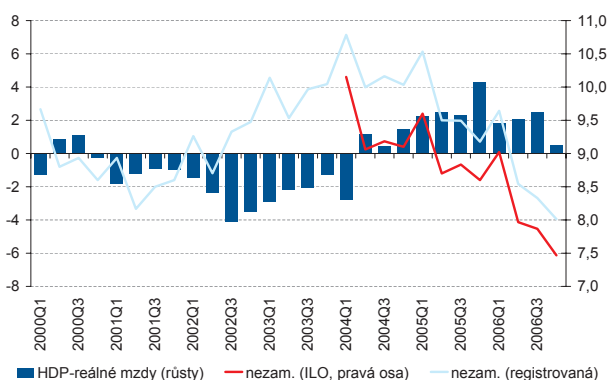
V minulém roce měli lidé více peněz na utrácení. Tak se není čemu divit, že je utrácejí a roste spotřeba. Za prvé, odhadujeme, že průměrná nominální mzda prolomila 20 tisícovou hranici (růst o 6,6%). Po očištění o inflaci vzrostly mzdy téměř o 4%. Dále, řady nezaměstnaných se ztenčily a nezaměstnanost poklesla o 0,8pb na 8,1%. Neboli řady zaměstnanců se rozšířily zhruba o 60 tis. lidí. Za třetí, v loňském roce stát podpořil peněženky snížením daně z příjmů fyzických osob.

Růst spotřeby domácností a reálných mezd (%)



Obrázek níže ukazuje důvod poklesu nezaměstnanosti. I přes vyšší růst reálných mezd zůstává jejich dynamika pod růstem produktivity (výjimkou je 4Q, kdy prudce poklesla inflace, jde však o jednorázový skok). Podniky tudíž mají rezervy pro vyrovnání se s nepříznivým vývojem (např. posilování kurzu či růst cen energií) a nebojí se proto najímat nové pracovníky.

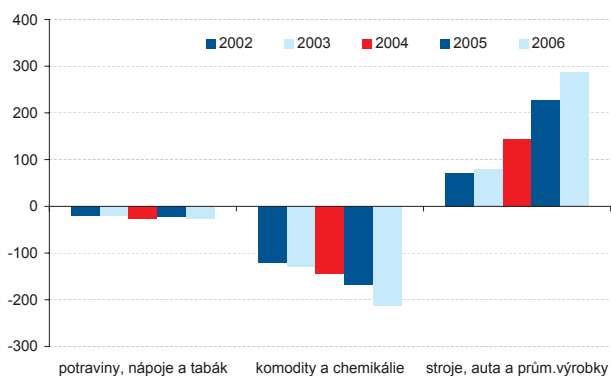
Rozdíl mezi růsty HDP a reálných mezd, míra nezaměstnanosti (původní metodologie a podle ILO, %)



Vývozy rostou, ale kazí jim to dovozy

Vývozy úspěšně rostly i v loňském roce díky růstu zahraniční poptávky, klesající dovozní náročnosti... Ovšem vyšší domácí poptávka nasála vyšší objem dovozů. Pro větší přiblížení, naše odhady ukazují, že růst spotřeby a investic o procento zvýší dovozy o čtvrtinu procenta. Suma sumárum, příspěvek čistých vývozů (vývozy mínus dovozy) se z vysokých čísel, které jsme viděli v minulých letech, dostal k nule.

Struktura obchodní bilance (12M saldo v mld. Kč)



Pozn: Data za rok 2006 je 12m saldo za listopad

Přebytek obchodní bilance proto vloni nezopakoval úprk, který předvedl v roce 2004-2005 a zlepšil se „pouze“ o 10 mld. Kč. Pokles cen ropy v závěru roku zastabilizoval deficit s komoditami. Naopak vývoz strojů, aut a průmyslových výrobků vytrvale roste do plusových hodnot. Do listopadu o 67 mld. Kč na 286 mld. (12M saldo) a více než vykompenzoval zhoršené saldo s komoditami.

PROGNÓZA EKONOMICKÉHO RŮSTU

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| HDP (s.c. %) | 6,1 | 5,9 | 4,2 | 4,5 |
| Spotřeba (s.c. %) | 2,8 | 4,2 | 5,5 | 2,7 |
| Investice (s.c. %) | 1,3 | 6,7 | 5,7 | 5,0 |
| Vývoz (s.c. %) | 10,7 | 14,1 | 12,0 | 9,7 |
| Dovoz (s.c. %) | 5,0 | 13,4 | 13,2 | 9,8 |
| Mezera výstupu (%) | -0,5 | 0,1 | 0,6 | 0,8 |
| Obchodní bilance (mld. Kč) | 39 | 49 | 72 | 59 |
| Běžný účet (mld. Kč) | -63 | -151 | -146 | -156 |
| Průmysl (s.c. %) | 6,6 | 10,2 | 6,9 | 7,7 |
| Maloobchod (s.c. %) | 4,0 | 6,6 | 6,4 | 4,7 |

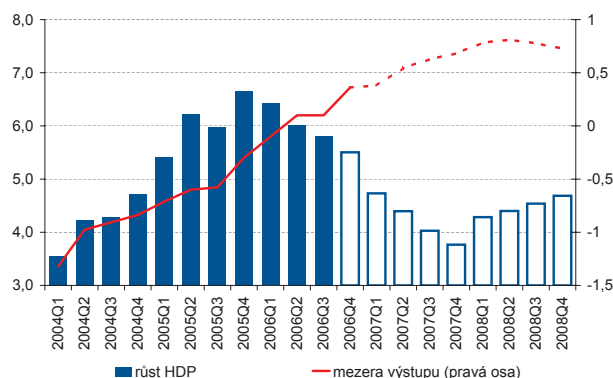
Ekonomika v rychlostním omezení. Máme se bát?

Jak shrnout historku české ekonomiky? Celkově ekonomika letos zpomalí mezi 4-4,5%.V pozadí můžeme vidět několik faktorů.

Je to zpomalení v zahraničí, které mírně sníží vývozy a investice. Navíc domácí poptávka bude zvyšovat dovozy a udržovat příspěvek čistých exportů na nízkých úrovních. Dále, z meziročních čísel růstu HDP postupně „vypadne“ efekt automobilky TPCA. V posledních dvou letech TPCA zvyšovala dynamiku HDP o 1,5-2pb s tím, jak z nuly se výroba aut zvýšila na 300 tis. Nicméně nyní již továrna jede na svou plnou kapacitu, růst nebude, a tudíž meziroční růst výroby se bude blížit k nule. Stejně jako její příspěvek k růstu HDP (k růstu, nikoliv k úrovni). Podobnou bombou pro ekonomiku jako TPCA bude Hyundai. Podle posledních informací začne výrobu až se začátkem roku 2009 (odhadovali jsme 2008).

Lídrem ekonomiky bude spotřeba domácností, která poroste rychleji než celá ekonomika. Důvod? Disponibilní důchod zvýší nové sociální zákony, rostoucí zaměstnanost a reálné mzdy. Díky rychlejší spotřebě se mezera výstupu otevře více do kladných hodnot = ekonomika bude čím dál více vykazovat znaky přehřívání s jejich negativními dopady, tzn.: růst poptávkové inflace a dovozů.

Prognóza růstu HDP a mezery výstupu (%)



Od tohoto roku můžeme dosáhnout na mnohem větší balík peněz z EU (zhruba 100 mld. Kč za rok). Nicméně jejich efekt na růst bude umenšovat pomalé čerpání těchto fondů (některá ministerstva plánují rozjet nové operační programy až ve druhé polovině roku). Investice, podpořené i EU fondy, budou nadále

rozšiřovat především vývozní potenciál české ekonomiky. Dynamika růstu potenciálního výstupu vykáže zhoupnutí: po loňských 5% zpomalí ke 4% v příštím roce. K 5% se opět vrátí v letech 2009/10 jako výsledek investic do továrny v Nošovicích. V dlouhém období očekáváme zpomalování ke 3-4%.

U měnových podmínek (známé duo kurz a sazby) se nic výrazně nezmění. Kurz bude působit na ekonomiku v letošním roce opět restriktivně, avšak méně než vloni. A sazby zůstanou uvolněné, přestože očekáváme jejich růst.

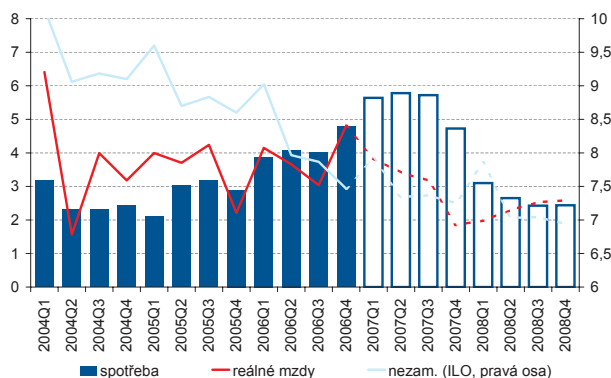
Na co se mohou těšit naše peněženky?

Očekáváme, že lidé letos utratí v reálném vyjádření o 5,5% více než loni. Ještě v roce 2005 přitom spotřeba rostla polovičním tempem. Za tento vývoj poděkují naše peněženky vývoji mezd, zaměstnanosti a výši sociálních výdajů státu.

Nominální hrubá mzda vzroste tento rok zhruba o 5,5% na průměrnou úroveň 21.400 Kč. Ve srovnání s říjnovou prognózou růst nominálních mezd snižujeme o procento. Avšak do mezd se méně zakousne inflace, než jsme očekávali, tudíž růst reálných mezd zůstane nezměněn (mírně nad 3%).

I přes zpomalení ekonomika poroste rychlým tempem, tudíž hlad po pracovních nezmizí. Nezaměstnanost tak poklesne z loňských 8,1% na 7,5% a zaměstnanost vzroste o 0,8%, což v přepočtu znamená zhruba o 20 tis. více zaměstnanců.

Růst spotřeby domácností a reálných mezd (mzr. %) a nezaměstnanost (%)



Poslední položkou, která potěší peněženky, a ne málo, je vloni schválený balík sociálních zákonů (rodičovský příspěvek, příspěvek na bydlení, porodné, příspěvek pro prvňáky) o cca 25-30 mld. Jen tyto položky podpoří disponibilní důchod domácností a spotřebu zhruba o 1,5pb.

Na druhou stranu vyšší sociální dávky vedou opět ke snížení motivace hledat si práci. Jediným pozitivem na trhu práce je větší kontrola, zda nezaměstnaný hledá či nehledá práci, což by se mělo projevit ve větším rozdílu vyplácených dávek aktivním nezaměstnaným ve srovnání s pasivními nezaměstnanými.

Investice se ČR nevyhýbají

Odhadujeme, že loni investice vzrostly o 6,7%. Z dosavadních dat vyplývá, že podniky nejvíce zvýšily investice do aut a strojů. ČR velmi profituje z dobrého image, který má mezi zahraničními investory. Jen loni přiteklo do Česka cca 165 mld. Kč

(jen příliv, nebere v úvahu odliv), v letošním roce očekáváme podobné číslo. Czechinvest loni přislíbil jen ve zpracovatelském průmyslu investiční pobídky firmám, které hodlají investovat zhruba 60 mld. Kč (pro srovnání, v roce 2005 „jen“ 41 mld. Kč). V letošním roce začne výstavbu Hyundai, postupně začnou nabíhat peníze z EU. Suma sumárum, letos čekáme růst investic o 5,5-6%.

Vývozy vs. Dovozy.

Investiční aktivita zvyšující proexportní kapacity se pochopitelně projevuje v růstu vývozu. Navíc roste i poptávka ze strany EU, ačkoliv v letošním roce bude nižší. Vývozy s růstem zhruba 12% letos a 10% v příštím roce tak budou výrazně přispívat k růstu ekonomiky.

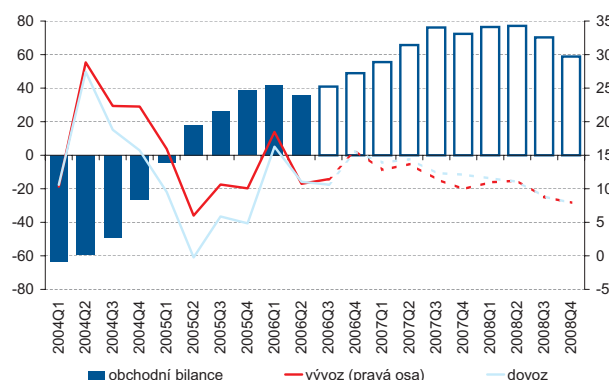
Ovšem zdárným soupeřem, který bude snižovat příspěvek čistých vývozu (vývozy mínus dovozy) k růstu HDP směrem k nule, jsou dovozy. Ty podporuje vyšší domácí poptávka (spotřeba a investice). Navíc jsme v prognóze zohlednili dovoz vojenských transportérů v hodnotě 20-24 mld. Kč, rovnoměrně rozložených v letech 2007-2012 (3-3.5 mld. Kč ročně).

Positivním faktorem, který v letošním roce zvýší přebytek obchodní bilance ze strany dovozu je cena ropy. Letos očekáváme nižší ceny ropy ve srovnání s říjnovou predikcí (viz Zahraniční vývoj) v průměru o 4 USD za barel. Naše odhady ukazují, že pokles cen ropy o 4 USD sníží dovozy o 14 mld. Kč.

Směnné relace (rozdíl mezi cenami vývozu a dovozu) a tudíž i přebytek obchodní bilance bude v letošním roce zlepšovat vedle ropy i oslabující dolar vůči euru. V příštím roce očekáváme ovšem korekci tohoto oslabení dolaru: z pozitivního faktoru se najednou stane faktor snižující přebytek obchodní bilance.

Suma sumárum, přebytek obchodní bilance se letos vyšplhá k cca 70-75 mld. Kč a v dalším roce mírně poklesne k 60 mld.

Deficit obchodní bilance (kumulativně, mld. Kč) a růst reálných vývozu a dovozu (%)



Nová vláda. Na jak dlouho?

Po osmi měsících poslanecká sněmovna schválila vládu ODS+KDÚ+SZ. Podle programového prohlášení chce vláda snížit deficit veřejných financí pod 3% hranici do roku 2009 a zároveň snížit podíl mandatorních výdajů pod 50%. Dále, chce snížit daně, zavést daňově neutrální ekologickou daň a ponechat dvojitou sazbu DPH. Chce také odprodat ČSA, Letiště Praha a Českou poštu.

Porovnáním předvolebních programů se zdá, že jde o méně ambiciózní program. Nesmíme ovšem zapomenout na to, že vláda stojí na dvou poslancích z levice. Nemyslíme si proto, že vláda bude mít dostatečnou sílu provést potřebné reformy. Spíše si myslíme, že scénář předčasných voleb je i přes schválení vlády pravděpodobnou variantou dalšího vývoje.

Jisté je, že státní finance nejsou v nikterak dobré kondici. V loni dosáhl deficit státního rozpočtu 97 mld. Kč. Pro tento rok schválila poslanecká sněmovna deficit 91,3 mld. Kč. Ovšem podle našeho názoru skončí státní pokladna s větší sekyrou, 130 mld. Kč. Plán ministerstva financí totiž nepočítal s tzv. poslaneckými pomníčky, které zvyšují výdaje o cca 6 mld. Kč. Naopak počítal s vyšším zvýšením spotřební daně za cigarety, než kolik byla nakonec schválena (rozdíl cca 5 mld. Kč na straně příjmů). V neposlední řadě počítal s odprodejem části ČEZu, což mělo do pokladny přinést přes 40 mld. Kč. Nová koalice se ovšem dohodla, že ČEZ nyní neprodá a zaměří se na menší sousta (viz výše). Je otázkou, zda se vládě namísto jednoho privatizačního projektu podaří realizovat všechny tři, tak, aby částka ve výdajích byla vykompenzována. Nemluvě o tom, že výpočet deficitu, kterým se poměruje (ne)plnění maastrichtských kritérií, nebere v úvahu privatizační příjmy.

INFLACE

Oproti říjnové prognóze snižujeme inflaci ve všech složkách a celkovou inflaci pro letošní rok odhadujeme o 1pb nižší.

VÝCHOZÍ PODMÍNKY

| | 2006Q1 | 2006Q2 | 2006Q3 | 2006Q4 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Celková inflace | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 1,5 |
| Regulované ceny | 10,0 | 10,2 | 7,7 | 3,4 |
| Poptávková inflace | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 1,5 |
| Potraviny a nápoje | -0,5 | 0,2 | 2,6 | 1,1 |
| Pohonné hmoty | 12,0 | 8,4 | 1,1 | -7,2 |
| PPI inflace | 1,6 | 1,4 | 2,6 | 0,0 |

Inflační překvapení na závěr roku

Inflace v závěru roku překvapila nižší dynamikou. Vzhledem k výpadku vyšších cen energií z meziročních čísel jsme v říjnu očekávali propad inflace pod 2%. Nicméně ve skutečnosti inflace byla ještě nižší (dno na 1,3%). Pachatelí byly především ceny potravin, k tomu se přidala klesající cena benzínu v reakci na pokles cen ropy. Navíc se ani do konce roku v cenách cigaret neprojevovalo dubnové zvýšení spotřební daně. Celková inflace tak skončila ve 4Q na 1,5% oproti očekávaným 2,5%.

Vzhledem k nižší startovací pozici a také díky tomu, že inflační očekávání se odvíjejí od minulé inflace, projeví se nižší základ i v prognóze pro tento rok.

I přes nižší celkové číslo probíhalo na pozadí inflačních čísel námi očekávané urychlování poptávkové inflace. Ta se v průběhu roku zvýšila z 1% na 1,8%. Podíl poptávkové inflace na celkovém čísle tak postupně vzrostl z 25% na 44%.

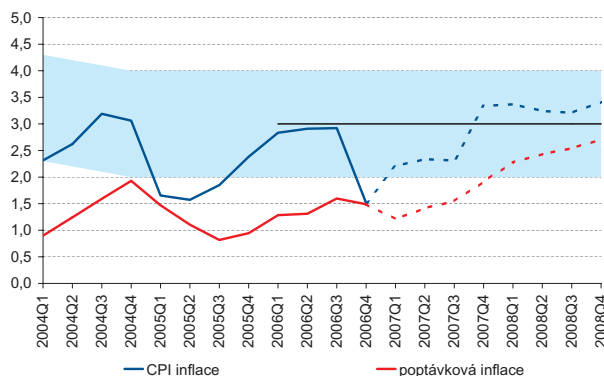
PROGNÓZA INFLACE

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------|------|------|------|------|
| Celková inflace | 1,9 | 2,5 | 2,5 | 3,3 |
| Regulované ceny | 5,8 | 7,8 | 7,4 | 6,3 |
| Poptávková inflace | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 2,5 |
| Potraviny a nápoje | -0,2 | 0,9 | 3,2 | 2,9 |
| Pohonné hmoty | 6,8 | 3,6 | -9,7 | 4,0 |
| PPI inflace | 3,0 | 1,6 | 1,4 | 2,5 |

Inflace letos tak neporoste

Ve srovnání s říjnovou prognózou snižujeme prognózu inflace téměř o jeden procentní bod. Inflace v letošním roce tudíž poroste podobným tempem jako loni. Avšak čekáme jiný průběh. Na začátku roku očekáváme zvýšení inflace těsně nad 2%, ve druhém a ve třetím čtvrtletí se bude pohybovat mezi 2-2,5% a v posledním čtvrtletí očekáváme díky meziročním efektům urychlení na 3,5%. Inflace se tak bude pohybovat v pásmu +/- 1pb kolem 3% inflačního cíle ČNB. Příští rok očekáváme inflaci ve výši 3,5%. Jaká bude struktura inflačního vývoje?

Prognóza inflace a poptávkové inflace a inflační cíl



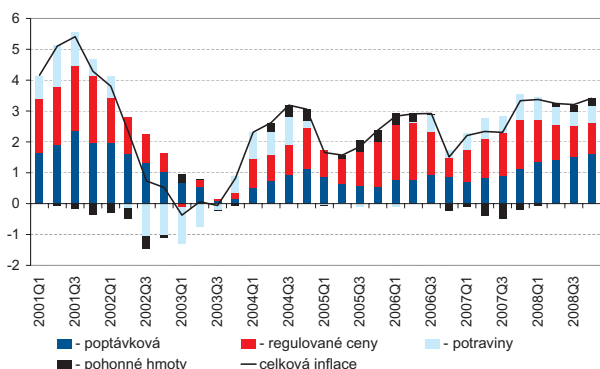
Co čeká naše složky?

Začneme regulovanými cenami. V lednu opět poklesne cena plynu (v říjnu jsme čekali stagnaci), tentokrát o 4,2% (s dopadem do inflace -0,2pb). Zářezem do rodinných financí bude od ledna vyšší cena elektřiny o 8% (0,4 pb), teplo (3%, 0,1pb) a vodné/stočné (cca 0,1pb). Kuřákům vláda opět letos zvýší spotřební daň (dopad 0,4pb). Zároveň však omezila platnost starých kolků. Neměla by se tak opakovat situace z loňského roku, kdy daně byly zvýšeny v dubnu, ale v PNS se začaly cigarety prodávat za vyšší ceny až od letošního ledna. Pravděpodobně je ještě jedno mírnější zvýšení daní na cigarety, abychom splnili minimální daň stanovenou EU. Od letošního ledna se rozběhla deregulace nájemného (rozložení růstu nájmu do čtyř let), což v letošním roce znamená růst o 19% (0,4pb). Navíc porostou i TV poplatky (o 20%, 0,1pb). Suma sumárum, celkový příspěvek regulovaných cen a nepřímých daní k inflaci nepatrně poklesne na 1,3pb (v říjnu jsme čekali 1,4pb).

Ceny potravin: proč nerostou?

Loňská sklizeň obilí a brambor poklesla meziročně o 15%, resp. -34%. Očekávali jsme proto, že za těchto podmínek vzroste síla producentů protlačit u super/hypermarketů vyšší ceny. Naše prognóza proto počítala s růstem cen potravin, především pak pečiva a lihu (díky nižší produkci cukru způsobené kvótami EU). Nicméně v posledním čtvrtletí se namísto růstu cen potravin dostavil jejich pokles. Otázkou je, zda růst cen je pouze odsunut nebo zda jsme přecenili faktory tlačící ceny nahoru. Vzhledem k tomu, že v prosinci a v lednu ceny potravin vzrostly více, než by odpovídalo obvyklé sezónnosti, zcela nezavrhujeme předpoklad urychlení růstu cen potravin a očekáváme jejich růst o 3-3.5% (příspěvek k inflaci 0,6pb, v říjnu jsme čekali 0,8pb). Nicméně cítíme, že rizika mohou být vychýleny směrem dolů s implikací pro celkovou inflaci a následně i sazby: viz část Nejistoty prognózy.

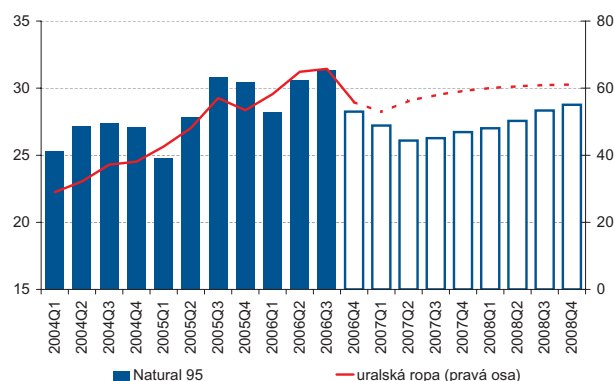
Struktura inflačního vývoje spotřebních cen



Sešup Naturalu

Podle ropných futures se cena uralské ropy uhnízdí na 56 USD/barel, tedy téměř o 4 USD níže než počítala naše říjnová prognóza. Motoristům navíc pomůže očekávané oslabení dolaru vůči euru. Koruna tak vůči dolaru letos posílí o 10%. Marže (pumpařů, dopravců, obchodníků a rafinérů) se nyní pohybuje blízko 3.5 Kč/l a v průběhu roku předpokládáme její stagnaci. Suma sumárum, cena Naturalu 95 letos předvede účkový profil: pokles z 27 Kč/l na 26-26,5 a pak opět postupný růst zpět. Ceny benzínu tak budou inflaci o 0,3pb (říjnová prognóza: -0,1pb).

Vývoj cen pohonných hmot a uralské ropy v Kč (mzr. %)



Poptávková inflace bude růst jen pomalu

Tolik nákladové faktory inflace. Jak se bude vyvíjet poptávková inflace? Tudiž ta inflace, která je v hledáčku ČNB. Poroste, ale pomaleji, než jsme v říjnu čekali.

Neměníme prognózu kurzu a jeho posilování bude snižovat dovozní ceny (nižší růst inflace v EU12 bude snižovat i inflaci dovozních cen). Také velikost poptávkových tlaků významně neměníme: obchodníci v reakci na zvýšenou poptávku po výrobcích a službách budou postupně zvyšovat své marže a tudíž i inflaci.

Třetím faktorem jsou inflační očekávání. Ty prodělaly od říjnové prognózy největší proměnu. Vzhledem k tomu, že předpokládáme, že inflační očekávání jsou odvozeny od minulé inflace, znamená inflace ve 4Q nižší o 1pb i nižší inflační očekávání, což se projeví jednak ve mzdových vyjednáváních a také v růstu cen. A stejně tak nižší nákladové faktory v tomto roce snižující inflaci budou snižovat inflační očekávání a tudíž i poptávkovou inflaci.

Celkově snižujeme příspěvek poptávkové inflace pro letošní rok o 0,4pb. I nadále však očekáváme její růst díky vyšší spotřebě domácností a po akceleraci inflace na konci roku urychlí i poptávková inflace.

Jak už je dobrým zvykem, stojí za připomenutí, že velkým hráčem, který dlouhodobě bojuje proti inflaci, je kurz koruny. Naše simulace ukazují, že posílení měny o 3% sníží inflaci cca téměř o 1pb. Pokud by tedy v letošním roce koruna stagnovala ve srovnání s loňským rokem (tj. 28,4 CZK/EUR), potom by i inflace dosáhla v průměru cca 3,5% s dopady na rychlejší růst sazeb.

MĚNOVÉ PODMÍNKY

Ve srovnání s říjnovou prognózou neměníme výrazně cílovou úroveň kurzu pro tento rok. Spíše očekáváme větší volatilitu kurzu. Reálný kurz bude díky nižší očekávané inflaci působit méně restriktivně na ekonomiku. V případě úrokových sazeb snižujeme cílovou úroveň pro tento rok na 3% a měníme časování zvyšování sazeb.

DEVIZOVÝ KURZ

| Průměr | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| CZK/EUR | 28,4 | 27,6 | 26,7 | 26,0 | 25,3 | 25,2 | 25,0 | 25,0 |
| CZK/USD | 22,6 | 20,4 | 21,1 | 20,9 | 19,9 | 19,6 | 19,2 | 19,0 |

| Průměr | 1Q07 | 2Q07 | 3Q07 | 4Q07 | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| CZK/EUR | 27,8 | 27,7 | 27,6 | 27,3 | 26,9 | 26,8 | 26,7 | 26,5 |
| CZK/USD | 21,2 | 20,7 | 19,9 | 19,7 | 20,3 | 21,2 | 21,5 | 21,5 |

Posílení koruny jako vánoční dárek

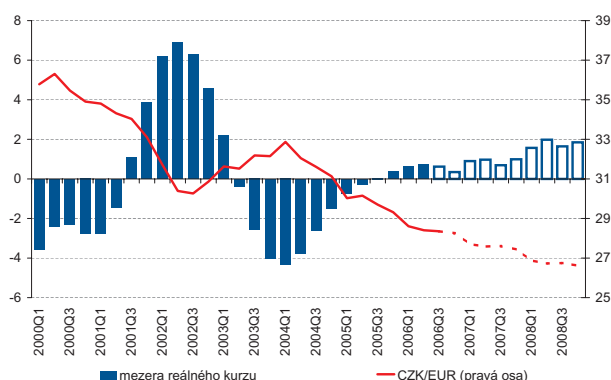
Průměrný kurz ve 4Q06 dosáhl 28,10 CZK/EUR, o 20 haléřů silnější, než jsme čekali. Sezónní posílení, které jsme očekávali až na začátku roku, začalo dříve. Kurz také stanovil novou rekordní úroveň na 27,48 CZK/EUR.

Nakolik je koruna vyhnána steroidy?

Míru s jakou kurz působí na reálnou ekonomiku, zachycuje tzv. mezera kurzu: pohyby kurzu očistíme o vývoj inflace doma a v zahraničí a srovnáme jej s naším náhledem na vývoj rovnovážné úrovně kurzu. Klíčovou částí je tudíž odhad této rovnováhy. Ve srovnání s říjnem neměníme náš odhad rovnovážného posilování reálného kurzu: nynější tempo dosahuje podle našich odhadů cca 4% a bude postupně klesat směrem ke 2%.

Aktuální kurz je tak mírně silnější, než by bylo opodstatněné fundamenty české ekonomiky a ochlazuje tudíž ekonomiku. To ukazuje i průběh mezery kurzu (kladné hodnoty znamenají restriktivní působení kurzu). Ve srovnání s říjnovou prognózou snížení očekávané inflace znamená, že reálný kurz bude působit na ekonomiku méně restriktivně.

Vývoj kurzu CZK/EUR a mezery reálného kurzu (%)



Co bude hýbat kurzem?

Očekáváme, že letos koruna zakončí rok na úrovni 27,2 CZK/EUR. A příští rok pak na cca 26,4 CZK/EUR. Faktory, které budou kurz ovlivňovat, můžeme rozdělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.

| | Dlouhodobé | Střednědobé | Krátkodobé |
|----------|-------------|---|---|
| Posílení | Konvergence | Reálné toky (obchodní bilance) finanční toky (EU peníze, FDI) | US dolar, CZK jako bezpečný přístav |
| Oslabení | | Odliv dividend, Úrokový diferenciál | Averze vůči riziku, politika a fiskál, short CZK long CEE3, sezónnost |

Dlouhodobým faktorem posilující CZK je přibližování českých cen k cenám v EU15. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15 (cca 55%), proto se toto vyrovnávání projevuje posilováním reálného kurzu zhruba o 3% ročně. To znamená, že inflace u nás je vyšší než v zahraničí a/nebo posiluje nominální kurz koruny. Z počátku předpokládáme, že konvergence bude rychlejší a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

Střednědobými faktory ovlivňujícími kurz jsou reálné a finanční toky na platební bilanci. V souhrnu bude platební bilance posilovat kurz, ale méně ve srovnání s předcházejícími dvěma roky.

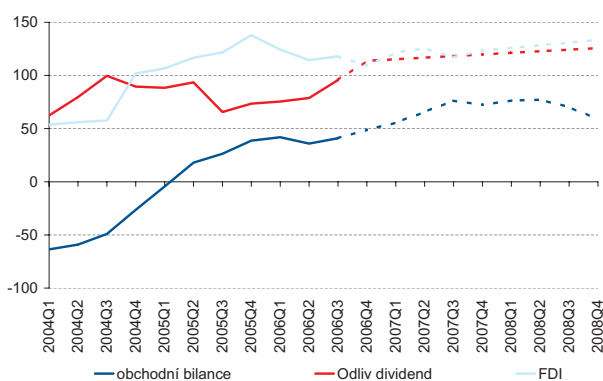
Prvním faktorem, který bude působit na oslabení kurzu je úrokový diferenciál. Ten i přes růst českých sazeb zůstane letos záporný (100-125bb). Jeho umazání na nulu očekáváme až v roce 2008. Negativní efekt záporného úrokového diferenciálu na korunu je ovšem limitován relativně malým objemem portfoliových investic v ČR ve srovnání s Polskem, Maďarskem či Slovenskem.

Ve stejném směru bude působit odliv dividend. Loni odplynulo do zahraničí zhruba 114 mld. Kč díky mimořádně vysoké dividendě Telefonica O2 a také vyšší dividendě ČEZu. Pokračující dobrý výkon české ekonomiky a růst zisků se opět projeví ve vysokém objemu odlivu dividend, pro tento rok odhadujeme cca 110-120 mld. Kč.

Na druhou stranu bude působit vývoj obchodní bilance (více viz část Poptávka a nabídka). Letos očekáváme růst přebytku na cca 70 mld. Kč. Další postupný růst přebytku očekáváme až s rozjetím Hyundai, tedy 2009.

Loni dosáhl čistý příliv přímých zahraničních investic cca 110 mld. Kč. V letošním roce očekáváme, že příliv dosáhne 120 mld. Kč. K tomu můžeme přičíst až 45 mld. Kč v případě, že by se vládě povedlo prodat Českou poštu, ČSA a Letiště Praha. Nicméně případné privatizační příjmy by byly konvertovány mimo trh, tudíž bez dopadů na kurz. Ve střednědobém horizontu očekáváme klesající vliv přímých zahraničních investic na kurz. Za prvé, roste podíl reinvestovaného zisku (zisk společností vlastněných zahraničním vlastníkem není vyplacen, ale je použit na investice) na přílivu kapitálu. Za druhé, postupně rostou investice českých společností v zahraničí. Jen ČEZ letos plánuje investovat v zahraničí až 37 mld. Kč.

Odliv dividend, obchodní bilance a příliv zahraničních investic (bez privatizace), 12M saldo



Mezi krátkodobé faktory, které budou posilovat, patří kurz dolaru. Námi očekávané oslabení dolaru na 1,35-1,40 povede k uzavření dolarových pozic a k přesunu do měn, které fundamentálně posilují (což zvyšuje investorům výnos v zahraniční měně), kde patří i česká koruna. Tudiž dolar bude posilovat korunu nad fundamenty ospravedlnitelné úrovně.

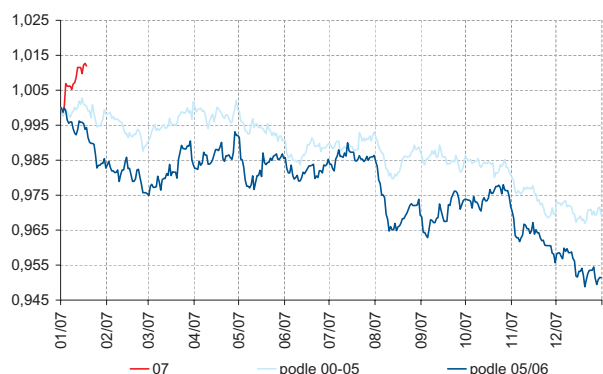
Sezónnost na koruně?

Tolik fundamentální analýza. Na jejím základě dojdeme k relativně hladkému vývoji kurzu. Avšak zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

Obrázek níže ukazuje průměrný vývoj kurzu koruny za roky 2000 a 2003-2006 (roky 2001 a 2002 se vyznačovaly velkými výkyvy) a samostatně pak za roky 2005 a 2006. Z obrázku je patrná sezónnost. S počátkem roku se budují pozice a koruna posiluje. Poté přichází jarní stabilita či dokonce korekce a před létem má koruna tendenci ještě dále posílit. O prázdninách klesá aktivita, před dovolenými obchodníci neradi nechávají otevřené pozice. Také obchodní bilance přináší často horší čísla, takže ani psychologický důvod k posílení není. Zlomem bývá srpen, kdy často vidíme skokové posílení měny. Přichází podzimní korekce, no a pak už se to veze – před koncem roku potřebují hedge fondy nahnat profity a tak do CZK zase šlápou.

Nicméně vloni začalo sezónní posílení dříve, což podle našeho názoru souvisí s vyšší nejistotou ohledně globálního vývoje, viz část Fokus.

Sezónní vývoj CZK



Koruna jako bezpečný přístav

Jak moc je koruna náchylná na oslabení v případě globálního nárůstu averze vůči riziku ve srovnání s okolními měnami? Podívejme se proto, jak se koruna pohybuje ve srovnání s regionem (Polsko, Maďarsko a Slovensko). Tabulka níže ukazuje, jak se koruna v průměru pohybuje, když regionální měny posilují nebo oslabují (v tabulce jsou uvedeny průměrné týdenní změny v procentech). Když region posiluje, tak má koruna za období 2000-2005 tendenci méně posilovat, toto ovšem neplatí v posledních dvou letech, kdy koruna posiluje zhruba stejně jako zbytek regionu.

Zajímavější je obrázek v případě, kdy region oslabuje. V delším průměru koruna na oslabování regionu nereaguje a stojí cca na místě. V posledních dvou letech se ovšem korelace zvýšila, ačkoliv i nadále CZK zvládá tlaky na oslabení lépe než region.

| Týdenní změny | Průměr 00-06 | 2005 | 2006 |
|-----------------|--------------|-------|-------|
| Region posiluje | 32x | 27x | 17x |
| CEE3 | -0,20 | -0,50 | -0,44 |
| ČR | -0,07 | -0,57 | -0,42 |
| Region oslabuje | 20x | 25x | 14x |
| CEE3 | 0,20 | 0,50 | 0,64 |
| ČR | -0,02 | 0,45 | 0,31 |

Za relativní stabilitou koruny ve srovnání s měnami ve zbytku regionu stojí objem rychlého kapitálu, tedy kapitálu, který může v případě rostoucí averze vůči emerging markets či problémů dané země relativně rychle přeparkovat o dům dále. Objem tohoto kapitálu v české měně je významně nižší než v Polsku, Maďarsku a na Slovensku.

Koruna tak má pověst bezpečného přístavu. Podle našeho názoru poroste v letošním roce objem regionálních finančních investic financovaných z české koruny, díky nízkým nákladům na financování. V případě růstu averze vůči riziku, uzavírání regionálních pozic a oslabování měn, bude tento vývoj pro korunu méně negativní. Důvodem bude právě zpětná konverze investic do korun, která bude zvyšovat poptávku po korunách.

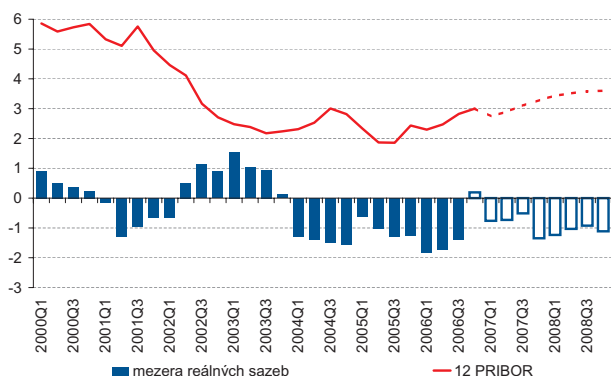
PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

| Průměry za období v % | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Repo sazba | 1,96 | 2,17 | 2,65 | 3,33 |
| 3M PRIBOR | 2,0 | 2,3 | 2,7 | 3,4 |
| 12M PRIBOR | 2,1 | 2,6 | 3,0 | 3,5 |
| 10Y dluhopis | 3,6 | 3,8 | 4,1 | 3,8 |

Reálné sazby pomáhají ekonomice

Jak nyní působí úrokové sazby na ekonomiku? Stimulují ekonomický růst. Roční reálné sazby (po očistění o očekávanou inflaci) jsou totiž záporné. To je, ve srovnání s jejich dlouhodobou rovnovážnou hodnotou (1-1,5%), velmi uvolněné postavení. Tento rozdíl („mezeru sazeb“) zobrazuje spolu s nominální roční sazbou následující graf.

Vývoj 12M PRIBORu (%) a mezera reálných sazeb (p.b.)



Otočky ČNB

ČNB předvedla od půlky loňského roku několik otoček ve své rétorice. Ke konci prázdnin si všimla, že v předvolební atmosféře bylo schváleno zvýšení sociálních výdajů, což znamená významnou fiskální expanzi. ČNB se proto přepnula do jestřábiho módu, tvrdě kritizovala nadměrný rozpočet a zvýšila sazby na 2,5%.

Na konci roku ovšem s tím, jak koruna začala posilovat (ČNB předpokládala ve své říjnové prognóze zhruba stabilní kurz blízko 28,4) byla najednou „in“ holubičí rétorika. Nový rok dokonce přinesl úvahy o snížení sazeb.

Bankovní rada s heverem u kohoutků

Co můžeme očekávat od ČNB? Pro ČNB je klíčový výhled na vývoj ekonomiky v horizontu 12-18 měsíců, první polovina roku 2008. V té době se bude inflace pohybovat mezi 3-3,5%, tj. nad středem inflačního cíle (3%).

Pro ČNB je důležitá struktura inflace, tedy zda inflace je tažena nákladovými či poptávkovými faktory. Poptávková inflace ve sledovaném horizontu urychlí na 2,4% díky rychlejšímu růstu spotřeby domácností a pomaleji posilující koruně. Přesune se tak do dolní poloviny inflačního cíle. Dále, ekonomika sice zpomalí, ale mezera výstupu se díky rychlejší domácí poptávce otevře do více kladných hodnot.

Ve srovnání s naší říjnovou prognózou se tak základní hodnocení nemění: růst sazeb. A to i přesto, že v tomto roce očekáváme nižší inflaci. Důvodem je fakt, že inflační výhled pro příští rok neměníme. Navíc nižší inflace v letošním roce znamená i méně přísný reálný kurz.

Oproti říjnu předpokládáme vyšší úroveň sazeb v EU12, což bude psychologicky tlačit nahoru i české sazby (díky nízkému objemu portfoliového kapitálu).

Tudíž očekáváme růst sazeb. Otázkou je, jak rychle a kdy. Náš model ukazuje růst sazeb v červenci na 2,75% a v říjnu na 3%. K tomuto časování se v základním scénáři přikláníme. Do konce roku 2008 pak očekáváme další dvě zvýšení sazeb na 3,5%.

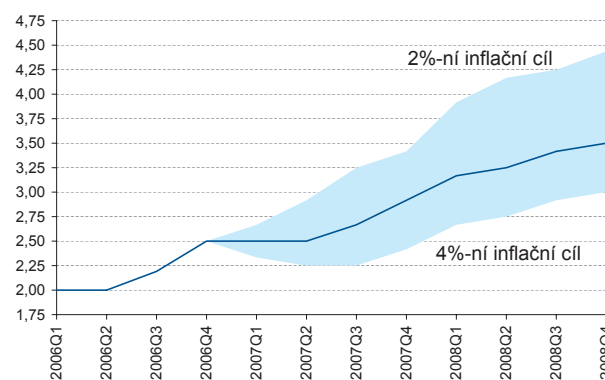
Nicméně vzhledem k tomu, že očekáváme větší volatilitu kurzu v letošním roce, stojí za připomenutí „zlaté pravidlo centrálního bankéře“: posílení kurzu o 3% má stejný efekt jako bychom zvýšili sazby o procento. Z hlediska obvyklé sezónnosti kurzu je pravděpodobné zvýšení sazeb na jaře a létě, případně na začátku podzimu.

Na co Sedmička míří?

Chování centrální banky aproximujeme tzv. úrokovým pravidlem. Pravidlo se „dívá“ na dvě věci. Na to, zda je budoucí inflace nad nebo pod cílem. „Naše“ centrální banka se dívá jen na poptávkovou inflaci, protože nechce reagovat na nákladové šoky. Pravidlo se dále dívá na to, zda se ekonomika nachází nad/pod svými produkčními kapacitami.

Otázkou je, zda budou centrální bankéři mířit přímo na 3%-ní inflační cíl nebo budou tolerantnější a budou mířit na jeho horní či dolní okraj. Pravidlo nám umožňuje simulovat „tolerantnější“ ale i „přísnější“ centrální banku. V obrázku ukazujeme trychtýř pravděpodobného vývoje sazeb v následujících dvou letech spolu s naší prognózou. Spodní okraj vějíře tvoří pravidlo, které cílí na horní mez cíle (4%), Je pravděpodobné, že tomuto vývoji budou dávat větší přednost „holubiče“. Naopak horní okraj míří na 2%-ní, tzv. „jestřábí“ cíl. Náš základní scénář sleduje střed vějíře.

Trychtýř sazeb dle úrokových pravidel a naše prognóza



Dva noví do Sedmičky státních

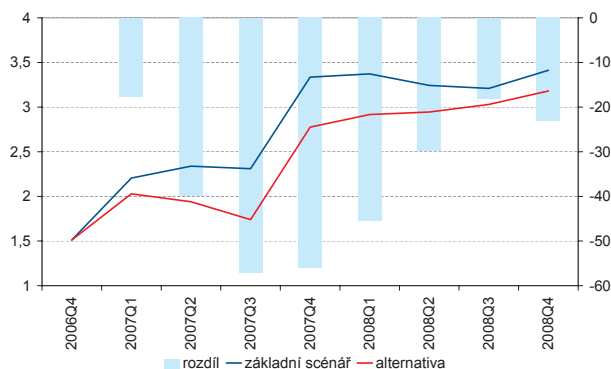
V listopadu skončilo jmenovací období v bankovní radě Michaele Erbenové a Janu Fraitovi. Na jejich místa byli jmenováni Mojmír Hampl a Vladimír Tomšík. Z bankovní rady tak odešla největší holubiče (Frait) a odbornice na finanční stabilitu (Erbenová). Na základě dosavadních výroků se Hampl postupně zařazuje do tábora „méně je více“. Oponentem z tábora „více je více“ mu bude Singer. Tomšíkovi výroky potvrzují, že jde o člověka se silným akademickým zázemím a prozatím ne příliš vyhraněným názorem na pohyb sazeb.

NEJISTOTY PROGNÓZY

V této části popisujeme nejistoty, kterým čelíme při odhadu budoucího vývoje a přinášíme simulaci alternativního světa, ve kterém se nejvýznamnější nejistota realizuje.

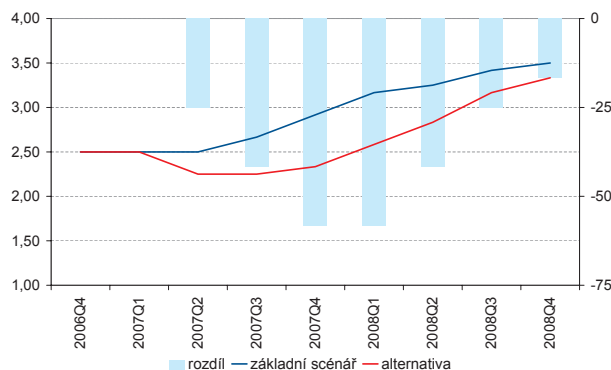
Tentokrát cítíme, že nejvíce nejistou proměnnou jsou ceny potravin. Očekávali jsme, že mnohem slabší úroda a zároveň započatá konsolidace maloobchodních řetězců se projeví v nárůstu cen potravin. Ty ovšem v závěru roku překvapily silným poklesem. V základním scénáři jsme se přiklonili k variantě menšího, ale přece jen růstu cen potravin na 3-3,5%. V inflačních číslech za prosinec a leden totiž vidíme, že růst cen potravin začíná urychlovat. Uvažujeme ale, co by se stalo, kdyby ceny potravin rostly mnohem pomaleji. Tedy nikoliv 3-3,5%, ale pouze 1%. Důvodem pro tak nízký růst by mohl např. příliv levných zemědělských a potravinářských výrobků ze zemí nových členů EU: Rumunska a Bulharka.

Simulace: inflace



Naše simulace ukazuje, že inflace by byla v letošním roce nižší zhruba o 0,5pb ve srovnání se základním scénářem. V reakci na nižší inflaci by byly nižší i úrokové sazby, v průměru o 25-50bb. Simulace dokonce ukazuje potřebu sazby snížit na 2,25%. Ve skutečnosti si ovšem myslíme, že pravděpodobnější než pokles sazeb by bylo „výjímkování“ vývoje cen potravin. ČNB by podle nás plně nereagovala na jejich pokles se zdůvodněním, že se jedná o krátkodobý nákladový šok. Každopádně by bylo možné čekat nižší sazby než prognózujeme v základním scénáři.

Simulace: sazby



2006: TOP KŘIŠŤÁLOVÉ KOULE

Rok s názvem 2006 je již za námi. Podívejme se ovšem zpět na to, jak jsme si mysleli, že rok 2006 bude vypadat na jeho začátku. A porovnejme naše prognózy se skutečností. Aneb jak dobře naše křišťálová koule vidí budoucnost.

Tabulka níže ukazuje naše odhady z Ekonomiky pod lupou z 1Q06 a porovnává je se skutečností. Pro srovnání dodáváme i konsensuální odhad trhu, Ministerstva financí a ČNB.

| | ČS | Trh | MF | ČNB | Skutečnost |
|-----------------------|------|------|------|-----|------------|
| Průměrný růst HDP | 4,9 | 4,6 | 4,6 | 3,9 | 5,9* |
| Průměrná inflace | 2,5 | 2,7 | 2,6 | 2,8 | 2,5 |
| CZK/EUR v prosinci | 27,9 | 28,3 | 28,5 | - | 27,8 |
| Repo sazba v prosinci | 2,25 | 2,50 | - | - | 2,50 |
| 10Y výnos v prosinci | 3,5 | - | 4,1 | - | 3,7 |

Poznámka: *doposud znám růst HDP je za 1Q-3Q, za 4Q odhad, čísla kurzívou jsou odhadem prognózy na základě čtení grafu.

V případě růstu HDP jsme tipovali číslo o 1pb nižší. Podcenili jsme totiž především růst spotřeby domácností. Inflaci jsme odhadli přesně. V případě poptávkové inflace, která je klíčová pro odhad vývoje sazeb, jsme tipovali o 0,2pb nižší číslo, což odráží odhad nižší spotřeby.

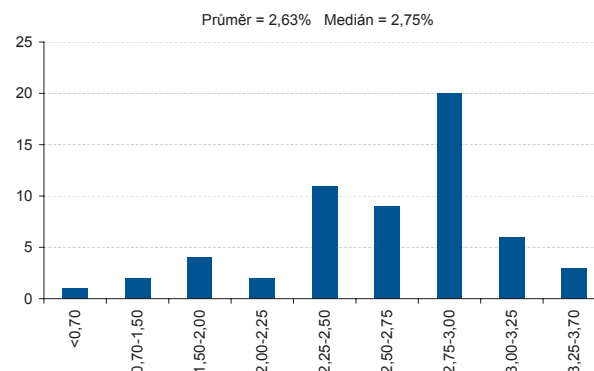
V případě vývoje na finančním trhu jsme si vedli následovně. Kurz v prosinci přistál k naší prognóze. ČNB zvýšila sazby dvakrát, čekali jsme jedno zvýšení (to je ta spotřeba a poptávková inflace). A 10 výnosy skončily 20bb nad naší prognózou.

FOKUS

(2)007: JEDEN SCÉNÁŘ NESTAČÍ

Každá prognóza je nejistá. To platí vždy pochopitelně i o prognózách vývoje ekonomiky. Letos je ovšem „základní scénář“ vývoje světové ekonomiky pro rok 2007, tedy průměrný názor analytiků, nejistý více než bývá obvyklé. To lze vidět i na grafu níže, (zdroj: Business Week, 1/07) který kromě průměru ukazuje i celé „statistické rozložení“ – tedy další názory – na americký růst v roce 2007.

US HDP - četnost prognóz



Aktuálně se rýsují tři hlavní scénáře vývoje: (i) scénář mírného zpomalení amerického růstu, (ii) scénář relativně dobrého růstu a konečně (iii) scénář výrazného zpomalení růstu. Všechny scénáře mají odlišné implikace pro vývoj klíčových veličin finančního trhu. Niže proto jednotlivé scénáře popíšeme. Základní očekávané rozpětí vývoje klíčových veličin pak shrnuje tabulka v závěru Fokusu.

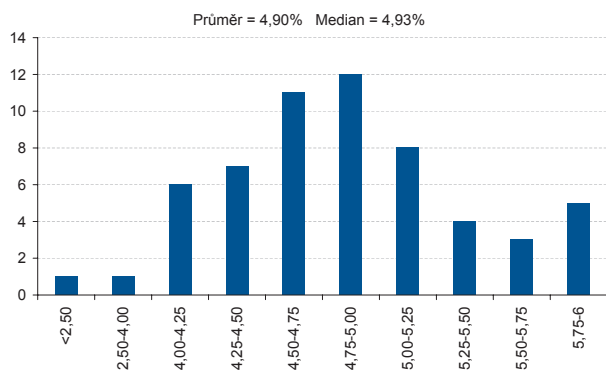
Scénář #1: mírné zpomalení (převládající názor, 60% pravděpodobnost dle ČS)

Loni došlo v USA k výraznému utlumení trhu s nemovitostmi, jejichž cena několik let rychle rostla. Nárůst hodnoty aktiv amerických domácností vedl k silnému růstu tzv. amerických hypoték (spotřební půjčka zajištěná nemovitostí), které poháněly spotřebu domácností. Nárůst úrokových sazeb od roku 2004 vedl jak k poklesu tempa růstu cen aktiv (a tím možností žádat o nové a nové půjčky), tak ke zdražení půjček samotných. Odtud tedy zpomalení spotřebitelské poptávky, počáteční „písnička“ všech tří scénářů.

V prvním scénáři se – díky nedávnému zlepšení situace na trhu práce – dostaví jen mírné zpomalení růstu americké ekonomiky. Konkrétně se uvažuje o zpomalení o cca 0,5 procentního bodu. V této situaci lze podle analytiků čekat jen mírné snížení základních sazeb (viz graf níže) a naopak mírný růst výnosů delších dluhopisů (jak poroste dlouhodobý optimismus). Podle našeho názoru by mohl být propad sazeb hlubší (až k 4,5%) a naopak 10-leté americké výnosy by v tomto scénáři mohly stagnovat kolem 4,7%. Pokračování růstu evropských sazeb by mělo kontrastovat s poklesem sazeb amerických a přispět tak k oslabení kurzu dolaru k euru. Podle našeho názoru bude oslabení ještě hlubší než čeká konsensus (až k hodnotám 1,40 USD/EUR koncem léta).

Tento konsensuální scénář odráží stávající nastavení akciových trhů. Poměr ceny k ziskům (P/E) by měl v Americe poklesnout na hodnoty kolem 7% s tím, jak zisky na akcii porostou o 4-5% dle top-down strategií (a kolem 8% při pohledu na průměr analytiků jednotlivých firem). Toto je podle nás nejpříznivější scénář pro vývoj rozvíjejících se trhů. Ty by měly za situace nízkých amerických výnosů a přitom stabilního růstu zůstat atraktivní alternativou pro investory hledající „přilepšení“ k nízkým ziskům na nízkorizikových aktivech.

US Fed sazby - četnost prognóz



Scénář #2: dobrý růst (30% pravděpodobnost dle ČS)

Optimisté věří, že se vliv trhu s nemovitostmi přeceňuje. Poukazují na silný trh práce a optimistická očekávání firem. Podle optimistů nedojde ani k mírnému zpomalení americké

ekonomiky. Otázkou tohoto scénáře zůstává, zda na rostoucí mzdové náklady zareagují firmy zvýšením cen nebo snížením marží. Věříme-li dobrému růstu, nebudou se asi firmy obávat zvyšovat ceny. To by potvrdilo obavy Fedu, který by po několika měsíční pauze začal opět zvyšovat svou základní sazbu. Směrem vzhůru by se vydaly i výnosy dluhopisů, což by se líbilo zejména opatrným dlouhodobým investorům. Co se týče kurzu dolaru, lze předpokládat, že rychlý americký růst a vyšší sazby by měly dopad na jeho posílení. Nejistotou by zůstala politika asijských centrálních bank udržujících své měny vůči dolaru uměle podhodnocené. Uvolnění těchto rigidních měn by mohlo způsobit oslabení dolaru vůči nim, což by – paradoxně – mohlo vést k ještě většímu posílení dolaru vůči euru.

Pro akciový trh by byl rychlejší růst dobrou zprávou a pravděpodobně bychom se konečně dočkali růstu relativních valuací (ukazatele P/E). V tomto scénáři by došlo také k přiblížení výnosnosti akcií (obrácené P/E) a dluhopisů – jedná se o tzv. „Fed model“ (podrobněji viz naše analýza „Měsíční strategie“). Pro rozvíjející se trhy by ale růst výnosů bezpečných amerických dluhopisů a posilování dolaru nebylo příliš dobrou zprávou. Vztah riziko/výnos by se začal vyvíjet příznivě pro rozvinuté trhy a bylo by možné čekat oslabení regionálních dluhopisů a akcií (zejména nejdražšího trhu českého). Naopak měnové kurzy by nemusely silněji utrpět, neboť rychlejší růst by znamenal pravděpodobně rychlejší růst vývozu a tím růst poptávky po domácích měnách rozvíjejících se zemí. Česká koruna zároveň není – díky absenci krátkodobého kapitálu – natolik náchylná ke změnám sentimentu jako její regionální „kolegyně“.

Scénář #3: výrazné zpomalení (10% pravděpodobnost dle ČS)

Pesimisté věří v ničivou sílu nemovitostního trhu. Podle nich dojde k praktickému zastavení růstu americké ekonomiky. To povede centrální banku k prudkému snížení úrokových sazeb, který budou následovat dluhopisy prudkým propadem výnosů. Americký dolar se za této situace přirozeně nejprve propadne pod 1,35 k euro. Za několik čtvrtletí ale americké zpomalení zasáhne celý svět a americká aktiva se stanou populárním uchovatelem hodnoty – tzv. bezpečný přístav. Proto může v tomto scénáři dolar naopak střednědobě posílit k hodnotám kolem 1,25 USD/EUR. Propad ekonomiky nebude pochopitelně příznivý pro akcie, které ztratí více než 10%. Nepříznivě zasáhnuty by byly také rozvíjející se trhy. Jedinou dobrou investicí by tak byly zřejmě americké dluhopisy.

| | US růst | Fed funds | US 10l výnosy | EUR/USD | US akcie | nejlepší investice |
|-------------------|----------|-----------|---------------|----------------|----------|---------------------|
| # 1: mírně zpom. | 2,5-2,8% | 4,5-5,0% | 4,7-5,0% | 1,33-1,35 | 5-10% | rozvíjející se trhy |
| # 2: dobrý růst | 3,0-3,5% | 5,5-6,0% | 5,0-5,5% | 1,20-1,25 | > 10% | US akcie, EM měny |
| # 3: prudké zpom. | 0-1,5% | < 4,0% | ca4,0% | 1,35, pak 1,25 | < -10% | US dluhopisy |

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ

Obecně. Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů a není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Publikace neprošla jazykovou úpravou. Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.

Poctivá prezentace doporučení. Emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebyli před rozšířením této analýzy seznámeni s jejím obsahem a analýza nebyla na základě jejich pokynů nijak upravována. Analýza je tvořena na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů. Cílové ceny pro 12-měsíční horizont akcií odrážejí férovou hodnotu akcií, při jejímž stanovení jsou brány v potaz fundamentální faktory a další informace relevantní pro cenu akcie. Všechna slovní doporučení vychází z fundamentální hodnoty cenných papírů a neodrážejí relativní výkonnost akcie vůči jiným regionálním titulům. Slovní doporučení odrážejí vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie při určení cílové ceny, tj. vydáním příslušné podnikové analýzy. V závorkách jsou uvedeny příslušné číselné hodnoty: kupovat (cílová cena 20% nad cenou akcie), akumulovat (10% až 20% nad), držet (0% až 10% nad), redukovat (cílová cena leží v pásmu -10% až 0% vzhledem k ceně akcie při určení cílové ceny) a prodávat (pod -10%).

Rizika. Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů či riziko tržních kolísání. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v analýze. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko.

Aktualizace. Investiční doporučení, analýzy a prognózy jsou aktualizovány v rámci pravidelných publikací České spořitelny, a.s. a Erste Bank Group. Cílové ceny akcií jsou aktualizovány v podnikových analýzách pokrývaných společností, které vycházejí nepravidelně a odrážejí aktuální dění v daném oboru nebo pokrývané společnosti. Přehled vydaných investičních doporučení za uplynulých 12 měsíců shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1: Přehled minulých investičních doporučení na pokrývané akcie v systému SPAD

| ČEZ | | | Zentiva | | | CME | | |
|----------------|------------------|------------|-----------|-------------------|------------|----------|-------------------|------------|
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (USD) | Doporučení |
| 22.11.06 | 989 | držet | 7.11.06 | 1 460 | akumulovat | 3.2.06 | 68 | koupit |
| 18.10.06 | 989 | koupit | 10.8.06 | 1 390 | akumulovat | 10.10.05 | 59 | koupit |
| 1.8.06 | 962 | koupit | 12.5.06 | 1 410 | akumulovat | | | |
| 25.5.06 | 962 | koupit | 20.3.06 | 1 390 | akumulovat | | | |
| 3.2.06 | 893 | koupit | 14.11.05 | 1 315 | akumulovat | | | |
| 6.12.05 | 873 | akumulovat | 5.10.05 | 1 270 | akumulovat | | | |
| Česky Telecom | | | Unipetrol | | | | | |
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | | | |
| 25.9.06 | 550 | koupit | 20.11.06 | 262 | koupit | | | |
| 4.5.06 | 608 | koupit | 10.7.06 | 251 | koupit | | | |
| 16.9.05 | 496 | akumulovat | 22.2.06 | 261 | prodat | | | |
| Komerční banka | | | Orco | | | | | |
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (EUR) | Doporučení | | | |
| 27.3.06 | 3 800 | akumulovat | 21.4.06 | 109 | akumulovat | | | |

Hodnocení analytika. Hodnocení analytiků není přímo závislé na výsledcích obchodování finanční skupiny ČS s pokrývanými investičními nástroji. Nepřímá vazba spočívá ve vazbě hodnocení analytiků na zisku celé Finanční skupiny České spořitelny, na kterém se do jisté míry podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Konflikt zájmů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice v investičních nástrojích uvedených v doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v doporučení nebo mohou těmto společnostem poskytovat investiční nebo bankovní služby. Odbor ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s. je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny, a.s.. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů Finanční skupiny České spořitelny vůči analyzovaným akciovým společnostem v České republice (společnosti obchodované v systému SPAD mimo Erste Bank) jsou uvedeny v příložené tabulce 2. jsou uvedeny v příložené tabulce 2.

Tabulka 2

| Typ střetu zájmu |
|---|
| (1) ČS a/nebo propojená osoba má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta větší než 5 % |
| (2) emitent má přímý či nepřímý podíl na základním kapitálu ČS a/nebo propojené osoby větší než 5 % |
| (3) ČS a/nebo propojená osoba má jiný významný finanční zájem ve vztahu k emitentovi |
| (4) ČS a/nebo propojená osoba je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k finančním nástrojům vydaným emitentem |
| (5) ČS a/nebo propojená osoba byla v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem |
| (6) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu jinou smlouvu o poskytování investičních služeb |
| (7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení. |

| Emitent | Střet zájmu (uvedte zde číselné označení příslušného typu střetu zájmu) |
|------------------------------|---|
| CETV | 4, 5 |
| ČEZ | 4, 6 |
| Komerční banka | 4 |
| ORCO | 4, 5 |
| Philip Morris ČR | 4 |
| Teléfonica O2 Czech Republic | 4 |
| Unipetrol | 4 |
| Zentiva | 4 |

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení Erste Bank Group obsahuje tabulka 3 . Tabulka obsahuje poměr u investičních doporučení na pokrývané akcie obchodované v systému SPAD BCPP (SPAD7).

Tabulka 3

| | SPAD7 | SPAD7 se vztahem k EBG |
|------------|-------|---------------------------|
| Kupovat | 43% | 33% |
| Akumulovat | 43% | 33% |
| Držet | 14% | 33% |
| Redukovat | 0% | 0% |
| Prodávat | 0% | 0% |

| | | | |
|---|---------------------------|-------------------|----------------------------------|
| Odbor Ekonomické a strategické analýzy | | | |
| Ředitel odboru, investiční strategie | Viktor Kotlán | +420/224 995 217 | vkotlan@csas.cz |
| Makro tým (Střední Evropa) | Mária Fehérová | +420/224 995 232 | mfeherova@csas.cz |
| Makro tým (ČR) | Martin Lobotka | +420/224 995 192 | mlobotka@csas.cz |
| Makro tým (USA, EMU) | Luboš Mokráš | +420/224 995 456 | mokras@csas.cz |
| Makro tým (ČR), team-leader | David Navrátil | +420/224 995 439 | dnavratil@csas.cz |
| Akciový tým (CEE Real Estate) | Petr Bártek | +420/224 995 227 | pbartek@csas.cz |
| Akciový tým (svět) | Ján Hájek | +420/224 995 324 | janhajek@csas.cz |
| Akciový tým (ČR) | Radim Kramule | +420/224 995 213 | rkrumule@csas.cz |
| Akciový tým (ČR, CEE Media), team-leader | Jakub Židoň | +420/224 995 340 | jzidon@csas.cz |
| Úsek Finanční trhy - prodej a obchodování | | | |
| Ředitel úseku | Petr Witowski | +420/224 995 800 | pwitowski@csas.cz |
| | Robert Novotný | +420/224 995 148 | rnovotny@csas.cz |
| Odbor Obchody treasury - ředitel odboru | Libor Vošický | +420/224 995 592 | lvosicky@csas.cz |
| Odbor Obchody na kapitálových trzích - ředitel odboru | Pavel Křivonožka | +420/224 995 565 | pkrivonozka@csas.cz |
| Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty - ředitel odboru | Daniel Drahotský | +420/224 995 178 | ddrahotsky@csas.cz |
| Odbor Proprietary trading | Robert Novotný | +420/224 995 148 | rnovotny@csas.cz |
| Úsek Investiční bankovníctví | | | |
| Ředitel úseku | Jan Brabec | +420/224 995 816 | jbrabec@csas.cz |
| | Jiří Hrbáček | +420/224 995 836 | jhrbacek@csas.cz |
| Odbor Primární emise | Alice Racková | +420/224 995 197 | arackova@csas.cz |
| Odbor Finanční instituce - ředitel odboru | Jana Daňková | +420/224 995 128 | mjandankova@csas.cz |
| Portfolio Management | Jan Brabec | +420/224 995 816 | jbrabec@csas.cz |
| Erste Bank Vídeň - Global Macro & CEE Equity | | | |
| Head of Research | Friedrich Mostböck | +43 501 00 119 02 | friedrich.mostboeck@erstebank.at |
| Co-Head of CEE Equities | Henning Esskuchen | +43 501 00 196 34 | henning.esskuchen@erstebank.at |
| Co-Head of CEE Equities | Gunther Artner | +43 501 00 115 23 | guenther.artner@erstebank.at |
| akcie - sektor ropa, plyn | Tamás Pletser | +361 235 51 33 | tpletser@erstebank.com |
| akcie - sektor bankovníctví | Guenter Hohberger | +43 501 00 173 54 | gunter.hohberger@erstebank.at |
| akcie - sektor bankovníctví | Angelika Zwerenz | +43 501 00 119 03 | angelika.zwerenz@erstebank.at |
| akcie - sektor telekomunikace | Andras Szalkai | +361 235 5134 | andras.szalkai@erstebank.com |
| akcie - sektor farmacie | Vladimíra Urbánková | +420 224 995 940 | urbankovav@ersteinet.cz |
| akcie - sektor IT | Daniel Lion | +43 501 00 174 20 | daniel.lion@erstebank.at |
| akcie - sektor strojírenství | Gerald Walek | +43 501 00 163 60 | gerald.walek@erstebank.at |
| akcie - sektor pojišťovnictví | Christoph Schultes | +43 501 00 163 14 | christoph.schultes@erstebank.at |
| Brokerjet | On-line obchodování s CP | +420 222 004 444 | www.brokerjet.cz |