

Měsíční strategie

Dluhopisy a měny

Doporučení:

- S novým rokem přinášíme dárky v podobě nových investičních doporučení:
- **CZ:** očekáváme, že korekce/stabilizace koruny a převis nabídky na bondovém trhu zvýší spread na 10Y CZ/EU ze současných -25bps na 0 až +10bps: doporučujeme prodávat 10Y CZGB proti bundům.
- **USD:** čekáme oslabování dolaru. Současné posílení dolaru je proto podle nás dobrou příležitostí prodat dolary.
- **Region:** Sázíme na postupné snižování rizikové přírůžky a úvahy o začátku cyklu snižování sazeb v Maďarsku. Na Slovensku očekáváme letos stabilitu klíčových sazeb a vidíme příležitost v nákupu FRA kontraktů.

Co čekáme v roce 2007?

- **ČR:** letos koruna zavře rok na 27,3. Předtím jarní korekce a stabilizace kolem 27,6. Koruna je tak atraktivní pro financování regionálních tradů. Inflace a spotřeba zvýší sazby až na cílových 3,0-3,25%, spread na dlouhém konci navíc potáhne přebytek nabídky na bondovém trhu.
- **Majors:** U výnosů čekáme klidný leden a mírný růst v průběhu roku (Evropa) respektive lehké kolísání (USA). Sazby ECB by měly narůst na 3,75%, v USA klesnout na 4,5%. Dolar by měl oslabit až k 1,40.
- **Region:** Letos budou zajímavé maďarské bondy díky carry + potenciálnímu kapitálovému výnosu a při vhodném načasování i polské. U měn vidíme pořád prostor pro posílení, i když menší než loni. Klíčové sazby směrem nahoru v PL, stabilní na SK a dolu v HU.

Ekonomické a strategické analýzy

<http://www.csas.cz/analiza>

Email: research@csas.cz, Tel: +420 224 995 177

Uzávěrka: 9. ledna 2007

Důležitá upozornění k investičním doporučením a kontakty viz poslední strany publikace.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

David Navrátil, tel: 224 995 366, dnavratil@csas.cz; Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz; Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

NOVÁ INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

24. Prodávajte 10Y CZ bondy proti Bundům

- Doporučujeme otevřít pozici na negativní konvergenci: prodávat české 10Y dluhopisy a nakoupit německé bundy. Očekáváme, že spread vystoupá k 0 až +10pbs (aktuálně -25pbs). Hlavními důvody bude vývoj EUR/CZK a převis nabídky na dluhopisovém trhu.
- Aktuální pokles spreadu souvisí se skokovým posílením EUR/CZK. Očekáváme, že po jarní korekci a následné stabilizace obrátí ČNB svou rétoriku do ještě většího módu a začne zvyšovat sazby, což se odrazí v růstu spreadu.
- Dalším faktorem bude námi očekávaný nárůst přebytku nabídky na dluhopisovém trhu. Na straně nabídky dluhopisů bude hrát roli růst deficitu fiskálu (čekáme cca 130 mld. CZK). Domácí poptávka bude ovlivněna vyšší dynamikou úvěrů oproti depozit ve finančním sektoru, který omezí volnou likviditu a tudíž poptávku po dluhopisech.

Investiční horizont	6M		
Instrument	CZGB 3,8 04/15	DBR 3,75 01/17	CZK/EUR
Vstupní hodnota (9.1.2007)	100,13	98,04	27,6
Cílová hodnota	97,38	96,88	27,6
Očekávaný zisk	1,7% (3,5% pa)		

25. Doporučujeme prodat americký dolar

- Posílení dolaru k hladině 1,300 nám otevřelo prostor k otevření doporučení prodat dolar. Vycházíme z předpokladu, že posun ekonomického cyklu mezi USA a EMU bude pokračovat i v letošním roce. To znamená, že by mělo docházet k dalšímu zúžení úrokového diferenciálu a k relativnímu zlepšení očekávaných výnosů evropských aktiv vůči americkým. Slabší růst americké ekonomiky by měl souviset především s nízkou výkonností sektoru nemovitostí. Přestože se objevují známky zastavování propadu v tomto sektoru, indikuje vysoká zásoba neprodaných nových a existujících domů, že slabost tohoto sektoru bude přetrvávat ještě řadu měsíců. Rozsah zpomalení bude podstatně ovlivněn tím, nakolik ovlivní zastavení růstu cen nemovitostí spotřebu domácností. V Evropě by měla ještě řádově měsíce vydržet pozitivní dynamika vývoje hospodářství.
- Pro otevření této pozice mluví i technické faktory: došlo k vytvoření střednědobého trendu k oslabování dolaru, který je momentálně v konsolidační fázi, po jejímž skončení lze očekávat jeho pokračování. Protože technické faktory (momentové=obchodování) mají podstatný vliv na vývoj kurzů, nelze podceňovat ani tuto motivaci.

Investiční horizont	9M		
Instrument		USD 9M libor	EUR 9M libor
Vstupní hodnota (9.1.2007)	1,3000	5,36%	3,97875
Cílová hodnota	1,4000		
Očekávaný zisk	6,7% (8,93% p.a.)		

26. Kupujte maďarské dluhopisy

- Důvody: Maďarské dluhopisy mají stále vůči Eurozóně mezi zeměmi středoevropského regionu daleko nejvyšší rizikovou přírážku. Důvodem je fiskální nedisciplinovanost, které jsme byly svědky v minulosti, a která se projevila i na růstu vnějších nerovnováh. Současná vláda přijala nejvýraznější opatření pro snižování deficitu veřejných financí od 90-tých let, která by měla postupně ekonomiku stabilizovat. S přicházejícími daty o vývoji rozpočtu v průběhu roku začne zlepšení situace věřit pořád víc investorů.
- Na dvouletých dluhopisech se projeví i silící očekávání o začátku cyklu snižování sazeb (my ho předpokládáme v druhém pololetí). Tehdy bude patrný trend poklesu inflace (která by měla kulminovat kolem března-dubna) a zpomalení ekonomiky. Ve prospěch uvolnění měnové politiky mohou hrát i změny v bankovní radě centrální banky, ze které do července odejdou čtyři ještě tři (guvernér a další tři).
- Pozici otevíráme vůči české koruně, ne vůči euru. Námi předpokládané oslabení křížového kurzu je zanedbatelné a získáme nižší náklady na financování.
- Rizika: Zejména kombinace výraznějšího než očekávaného zpomalení ekonomiky a růstu inflace, které by mohly oslabit odhodlanost vlády snižovat rozpočtový deficit. Dále i výraznější než očekávané posílení české koruny. Z globálních faktorů recese v USA a zvýšení averze k riziku.

Investiční horizont	12M	
Instrument	HGB 6,25 04/09	PRIBOR 12M
Vstupní hodnota (9.1.2007)	96,86	2,71%
Cílová hodnota	99,36	
Celkové očekávané zhodnocení	6,0% (5,93% p.a.)	

27. Kupujte SKK FRA 6*9 – klíčové sazby letos nepůjdou dolů

- NBS intervencemi vůči koruně při úrovni 34,05 SKK/EUR vyslala jasný signál, že se jí dosavadní tempo posilování kurzu koruny vůči euru nelíbí. Svůj vzkaz posílila zamítním poptávky v pravidelných repo tendrech. V důsledku tohoto kroku zůstala na trhu část likvidity, která stlačila sazby na peněžním trhu směrem dolů a někteří investoři začali spekulovat na to, že by NBS mohla přistoupit ke snížení klíčových sazeb.
- My se domníváme, že vzhledem k nutnosti do tečky plnit Maastricht bude NBS spíše opatrná. Kdykoliv v průběhu roku by se totiž mohl sentiment vůči koruně obrátit a také externí faktory jako kupříkladu ceny ropy mohou začít působit méně příznivě. To by mělo dopad na inflaci, která musí být kvůli ambici zavést euro letos nízká. Začátek cyklu vidíme spíše koncem tohoto, nebo začátkem příštího roku, když bude inflační kritérium už „pojištěné“ (do úvahy se bere 12M klouzavý průměr). Trh by mohl o tom, že NBS sazby snižovat nebude, přesvědčit námi očekávaná sezónní korekce koruny se začátkem kolem dubna.
- Rizika: Zejména pokračování posilování koruny tempem, jakého jsme byli svědky v závěru minulého roku.

Investiční horizont	6M	
Instrument	SKK FRA 6*9	Bribor 3M
Vstupní hodnota (9.1.2007)	4,08%	4,53%
Konečná hodnota (9.7.2007)	-	4,38%
Očekávaný zisk í	30bps	

PROGNÓZA VÝVOJE TRHŮ

Za jednotlivé části tabulky zodpovídají analytici uvedení u příslušných odpovídajících pasáží níže.

Instrument	Výchozí úroveň (2.1.2007)	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	27.4	↘ 27.6	→ 27.6	Letos se koruna už příliš nevytáhne, na konci roku čekáme 27,3 EUR/CZK. Důvodem bude horší fundament. Žádný velká výkon koruny, korelace s regionálními měnami v případě regio výplachů a nízké sazby dělá z koruny zajímavou financující měnu pro regio trady. Na sazbách očekáváme postupný růst k 3,0-3,25% díky urychlení inflace. Dlouhý konec poroste navíc díky většímu převisu nabídky dluhopisů, proto doporučujeme short CZGB.
3M Pribor	2.49	→ 2.55	↑ 2.90	
2Y	3.08	↗ 3.15	↗ 3.40	
10Y	3.71	↗ 3.75	↑ 4.10	
USA				
USD/EUR	1.33	↗ 1.31	↘ 1.35	V měsíčním horizontu neočekáváme žádný dramatický vývoj ani u dluhopisů ani u kurzu dolaru k euru. Kolísání výnosové křivky a dolaru budou ovlivňovat jak růstové údaje tak inflace. V letošním roce nečekáme významné pohyby výnosů. Úrokové sazby by měly podle našeho názoru poklesnout na 4,5%. To by mělo vést k poklesu sazeb na peněžním trhu, ale ne k významnějším pohybům výnosové křivky. Dolar by měl oslavit s tím jak se bude zužovat úrokový diferenciál k euru a slábnout americká ekonomika.
3M Libor	5.36	↓ 5.15	↓ 4.80	
2Y	4.79	→ 4.75	→ 4.75	
10Y	4.68	→ 4.65	→ 4.75	
Eurozóna				
3M Euribor	3.73	→ 3.70	↑ 3.95	Dluhopisy v Evropě by měly zažít poměrně klidný rok. Očekávání ohledně sazeb ECB jsou stabilní a dá se předpokládat, že se naplní. Neměl by proto být důvod k významnějším pohybům výnosové křivky. Očekáváme její mírnou normalizaci, to znamená lehký růst ze současných hodně stlačených, stavu evropských ekonomik neodpovídajících výnosů.
2Y	3.88	→ 3.90	→ 3.90	
10Y	3.94	→ 3.90	↗ 4.10	
SLOVENSKO				
SKK/EUR	34.46	↗ 34.30	↘ 35.20	Spolu s Polskem je Slovensko fundamentálně nejsilnější krajina v střední Evropě. V 4Q 2007 by se koruna mohla dostat na 34,00 SKK/EUR s rizikem ještě silnější úrovně, i když sezónní profil naznačuje, že na jaře (dividendy) a přes prázdniny se můžeme dočkat slabší koruny. Rizikem směrem k oslabení jsou jakékoliv pochyby o přijetí eura v stanovený termín (rok 2009), směrem k posílení revalvace centrální parity v ERM II. Klíčové sazby už neporostou, na přelomu 2007/2008 se začne s jejich snižováním.
3M Bribor	4.68	↘ 4.60	→ 4.65	
MAĎARSKO				
HUF/EUR	251.6	→ 251.0	↘ 258.0	Štaronová vláda premiéra Gyurcsanyho se odhodlala k ambiciózním opatřením pro konsolidaci rozpočtu a s čísly, které budou letos potvrzovat trend zlepšování se bude zlepšovat i pohled investorů na Maďarsko. To dle našeho názoru povede k poklesu rizikové přírážky na dluhopisech, které tak popří zajímavému carry poskytnou i kapitálový výnos. Krátký konec bude klesat s tím, jak investoři začnou do cen zahrnovat začátek cyklu snižování klíčových sazeb v druhé polovině roku. Forint by se měl v prosinci tohoto roku pohybovat kolem úrovně 250 HUF/EUR.
3M Bubor	8.05	→ 8.00	↘ 7.70	
3Y	7.55	→ 7.50	↘ 6.90	
10Y	6.70	→ 6.65	↓ 6.40	
POLSKO				
PLN/EUR	3.83	→ 3.84	→ 3.80	Zlotý bude mít z fundamentálního hlediska letos prostor dále posílit. Na konec roku 2007 předpovídáme kurz na úrovni 3,75 PLN/EUR (+ 2,1% y/y), nelze však vyloučit i dočasné ponoření kurzu pod tuto hladinu. Faktorem, který může zvýšit volatilitu zůstává domácí politika, výraznější než očekávaný růst sazeb v Eurozóně (nad 4%) a recese v Americe (špatně pro celý region). Čekáme postupný pokles desetiletého výnosu až na úroveň 4,9%, v prvním čtvrtletí však ještě kvůli inflaci můžou výnosy mírně vzrůst. Hike předpovídáme pořád jedem, o 25 bodů v dubnu.
3M Wibor	4.09	↗ 4.15	↑ 4.35	
2Y	4.55	↗ 4.60	↑ 4.70	
10Y	5.18	↗ 5.25	↗ 5.25	

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulému volatilitě instrumentu. Symbol ↑ znamená posílení první měny vůči druhé měně, resp. růst výnosů dluhopisů, ↗ znamená mírné posílení. Při predikcích pracujeme s pěti intervaly (růst, mírný růst, stabilita, mírný pokles, pokles), které jsou stanoveny na základě minulé volatilitě (násobku směrodatné odchylky) daného ukazatele. Za předpokladu normálního rozdělení pak pro každý interval existuje 20% pravděpodobnost, že výsledek bude koncem měsíce právě v tomto intervalu.

ČESKÁ REPUBLIKA

David Navrátil, tel: 224 995 366, dnavratil@csas.cz

Klíčovým faktorem určujícím sentiment vůči měnám středoevropského regionu bude vývoj na hlavních trzích. Námi očekávaný scénář hladkého přistání US ekonomiky a přechod ke snižování tamních sazeb je pro náš region pozitivní. Pro investory, kteří budou kvůli slábnoucímu dolaru a mizící úrokové výhodě chtít hledat investiční alternativu, může být náš region vykazující konvergenční story atraktivní možností.

Koruna se letos moc nevytáhne

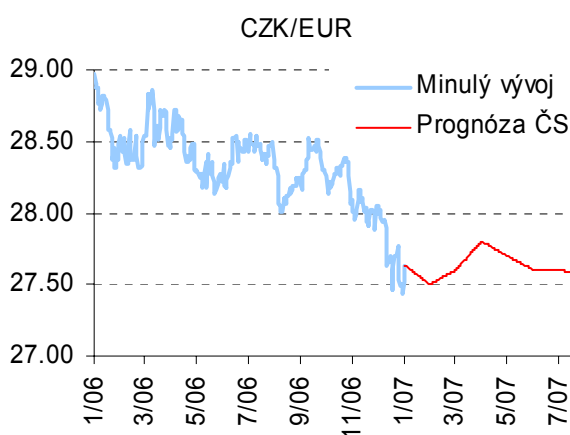
Tento měsíc opět spustím soukolí modelu a zaktualizuji makro prognózu na Česko. Ale nemyslím si, že prognóza kurzu a výnosů dozná velkých změn. Takže jak to letos bude?

Koruna letos nepředvede podobný výkon jako v posledních dvou letech. Důvodem bude méně příznivý vývoj na platební bilanci. Vezměme jednotlivé části pěkně popořadě.

Vývozy sice porostou i nadále slušným tempem, ale pomaleji díky zpomalení v EU. Díky další akceleraci domácí poptávky urychlí především dovozy. Takže v letošním roce očekávám spíše stagnaci obchodní bilance, než-li její další zlepšování. Po loňském dobrém růstu ekonomiky naroste i odliv dividend v letošním roce (cca 90-100 mld. CZK).

Přiliv kapitálu by měl zůstat letos slušný s tím, jak reálně přiteče Hyundai. Nicméně Czechinvest nehlásí ve fázi přípravy moc dalších velkých projektů. Navíc se postupně klíčí dvě tendence. Za prvé, struktura FDI: z reálného přílivu peněz na reinvestované zisky bez FX dopadů. Dále, domácí podniky budou více investovat v zahraničí (jen ČEZ zhruba 35 mld. CZK v letošním roce). Celkově čekám čistý příliv cca 100 mld. CZK.

Suma sumárum, platební bilance bude sice jako celek působit pozitivně, ale méně. Korunu bude posilovat cenová konvergence probíhající přes kurz a speciálem pro tento rok je očekávané posílení eura vůči americkému dolaru.



Takže na konci roku 27,3 EUR/CZK. To není ve srovnání se současnou úrovní velký výkon. Jaký bude sezónní průběh? Má oblíbená sezónní analýza ukazuje, že CZK nadprůměrně posiluje s přelomem roku. Z technického hlediska tak vidím dvě rezistence: na 27,40 a 27,20. Postupujeme dále: na

začátku jara korekce, podle odhadů až ke 28,0 EUR/CZK a pak stabilizace blízko 27,6, kde by měla zůstat i v průběhu léta.

Z tohoto pohledu nevidím důvod pro long CZK, naopak CZK aspiruje na větší využití k financování regionálních tradů díky korelaci s regio měnami a relativně nízkým sazbám (viz trading idea 26).

Obvyklé holubičí otočky vystřídají hiky...

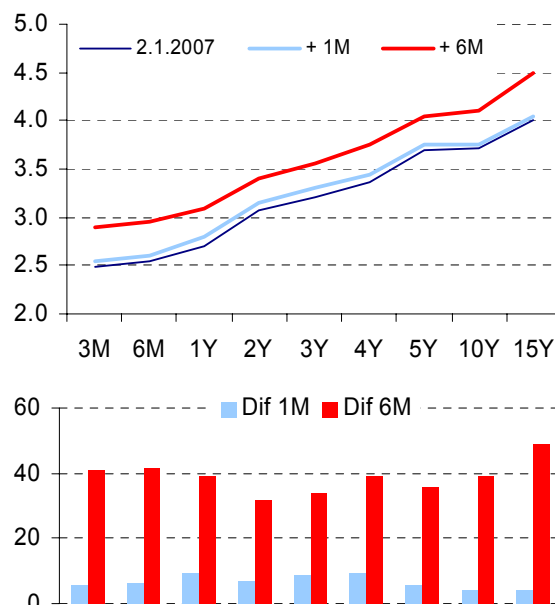
Nadále si myslím, že rychlý růst spotřeby domácností a akcelerující poptávková inflace se bude muset projevit v přísnějších měnových podmínkách. A vzhledem k tomu, že koruna letos už toho moc nepředvede, bude muset ruku k dílu přiložit ČNB. Očekáváme proto, že sazby letos vystoupají na 3,00%-3,25%. Aktuální rizika ovšem cítím směrem ke 3,00%.

ČNB po podzimním jestřábím výpadu předvádí obvyklou holubičí otočku. Důvod? Pro ČNB překvapivě posílení koruny (čekala stabilitu blízko 28,40). Takže koruna je, oč tu běží: proto podle mého názoru po vypršení sezónního efektu a stabilizaci kurzu (přelom 1Q/2Q a dále) se opět bankovní rada přepne do hikovacího módu a začne sazby zvyšovat (čekám březen/duben a červenec).

... a rostoucí sklon

Jak bude vypadat dlouhý konec křivky? U výnosů očekávám v průběhu roku tlak na růst spreadu 10Y CZ/EU. Důvodem bude jednak stabilizace koruny, dále růst emise dluhopisů a na druhé straně nižší růst poptávky po bondech (očekáváme rychlejší růst úvěrů než-li depozit v bankovním sektoru). Spread by měl podle mých odhadů vystoupat směrem k +10bps.

Aktuálních -25bps proto vypadá lákavě. Otevíráme proto pozici short české bondy proti Bundům (idea 24) V úvahu přichází i pozice vůči maďarským či polským papírům s větším potenciálním výnosem, ale větší volatilitou.



USA

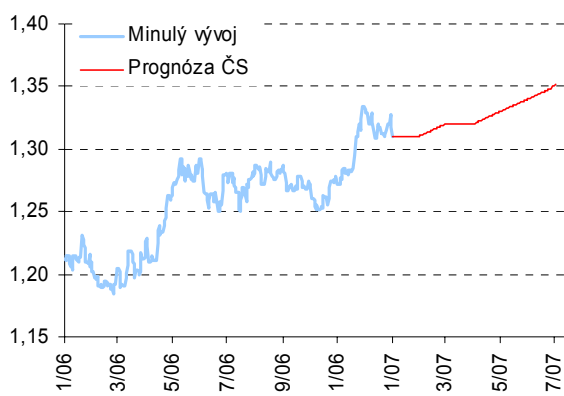
Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

EUR/USD

Krátkodobě čekáme stabilitu

Vývoj kurzu by nadále měla nejméně ovlivňovat očekávání ohledně sazeb v USA a EMU. Trh tedy bude sledovat především růstové ukazatele, ale obchodování mohou ovlivnit i inflační údaje a samozřejmě vystoupení činitelů centrálních bank. V lednu by měla pokračovat konsolidace po rychlém oslabení dolaru. Kurz by se měl držet mezi 1,30 a 1,33.

USD/EUR



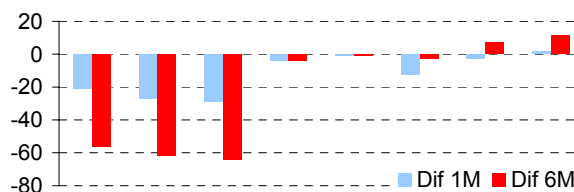
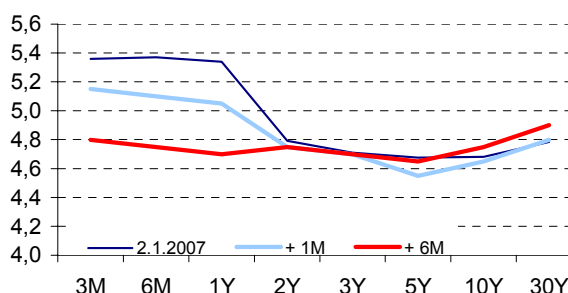
Tento rok očekáváme oslabení dolaru až k hranici 1,40.

Toto oslabení podle nás bude mít především cyklický charakter: dojde k zúžení úrokového diferenciálu mezi USA a EMU a pomalejší růst v USA by měl snížit očekávanou výnosnost amerických aktiv. Oslobování dolaru by se mělo zastavit po tom, co bude jasné, že evropské ekonomiky jsou také za svým růstovým vrcholem (což bude ještě nějaký ten měsíc trvat). Dno z hlediska dolaru čekáme v září na 1,40 (odhad vychází především z porovnání průběhu trendů v podobných situacích v minulosti), poté by se měl trend postupně otočit a dolar by se měl začít vracet na silnější úroveň, což by mělo pokračovat i v roce 2008 (ze stejných cyklických důvodů – Evropa by měla zpomalovat, USA projít dnem cyklu). Vývoj amerického běžného účtu by měl letos hrát druhé housle, protože se ukazuje, že přestože jsou deficity velmi vysoké, budou dlouhodobě financovatelné. Důležitou roli bude mít také vývoj v Asii, konkrétně Japonsko a Čína. Jen je kvůli velmi nízkým sazbám dlouhodobě využíván jako zdroj financování a pro tzv. carry trades využívající úrokový diferenciál. To ho udržuje na nerealisticky slabých úrovních jak vůči dolaru, tak vůči euru. Očekávaný růst sazeb v Japonsku může vést k narušení rovnováhy a prudkému posílení jenu (jak se to stalo například v roce 1998). Čínský juan by nadále měl pomalu posilovat pod kontrolou čínských úřadů. Toto pomalé posilování by nemělo narušit rovnováhu na finančních trzích a mělo by umožnit čínské ekonomice postupné přizpůsobení zhoršování konkurenceschopnosti (především větší orientací na domácí spotřebitele a menší na vývoz). Rizikem je prudký pokles poptávky spotřebitelů v USA, který by mohl Čínu vážně zasáhnout.

DLUHOPISY

Očekáváme jen mírné kolísání výnosů

V prosinci prošel trh poměrně výraznou korekcí. Předchozí pokles výnosů byl způsoben kombinací příliš pesimistického hodnocení americké ekonomiky a momentového obchodování. Korekce tedy byla zdravá. Další růst výnosů přišel po pozitivních datech z přelomu roku. Názory trhu na další vývoj úrokových sazeb neustále kolísají: slabší data vedou k úvahám o brzkém poklesu sazeb, silná (jako například data o prosincovém vývoji na americkém trhu práce) vedou k úvahám o růstu sazeb. Trh by měl nadále citlivě reagovat na data, nemělo by však dojít k vytvoření zřetelného trendu.



Časování poklesu sazeb určí vývoj inflace

Podle zatím zveřejněných údajů se USA chystají na „měkké přistání“. Prudké zpomalení v sektoru nemovitostí a relativní slabost výrobního sektoru by měly vyrovnat solidní poptávka domácností podporovaná silným trhem práce a růstem příjmů a rychle rostoucí sektor služeb. Fed tedy nebude nucen k překotnému snižování sazeb. Přesto předpokládáme jejich mírný pokles. Současná úroveň sazeb je patrně mírně nad horním okrajem neutrální úrovně a je tedy lehce restriktivní. Pokud se naplní naše očekávání a jádrová inflace klesne pod 2%, nebude Fed nucen držet restriktivní sazby a bude moci pomoci ekonomice překonat útlum na trhu nemovitostí uvolněním měnové politiky. Časování snižování sazeb by mělo být primárně ovlivněno vývojem inflace. Pokud bude inflace směřovat zřetelně pod 2%, očekáváme snížení sazeb na 5% už v březnu. Stagnace inflace nebo dokonce její růst by vedl k oddálení poklesu sazeb. Celkově letos čekáme postupný pokles sazeb až na 4,5%. Růst sazeb je nepravděpodobný, nelze ho však plně vyloučit. Mohlo by k němu dojít pokud by nedostatek volných pracovních sil vedl k tlaku na růst mezd. Dluhopisy by v případě naplnění našeho základního scénáře měly reagovat poklesem krátkého konce výnosové křivky a kolísáním dlouhého konce (deset let) v okolí 4,7%. Data naznačující recesi by vedla k poklesu křivky, příznaky kumulace inflačních tlaků (zejména nadměrné zvyšování mezd) by vedly k růstu výnosů.

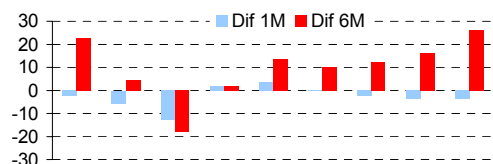
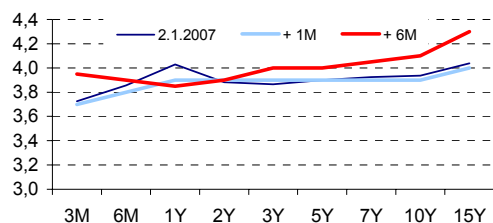
EUROZÓNA

Luboš Mokráš, tel: 224 995 456, lmokras@csas.cz

DLUHOPISTY

Výnosy v Evropě zřetelně rostly

Výnosy se po korekci v prosinci dostaly velmi mírně nad námi očekávanou úroveň. Předpokládáme, že v dohledné budoucnosti budou výnosy mírně kolísat bez určitého trendu. Jako obvykle bude evropský trh hodně pod vlivem vývoje v USA a tedy toho, zda bude nebo nebude trhem očekáváno snížení amerických úrokových sazeb. Pokud by se trh začal bát recese, klesly by výnosy v EMU opět pod úroveň odpovídající stavu evropských ekonomik a výhledu vývoje úrokových sazeb ECB. Evropské sazby by podle našeho názoru měly v březnu vzrůst na 3,75%, což je v současnosti konsensuální názor a je tedy započítán v cenách.



Dlouhodobě očekáváme zastavení růstu sazeb tak, jak Evropa projde vrcholem ekonomického cyklu.

Evropské sazby by podle našeho názoru neměly překročit úroveň 3,75%. ECB bude velmi opatrná, aby nenarušila pozitivní vývoj ekonomik v EMU. Pouze pokud by jí k tomu nutila inflace, bude zvyšovat sazby rychleji. Růst v Evropě může negativně ovlivnit zpomalení v USA, silné euro a rozpočtová restrikce v některých státech EMU (Německo a Itálie). Růst HDP by proto letos měl zpomalit lehce pod 2%. Evropa je stále značně závislá na exportu, spotřeba domácností roste jen pomalu, přestože se zlepšuje situace na trhu práce. Pokud by v USA došlo k poklesu spotřeby domácností, zeslábl by patrně růst v EMU výrazně. ECB je nadále znepokojena silným růstem agregátu peněžní zásoby M3 (aktuálně 9,3%, vysoko nad cílem 4,5%), který podle jejího názoru může mít dlouhodobé proinflační efekty. ECB se dále obává nadměrného zrychlení růstu mezd, který by vedl k inflačním tlakům a který by také zhoršil konkurenceschopnost evropských podniků. Všechny tyto faktory vedou k tomu, že riziko růstu sazeb nad 3,75% je významné, jak ostatně naznačuje i konsensus, podle kterého se sazby vyšplhají až na 4,00%. Současný tvar dluhopisové výnosové křivky, zejména její střed a dlouhý konec, však těmto očekáváním neodpovídají, jsou příliš nízká. Předpokládáme, že v průběhu roku se dostane křivka na realističtější úroveň, tj. že mírně poroste (o 10-20 bps proti aktuálnímu stavu).

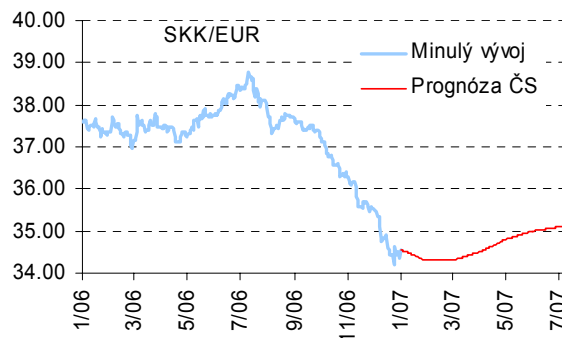
SLOVENSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfehérova@csas.cz

KORUNA

Koruna letos posílí, i když méně než loni

Ekonomické parametry korunu minulý rok podporovaly, míra zhodnocení však byla dle našeho názoru ovlivněná i jednorázovými faktory. Jedním z nich byl konec období nejistoty ohledně míry utahování měnové politiky v USA, z domácích faktorů pomohlo schválení rozpočtu v souladu s maastrichtskými kritérii a vylepšení inflačního výhledu. To investory přesvědčilo o aktuálnosti cíle Slovenska přijmout euro v roce 2009. Letos zůstanou ekonomické fundamenty pořád příznivé. Dle našich kolegů z Blavy celoroční růst HDP dosáhne 8,2%, což rozhodně nelze nazvat zklamáním. Náběh exportu v nových závodech zejména v automobilovém průmyslu povede ke snižování deficitu zahraničního obchodu a nerovnováhy na běžném účtu. Rozpočtový deficit klesne, stejně jako inflace. Spolu s Polskem je dle našeho názoru Slovensko fundamentálně nejsilnější země ve Střední Evropě. V posledním kvartálu 2007 by se koruna mohla dostat na 34,00 SKK/EUR s rizikem ještě silnější úrovně, i když sezónní profil naznačuje, že na jaře (dividendy) a přes prázdniny se můžeme dočkat slabší koruny (atraktivnějších pro nástup do dlouhých pozic). Rizikem směrem k oslabení jsou jakékoliv pochyby o přijetí eura ve stanoveném termínu. Na straně většího posílení je rizikem revalvace parity, která by mohla posílit důvěru investorů ve slovenskou měnu. Jelikož v tom případě by NBS na straně oslabení musela bránit silnější úrovně než teď (2,25% od nové parity), spíše k ní podle našeho názoru dojde až blíž k samotnému datu vstupu do Eurozóny.



Klíčové sazby už neporostou

Úctyhodný výkon koruny smazal naše očekávání, že NBS by mohla jít s klíčovými sazbami ještě nahoru. Pro příští rok očekáváme jejich stabilitu. Je pravda, že posílení koruny v závěru loňského roku by umožnilo začít jejich pozvolné snižování, domníváme se však, že vzhledem k nutnosti do tečky plnit Maastricht bude NBS spíše opatrná. Kdykoliv v průběhu roku by se totiž mohl sentiment obrátit a také externí faktory jako kupříkladu ceny ropy mohou začít působit méně příznivě. To by mělo dopad na inflaci, která musí být kvůli ambici zavést euro letos nízká. Začátek cyklu vidíme spíše koncem tohoto, nebo začátkem příštího roku, když bude inflační kritérium už „pojištěné“ (do úvahy se bere 12M klouzavý průměr).

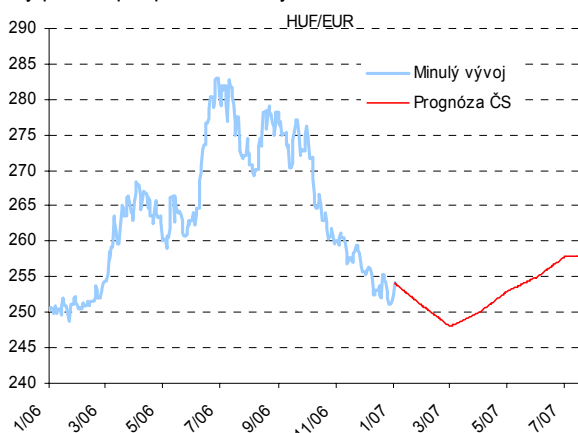
MAĎARSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

FORINT

Pohled investorů na Maďarsko se bude postupně zlepšovat, forint letos jenom s malými zisky...

Na Maďarsko se investoři dlouhou dobu dívali na jako poměrně rizikovou investici, a to kvůli nezodpovědnému přístupu vlády k fiskální politice, který měl za následek zvyšování rozpočtových a vnějších nerovnováh. Zároveň byla patrná neochota politiků přiznat si reálnou situaci a začít hospodářské problémy řešit. I když současný stav je pořád neuspokojivý (v roce 2006 skončil deficit veřejných financí pravděpodobně nad 10%, schodek běžného účtu kolem 7,5%), věříme, že letos budeme svědky postupného vylepšování rozpočtové situace. Staronová vláda premiéra Gyurcsanyho se odhodlala k nejvíce ambiciózním opatřením pro konsolidaci rozpočtu (jak na příjmové, tak na výdajové straně) od slavného Bokrosého plánu v devadesátých letech. Zatím však ne všichni investoři věří ve zlepšování maďarského příběhu, čísla o vývoji rozpočtu přicházející v průběhu roku by je však měla postupně přesvědčit. To dle našeho názoru povede k poklesu rizikové přírážky (viz část o dluhopisech). Díky relativně vysokému deficitu běžného účtu, který není plně financován přímými investicemi (a musí se tedy spoléhat i na příliv portfoliových investic), však vidíme malý prostor pro posílení měny.



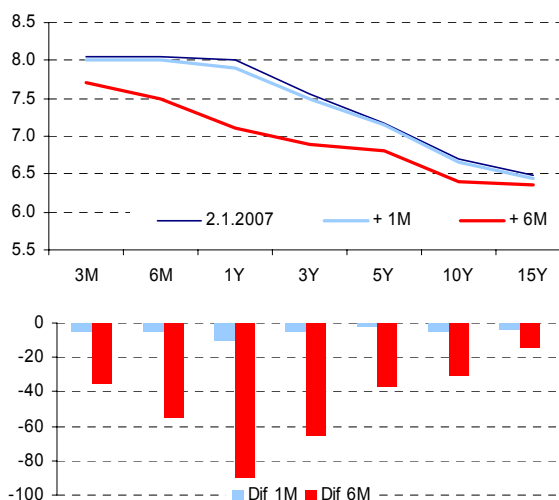
Forint by se měl v prosinci tohoto roku pohybovat kolem úrovně 250 HUF/EUR, což v srovnání s koncem roku 2006 představuje zisky ve výši 0,5%. V průběhu roku se však může podívat i na slabší úrovně, zejména na jaře a v průběhu letních prázdnin. Hlavním rizikem je upuštění od opatření pro konsolidaci veřejných financí, což se nám však letos nezdá pravděpodobné (zhoršení fiskální disciplíny bychom čekali spíše někdy v druhé půlce politického cyklu, tedy koncem roku 2008). Letos by se mělo tempo růstu ekonomiky výrazněji zpomalit ze 3,8% na 2,3% (odhady naší maďarské kolegyně Orsi), a to v důsledku úsporných rozpočtových opatření, které výrazně oslabí domácí spotřebu a zpomalí investice. Zároveň však dočasně vzroste inflace (úprava daní a cen energií). Jedním z rizik pro forint je, kdyby oba ukazatele ve srovnání s očekáváním „uletěli“, tj. nepřijemná kombinace výrazného zpomalení ekonomiky a růstu inflace (stagflace). To by mohlo eventuelně oslabit

odhodlání vlády věnovat se řešení rozpočtových problémů. Z globálních faktorů by mohlo forint na slabší úrovně poslat zejména zvýšení averze k riziku, které by ho pořád postihlo dle mého názoru z regionu nejvíce kvůli stávajícím vnějším nerovnováhám.

DLUHOPISY

...dluhopisy však nabízí zajímavé carry a potenciál pro kapitálový zisk

Maďarské státní dluhopisy mohou být tento rok zajímavé, jelikož nabízí zajímavý úrokový diferenciel a potenciál pro kapitálový zisk při snižujícím se riziku. Klíčové úrokové sazby skončily v roce 2006 na úrovni 8,00%, t.j. 450 bazických bodů nad úrovní Eurozóny. Celková inflace v prvním kvartále poroste až někde k úrovni 8% v březnu-dubnu, kdy by měla dosáhnout svůj vrchol. Hlavním důvodem však budou jednorázové úpravy cen energií a zvýšení DPH, na které by měnová politika reagovat neměla. Pro rozhodnutí o sazbách bude klíčový vývoj mezd a jádrové inflace, které ukáží, jestli se administrativní úpravy přetrafovaly do vyšších inflačních očekávání. Myslíme si, že prudký pokles spotřeby domácností, silnější forint a předešlé hiky budou limitovat sekundární dopady na inflaci a tudíž sazby už nebude zapotřebí zvyšovat. Naopak, v druhé polovině roku, když bude patrný trend disinflace, začne centrální banka s odstraňováním úrokové výhody a sazby se dostanou až na prosincových 7%. Silící očekávání o uvolňování měnové politiky budou tlačit krátký konec křivky směrem dolů. Procesu snižování sazeb budou hrát do karet i změny v bankovní radě (výměna jestřábiho guvernéra a dalších tří jestřábích členů). Také na dlouhém konci očekáváme další pokles výnosů díky snižování rizikové přírážky (10-letý výnos poklesne na 6,10% v srovnání se stávajícími 6,80%). Hlavní krátkodobé rizikové faktory jako kupříkladu zhoršení ratingu agenturou Moody's jsou za námi. Důvěryhodný program na snižování deficitu veřejných financí (Evropská komise zveřejní hodnotící zprávu v dubnu) spolu se snižováním inflace od dubna budou hlavními důvody pro pokles delších výnosů. Nenaplnění zmíněných dvou předpokladů je zároveň hlavním rizikem pro křivku.



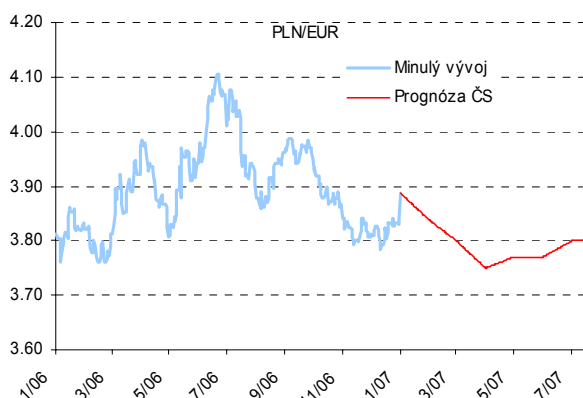
POLSKO

Mária Fehérová, tel: 224 995 232, mfeherova@csas.cz

ZLOTÝ

Ekonomika možná zlotému letos posílít

Zlotý bude mít z fundamentálního hlediska letos prostor dále posílít. Ekonomika mírně zpomalí, ale nadále poroste tempem převyšujícím 5%, inflace bude pořád pod kontrolou, vnější bilance zůstane příznivá (mírný deficit běžného účtu pokrytý přílivem investic). Ekonomiku podpoří i prostředky z EU fondů. Jejich čistý průměrný roční příliv se má v období 2007-2013 v srovnání s rokem 2006 ztrojnásobit (dosáhne v průměru 2,5% HDP ročně). Na konec roku 2007 předpovídáme kurz na úrovni 3,75 PLN/EUR (posílení o 2,1% na meziroční bázi), nelze však vyloučit i dočasné ponoření kurzu pod tuto hladinu. V březnu-dubnu, stejně jako u ostatních regionálních měn, čekáme na základě typického sezónního vývoje posun zlotého na slabší úroveň. Faktorem, který může zvýšit volatilitu zůstává domácí politika. Je však možné, že trhy si už na toto specifikum Polska zvykly a pokud nepůjde o odůvodněné podezření o předčasných volbách, budou roztržky ve vládní koalici ignorovat. Z globálních faktorů by mohl prostor pro posilování zlotého ohrozit zejména výraznější než očekávaný růst sazeb v Eurozóně (nad 4%, což však nepředpokládáme) a recese v Americe (špatné pro celý region).



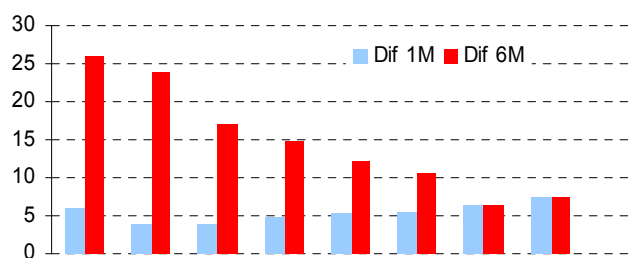
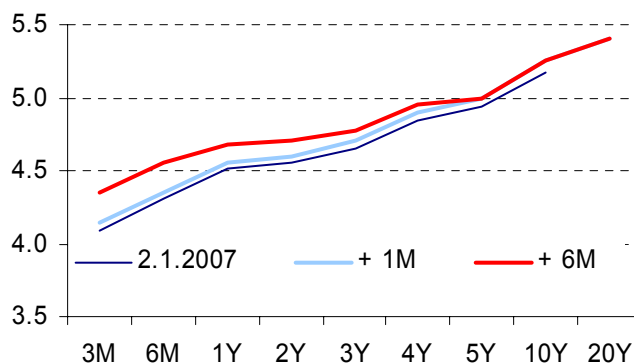
DLUHOPISY

Klíčové sazby pod taktovkou nového guvernéra o 25 bodů nahoru

Růst cen potravin, zrychlení meziročního růstu cen paliv v důsledku bazických efektů a uzavírání produkční mezery vytlačí spotřebitelskou inflaci v prvním kvartálu k inflačnímu cíli a bude motivovat centrální banku, aby v dubnu zvýšila klíčové sazby o 25 bazických bodů. I když trh byl dlouho naladěný na razantnější zvyšování sazeb, v současnosti se už nacházíme mírně nad křivkou. Novým guvernérem centrální banky se pravděpodobně stane Slawomir Skrzypek, který předtím šéfoval státem vlastněné bance PKO BP. Trhy ho kvůli politické blízkosti k bratrům Kaczynským a následným obavám o jeho nezávislost nepřijaly s nadšením. Domníváme se však, že nebude mít zásadný dopad na směřování měnové politiky, jelikož nahradí jenom jedno místo v 10-členné bankovní radě. Je možný mírný posun v načasování zvýšení sazeb, ne však jeho zrušení.

Výnosy na dlouhém konci a středním segmentu půjdou i letos ještě dolů

Jelikož nečekáme rapidní zhoršení fiskální disciplíny nebo inflačního výhledu, které by vychýlili očekávání trhu o tom, že Polsko bude schopné ke konci dekády plnit maastrichtská kritéria (snad s výjimkou dvouletého pobytu zlotého v režimu ERM II), riziková přírážka na polských dluhopisech by se měla ve střednědobém horizontu trendově snižovat. Někdo by mohl argumentovat, že Polsko stále nemá oficiální datum pro přijetí eura, ten však není stanovený ani v Česku, kde jsou spready k dluhopisům v Eurozóně podstatně nižší, navzdory podobnému konvergenčnímu příběhu. V kratším horizontu (první kvartál) budou na dluhopisy působit rozdílné síly. Na jedné straně by měly jasně růst výnosy v Eurozóně. Navíc vzhůru k inflačnímu cíli zamíří i domácí inflace, což bude živit spekulace o začátku a rozsahu cyklu utahování měnové politiky (trhy obvykle přestřelují ve svých očekáváním). Na druhé straně, nálada vůči regionu jako celku by pořád měla zůstat příznivá (viz. předešlý paragraf). Proto čekáme v prvním čtvrtletí na středním a dlouhém segmentu jenom mírný posun křivky směrem nahoru (do 20 bazických bodů). Situace by se měla zlepšit ve druhém kvartálu, po tom, jak inflace dosáhne svého vrcholu a bude zřejmé, že centrální banka nechystá sérii hiků (čekáme jenom jeden 25bp dubnu). Navíc, v druhém kvartálu bude tento rok splatný relativně nejvyšší objem dluhopisů. Toto období může tedy poskytnout dobrou příležitost pro nákup polských dluhopisů. Do konce roku pak čekáme postupný pokles desetiletého výnosu až na úroveň 4,9% (nižší o 30 bazických bodů v srovnání se současností).



MAKROEKONOMICKÉ PROGNÓZY

ČESKÁ REPUBLIKA – ROČNÍ PROGNÓZY

		2004	2005	2006f	2007f	2008f
Reálný HDP	(meziroční růst v %)	4.2	6.1	5.8	4.1	5.1
Spotřeba domácností	(meziroční růst v %)	2.6	2.4	4.1	5.2	3.2
Investice	(meziroční růst v %)	4.8	3.6	6.2	4.6	2.5
Nominální mdy	(meziroční růst v %)	6.7	5.5	7.2	6.7	6.7
Maloobchodní tržby	(meziroční růst v %)	2.4	3.9	6.5	6.3	4.5
Průmyslová výroba	(meziroční růst v %)	9.6	6.6	10.8	7.3	5.2
CPI	(mez. růst v % na konci roku)	2.8	1.9	2.8	3.4	3.2
Nezaměstnanost*	(%)	9.4	8.9	8.1	7.6	7.3
Obchodní bilance	(% z HDP)	-0.9	1.4	1.2	1.0	1.0
Přímé zahraniční investice	(mld. USD)	3.9	10.1	4.5	13.5	13.1
Běžný účet	(% z HDP)	-5.9	-2.0	-4.6	-4.2	-3.8
Státní rozpočet	(% z HDP)	-3.4	-1.9	-3.1	-5.0	-3.5
Veřejné rozpočty	(% z HDP)	-3.9	-2.2	-3.4	-5.3	-3.8
Repo sazba	(konec roku)	2.50	2.00	2.50	3.25	3.50
Krátkodobé úrokové sazby	(3M, průměr)	2.4	2.0	2.3	3.0	3.4
Dlouhodobé úrokové sazby	(10 let, průměr)	4.9	3.6	3.8	4.3	3.9
CZK / USD	(průměr)	25.7	24.0	22.6	20.2	21.1
CZK / USD	(konec roku)	23.4	24.5	20.9	19.8	21.5
CZK / EUR	(průměr)	31.9	29.8	28.4	27.6	26.7
CZK / EUR	(konec roku)	31.0	29.0	27.5	27.3	26.5

USA, EUROZÓNA A STŘEDNÍ EVROPA – ROČNÍ PROGNÓZY

HDP (%)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	3.2	3.3	2.3	2.9
Eurozóna	1.4	2.6	2.0	2.2
Slovensko	6.0	7.9	8.2	6.5
Maďarsko	4.2	3.8	2.3	3.2
Polsko	3.5	5.5	5.3	5.7
Běžný účet (% HDP)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	-6.3	-6.6	-6.4	-6.2
Eurozóna	-0.2	-0.3	-0.2	0.0
Slovensko	-8.6	7.5	-2.6	-0.6
Maďarsko	-7.3	-7.5	-6.1	-5.7
Polsko	-1.4	-2.0	-2.8	-3.0

Zdroj: Česká spořitelna, Erste Bank, Slovenská sporiteľňa

CPI (% , konec roku)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	3.4	3.6	2.6	2.5
Eurozóna*	2.2	2.2	2.1	2.2
Slovensko	3.7	4.0	2.1	2.4
Maďarsko	3.3	6.6	4.7	3.5
Polsko	0.7	1.8	2.3	2.3
Rozpočet (% HDP)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	-2.6	-2.0	-2.5	-2.3
Eurozóna	-2.4	-2.0	-1.5	-2.3
Slovensko	-2.9	-2.4	-1.7	-1.7
Maďarsko	-7.8	-10.1	-6.5	-5.0
Polsko	-2.4	-2.2	-1.9	-1.7

*HICP inflace, roční průměr

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Klíčová sazba (%)	Nejblíží zasedání	Prognóza ČS/Erste (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední pohyb (bp)	Nejblíží očekávaná změna sazeb (bp)
Česká republika	2.50	25.1.2007	0	0.00	+25 / IX-06	+25 / 1Q-07
USA	5.25	31.1.2007	0	0.00	+25 / VI-06	-25 / III-07
Eurozóna	3.50	11.1.2007	0	0.00	+25 / X-06	+25 / III-07
Slovensko	4.75	20.1.2007	0	-	+25 / IX-06	+25 / 2Q-07
Maďarsko	8.00	22.1.2007	0	-	+25 / X-06	-50 / 3Q-07
Polsko	4.00	31.1.2007	0	-	-25 / II-06	+25 / 2Q-07

PROGNÓZA MAKROEKONOMICKÝCH DAT A KALENDÁŘ – PROSINEC 2006

	období	datum	čas zveřejnění	Prognóza ČS/ERStE*	minulá hodnota
Česká republika					
Nezaměstnanost	12/2006	9.1.	9:00	7.5%	7.3%
CPI (meziročně)	12/2006	9.1.	9:00	1.6%	1.5%
Průmyslová výroba (meziročně)	11/2006	15.1.	9:00	9.0%	12.8%
Běžný účet	11/2006	16.1.	10:00	-10,5 mld. CZK	-26,22 mld. CZK
PPI (meziročně)	12/2006	15.1.	9:00	2.4%	2.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2006	19.1.	9:00	7.0%	8.6%
USA					
Obchodní bilance	11/2006	10.1.	14:30	-59,5 mld. USD	- 58,9 mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	12/2006	12.1.	14:30	0.7%	1.0%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	12/2006	17.1.	15:15	0.2%	0.2%
Využití průmyslových kapacit	12/2006	17.1.	15:15	81.9%	81.8%
PPI (meziměsíčně)	12/2006	17.1.	14:30	0.5%	2.0%
CPI (meziměsíčně)	12/2006	18.1.	14:30	0.4%	0.0%
Předstihové indikátory	12/2006	18.1.	16:00		0.1%
Philadelphia Fed	01/2007	18.1.	18.00		-4.3
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	01/2007	26.1.	14:30		1.9%
Prodeje nových domů	12/2006	26.1.	16:00		1047 tis.
Prodeje existujících domů	12/2006	25.1.	16:00		6,28 mil.
Osobní příjmy	12/2006	1.2.	14:30		0.3%
Osobní výdaje	12/2006	1.2.	14:30		0.5%
FOMC	01/2007	31.1.	20:15	5.3%	5.3%
Spotřebitelská důvěra	01/2007	30.1.	16:00		109
EU					
CPI (meziročně)	12/2006	17.1.	11:00		
HDP (meziročně)	3Q	11.1.	11:00	2.7%	2.7%
ZEW	01/2007	16.1.	11:00		-0,3
GE: IFO	01/2007	25.1.	10:00		
EMU: M3 (meziročně)	12/2006	26.1.	10:00		9.30%
Slovensko					
CPI (meziročně)	12/2006	12.1.	9:00	4.3%	4.3%
Jádrová inflace (meziročně)	12/2006	12.1.	9:00	2.8%	2.9%
Obchodní bilance	11/2006	11.1.	9:00	-3,7 mld. SKK	-5,0 mld. SKK
PPI (meziročně)	12/2006	26.1.	9:00	6.4%	5.6%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	12/2006	16.1.	9:00	6.6%	6.4%
PPI (meziročně)	11/2006	4.1.	9:00	4.8%	7.0%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	11/2006	24.1.	9:00	4.1%	2.3%
Polsko					
CPI (meziročně)	12/2006	15.1.	14:00		1.4%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2006	19.1.	14:00		11.7%
PPI (meziročně)	12/2006	19.1.	14:00		2.6%

(*) pozn.: Kromě USA a EU, u těchto zemí se jedná o konsensus trhu.

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. 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.

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

ČEZ			Zentiva		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
22.11.06	989	držet	7.11.06	1 460	akumulovat
18.10.06	989	koupit	10.8.06	1 390	akumulovat
1.8.06	962	koupit	12.5.06	1 410	akumulovat
29.5.06	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
CME					
Datum	Cílová cena (USD)	Doporučení			
3.2.06	68	koupit			
10.10.05	59	koupit			

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.

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 uzavřeno jinou smlouvu o poskytování investičních služeb
(7) ČS a/nebo propojená osoba má s emitentem uzavřeno dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení.

Emitent	Sřet 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
Teléfonoica 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%

KONTAKTY[HTTP://WWW.CSAS.CZ/ANALZY](http://www.csas.cz/analzy)

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	lmokras@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	rkramule@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 Křivonozka	+420/224 995 565	pkřivonozka@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Daniel Drahošský	+420/224 995 178	ddrahošsky@csas.cz
Odbor Proprietary trading	Dušan Vaškovic	+420/224 995 417	dvaskovic@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	jandankova@csas.cz
Odbor Obchodování a distribuce aktiv – ředitel odboru	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	Guenther 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 bankovnictví	Guenther Hohberger	+43 501 00 173 54	guenther.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	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