

Ekonomika pod lupou



Fokus

2008:
rok reforem - tak
kolik to bude stát?

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 publikace

Uzávěrka: 30. listopadu 2007

ČESKÁ 
SPŮŘITELNA

SHRNUTÍ PROGNÓZY

- Dopady hypoteční krize budou tlačit na nižší růst ekonomik EU12, ale urychlení domácí poptávky bude tento tlak kompenzovat. Tudíž zahraniční poptávka po českých vývozech zůstane silná. Ukončení současného cyklu zvyšování sazeb ECB očekáváme na současných 4% s jen mírným rizikem nahoru. V příštím roce očekáváme bude dolar postupně posilovat směrem k 1,40. Cena ropy postupně poklesne na 80 dolarů za barel

... str. 3

- Česká ekonomika letos poroste o 5,9%, tedy nadále historicky nadprůměrným tempem. Avšak změnila se struktura růstu směrem ke spotřebě domácností. V příštím roce reformy sníží růst cca ke 4-4,5%, především díky zpomalení spotřeby. Trh práce začíná narážet na své strukturální bariéry, což se postupně projevuje ve mzdách a následně i v inflaci. Přebytek obchodní bilance bude zvyšován proexportními investicemi a poptávkou v EU12, na druhé straně snižován růstem domácí poptávky.

... str. 4

- Průměrná inflace letos dosáhne 2,7%, ale rok zakončí nad 4%. A v příštím roce dostane dodatečný impuls ve zvýšení DPH a dalších nákladových šoků. V příštím roce tak očekáváme průměrnou inflaci blízko 6%. Poptávková inflace i přes postupné urychlování zůstane pod cílem ČNB.

... str. 6

- Fundamenty stále ukazují, že koruna by měla dlouhodobě posilovat. Odliv dividend a v menší míře než v minulosti záporný úrokový diferenciál budou tlačit ve směru slabší koruny. Ovšem přebytek obchodní bilance, příliv investic a cenová konvergence potlačí ve směru silnější koruny a budou silnější. Na konci tohoto roku čekáme 26,9 CZK/EUR a příštího 26,3. Ale v první polovině příštího roku čekáme spíše tlak na oslabení koruny zpět nad 27 CZK/EUR.

...str. 7

- Akcelerace inflace nad 5% se zdá být pádným argumentem pro rychlý růst sazeb. Avšak poroste především díky nákladovým faktorům. V příštím roce ekonomika zpomalí díky snížení tempa růstu spotřeby. Navíc posílení koruny vykoná část práce za ČNB. Takže ČNB nemusí jednat ukvapeně a stačí postupný růst sazeb: v příštím roce čekáme zvýšení na 3,75% a v roce 2009 na 4,5%. Rizika jsou vychýlena směrem k rychlejšímu růstu sazeb.

...str. 8

Obsah

Shrnutí prognózy	1
Tabulka prognózy	2
Zahraniční vývoj	3
Poptávka a nabídka	4
Inflace	6
Měnové podmínky	7
Důležitá upozornění	
Kontakty	

TABULKA PROGNOZY

ROČNĚ (průměry)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007F	2008F	2009F
Poptávka									
HDP (s.c. %)	2,5	1,9	3,6	4,6	6,5	6,4	5,9	4,4	5,5
Spotřeba domácností (s.c. %)	2,3	2,2	6,0	2,9	2,4	4,4	7,1	3,0	3,3
Investice (s.c. %)	6,5	5,2	0,5	4,0	2,2	7,6	4,0	5,7	7,7
Export (s.c. %)	11,5	2,1	7,2	20,5	12,0	16,0	13,7	13,0	16,6
Import (s.c. %)	13,2	5,0	7,9	17,8	5,2	15,3	12,3	12,8	15,1
Mezera výstupu (%) ¹	-0,3	-1,2	-1,4	-1,0	-0,5	0,2	1,0	0,7	1,4
Průmyslová výroba (s.c. %)	6,8	1,9	5,5	9,6	6,6	11,2	9,2	7,9	8,6
Malobchod (%)	4,4	3,0	4,9	2,4	4,0	6,5	8,5	3,2	3,3
Veřejné rozpočty									
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-2,8	-1,9	-4,2	-3,3	-1,9	-3,0	-3,7	-3,0	-2,5
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-2,2	-0,5	-5,1	-3,8	-2,2	-3,3	-3,9	-3,2	-2,8
Trh práce									
Nezaměstnanost (%) ²	(9,2)	(9,2)	(9,9)	9,4	8,9	8,1	6,7	6,3	6,1
Nominální mzdy (%)	8,7	7,3	6,6	6,7	5,3	6,4	7,5	7,7	7,8
Reálné mzdy (%)	3,8	5,4	6,5	3,8	3,4	3,8	4,6	1,8	3,6
Vnější vztahy									
Obchodní bilance (mld. CZK)	-117	-71	-70	-26	39	40	76	78	110
Obchodní bilance (%HDP)	-5,0	-2,8	-2,7	-0,9	1,3	1,3	2,0	2,0	3,0
Běžný účet (mld. CZK)	-125	-136	-161	-147	-49	-100	-122	-151	-120
Běžný účet (%HDP)	-5,3	-5,5	-6,1	-5,2	-1,5	-3,0	-3,3	-3,8	-2,8
Ceny									
CPI inflace (%)	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	5,7	3,7
Poptávková inflace (%) ³	3,3	2,5	0,6	1,4	1,1	2,3	1,1	2,6	4,1
PPI inflace (%)	3,0	-0,5	-0,3	5,7	3,0	1,6	4,2	4,6	3,6
Měnové podmínky									
CZK/EUR	34,1	30,8	31,9	31,9	29,8	28,4	27,7	27,1	26,0
CZK/USD	38,0	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	19,4	20,8
2W repo sazba (%)	5,10	3,59	2,29	2,22	1,96	2,17	2,86	3,67	4,20
3M PRIBOR (%)	5,2	3,5	2,3	2,4	2,0	2,3	3,1	3,8	4,3
12M PRIBOR (%)	5,3	3,6	2,3	2,7	2,1	2,6	3,4	4,0	4,5
10Y dluhopis (%)	6,2	4,9	4,2	4,9	3,6	3,8	4,3	4,7	4,7
ČTVRTLETNĚ (průměry)									
	2007			2008				2009	
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
Poptávka									
HDP (s.c. %)	6,0	5,8	5,4	4,6	4,2	4,2	4,4	5,3	5,9
Spotřeba domácností (s.c. %)	6,5	6,9	7,8	4,7	4,1	1,7	1,7	3,2	3,4
Investice (s.c. %)	4,2	3,7	4,3	5,4	5,6	6,0	6,1	8,4	8,2
Mezera výstupu (s.c. %) ¹	1,0	1,1	1,0	0,6	0,5	0,7	0,8	1,3	1,7
Průmyslová výroba (s.c. %)	9,1	8,3	7,7	7,3	8,4	8,1	7,9	7,7	8,3
Trh práce									
Nezaměstnanost (%) ²	6,5	6,3	6,3	6,8	6,1	6,1	6,2	6,7	5,9
Reálné mzdy (%)	4,8	4,7	2,7	2,1	2,0	0,5	2,6	4,5	4,3
Vnější vztahy									
Obchodní bilance (mld. CZK)	64	64	76	86	89	101	78	68	86
Běžný účet (mld. CZK)	-105	-120	-122	-130	-131	-128	-151	-161	-143
Ceny									
CPI inflace (%)	2,5	2,7	4,3	6,0	5,7	5,9	5,3	4,2	3,8
Poptávková inflace (%) ³	1,3	1,1	1,1	1,5	2,0	3,1	3,7	4,4	4,4
PPI inflace (%)	4,2	3,9	5,3	5,1	4,6	4,5	4,3	4,0	3,7
Měnové podmínky									
CZK/EUR	28,3	27,6	26,9	27,3	27,5	26,8	26,7	26,6	26,4
CZK/USD	21,0	20,1	18,6	19,0	19,7	19,4	19,4	19,9	20,6
2W repo sazba (%)	2,59	3,02	3,34	3,50	3,68	3,75	3,75	3,93	4,18
3M PRIBOR (%)	2,8	3,3	3,6	3,6	3,8	3,8	3,8	4,1	4,3
12M PRIBOR (%)	3,1	3,7	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
10Y dluhopis (%)	4,3	4,6	4,4	4,6	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7

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

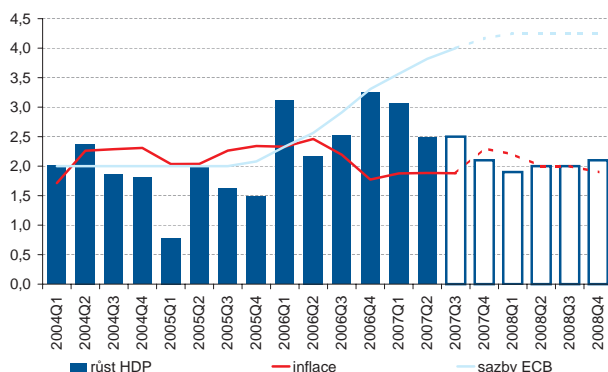
EVROPSKÁ UNIE - zůstane pozitivní pro české experty

	2005	2006	2007	2008
HDP EU12 (s.c. %)	1,6	2,9	2,6	2,0
CPI Eurozóny (%)	2,2	2,2	2,0	2,0
Sazba ECB (%)	2,02	2,78	3,85	4,00
12M EURIBOR (%)	2,3	3,4	4,4	4,5
HDP US (s.c. %)	3,2	3,3	2,2	2,4
CPI US (%)	3,4	3,2	2,7	2,3
Sazba Fed (%)	3,19	4,96	5,17	4,32
EUR/USD	1,25	1,26	1,37	1,40

V důsledky hypoteční krize (viz Fokus minulého čtvrtletníku: http://www.sporka.cz/banka/content/inet/internet/cs/Ctvrtletni_2007_09_18.pdf) ekonomiky EU12 zpomalí o cca 0,5pb (kombinace efektů silného eura, zpřísnění kreditních podmínek a nižšího růstu americké spotřeby).

Toto zpomalení bude částečně kompenzováno domácí poptávkou: nezaměstnanost na relativně nízkých úrovních sníží sklon domácností spořit, což se odrazí v akceleraci spotřeby domácností. Celkově tak očekáváme zpomalení růstu EU12 z letošních úrovních. Nicméně posun růstu ekonomiky k domácí poptávce se odrazí ve vyšší inflaci.

Růst HDP, inflace v EU12 a sazby ECB (%)



I přes turbulance na finančních trzích nečekáme velkou změnu v měnové politice ECB. Ta je i nadále naladěna v jestřábní módu díky rychlému růstu peněžních agregátů a akceleraci inflace. Čekáme, že si ECB počká na plody zpřísnění v současném cyklu zvyšování sazeb (ze 2% na konci 2005) a v příštím roce očekáváme sazby spíše stabilní.

Rizika pro vývoj ekonomiky jsou vychýlena směrem dolů v případě větších než očekávaných negativních dopadů hypoteční krize.

USA a dolar – velké obavy vychýlily USD

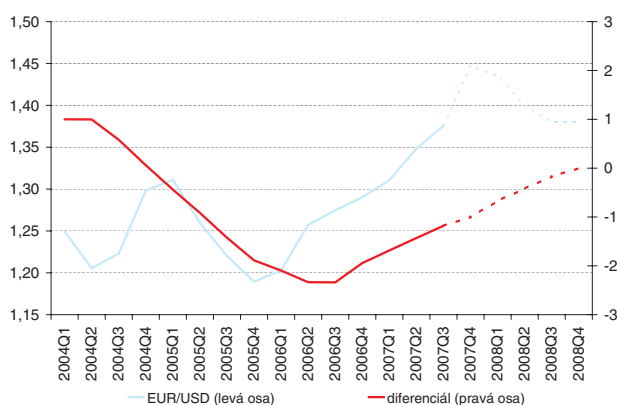
Americkou ekonomiku sužuje nemovitostní trh, jehož dopady se přenesly na finanční sektor prostřednictvím propadu cen finančních derivátů. Nicméně v našem základním scénáři nečekáme recesi, ale mírné urychlení růstu ekonomiky po prudkém propadu stavební výroby v letošním roce. Ale ekonomika stále poroste podprůměrným tempem. Podobně jako v EU12 bude negativní důsledek hypoteční krize

kompenzovat trh práce (růst pracovních příjmů), uvolnění měnové politiky a slabějšího dolaru. Očekáváme, že sazby Fedu poklesnou ke 4% do konce příštího roku.

Obavy o osud americké ekonomiky vyhnány investory z dolarových pozic. USD tak oslabil na rekordní úrovně 1,50. Myslíme si, že toto oslabení neodpovídá fundamentálnímu vývoji a proto čekáme korekci. Důvodem je očekávání cyklického obratu USD – snížení sazeb v USA podpoří růst ekonomiky v roce 2008, což povede k pozitivnímu náhledu na americký dolar.

Dále očekáváme větší ochotu Číny povolit posilování své měny, což uvolní tlak na měnový pár EUR/USD. Číně se totiž nyní více hodí silnější měna, protože tak zmírní tlak na růst cen potravin a jednak tak podpoří státní politiku více podporovat spoléhat na domácí poptávku a než nadále podporovat proexportně orientované investice. Nicméně v horizontu měsíců nadále čekáme zvýšenou volatilitu dolaru.

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



ROPA - krátkodobě dolů, ale dlouhodobě růst

	2005	2006	2007	2008
Ropa WTI (USD)	56,4	66,1	71,3	82,5
Ropa Uralská (USD)	50,3	61,2	68,4	77,3
- % mzr.	47,5	22,9	12,5	15,9
Ropa Uralská (CZK)	1208	1382	1375	1496
- % mzr.	37,8	16,7	0,4	10,0

Ceny ropy se vyšplhaly až k téměř 100 dolarů za barel díky spekulativním nákupům a koncentraci na vývoj amerických zásob. Krátkodobě si myslíme, že ceny ropy mají prostor pro další pokles díky konci motoristické sezóny a (očekávané) nadprůměrně teplé zimě.

Podle ropných futures, ze kterých naše prognóza vychází, nyní trh očekává, že cena lehké ropy typu WTI postupně poklesne k 80 USD/b v příštím roce.

Střednědobým rizikem je růst globální ekonomiky, ochota OPECu zvyšovat těžební kvóty a geopolitická rizika typu Írán a Venezuela. V dlouhodobém rizikem pak pokračující nerovnováha mezi růstem nabídky a poptávkou.

POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve srovnání se srpnovou prognózou očekáváme vyšší růst ekonomiky v letošním roce, výhled pro příští rok neměníme zásadně neměníme: očekáváme zpomalení díky reformám.

	2006	2007	2008	2009
HDP (s.c. %)	6,4	5,9	4,4	5,5
Spotřeba (s.c. %)	4,4	7,1	3,4	3,4
Investice (s.c. %)	7,6	4,0	5,7	7,7
Vývoz (s.c. %)	16,0	13,7	13,0	16,7
Dovoz (s.c. %)	15,3	12,3	12,9	15,2
Mezera výstupu (%)	0,2	1,0	0,7	1,4
Obchodní bilance (mld. Kč)	40	76	73	103
Běžný účet (mld. Kč)	-100	-122	-155	-127
Průmysl (s.c. %)	11,2	9,2	7,9	8,7
Malobchod (s.c. %)	6,5	8,5	3,5	3,4

Letos stále slušný růst, ale tažen spotřebou...

Ve 2Q růst ekonomiky udržel vysoké tempo (6%), statistický úřad navíc revidoval o 0,6 pb nahoru odhad pro 1Q. Struktura se nijak nezměnila, hlavním tahounem růstu ekonomiky je letos spotřeba domácností (6,8% v 1H07).

Na druhou stranu čisté vývozy (rozdíl mezi vývozy a dovozy) svůj příspěvek výrazně snížily. Reálné vývozy mírně zpomalily se zpomalením ve světě. A reálné dovozy byly popoháněny rychlým růstem spotřeby.

V případě investic se potvrdilo naše očekávání výrazné revize nahoru z 1,5% na 4% v 1Q a ve 2Q pak investice rostly o 4,2%.

Ačkoliv agregátní růst tak zůstal letos cca stejný, dochází k již dříve avizovanému posunu. Po chudých letech, kdy maloobchodníci čelili nízkému růstu spotřeby domácností a silnému konkurenčnímu boji, dochází k obratu. Rychlejší spotřeba domácností se totiž začne projevovat v ochotě maloobchodníků zvyšovat své marže a tudíž v akceleraci tzv. poptávkové inflace.

...příští rok zpomalení díky reformám

Jak shrnout historku české ekonomiky? V letošním roce poroste ekonomika o 5,9% při změně struktury od čistých vývozu ke spotřebě. Podobnou proexportní bombou pro ekonomiku jako TPCA (05/06) bude až Hyundai. Podle posledních informací začne výrobu až v roce 09/10.

Avšak v příštím roce očekáváme zpomalení ekonomiky ke 4-4,5%. Hlavním pachatelem bude krátkodobý efekt reform, který se projeví především zpomalením růstu spotřeby domácností.

V opačném gardu budou působit peníze z EU fondů. Od tohoto roku totiž můžeme dosáhnout na mnohem větší balík peněz z EU (zhruba 80 mld. Kč za rok). Nicméně jejich efekt na růst bude umenšovat pomalé čerpání těchto fondů.

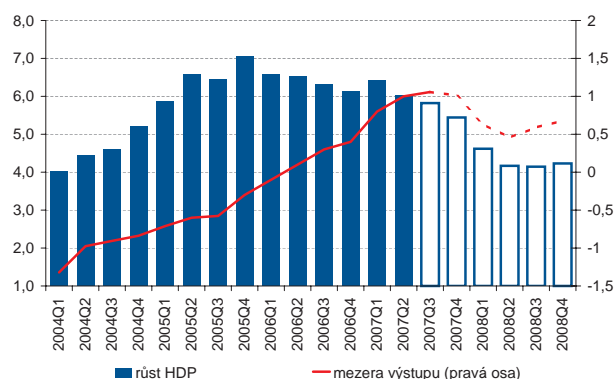
Měnové podmínky (známé duo kurz a sazby) jsou aktuálně mírně přísné díky kurzu. V následujících měsících předpokládáme návrat k neutrálním/až mírně uvolněným úrovním díky korekci kurzu v 1H08 a jen postupně rostoucím sazbám.

Dynamika růstu potenciálního výstupu se zhoupne: po

loňských 5,5% zpomalí ke 4,6% v příštím roce. Nad 5% se vrátí v 10/11 jako výsledek investic do továrny v Nošovicích. V dlouhém období čekáme zpomalování ke 3-4%.

Suma sumárum, vládní reformy budou působit negativně na růst. EU fondy a měnové podmínky naopak pozitivně.

Prognóza růstu HDP a mezery výstupu (%)



Na co se mohou „těšit“ naše peněženky?

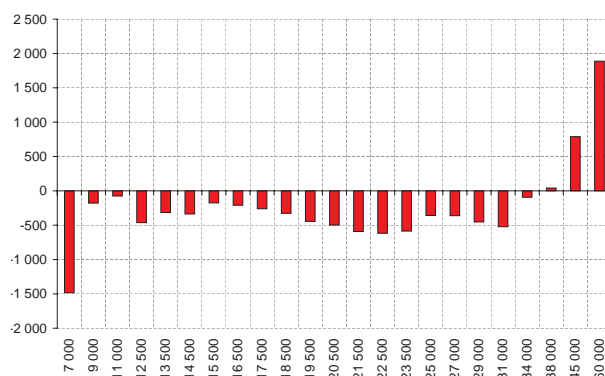
Očekáváme, že lidé letos utratí v reálném vyjádření o cca 7% více než loni. Pro srovnání, průměrný růst potřeby domácností za posledních deset let dosáhl cca 2,5%. V letošním roce za tímto růstem stojí vývoj mezd, zaměstnanost a výše sociálních výdajů státu.

V příštím roce naopak spotřeba zpomalí k 3-3,5%. Viníci zůstávají stejní: stát (= reformy) a trh práce. Začneme reformami a přehledem jejich dopadů na peněženky.

Daň z příjmů fyzických osob se sníží v příštím roce na 15%, nicméně bude zdaňována tzv. superhrubá mzda, což v kombinaci se slevou na dani 2.070 Kč znamená v průměru 20% efektivní daň z hrubé mzdy, tak jak ji dneska známe.

Tolik pozitivní zprávy. V příštím roce se totiž zároveň zvýší snížená sazba daně z přidané hodnoty z 5% na 9%. Relativně nejvyšší negativní dopad bude mít pro nízko-příjmové skupiny, které mají nejvyšší podíl potravin ve svém spotřebitelském koši. Lapidárně řečeno, s růstem platu neroste lidem objem žaludku. Ve svých odhadech počítáme s tím, že vyšší DPH se promítne do vyšších cen z 80% (zbytek pokryje snížení marží podniků). Plus zavedení ekologických daní, přidávání biopaliv do benzínu (viz část o inflaci).

Dopad reform na jednotlivé mzdové skupiny



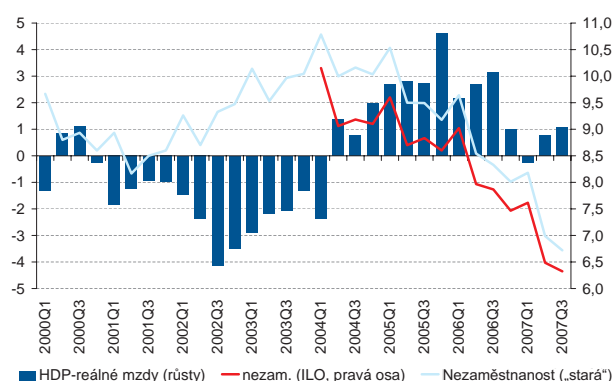
Další negativní zprávou pro peněženky je snížení sociálních výdajů zhruba o 9 mld. Kč v roce 2008. Rozdělení dopadů do jednotlivých mzdových skupin reflektuje podíl sociálních příjmů na mzdových příjmech.

Suma sumárum, odhadujeme, že reformní balík sníží disponibilní příjmy domácností zhruba o 19 mld. Kč v roce 2008 a až 12 mld. v roce 2010. Pozitivní dopad pro skupiny s hrubou mzdou od 32 tis. měsíčně a výše. S růstem mzdy klesá progresivita mj. i díky stanovení maxima pro placení pojistného (ve výši 4násobku hrubé mzdy). Nicméně propad sociálních příjmů zvýší zvýší motivaci pracovat pro nízko-příjmové skupiny.

Díl druhý: trh práce. Nominální hrubá mzda letos vzroste zhruba cca o 7-7,5% na průměrných 21.700 Kč. Nárůst inflace s růstem produktivity by měl naladit odbory na vysoké požadavky, ale ty vytáhly do boje s relativně umírněným požadavkem - růst o 8%. V příštím roce očekáváme usazení se průměrné mzdy blízko 23.500 Kč. Avšak s reálnými růsty mezd zamíchá inflace. Zatímco letos reálné mzdy vzrostou 4,6%, v příštím roce se inflace do mezd zakousne mnohem více a reálné mzdy vzrostou o cca 2,5%.

Příjmy domácnostem rostou v letošním roce i díky růstu zaměstnanosti, resp. poklesu nezaměstnanosti. Meziročně nezaměstnanost klesá o 1,5pb. Neboli meziročně narostla zaměstnanost cca o 90 tis. Agregovaně, vynásobenou průměrnou mzdou, se tak k domácnostem dostane navíc 2 mld. Kč, což je pouze 0,1pb spotřeby. Ale s nižší nezaměstnaností klesá i obava z budoucnosti a roste ochota se zadlužovat: spotřební úvěry rostou o 27% meziročně a hypotéky o cca 40%.

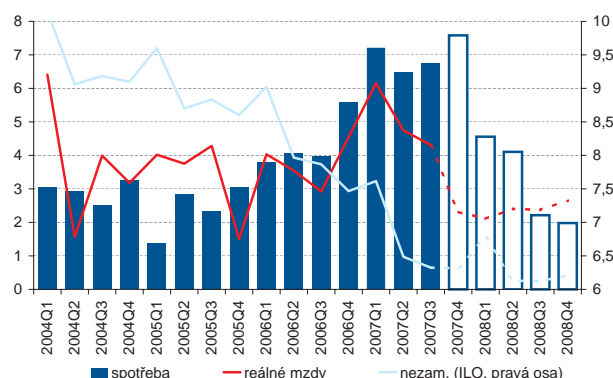
Rozdíl mezi růsty HDP a reálných mezd, míra nezaměstnanosti (původní metodologie a podle ILO, %)



Nicméně obrázek ukazuje, že vysoký pokles nezaměstnanosti naráží na své meze. Růst reálných mezd totiž dostihl růst produktivity. Podnikům se tak ztenčí rezerva pro vyrovnání se s nepříznivým vývojem (např. posilování kurzu či růst cen energií) a budou najímat nové pracovníky s větší obezřetností.

Dále, pokud se podíváme na nezaměstnané, tak zjistíme, že více než 50% je dlouhodobě nezaměstnaných. Z nich je 30% nezaměstnaných déle než osm let! Nejvíce dlouhodobě nezaměstnaných je původně ze zpracovatelského průmyslu. Vysoký podíl se udržuje i přesto, že právě zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu roste nejrychleji. Důvody? Nízká regionální mobilita. Nesoulad mezi poptávkou a nabídkou práce. Špatná motivace pracovat.

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



Motivaci pracovat pomůže zvýšit reforma. Ovšem nesoulad mezi poptávkou a nabídkou je otázkou dlouhodobou a souvisí se vzděláním. Nejde jen o otázkou úrovně zaměstnání, ačkoliv 27% nezaměstnaných má základní vzdělání, případně je bez vzdělání, ale i oborového výběru.

Špatnou strukturu, ale i mobilitu dokládají čísla ohledně výše volných pracovních míst, tak jak je eviduje Ministerstvo práce. Pracovních pozic je cca 140 tis. V teoretickém případě jejich plného využití by poklesla nezaměstnanost o další 2,5p. A například v Praze je dokonce více volných pracovních míst než nezaměstnaných.

V příštím roce tak očekáváme zvolnění poklesu nezaměstnanosti na -0,4pb (ze 1,4pb letos) na průměrných 6,3% ve srovnání s letošními 6,7%.

A co čeká podniky?

Jaké jsou zprávy pro podniky. Nejvíce propagovanou akcí bylo opět snížení daně z příjmů. Na 21% příští rok a další pokles až na 19% ve 2010. Dalším pozitivem je možnost registrace plátce DPH za celou skupinu.

Tím ovšem pozitiva opět končí. Reforma zpřísňuje uznatelnost finančních nákladů (v případě, že jsou vyšší než 1 mil. Kč). Prvním testem je výše úrokové sazby: 12M PRIBOR + 4bp je limitem pro uznatelnost. Dalším testem je pravidlo úzké kapitalizace, které opět stanovuje maximum pro uznatelnost finančních nákladů, tentokrát z pohledu výše dluhu k vlastnímu kapitálu. V případě spojených osob (např. matka-dcera) je maximum dluhu stanoveno na dvojnásobek k vlastnímu kapitálu, v případě nespojených osob pak na šestinásobek.

Dalšími „drobnostmi“ je de-facto zrušení výhod finančního leasingu, zrušení daňové výjimky na hypoteční zástavní listy, a neuznatelnost úroků z podřízeného dluhu. I změny v sociální oblasti pocítí podniky: namísto státu budou podniky platit první tři dny pracovní neschopnosti pracovníkovi mzdu.

Tabulka níže ukazuje „účetní“ propočet dopadů na podniky a domácnosti. V příštím roce bude celkový dopad záporný, téměř 30 mld. Kč, do pozitivních čísel se otočí až v roce 2010.

Celkový dopad v mld. CZK	2008	2009	2010
Domácnosti	-18	-13	-12
Podniky	-9	10	31
Celkem	-28	-2	18

INFLACE

	2006	2007	2008	2009
Celková inflace	2,5	2,8	5,7	3,7
Regulované ceny	7,8	8,6	15,1	5,2
Poptávková inflace	2,3	1,1	2,6	4,1
Potraviny a nápoje	0,9	4,1	4,6	2,5
Pohonné hmoty	3,4	-0,7	5,0	-2,5
PPI inflace	1,6	4,2	4,6	3,6

Akcelerace inflace

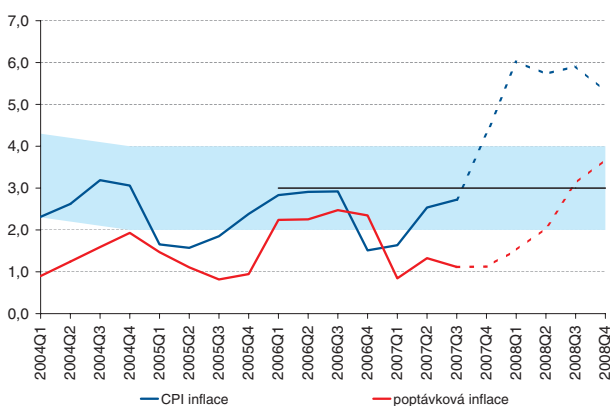
Říjen s sebou přinesl akceleraci inflace na 4%. Čtyřkou začínala inflace naposledy v 2001, od té doby průměr dosáhl 2%... takže se inflační hydra probudila?

Opět je důležité znát strukturu, protože hlubší pohled odhalí, že inflace je nahoru tažena především nákladovými faktory. Podívejme se na inkriminovaný říjen: rostly ceny plynu o 5% (zatímco vloni ceny plynu poklesly) a ceny potravin. Svůj příspěvek také postupně dodává ropa na rekordních úrovních. Naopak poptávková inflace zůstává pod dvěma procenty, tedy pod inflačním cílem 3% +/- 1pb.

Z hlediska centrální banky tak vyvstává otázka nakolik dokáže bojovat úrokovými sazbami proti rychle rostoucím cenám ropy, rostoucím cenám zemědělských komodit, změnám regulovaných cen a daním.

A bude to mít ještě horší, protože čekáme, že do konce roku inflace akceleruje nad 4% a v příštím roce inflace dále až k 6%. Opět především nákladové faktory, ačkoliv poptávková inflace také poroste, nicméně pořád pod středem inflačního cíle ČNB. Takže podrobněji...

Prognóza inflace a poptávkové inflace a inflační cíl



Co čeká naše složenky?

Začneme regulovanými cenami. V lednu čekáme další růst cen plynu o 5% (0,1pb do inflace). Dalším zářezem do rodinných financí bude od ledna vyšší cena elektřiny o 9,1% (0,3 pb), teplo (6%, 0,2pb) a vodné/stočné (cca 0,1pb). Kuřákům chce vláda opět zvýšit spotřební daň (dopad cca 0,4pb). Od letošního ledna se rozběhla deregulace nájemného (rozložení růstu nájmu do čtyř let), což v příštím roce znamená růst o zhruba 19% (0,4pb). Navíc porostou i TV poplatky (o 20%, 0,1pb). Ovšem největší změnou bude zvýšení snížené sazby DPH z 5% na 9%. To zvýší inflaci zhruba o necelý 1pb.

Novinkou je zavedení ekologické daně, která zvýší inflaci o 0,2pb. Biopaliva si necháme k benzínu... Suma sumárum, celkový příspěvek regulovaných cen a nepřímých daní k inflaci vzroste z letošního průměru cca 2pb na 3-3,5pb v roce 2008.

Potraviny jedou na globální vlně

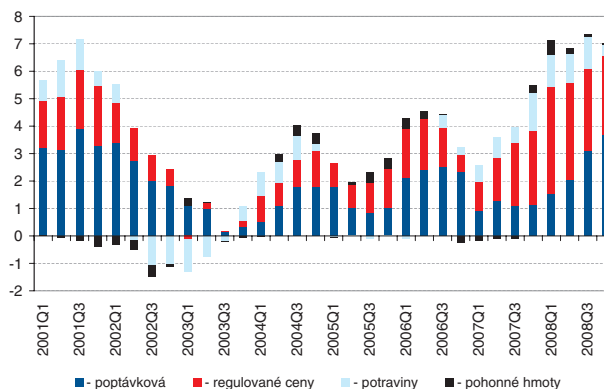
Ceny potravin potvrdily naše očekávání a začaly růst z 1,5% na konci minulého roku až na 6,3% v říjnu. České ceny potravin se vezou na globální vlně růstu cen potravin, např. v Německu vystoupal růst na 4,6%, v Číně dokonce na 20% y/y. Ačkoliv česká sklizeň se meziročně zvýšila, tak sucho v ostatních zemích a vysoký růst poptávky a speciálně poptávka po biopalivech žene ceny nahoru, ceny obilovin vzrostly o 75% y/y ve 3Q07.

Očekáváme, že v příštím roce ceny potravin porostou rychleji než letos (4,1% vs. 4,6%) a budou přispívat k celkové inflaci v průměru 1pb. V této položce vidíme nejvýraznější rizika směrem nahoru pro inflaci.

Benzín – taky nahoru

Cena benzínu Natural 95 se pohybuje kolem 31-32 Kč/l. Podle ropných futures se cena uralské ropy uhnízdí kolem 80 USD/barel. V příštím roce bude navíc posilovat americký dolar, což přispěje k nárůstu cen benzínu. Marže (pumpařů, dopravců, obchodníků a rafinérů) se nyní pohybuje blízko 4,5 Kč/l, tedy nad průměrem a čekáme jejich mírný pokles. A posledním faktorem je přimíchávání biopaliv do benzínu s dopadem +50h/l. Suma sumárum, cena Naturalu 95 by se měla v následujících měsících pohybovat mezi 31-32 Kč/l. Ceny benzínu tak budou k inflaci přispívat v příštím roce cca 0,3pb.

Struktura inflačního vývoje spotřebních cen



Přelít poptávkových tlaků do inflace

Tolik nákladové faktory inflace. Jak se bude vyvíjet poptávková inflace? Postupně poroste, pro příští rok čekáme průměr 2,6% (1,1% letos).

Vyšší růst je dán kumulací dvou faktorů. Za prvé, půjde o zpožděný efekt vyšších poptávkových tlaků, což je podpořeno růstem mezd a ochotou se zadlužovat i na spotřebu. Za druhé, za růstem poptávkové inflace budou stát i inflační očekávání. Růst inflace se tedy projeví i ve zvýšených mzdových požadavcích a v růstu marží. A to i přesto, že na základě minulých zkušeností předpokládáme snížený průsak změn daní do růstu inflačních očekávání. Naopak, poptávkovou inflaci bude opět na uzdě držet silnější kurz.

MĚNOVÉ PODMÍNKY

Průměr	06	07	08	09	10	11	12	13
CZK/EUR	28,4	27,7	26,9	25,9	25,2	24,7	24,1	23,8
CZK/USD	22,6	20,3	21,1	21,3	21,9	21,5	21,0	20,7

Průměr	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09
CZK/EUR	28,3	27,6	27,0	27,2	27,4	26,6	26,5	26,5
CZK/USD	21,0	20,1	18,8	19,7	20,4	20,0	20,3	20,8

DEVIZOVÝ KURZ

Koruna v 1H07 neposilovala, naopak oslabovala. Podle našeho názoru za tímto vývojem nestály špatné domácí fundamentální faktory. Naopak domácí fundamenty nadále nabádají korunu k posilování. Avšak vyhrály tzv. carry trades, čili krátkodobé spekulativní nákupy zahraničních aktiv financované z nízkouročené české koruny.

Srpnový obrat a posílení koruny naše hodnocení potvrdilo. Kumulace problémů se subpríme hypotékami a s nimi spojenými deriváty zvýšilo rizikovou averzi a investoři začali uzavírat spekulativní pozice a zpět nakupovat CZK. Koruna tak skokově posílila k 27,2-27,4 EUR/CZK a to i přesto, že toky na běžném účtu platební bilance jsou v letních měsících negativní pro korunu. Koruna se tak vrátila na úroveň, která podle našich modelů odpovídala fundamentům.

Nicméně druhá vlna ji zase posunula mimo, tentokrát na druhou stranu. Roli zde sehrál další růst rizikové averze a podle nás nepřiměřené obavy z recese americké ekonomiky. Ty oslabily dolar a investoři hledající měnu, kam peníze složit, opět zvolili korunu pro svou pověst bezpečného přístavu.

Pro dlouhodobého investora nadále zůstáváme pozitivní na EUR/CZK a očekáváme posilující trend koruny, který je dán konvergenční historkou české ekonomiky a pozitivním vývojem obchodní bilance.

Nicméně v horizontu 1H08 vidíme spíše prostor pro korekci koruny. Čekáme, že v případě naplnění našich očekávání ohledně vývoje globální ekonomiky a posílení dolaru, bude koruna korigovat své posílení a vidíme potenciál na návrat k 27,3 EUR/CZK.

Rizika ve směru většího oslabení jsou snižována citlivostí ekonomiky na kurz. V případě většího oslabení koruny lze totiž očekávat rychlejší růst českých sazeb, než jak čekáme v základním scénáři, což by rozbilo oslabující tendence. Větší rizika vidíme ve směru silnějšího kurzu v případě dalšího krátkodobého oslabení dolaru. Každopádně čekáme zvýšenou volatilitu, která přinese zajímavé spekulativní příležitosti.

Fundamentální analýza

Jak se tedy budou vyvíjet jednotlivé faktory ovlivňující korunu?

	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
Posílení	Konvergence	Reálné toky (obchodní bilance) finanční toky (EU peníze, FDI) reformní úsilí vlády	CZK jako bezpečný přístav, růst averze vůči riziku, USD
Oslabení		Odliv dividend	carry trades

Dlouhodobým faktorem posilující CZK je přibližování českých cen k cenám v EU15. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15 (cca 60%), 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. Předpokládáme, že konvergence postupně zpomalovat s přibližováním se a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

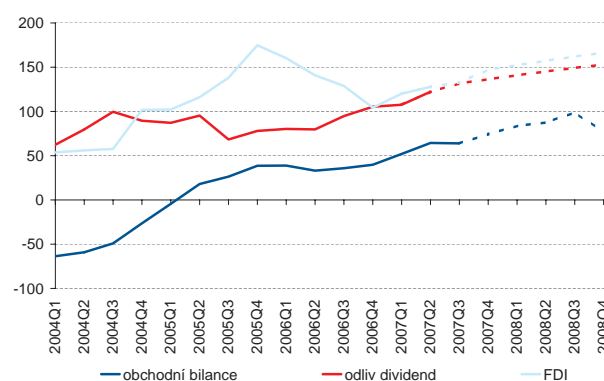
Střednědobým faktorem ovlivňujícím kurz jsou reálné a finanční toky na platební bilanci. V souhrnu bude platební bilance posilovat kurz, ale méně ve srovnání s předcházejícími dvěma roky.

Prvním faktorem, který bude působit na kurz je úrokový diferencíál. V minulosti to byl jasně oslabující faktor, nicméně jeho postupné uzavírání snižuje jeho váhu. Čekáme, že diferencíál vůči EU v příštím roce zůstane záporný, ale bude se snižovat na 0,25%. Regionální diferencíály se budou také snižovat, vůči PLN z 1,75% na 1,5% a v případě HUF ze 4% na 2,25%. Navíc negativní efekt záporného úrokového diferencíálu na korunu je v případě CZ limitován relativně malým objemem portfoliových investic v ČR ve srovnání s Polskem, Maďarskem či Slovenskem.

Ve stejném směru bude působit odliv dividend. Pokračující dobrý výkon české ekonomiky a růst zisků se opět projeví ve vysokém objemu odlivu dividend, pro příští rok odhadujeme cca 150 mld. Kč.

Na druhou stranu bude působit vývoj obchodní bilance (více viz část Poptávka a nabídka). Letos očekáváme růst přebytku na cca 110 mld. Kč (dle dat ČNB, podle ČSÚ 76 mld. Kč) a stagnaci v roce příštím. Další větší růst přebytku očekáváme až s rozjetím Hyundai.

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



Očekáváme, že letos dosáhne čistý příliv přímých zahraničních investic cca 150 mld. Kč, v příštím roce čekáme 166 mld. Kč (bez prodeje státního majetku: ČEZ, Česká pošta, ČSA a Letiště Praha). 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. Letos tak připlyne přes FX čistých 22 mld. Kč a příští rok čekáme 28 mld..

Sezónnost na koruně?

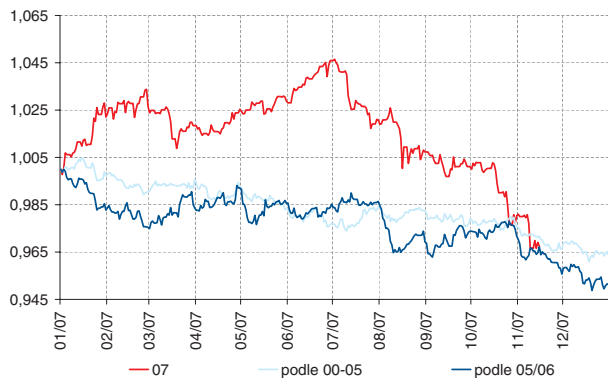
Tolik fundamentální analýza. Na jejím základě dojdeme k relativně hladkému vývoji kurzu. Avšak zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

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 slápnou.

Sezónní analýza tak ukazuje na stabilitu v 1H08 a pak spíše skokové posílení ve 2H08.

Pokud by se v letošním roce koruna vyvíjela podobně jako v minulých letech, zakončila by rok mezi 26,2-26,4.

Sezónní vývoj CZK



PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Průměry za období v %	2006	2007	2008	2009
Repo sazba	2.17	2.86	3.67	4.20
3M PRIBOR	2.3	3.1	3.8	4.3
12M PRIBOR	2.6	3.4	4,0	4.5
10Y dluhopis	3.8	4.3	4.7	4.7

Koruna opět dělá velkou část práce za ČNB

ČNB zastihujeme uprostřed cyklu zvyšování sazeb, sazby letos byly zvýšeny o 100 bb na 3,5%. Kam až porostou?

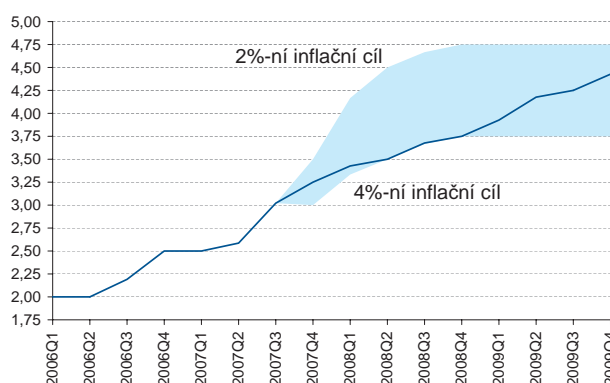
Naše prognóza ukazuje další růst inflace nad 5%. Ale jak bylo uvedeno, i přes růst poptávkové inflace zůstane tato bedlivě sledovaná část inflace pod inflačním cílem. Dále, v příštím roce

očekáváme zpomalení ekonomiky díky krátkodobému efektu reform, který se projeví především ve spotřebě.

Náš model, který vychází z prognózy inflace, poptávkových tlaků a modelového chování ČNB, ukazuje, že sazby by měly v průběhu příštího roku vzrůst na 4,25%

Tuto modelovou trajektorii upravujeme v roce 2008 směrem dolů (na 3,75-4% koncem 2008). Důvodem je historická zkušenost, kdy k utahování měnových podmínek docházelo mnohem více prostřednictvím měnového kurzu než úrokových sazeb. Přitom trh má tendenci přestřelovat prognózu sazeb a naopak podhodnocovat prognózu posílení kurzu.

Trychtýř sazeb dle úrokových pravidel a naše prognóza



Dalším rizikem pro nižší než trhem očekávané sazby by byla situace, kdy by se aktuální globální turbulence neuklidnily a přinesly by zadření úvěrového soukolí, což by se přelilo dále do reálné ekonomiky a obrátilo cyklus zvyšování sazeb především v EU12. Takový vývoj by spíše pozitivní pro CZK s tím, jak má pověst bezpečného přístavu.

Myslíme si proto, že díky posílení koruny přijde další hike až spíše ve druhém čtvrtletí příštího roku. Na konci příštího roku očekáváme sazby na 3.75%. Rizika prognózy jsou směrem k vyšším sazbám a ve srovnání s trhem zůstáváme nadále opatrní, a to i přesto, že trh významně přehodnotil své očekávání směrem dolů po srpnových turbulencích.

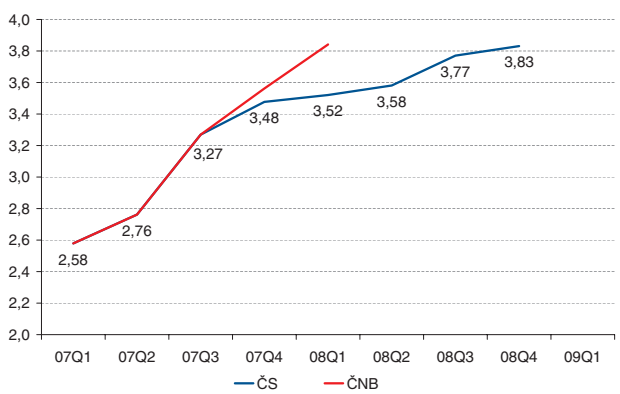
V roce 2009 čekáme další růst sazeb postupně k 4,5%. Další zpřísňování bude souviset s postupným urychlováním spotřeby a poptávkové inflace. Dále, v roce 2010 sníží ČNB svůj cíl ze 3% na 2%, což znamená zpřísnění sazeb pro stlačení inflace dolů. A posledním faktorem bude přece jen postupně se blížící přijetí eura (čekáme 2013): ČNB bude postupně zvyšovat asymetrickou reakci na proinflační rizika, díky riziku z nesplnění maastrichtského kriteria.

Prognóza ČNB versus ČS

Na základě zveřejněných čísel z prognózy ČNB a naší znalosti jejich modelu jsme vypočetili přibližnou trajektorii sazeb konzistentní s jejich prognózou, viz obrázek. Oproti červenci se implikovaná trajektorie podle našich odhadů snížila: model ČNB pravděpodobně indikuje další růst sazeb v letošním roce o 25bp a sazby na 3,75% již v 1H08.

Ze zveřejněných informací (Zpráva o inflaci a Setkání s analytiky) jsme odhadli kurz, na kterém je prognóza ČNB postavena a porovnáváme jej s naší prognózou. Po celé trajektorii prognózy očekáváme silnější kurz koruny, než předpokládá ČNB. Připomeňme Zlaté pravidlo českého centrálního bankéře: kurz silnější o 3% oproti předpokladu si vyžaduje nižší sazby zhruba o 1pb. V případě naplnění naší prognózy kurzu by se trajektorie sazeb ČNB posunula dolů o 40bb pro 1Q08.

3M PRIBOR: ČNB vs. ČS



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%).

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
8.6.2007	1 045	držet	16.8.07	1 520	koupit
22.11.06	989	držet	25.5.07	1 760	koupit
18.10.06	989	koupit	16.3.07	1 650	koupit
1.8.06	962	koupit	7.11.06	1 460	akumulovat
29.5.06	962	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
3.2.06	893	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
			20.3.06	1 390	akumulovat
Telefónica O2 ČR			Unipetrol		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
2.11.07	650	akumulovat	1.10.07	367	koupit
31.7.2007	620	držet	20.11.06	262	koupit
8.3.07	600	držet	10.7.06	251	koupit
25.9.06	550	koupit	22.2.06	261	prodat
4.5.06	608	koupit			
Komerční banka			Orco		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.07	4400	akumulovat	1.10.07	129 (€)	koupit
27.3.06	3 800	akumulovat	28.3.07	3 690	držet
			21.4.06	108.8 (€)	akumulovat
CME			ECM		
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.07	98	akumulovat	1.10.07	1880	akumulovat
3.2.06	68	koupit	14.6.2007	2160	akumulovat
			15.2.2007	1914	kupovat
Pegas			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.7.2007	849	držet	12.6.2007	9 655	redukovat
1.3.2007	806	akumulovat			

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. Prognózaná 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. Prognózaná 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.

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 společností 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 spoluvědučím 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

	SPAD10	SPAD se vztahem k EBG
Kupovat	20%	0%
Akumulovat	30%	40%
Držet	40%	60%
Redukovat	10%	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	pkřivonozka@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 bankovnictví

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	gunther.artner@erstebank.at
akcie - sektor ropa, plyn	Tamas Pletser	+361 235 51 33	tpletser@erstebank.com
akcie - sektor bankovnictví	Guenter Hohberger	+43 501 00 173 54	gunter.hohberger@erstebank.at
akcie - sektor bankovnictví	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	Vladimira Urbankova	+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