

Měsíční strategie

Dluhopisy a měny

Doporučení:

- Korunu nad 28 využijte na nástup/kumulaci long CZK.
- Doporučujeme otevřít/kumulovat long 10Y CZGB a short USD

Očekáváme

- CZ: nová makro prognóza – letos dva hiky na 3,0%. V horizontu měsíce/dvou očekáváme posílení kurzu na 27,7, na konci roku pak 27,2.
- USD: krátkodobě čekáme stabilitu, střednědobě poměrně výrazné oslabení dolaru. Klíčem bude především politika Fedu.
- Dluhopisy na hlavních trzích: únor by měl být celkem nudný, čekáme lehkou korekci lednového růstu výnosů. Střednědobě také bez větších změn při realizaci scénáře „měkké přistání“ v USA.
- Region: CEE měny zůstanou nadále silně korelované. Čekáme zastavení tlaku na oslabování regionálních měn a postupný návrat na silnější úroveň. U dluhopisů bude převládat vliv dění na hlavních trzích, čekáme spíše stabilitu výnosů.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

David Navrátil, tel: 224 995 439, dnavratil@csas.cz

PŘEHLED OTEVŘENÝCH DOPORUČENÍ

#	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v p.a. (%)
24	short CZ GB10Y,	09.01.07	01.07.06	CZGB 3,8 04/15	100,13	99,94	0,19	1,8	26,8	97,38	3,51
	long GE GB10Y			DBR 3,75 01/17, EUR/CZK	98,04	97,75	1,61			96,88	
25	short USDEUR	09.01.07	31.9.07	USD 9M libor	1,3000	1,2924	-0,5885	-0,51	-8,6	1,4000	8,93
				EUR 9M libor							
26	long HU GB3Y,	09.01.07	09.01.08	HGB 6,25 04/09	96,86	96,77	-0,09	1,3	19,5	99,36	6,31
	fin. PRIBOR 12M			HUF/CZK	10,90	11,05	1,43			10,92	
27	buy SK FRA 6x9 3M BRIBOR	09.01.07	09.07.07	FRA 6x9	4,08	4,28	20 bp	20 bp	-	30bps	-

KOMENTÁŘ K OTEVŘENÝM DOPORUČENÍM

#24 – akumulovat: zisk nám přineslo především oslabení CZK. Spread 10Y CZGB/EUGB se i nadále pohybuje kolem -25bps, takže stále doporučujeme otevřít/akumulovat short CZGB. Pokud chcete vybrat kurzový zisk, ale stále hrát short CZGB, přichází v úvahu long HUGB (ale připravte se na vyšší volatilitu).

#25 – akumulovat: pozice se dostala do mínusu po sérii překvapivě dobrých dat. Nicméně pozitivní překvapení ztratila momentum a doporučujeme proto akumulovat short USD.

#26 – krátkodobě negativní, postupná akumulace: k zisku 1,3% na long HUGB nám pomohl FX. V posledních dnech se objevily jestřábí hlasy ze strany centrální banky, proto pozice může krátkodobě ztrácet. Nicméně náš střednědobý názor se nemění: bullish na HUGB

#27 – držet: prodej SK fráček v zisku s tím, jak oslabila SKK a CB přestala zamítat repo tendry (=de facto snížení sazeb), což jsme hodnotili jako krátkodobý krok bez budoucího de jure snížení sazeb.

PŘEHLED UZAVŘENÝCH DOPORUČENÍ

#	doporučení	otevření pozice	uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	uzavírací hodnota	flat P/L jednotlivě (%)	flat P/L celkem vč. financ (%)	P/L v p.a. vč. financ (%)
1	long PLN GB10Y, fin Euribor 6M	07.01.05	target 19.01.06	10Y PLN GB PLN/EUR	102,26 4,10	109,52 3,85	7,10 6,61	18,4	17,5
2	long skk, short usd	07.01.05	target 11.03.05	6M MM SKK/USD	3,18 29,32	- 27,92	0,55 5,00	5,09	33,55
3	prodat 3M fwd HUF/EUR	21.01.05	stop-loss 17.2.2005	spot HUF/EUR forward	246,94 251,15	243,18 -	243,18	-3,17	-34,95
4	Long PLN GB5Y fin Pribor 3M	11.02.05	stop-time 11.5.2005	5Y PLN GB PLN/CZK	99,30 7,45	101,25 7,25	2,86 -2,66	0,14	0,71
5	short czk/skk Bribid/Pribor	18.03.05	stop-time 20.6.2005	3M MM CZK/SKK	1,99 1,285	- 1,280	0,52 0,37	0,35	1,34
6	long eur/usd Euribor/Libor	01.04.05	stop-loss 30.5.2005	3M MM EUR/USD	2,14 1,289	- 1,247	0,35 -3,24	-3,38	-19,09
7	short eur/ron Bubor/Euribor	11.04.05	stop-time 11.10.2005	6M MM EUR/RON	6,75 36 300	- 35 890	3,38 1,14	3,42	6,83
8	long SK GB10Y, fin Euribor 6M	22.04.05	stop-time 21.10.2005	10Y SKGB SKK/EUR	108,65 39,55	111,51 38,95	2,64 1,56	5,43	10,77
9	long HUF 3M depo, fin Pribor	02.05.05	stop-time 2.8.2005	3M HUF depo CZK/HUF	7,40 8,30	- 8,16	1,84 1,72	3,10	12,49
10	short 10Y USGB Long 6M Libid	02.06.05	target 26.10.2005	10Y USGB 4,125 6M Libid	101,80 3,50	96,70 -	5,27	5,17	13,16
11	long HUGB 5Y fin Euribor 6M	01.07.05	stop-loss 22.9.2005	5Y HUGB 6,75 HUF/EUR	101,50 247,00	103,52 248,46	1,99 -0,59	2,41	10,72
12	short CZ 4,6/18 fin Pribor 3M	15.07.05	stop time 02.02.06	13Y CZGB 4,60 3M PRIBID	110,55	108,50 -	1,89	1,2	1,6
13	long USD/CZK fin Pribor 3M	16.08.05	target 23.9.2005	3M MM USD/CZK	3,67 23,7	- 24,4	0,38 2,85	3,05	32,42
14	3M Strangle eurpln opce	21.10.05	stop time 21.01.06	C eurpln opce (3,97) P eurpln opce (3,85)	3,90	- -	- -	-2,69	-10,8
15	long SKK/CZK fin Pribor 6M	09.11.05	rev target 19.01.06	6M MM SKK/CZK	3,00 1,331	- 1,308	1,06 1,74	1,9	9,9
16	3M Put eurhuf opce	07.12.05	stop time 07.03.06	P eurhuf opce (252)	254,2	-	-	-0,58	-2,3
17	long CZK/USD fin Pribor 12M	19.01.06	profit taking 25.1.2006	12M MM CZK/USD	2,25 23,80	- 23,07	-0,04 3,16	3,1	548
18	long eur/usd fin euribor 6M	08.02.06	stop-loss 30.3.2006	20Y GDBR 6M MM	139,80 2,70	135,45	-3,11	-3,04	-19,81
19	short EUR/RON Bubor/Euribor	02.03.06	stop-loss 23.06.06	12M MM EUR/RON	6,50 3,48	- 3,64	2,00 -4,16	-3,00	-8,85
20	short CZK/SKK Bubor/Pribor	23.03.06	stop-loss 13.07.06	12M MM CZK/SKK	3,93 1,31	- 1,35	3,47 -3,48	-2,08	-2,33
21	long USD 10Y T 6M libor	07.06.06	profit taking 5.9.2006	T 5,125 05/15/16 6M USD libor	100,9 5,37	- 102,7	1,26 1,81	1,75	7,20
22	short EUR/SKK Euribor/Bribid	07.06.06	profit taking 10.10.2006	6M MM EUR/SKK	4,0 37,76	- 37,0	1,38 1,96	2,26	6,63
23	sell FRA 9x12 3M PRIBOR	28.07.06	FRA 9x12	3,20	3,20	3,12	8 bp	8 bp	-

PROGNÓZA VÝVOJE TRHŮ

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

Instrument	Výchozí úroveň (31.1.2007)	Prognóza 1 měsíc	Prognóza 6 měsíců	
ČESKÁ REPUBLIKA				
CZK/EUR	28.1	↑ 27.8	↗ 27.7	V lednu jsme zaktualizovali makro prognózu. Nadále očekáváme zpomalení ekonomiky. Snížili prognózu jsme inflace na 2,5%, nicméně v horizontu měnové politiky čekáme inflaci nad cílem. Přiklonili jsme se proto jen k dvojímu zvýšení sazeb v letošním roce, v červenci a říjnu, na cílových 3%. Zároveň neměníme odhad kurzu na konci roku (27,2), nicméně očekáváme vyšší volatilitu v 1H07. Krátkodobě, čekáme konec korekce a posílení k 27,7.
3M Pribor	2.57	→ 2.55	→ 2.65	
2Y	3.19	↘ 3.15	→ 3.30	
10Y	3.84	↘ 3.80	↑ 4.15	
USA				
USD/EUR	1.30	↘ 1.32	↓ 1.37	V únoru čekáme klidné obchodování s mírou korekcí lednového růstu výnosů. Trh bude citlivý na slabší růstové ukazatele, které by zpochybnily současné optimistické naladění a z druhé strany na vyšší inflaci, která by vyvolala spekulace o zvyšování sazeb Fedu. Pokles sazeb by podle nás měl přijít v červnu a měl by následovat stabilizaci inflace. Oslabování dolaru ztratilo v současnosti momentum, pokračování výrazného poklesu proto očekáváme až v několika měsíčním horizontu.
3M Libor	5.36	↓ 5.30	↓ 4.80	
2Y	4.92	↘ 4.80	→ 5.00	
10Y	4.81	↘ 4.70	↗ 5.00	
Eurozóna				
3M Euribor	3.78	→ 3.80	↑ 3.95	Předpokládáme poměrně klidný vývoj bez prudkých výkyvů a výrazných trendů. Krátkodobě by mělo dojít k mírné korekci poměrně znatelného růstu výnosů, střednědobě k jejich mírnému růstu. Důležitými faktory budou politika ECB a vývoj v USA. Rizika vnímáme ve směru příliš jesterství ECB, tedy ve směru inverzní křivky.
2Y	3.97	↘ 3.90	→ 3.90	
10Y	4.10	↘ 3.90	→ 4.10	
SLOVENSKO				
SKK/EUR	35.01	↑ 34.30	→ 35.20	Na Slovensku by centrální banka mohla dále pokračovat v taktice zamítání repotendrů, pokud se koruna bude pohybovat v jejím citlivém pásmu. Na sazby se zatím sahat nebude, riziko neplnění Maastrichtu v otázce inflace je příliš vysoké. To by korunu mělo držet alespoň v krátkém čase na uzdě.
3M Bribor	4.47	↗ 4.60	↗ 4.65	
MAĎARSKO				
HUF/EUR	255.2	↗ 253.0	→ 258.0	V Maďarsku forint pod vlivem chování na eurodolarovém trhu. V Bankovní radě se slétli opět jesterstvá, tři z členů včetně guvernéra chtějí ještě hikovat alespoň jednou v tomto roce. Odpůrci jsou zatím v přesile, nicméně zlé data za inflaci nebo růst cen ropy by mohl kormidlo obrátit. Proti tomu mluví silný forint a utlumení domácí poptávky po fiskálním balíčku vlády. Zatím hájíme názor, že se půjde spíše se sazbami dolů na 7 % ke konci roku.
3M Bubor	8.20	→ 8.20	↘ 7.70	
3Y	7.96	→ 8.00	↓ 6.90	
10Y	7.05	→ 7.10	↓ 6.40	
POLSKO				
PLN/EUR	3.90	↑ 3.84	↗ 3.80	Střednědobá perspektiva je dobrá jak pro zlotý tak pro polské dluhopisy. Ekonomika roste solidním tempem, inflace je stále nízká a centrální banka se chová rozumně. Poměrně klidná je i politická scéna. Volatilitu tak na polské finanční trhy přináší především spekulanti z hedge fondů. Pokud odhlédneme od šumu způsobeného spekulanty měl by zlotý jak v krátkodobém tak ve střednědobém horizontu mírně posílit. Výnosy by krátkodobě měly být stabilní, střednědobě mírně posílit. Rizikem je především inflace a rozpočet.
3M Wibor	4.11	↗ 4.15	↑ 4.35	
2Y	4.46	↗ 4.50	↑ 4.60	
10Y	5.18	→ 5.15	↘ 5.10	

Poznámka: Směry ukazují rozsah změny daného indikátoru vzhledem k minulé 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 volatility (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

Nová makro prognóza

Další čtvrtletí za námi, a tak jsem spustil stroj na prognózování. Jaké jsou hlavní změny, a jak si stojíme ve srovnání s prognózami MF a ČNB? Oproti říjnu jsem nezměnil svůj názor ohledně vývoje ekonomiky v letošním roce: zpomalení na 4-4,5% díky zpomalení v EU a postupnému vypadnutí TPCA efektu z meziročních čísel.

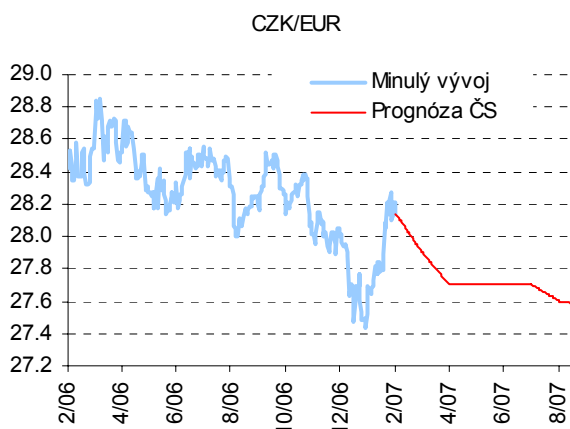
Ačkoliv MF i ČNB snížily svou prognózu, jsou podle mého názoru i nadále příliš optimističtí: MF čeká 5% a ČNB 5,3%. Z hlediska struktury očekávám nejvyšší růst spotřeby (5,5% = pokles nezaměstnanosti + růst mezd + vyšší sociální dávky + růst spotřebních úvěrů). Naopak očekávám nižší růst investic (pomalý náběh EU fondů). Dále čekám záporný příspěvek čistý vývozu (vývozy minus dovozy), zatímco MF a ČNB čekají kladný (odhaduji vyšší růst dovozů).

Nejvíce jsem změnil názor na letošní inflaci (prognózu pro 08 neměním): prognózu jsem snížil o 1pb na 2,5%. Důvodem byl propad inflace v posledním čtvrtletí 06 díky cenám benzínu a především díky cenám potravin. Neměním však trend inflace. Ten bude i nadále rostoucí. Měním jen úroveň směrem dolů pro první tři čtvrtletí. V závěru roku se inflace dostane na 3-3,5%, takže nad cíl ČNB. S MF a ČNB se příliš nelišíme: (ČS 2,5%, MF 2,4% a ČNB 2,2%). Strukturou ČNB letos očekává nižší ceny potravin, ale zase slabší korunu než my, tudíž vyšší dovozní ceny. Inflaci v 1H08 (horizont, na který se ČNB dívá při rozhodování o sazbách) očekáváme s MF i s ČNB nad cílem.

Čtvrtletník s naší prognózou můžete najít na našich stránkách: http://www.sporka.cz/banka/content/inet/internet/cs/Ctvrtletnik_k_2007_02_01.pdf.

Výhled na korunu neměním

Fundamentální analýza ukazuje, že koruna bude letos posilovat, avšak pomaleji než v předchozích dvou letech díky méně příznivému vývoji platební bilance. Fundamentální úroveň EUR/CZK je nyní blízko 27,7. Na konci tohoto roku očekáváme 27,2 EUR/CZK.



Podle sezónní analýzy očekávám konec korekce: „letošní“ rally začalo už v prosinci, „břežnová“ korekce je tak podle mého názoru u konce. Koruna se proto začne postupně přesouvat k 27,7.

Relativně novým hráčem tohoto roku bude vyšší volatilita. Panuje totiž větší nejistota ohledně vývoje ekonomiky USA a následně i světové ekonomiky. To bude způsobovat vyšší volatilitu měn na rozvíjejících se trzích, tedy i CZK. Vyšší volatilitu očekáváme v první polovině roku. Ve druhé polovině roku se ke slovu více přihlásí fundamenty. S MF jsme velmi blízko v předpokladu vývoje CZK (průměr, ČS 27,6, MF 27,7). ČNB neříká přesné číslo, ale ČNB předpokládá stabilní kurz na současných úrovních, což čtu jako stabilitu na 28.

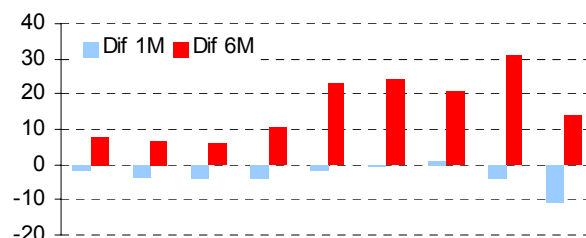
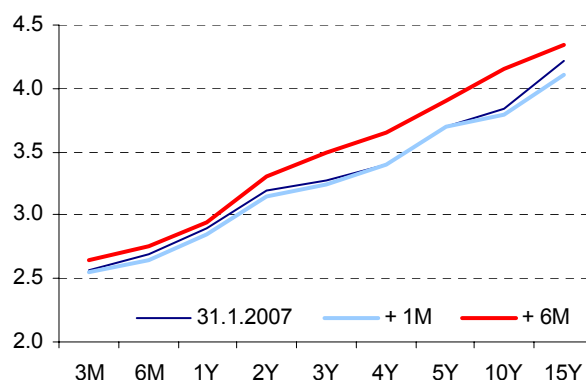
Doporučujeme proto využít kurz nad 28 k nástupu do short EUR/CZK pozic, případně k zajištění (vývozci).

Letos dva hiky, ale později

V říjnu jsme čekali sazby na konci 07 na 3-3,25%. V průběhu čtvrtého čtvrtletí ovšem rizika posouvaly pravděpodobnost ke 3%. V nové prognóze jsme se definitivně přiklonily ke 3%. Zároveň jsme ve světle pomalejšího růstu inflace a rétoriky ČNB posunuly hiky do července a října.

MF vychází z očekávání trhu. ČNB pouze slovně řekla, že „s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve zhruba stabilita, a poté postupný růst nominálních úrokových sazeb na horizontu prognózy.“ Tůma na tiskovce po zasedání BR vysvětlil, že „nejprve zhruba stabilita“ = stabilita v nejbližších měsících. Mě to hodně připomíná loňský duben, kdy jsme mohli slyšet „s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve stabilita a následně postupný růst úrokových sazeb.“, „v nejbližších měsících“ stabilita. A sazby vzrostly v červenci a září. Z mého pohledu je to nepatrně jestřábí a nevidím proto významné rizika pro svou prognózu sazeb: 3% na konci roku.

Výnosy bude vedle růstu výnosů v EU12 zvyšovat i vyšší růst nabídky dluhopisů než poptávky. Čekám proto utahování spreadu CZGB/EUGB na dlouhém konci (viz http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Mesicni_dluhopisy_meny_2006_09_05.pdf). Držíme doporučení short 10Y CZGB.



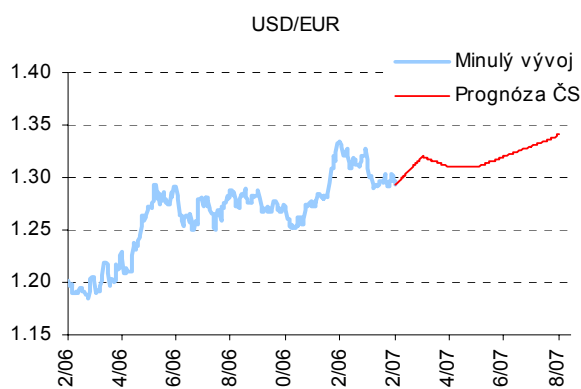
USA

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

EUR/USD

Dolar by měl v únoru velmi mírně oslabit

Leden přinesl díky řadě pozitivních dat o americké ekonomice poněkud silnější kurz dolaru než jsme očekávali. V únoru neočekáváme žádné výraznější změny, kurz by měl posunovat k 1,315. Optimismus ohledně letošního vývoje v USA už zdá se kulminoval a neměl by tedy pomáhat dolaru k dalšímu posílení. Na druhou stranu jsou vyhlídky USA natolik dobré, že by v blízké budoucnosti nemělo docházet ani k výraznějšímu oslabení. Očekávání růstu sazeb na březnovém zasedání bankovní rady ECB by mohlo ke konci měsíce poněkud pomoci euru.



V šestiměsíčním horizontu by podle nás měl dolar oslabit nad 1,35

Než se však obnoví zřetelný trend k oslabování dolaru bude to patrně několik měsíců trvat. Na současné úrovni nejsou v současnosti silné důvody pro pohyb kurzu ani jedním směrem. Podle tržního konsensu „měkké přistání“ (stabilní sazby v USA, mírný růst sazeb v EMU, solidní růst ekonomiky, jak v USA, tak v EU) by mělo dojít k jen mírnému zúžení úrokového diferenciálu, kterému v podstatě odpovídá posun kurzu, ke kterému už došlo. Aby dolar dostal impuls k dalšímu oslabení, musel by trh začít věřit na výraznější zúžení úrokového diferenciálu, tedy buď v pokles sazeb v USA nebo jejich silnější růst v EMU a stabilitu v USA. Naším scénářem je mírné zpomalení v USA a stabilní inflace, a tedy rychlejší pokles sazeb, než je konsensus a oslabení dolaru na 1,35-1,40. Vzhledem k zatím stále velmi dobré výkonnosti ekonomiky jsme však první snížení sazeb posunuli z března na červnové zasedání FOMC. Změněnému časování snížení sazeb jsme také přizpůsobili odhad vývoje výnosové křivky.

Nicméně konsensus trhu není příliš pevný, a lze identifikovat dva silné alternativní scénáře dalšího vývoje US. V čtvrtletníku (odkaz na minulé stránce) podrobně popisujeme jednotlivé alternativy s dopady na rozvíjející se trhy.

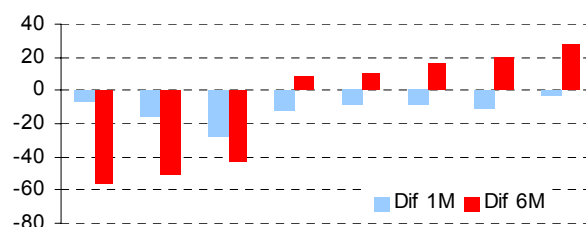
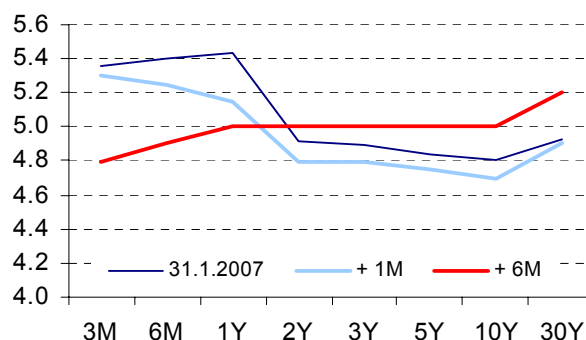
První alternativou je rychlý růst americké ekonomiky vedoucí k dalšímu zvýšení sazeb. Kombinace udržení až rozšíření úrokového diferenciálu a vyššího očekávaného výnosu amerických aktiv by měla posunout dolar zpět hluboko pod 1,300. Regionální měny by v tomto případě byly nejdříve pod prodejním tlakem (relativně nižší úrokový výnos), ale následně by začaly posilovat díky pozitivnímu dopadu na

obchodní bilanci. Této alternativě dáváme 30% pravděpodobnost. Druhou alternativou je podstatné zpomalení USA. To by vedlo nejdříve k oslabení USD nad 1,35. Nicméně přelití zpomalení ekonomiky USA do ostatních zemí a růst averze vůči riziku by bylo pro USD jako bezpečný přístav pozitivní (posílení na cca 1,25). Rozvíjející se trhy by tak byly pod tvrdým prodejním tlakem. 10% pravděpodobnost.

DLUHOPISY

V únoru předpokládáme korekci, tedy pokles výnosů

Korekce po růstu výnosů vyvolaném pozitivními údaji ukazujícími dobrou výkonnost ekonomiky už začala na konci ledna. Nepředpokládáme, že pokles výnosů bude hluboký. Trh by se měl na mírně nižších úrovních stabilizovat a čekat na další data, která by případně upravila jeho očekávání. Korekci by měly pomoci údaje o inflaci, které by v sobě měly odrážet pozitivní vliv lednového poklesu cen ropy. Dalším faktorem, který by mohl podpořit korekci je trvalá slabost výrobního sektoru. Naopak spotřebitelé patrně nadále zůstanou při chuti a lednové počasí asi dále podpořilo stavebnictví a trh s nemovitostmi.



V šestiměsíčním horizontu čekáme mírný růst výnosů

Výnosy budou samozřejmě kolísat podle krátkodobých výkyvů nálady indukovaných zveřejňovanými údaji, s tím, jak trh bude měnit pravděpodobnost alternativ vývoje. Ke konci pololetí by měly výnosy poněkud poklesnout. Pozorně budou sledována vystoupení činitelů Fedu a jejich hodnocení vývoje ekonomiky a jeho možných dopadů na měnovou politiku. Důležitý bude také postoj mezinárodních investorů a s ním související toky investic. Nahoru by měly výnosy tlačit obavy z inflace (tedy i rychlý růst ekonomiky), dolů obavy z výraznějšího zpomalení. Vývoj na trhu by tedy podle nás měl být poměrně „nudný“. Na to, aby došlo k výraznému posunu, by se musel trh buď začít bát dramatického zpomalení ekonomiky a následné rychlé série snížení sazeb Fedu nebo naopak prudkého růstu cen a sazeb. Obě tyto alternativy jsou nepravděpodobné. Specifickým rizikem je možný výskyt vážné geopolitické krize (Írán, Venezuela,..), který by vyvolal prudký odliv prostředků do státních dluhopisů a tedy rychlý pokles výnosů.

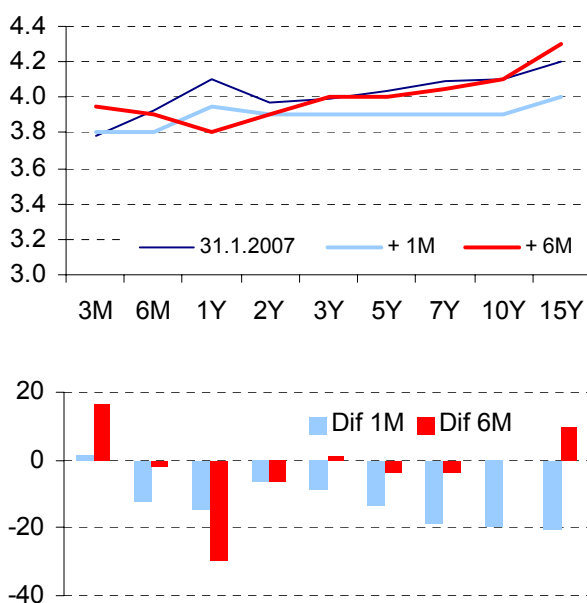
EUROZÓNA

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

DLUHOPISY

Výnosy v Evropě se budou stabilizovat

V měsíčním horizontu je nepravděpodobná ztelnější změna vyhlídek evropských ekonomik, výnosy dluhopisů by se tedy neměly nijak výrazněji měnit. Z technicko-psychologického hlediska by mělo dojít k zastavení růstu výnosů (protože stále více postrádá dobré důvody) a přechodu do mírné korekce až konsolidace. Evropa by měla především sledovat vývoj v USA. Na začátku měsíce může ovlivnit náladu zasedání ECB, ale nečekáme překvapení a vliv by proto měl být jen omezený. Pokud nedojde k nějaké dramatické geopolitické události měl by být únor na dluhopisových trzích klidný.



Nadále předpokládáme stabilizaci výnosové křivky ve střednědobém horizontu

Vyhlídky evropských ekonomik jsou ještě stabilnější než v USA. Evropa nemá problém ani s trhem s nemovitostmi a její výrobní sektor pokračuje v expanzi. Nejdůležitějším faktorem, který může pomoci nebo poškodit růst v Evropě je zahraniční poptávka. Podle prozatímního vývoje nehrozí riziko ani z této strany. Se zpomalením růstu hospodářství způsobeným zvýšením DPH v Německu a přitvrzením rozpočtové politiky v Itálii se počítalo. Evropa by tedy letos měla růst zhruba o 2% a také inflace by se měla pohybovat kolem 2%. Jediným problémem pro ECB je v současnosti příliš rychlý růst peněžní zásoby. Trh počítá s růstem sazeb k 4% (my k 3,75%) a tomu je v zásadě přizpůsobeno i nastavení výnosové křivky. Proto by ani v šestiměsíčním horizontu nemělo dojít k nějakému výraznějšímu posunu, spíše se dá očekávat mírné kolísání kolem současných hodnot, které by mělo být inspirováno především vývojem v USA. Rizikem je příliš přísná měnová politika ECB, která by mohla vyvolat obavy ze zpomalení ekonomiky a tedy přechod výnosové křivky do inverze.

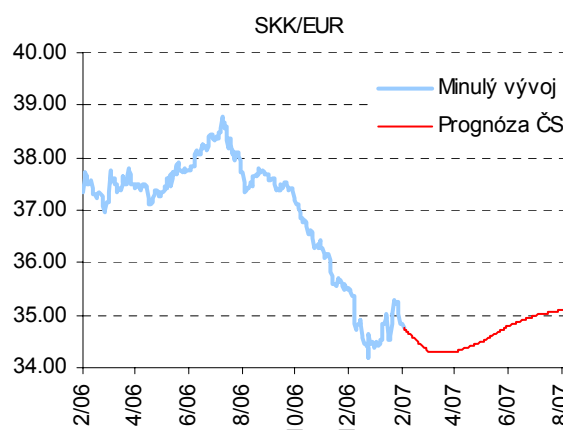
SLOVENSKO

Martin Lobotka, tel: 224 995 192, mlobotka@csas.cz

KORUNA

Tlak na posilování slovenské koruny polevil

Poté, co v prosinci koruna završila vítězná tažení a poté, co ji v rozletu nezastavila ani prosincová intervence NBS, přistoupila banka k taktice zamítání nabídky v repo tendrech. V lednu tak částečně zamítla objem v 4 repotendrech, čím snížila mezibankovní sazby, zčásti utlumila posilování koruny a rozptýlila obavy z poněkud překerní situace, v níž se banka nachází. Kvůli závazku dostát Maastrichtským kritériím je totiž pod tlakem, jak z důvodu udržování směnného kurzu, tak krocení inflace, což jsou ale v situaci, kdy slovenská koruna rapidně posiluje i kvůli jiným než fundamentálním důvodům, cíle vzájemně nepřilíš konzistentní. Taktika odmítání repotendrů je poměrně nestandardní a v souladu s očekáváními našich slovenských kolegů ji centrální banka nevyužívala nijak dlouho. V posledním tendru na konci ledna plně obnovila akceptaci, což indikuje, že po částečném oslabení k úrovni 35,2-35,3 SKK/EUR neshledává centrální banka současnou úroveň koruny za tak problematickou. S očekávaným posílením SKK po lednové korekci, jsou rizika vychýleny k dalšímu odmítnutí repa.



Sazby začnou klesat, ale až ke konci roku

Co se týče sazeb, na konci ledna zasedala Bankovní rada a byla zveřejněna inflační prognóza na rok 2007 s výhledem k roku 2008. Základní sazby se, podle očekávání, neměnily. Očekávaný růst HDP revidovala NBS podstatně směrem nahoru na 8,6% (z předchozích 7,2%) pro letošní rok a na 6,2% (z 5,7%) pro rok 2008. Tato revize souvisí se solidním růstem Eurozóny, vysokým přílivem přímých zahraničních investic a s předpokladem, že nově přichází automobilky budou schopny dosáhnout své produkční cíle již letos. NBS zároveň snížila odhad inflace ke konci roku z 2,6% na 1,5%, rok 2008 byl ponechán bez změny na 2%; mělo by tak být pohodlně splněno inflační kritérium pro Maastricht.

Vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně inflace (ropa, růst mezd) a klíčivosti tohoto roku si myslíme, že sazby půjdou dolu až ke konci roku, kdy už by mělo být ohledně plnění kritéria jasno. Rizikem by mohla být přespříliš silná koruna, která by CB přiměla k dřívější akci.

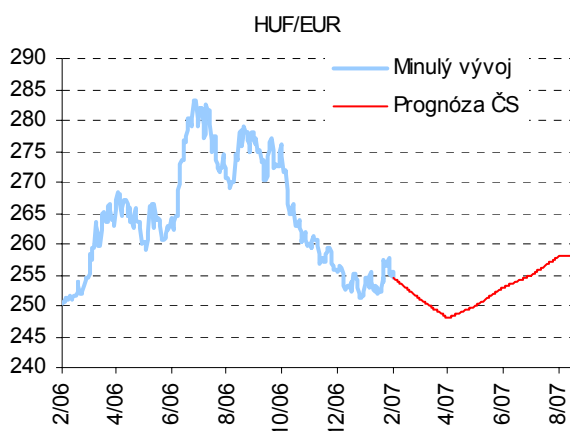
MAĎARSKO

Martin Lobotka, tel: 224 995 192, mlobotka@csas.cz

FORINT

Maďarsko na cestě k fiskální konsolidaci...

Poté, co se investoři na Maďarsko po dlouhou dobu a oprávněně kvůli hromadícím se problémům s fiskálem dívali skrz prsty jako na poměrně rizikovou investici, zdá se, že se konečně blýská na lepší časy. V lednu překvapil zejména premiér Gyurcsány, který na svých stránkách zveřejnil odhad schodku veřejných financí za rok 2006 (9,6 % proti plánu na úrovni 10,1 %) a na přelomu měsíce pak hlavní ekonom Centrální banky Himesz, který si myslí, že rok 2007 by mohl být i pod 6,8 % HDP. To zhruba naznačuje, že by se situace mohla postupně začít zlepšovat. Hlavním rizikem pro pokračování fiskální konsolidace je zejména riziko politické, i když situace, kdy se věci konečně pojmenovaly pravými jmény, je v každém případě povzbudivá. Problematická pro investory může být i skutečnost, že s reálnými přírůsty odvážných fiskálních reforem, ke kterým se staronová vláda premiéra Gyurcsányho odhodlala, je možné počítat až ke konci druhého čtvrtletí. Investoři si tak ještě budou muset svůj díl nejistoty vytrpět. K tomu přispívá i plán maďarského Ministerstva financí naplnit deficit celoročního státního rozpočtu z 56% (!) již v prvním čtvrtletí tohoto roku. To by v případě, že by reformní úsilí později polevilo (což se nám momentálně nejeví jako příliš pravděpodobné), mohlo dále nahodit důvěru investorů v maďarské hospodářství.



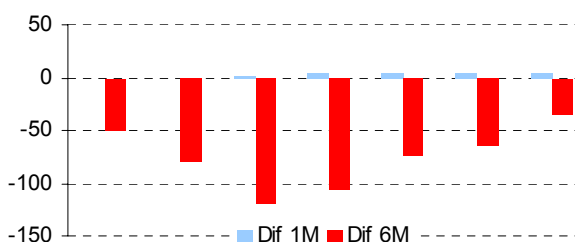
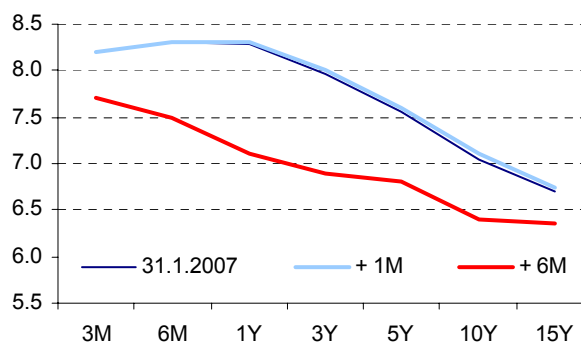
Co se týče HUF, náš výhled se zásadně nezměnil, i když malých změn přece jen doznal. Projekce inflace se tak zvýšila a naše kolegyně z Maďarska předpokládá, že inflace bude kulminovat v únoru nebo březnu na úrovni zhruba 9-9,5 % yoy (CB to vidí ještě hůř : zhruba na 10% yoy). Po minulém týdnu tak vzrostla pravděpodobnost toho, že by CB ještě jednou sazby zvedla. To by se mohlo promítnout do přechodného posílení HUF, zejména pak v souvislosti s tím, že investoři začnou plánu fiskálního ozdravení více věřit. Vzhledem k relativně vysokému deficitu běžného účtu, který není plně financován přímými investicemi (a spoléhá i na příliv portfoliových investic), však vidíme malý prostor pro výrazné posílení měny (forint by se měl v prosinci 2007 pohybovat kolem úrovně 250 HUF/EUR). Rizikem pro forint by mohlo být, jak jsme již uvedli, případné ochabnutí reformního snahy. Nejistotou je samozřejmě vývoj USA a dopady na region.

DLUHOPISY

... a inflace zůstává strašákem alespoň pro část MPC.

Klíčovým pro vývoj maďarských státních dluhopisů bude samozřejmě vývoj fiskální konsolidace. V případě, že by se povedla, došlo by k snížení rizikové prémie, kterou trh v současné době na maďarské dluhopisy klade. Leitmotivem jsou sazby centrální banky. Poté, co v listopadu a prosinci zůstaly po hiku z října 2006 sazby beze změny a změnil se postoj bankovní rady (zatímco v listopadu bylo rozhodnuto pro neměnné sazby jenom těsně, 7-5, v prosinci byly pro všichni), setkání rady v lednu nadále ponechalo sazby bez změny, ale současně potvrdilo posílení ještě většího vnímání inflačních tlaků. Ty podle zastanců utažení měnové politiky na čele s guvernérem Jaraiem a viceguvernérem Authem pocházejí zejména ze zvýšení cen energií a léků, které se promítá do celkové cenové hladiny více, než by si přáli, a z rychlého růstu mezd. Odpůrci, jichž je zatím, zdá se, většina, se opírají o nižší, než očekávané ceny ropy a silnější forint (+ 9% za posledních 5 měsíců), o fiskálním balíkem zpomalenou ekonomiku a víru, že administrativní úpravy se nepromítnou do zvýšení inflačních očekávání (zkušenosť česka skutečně ukazuje na nízký dopad). Pro další vývoj sazeb tak bude klíčová identifikace toho, kolik k růstu jádrové inflace v prosinci (+5%) přidaly regulace a kolik vyšší inflační očekávání.

My se domníváme, že prudký pokles tempa růstu (z 3,8% na 2,3% v 2007), silnější forint, levnější ropa a předešlé hiky budou sekundární dopady na inflaci a inflační očekávání brzdit. Sazby by se tudíž měnit směrem vzhůru neměly. Naopak, v druhé polovině roku, když (a jenom když) bude patrný pokles inflace, začne centrální banka se snižováním sazeb až na 7-7,25 % ke konci roku. Silící očekávání uvolňování měnové politiky budou tlačit krátký konec křivky směrem dolů. Procesu snižování sazeb budou napomáhat i změny v bankovní radě (výměna ještě Jaraia, kterému vyprší mandát 2. března a dalších tří ještě členů). Také na dlouhém konci očekáváme další pokles výnosů díky snižování rizikové přírůžky (10-letý výnos poklesne na 6,40% v srovnání se stávajícími 7,05%).



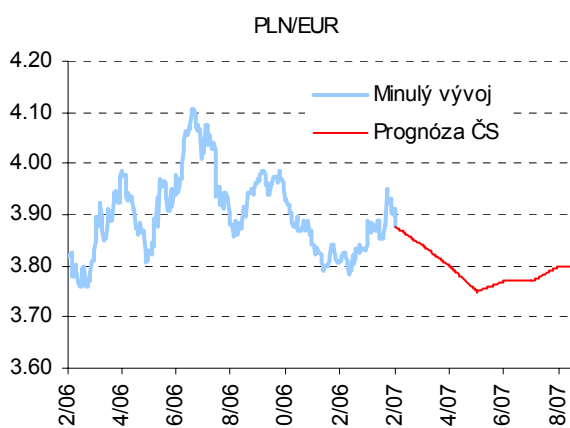
POLSKO

Luboš Mokráš, tel: 224 995456, lmokras@csas.cz

ZLOTÝ

Solidní výkonnost ekonomiky by měla pomoci zlotému

Předpokládáme, že po přechodném oslabení, které vrcholilo koncem ledna, se zlotý vrátí zpět k úrovním z přelomu roku. Hlavním faktorem, který do naší predikce vnáší nejistotu je kolísání kurzu eura k dolaru a s ním související spekulativní obchody ve středoevropském regionu. Tyto faktory způsobují těžko predikovatelné výkyvy, ale neměly by ovlivnit základní směřování měny. Přechodná oslabení zlotého lze proto využít k jištění nebo krátkodobým spekulativním obchodům.



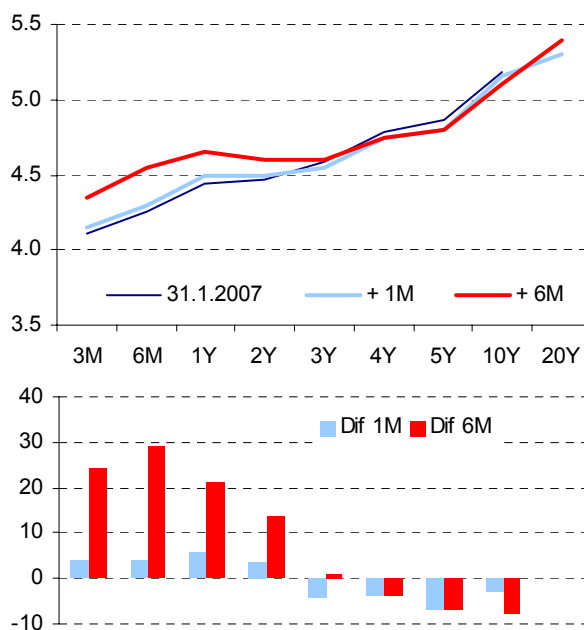
Také střednědobě očekáváme silnější zlotý

Základní faktory ovlivňující střednědobý vývoj zlotého jsou stejné jako v případě krátkodobého výhledu: z pozitivního hlediska solidní makroekonomické parametry, z hlediska rizik spekulativní obchody na rozvíjejících se trzích. Z domácích rizikových faktorů se přidává především politická scéna, která může být zdrojem nejistoty, a tím tlaku proti zlotému. Scénář je založen na scénáři „měkké přistání“ USA.

DLUHOPISY

Růst sazeb nejdříve ve druhém čtvrtletí

První zasedání měnového výboru polské centrální banky pod vedením nového guvernéra Skrzypka proběhlo velmi uspokojivě. Nová predikce centrální banky potvrdila náš výhled postupného růstu inflace a solidního růstu ekonomiky, ani jeden z těchto parametrů však nebude vyžadovat rychlý zásah centrální banky. Jestřáby v polské centrální bance (Filar, Wasilewska-Trenkner) se sice hlasitě ozývají, jsou však zřetelně v menšině. Investoři se proto přizpůsobili výhledu pouze velmi mírného růstu sazeb, který je v současnosti započten ve výnosové křivce. Polskému dluhopisovému trhu by neměl výrazné impulsy poskytnout ani vývoj ve světě, měly bychom proto být svědky poměrně klidného obchodování bez zřetelného trendu.



Nadále očekáváme mírný pokles výnosů

Předpokládáme, že bezproblémový vývoj polské i světové ekonomiky v šestiměsíčním horizontu umožní další mírný pokles výnosů. Naše predikce je závislá především na vývoji inflace, tedy na tom, zda se udrží v „rozumných“ mezích. Pokud by se (nečekaně) silná domácí poptávka začala promítat do znatelně rychlejšího růstu inflace (nad predikce centrální banky), vrátil by se trh k očekávání vyššího růstu sazeb, což by celou výnosovou křivku zvedlo. Dalším domácím rizikovým faktorem je vývoj rozpočtu. Pokud by došlo k nepříznivému vývoji, reagoval by trh velmi citlivě. Předpokládáme však, že pozitivní vývoj ekonomiky a opatrnost vlády toto riziko silně omezují. Mezinárodní rizika jsou podobná jako v ostatních případech: namísto (všeobecně očekávaného) „měkkého přistání“ by růst v USA buď přestřelil nebo podstřelil. To by přineslo nervozitu na rozvíjející se trhy a Polsko by pravděpodobně kvůli vysoké angažovanosti zahraničních investorů bylo mezi těmi více postiženými. Z hlediska investorské taktiky vypadá v současnosti nejlépe dlouhodobé držení dluhopisů, které by mělo využít jak očekávaný pokles výnosů tak posílení polské měny. Pokud by nervozita nebo krátkodobé spekulace vytlačily výnosy nahoru, půjde o dobrou příležitost k otevření dlouhých pozic.

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	2,5	2,9
Eurozóna	1,4	2,6	2,0	2,0
Slovensko	6,0	7,9	8,2	6,5
Maďarsko	4,2	3,8	2,3	3,2
Polsko	3,5	5,6	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	-3,7	-2,2
Maďarsko	-6,8	-6,5	-5,6	-5,4
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	2,2	2,0
Eurozóna*	2,2	2,2	2,0	1,9
Slovensko	3,7	4,2	2,1	2,4
Maďarsko	3,3	6,5	4,8	3,5
Polsko	0,7	1,4	2,3	2,3
Rozpočet (% HDP)	2005	2006f	2007f	2008f
USA	-2,6	-2,0	-2,2	-2,0
Eurozóna	-2,4	-2,0	-1,5	-2,3
Slovensko	-2,9	-2,4	-1,7	-1,7
Maďarsko	-7,8	-9,8	-6,5	-5,0
Polsko	-2,4	-1,9	-1,6	-1,2

*HICP inflace, roční průměr

ÚROKOVÉ SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS/Erste (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední pohyb (bp)	Nejbližší očekávaná změna sazeb (bp)
Česká republika	2,50	25.1.2007	0	0,00	+25 / IX-06	+25 / 2Q-07
USA	5,25	31.1.2007	0	0,00	+25 / VI-06	-25 / III-07
Eurozóna	3,50	8.2.2007	0	0,00	+25 / X-06	+25 / III-07
Slovensko	4,75	30.1.2007	0	-	+25 / IX-06	-25 / 1Q-08
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	1/2007	14.2.	9:00	7,7%	8,0%
CPI (meziročně)	1/2007	14.2.	9:00	1,7%	1,8%
Průmyslová výroba (meziročně)	12/2006	14.2.	9:00	7,6%	5,4%
Běžný účet	12/2006	12.2.	10:00	-12,50 mld. CZK	-11,15 mld. CZK
PPI (meziročně)	1/2007	21.2.	9:00	2,3%	2,6%
Maloobchodní prodeje (meziročně)	12/2006	15.2.	9:00	5,0%	6,4%
USA					
Obchodní bilance	12/2006	13.2.	14:30	-59,5mld.USD	- 58,2mld. USD
Maloobchodní prodeje (meziměsíčně)	1/2007	14.2.	14:30	0,3%	0,9%
Průmyslová produkce (meziměsíčně)	1/2007	15.2.	15:15	0,0%	0,4%
Využití průmyslových kapacit	1/2007	15.2.	15:15	81,7%	81,8%
PPI (meziměsíčně)	1/2007	16.2.	14:30	-0,6%	0,9%
CPI (meziměsíčně)	1/2007	21.2.	14:30		2,5%
Předstihové indikátory	1/2007	21.2.	16:00		0,3%
Philadelphia Fed	02/2007	15.2.	18.00	4,8	8,3
Obj. zboží dlouhodobé spotřeby (meziměs.)	01/2007	27.2.	14:30		3,1%
Prodeje nových domů	1/2007	28.2.	16:00		1120 tis.
Prodeje existujících domů	1/2007	27.2.	16:00		6,22 mil.
Osobní příjmy	12/2006	1.2.	14:30	0,5%	0,3%
Osobní výdaje	12/2006	1.2.	14:30	0,7%	0,5%
FOMC					
Spotřebitelská důvěra	02/2007	27.2.	16:00		110,3
EU					
CPI (meziročně)	1/2007	28.2.	11:00		1,9%
HDP (meziročně)	4QA	13.2.	11:00		
ZEW	02/2007	13.2.	11:00		-1,8
GE: IFO	02/2007	23.2.	10:00		107,9
EMU: M3 (meziročně)	1/2007	27.2.	10:00		9,70%
Slovensko					
CPI (meziročně)	1/2007	9.2.	9:00	2,7%	4,2%
Jádrová inflace (meziročně)	1/2007	9.2.	9:00	2,4%	2,7%
Obchodní bilance	12/2006	9.2.	9:00		-9,3 mld. SKK
PPI (meziročně)	1/2007	28.2.	9:00	4,0%	5,4%
Maďarsko					
CPI (meziročně)	1/2007	14.2.	9:00	7,6%	6,5%
PPI (meziročně)				4,4%	
Maloobchodní prodeje (meziročně)	12/2006	23.2.	9:00	2,0%	2,2%
Polsko					
CPI (meziročně)	1/2007	15.2.	14:00	1,7%	1,4%
Průmyslová výroba (meziročně)	1/2007	19.2.	14:00	11,8%	5,7%
PPI (meziročně)	1/2007	19.2.	14:00	3,0%	2,8%

(*) 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. 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

CEZ			Zentiva		
Date	Target price (CZK)	Recommendation	Date	Target price (CZK)	Recommendation
22.11.06	989	hold	7.11.06	1460	accumulate
18.10.06	989	buy	10.8.06	1390	accumulate
1.8.06	962	buy	12.5.06	1410	accumulate
29.5.06	962	buy	20.3.06	1390	accumulate
3.2.06	893	buy	14.11.05	1315	accumulate
6.12.05	873	accumulate	5.10.05	1270	accumulate

Česky Telecom			Unipetrol		
Date	Target price (CZK)	Recommendation	Date	Target price (CZK)	Recommendation
25.9.06	550	buy	10.7.06	251	buy
4.5.06	608	buy	22.2.06	261	sell
16.9.05	496	accumulate			

Komerční banka			Orco		
Date	Target price (CZK)	Recommendation	Date	Target price (EUR)	Recommendation
27.3.06	3800	accumulate	21.4.06	109	accumulate

CME		
Date	Target price (USD)	Recommendation
31.1.07	98	accumulate
3.2.06	68	buy

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 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	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 Křivonožka	+420/224 995 565	pkrivonozka@csas.cz
Odbor Inst. správa aktiv a strukt. produkty – ředitel odboru	Daniel Drahošský	+420/224 995 178	ddrahoisky@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 Artnr	+43 501 00 115 23	guenther.artnr@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