

Zaostřeno na ČNB

Unce prevence

25.5.2007

Měnová politika hraje v ekonomice i na finančních trzích klíčovou roli. Na slovech centrálních bankéřů lpí oči obchodníků s dluhopisy i expertů na vývoj koruny. Proto jsme se rozhodli připravovat pro vás pravidelnou zprávu o faktorech, které bude zvažovat ČNB, úvahách členů bankovní rady, jež se objevily v médiích, a našem odhadu vývoje úrokových sazeb. Přejeme příjemné čtení prvního čísla.

Zdá se, že přišel čas. Čas přitažení opratí měnové politiky. Na trzích se již neřeší otázka, zda ano či ne, ale kdy. Konkrétně: květen, červen, červenec? Zatímco rozložení sil jestřábů a hrdlíček se zdá být vyrovnané, ekonomické statistiky z posledních dnů a týdnů mluví jednohlasně.

Především tu máme vyšší inflaci. A v dalších měsících tomu bude asi podobně, jak naznačují data o produkčních cenách. Nic dobrého nevěstí ani ceny surovin na světových trzích. Inflační plamínek by mohla přiživit domácí poptávka. Dílčí indikátory z průmyslu, stavebnictví a maloobchodu naznačují, že hrubý domácí produkt v úvodu letošního roku patrně roste rychleji, než se očekávalo. V pozadí stojí především sílící domácí poptávka. Prognózám na letošní rok ovšem pomáhají i dobré zprávy ze zahraničí. Německá ekonomika v 1. čtvrtletí předčila očekávání a optimismem hýří aktuální průzkumy mezi manažery a investory (Ifo, ZEW).

Reakční funkce, kde na jedné straně stojí inflace a růst ekonomiky a na druhé straně rovnítka jsou vyvažovány měnovými podmínkami, tentokrát hovoří velmi jasně. Nejde jen o současné zvýšení cen. Ve hře je vývoj inflace v příštím roce. Pokud má být měnová politika ČNB skutečně preventivní (forward-looking), mělo by se její soukolí rozhýbat. Unce prevence se vyrovná libře léku. Ekonomika si žádá přísnější měnové podmínky, kurz koruny odpočívá a práci tak musí odvézt úrokové sazby.

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.



ECONOMICS

David Marek
hlavní ekonom
E-mail: marek@patria.cz
Telefon: +420 221 424 115

Tomáš Vlk
ekonom
E-mail: vlk@patria.cz
Telefon: +420 221 424 139

EQUITY RESEARCH

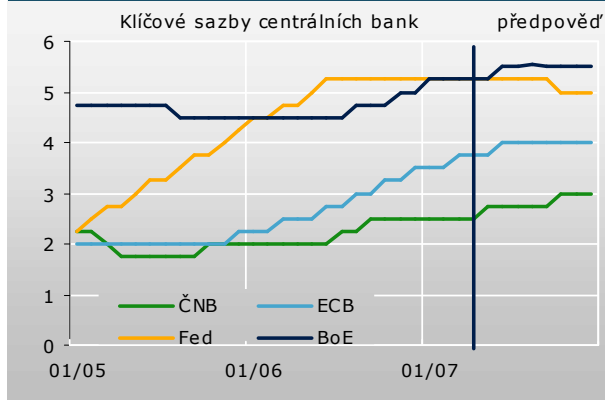
Robert Keller
hlavní analytik
E-mail: keller@patria.cz
Telefon: +420 221 424 136

Bohumil Trampota
analytik
E-mail: trampota@patria.cz
Telefon: +420 221 424 149

Jan Krejčí
analytik
E-mail: jan.krejci@patria.cz
Telefon: +420 221 424 163

Patria Finance, a.s.
Jungmannova 24, 110 00 Praha 1
www.patria.cz

ÚROKOVÉ SAZBY ČNB A SVĚT



Česká národní banka v dubnu ponechala úrokové sazby podle očekávání beze změny a dvou týdnů repo sazba zůstala na 2,5 procenta. Dva z členů bankovní rady však hlasovali pro zvýšení sazeb o 25 bazických bodů.

ECB v květnu sazby neměnila. Hlavní sazba zůstává na 3,75 procenta. Z komentářů zástupců banky vyplynulo utvrzení trhu v názoru, že se sazby budou zvyšovat na červnovém jednání.

Americký Fed ponechal v květnu sazby na stávajících úrovních. Hlavní sazba zůstává na 5,25 procenta. Některé horší statistiky z americké ekonomiky nadále udržují na trhu názor, že během roku může dojít ke snížení sazeb.

Maďarská centrální banka na svém květnovém jednání úrokové sazby podle očekávání nezměnila. Základní sazba zůstává na 8,0 procenta.

Polská centrální banka v dubnu sazby zvýšila o 25 bodů. 2T repo tak aktuálně činí 4,25 procenta. NBP upozornila, že by vysoká poptávka mohla zvýšit inflaci a tlak na růst mezd.

Slovenská centrální banka naopak sazby na konci dubna snížila na 4,25 %. Guvernér NBS uvedl, že nevidí žádné inflační tlaky vyvstávající z rychlého ekonomického růstu země, prostor pro uvolnění měnové politiky vytvořily měnové podmínky v prvním čtvrtletí a příznivá inflační prognóza.

POSLEDNÍ MAKROEKONOMICKÁ DATA V ČR

| | Období | Konsensus | Skutečnost |
|-----------------------------|--------|-----------|------------|
| Průmyslová výroba, y/y, % | 03/07 | 9,0 | 12,7 |
| Maloobchodní tržby, y/y, % | 03/07 | 6,8 | 10,5 |
| Nezaměstnanost, % | 04/07 | 6,9 | 6,8 |
| Spotřebitelské ceny, m/m, % | 04/07 | 0,4 | 0,7 |
| Spotřebitelské ceny, y/y, % | 04/07 | 2,2 | 2,5 |
| Ceny prům. výrobců, m/m, % | 04/07 | 0,4 | 0,6 |
| Ceny prům. výrobců, y/y, % | 04/07 | 3,6 | 3,7 |
| Obchodní bilance, mld. Kč | 03/07 | 11,1 | 12,4 |
| Běžný účet, mld. Kč | 03/07 | 1,6 | 8,3 |

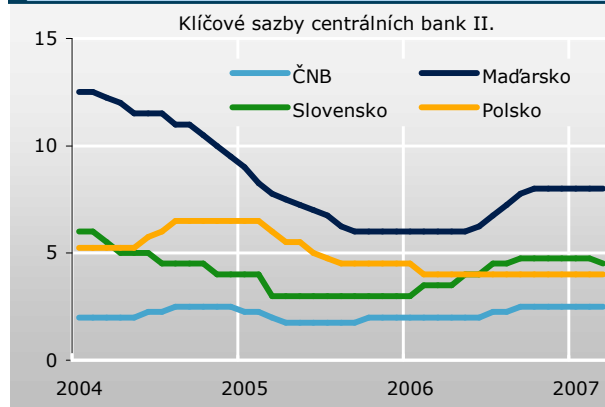
Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, konsensus Reuters

KOMENTÁŘ ČNB K INFLACI

„Podle dnes zveřejněných údajů se meziroční inflace v dubnu 2007 zvýšila na 2,5 % z 1,9 % v březnu tohoto roku. Nachází se tak v dolní polovině tolerančního pásma, které si kolem svého 3% cíle stanovila ČNB.

Meziměsíčně vzrostla v dubnu cenová hladina o 0,7 %, zejména vlivem zvýšení cen potravin, cen pohonných hmot a zpožděného cenového dopadu změn nepřímých daní na tabákové výrobky z dubna loňského a z března letošního roku. Stejným směrem působil na cenovou hladinu růst regulovaných cen léků, zemního plynu, tepla a nájemného. Rostly také ceny v oblasti odívání a obuvi ovlivněné zvýšením cen nových sezónních modelů. Opačným směrem se v dubnu vyvíjely ceny v segmentu dovolených, kde došlo, stejně jako v minulých letech, k sezónnímu cenovému poklesu.

ÚROKOVÉ SAZBY ČNB A SVĚT II



Ve srovnání s dubnovou prognózou ČNB byla meziroční inflace v dubnu 2007 o cca 0,4 procentního bodu vyšší. Podle předběžných propočtů došlo k nejvýraznější odchylce směrem nahoru od prognózy u cen potravin. Rovněž rychleji, než předpokládala prognóza, rostly regulované ceny a v menší míře i ceny v rámci korigované inflace bez pohonných hmot. Ta se však i nadále pohybuje na nízkých hodnotách, což naznačuje, že aktuální inflační tlaky z reálné ekonomiky zůstávají mírné.“

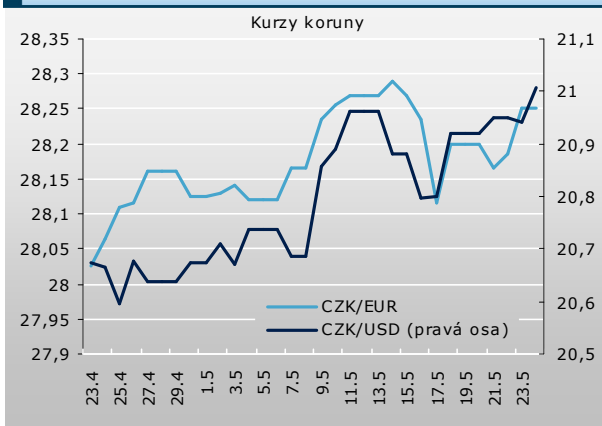
Tomáš Holub, ředitel sekce měnové a statistiky

INTERPRETACE PATRIA

O inflační překvapení se v dubnu postaraly ceny potravin. Zcela očekávané naopak bylo zdražení pohonných hmot. Dále pokračovalo zpožděné promítání změny spotřební daně do tabákových výrobků, letošní zvýšení daní ale na své slovo v inflaci teprve čeká. O proměnlivost inflace se starají především ceny benzínu a nafty. V dubnu pohonné hmoty v průměru zdražily o 4,3 procenta. Důvod je nasnadě: průměrná cena ropy (Brent) byla v dubnu o 8,7 procenta vyšší než její průměrná cena v březnu. Alespoň částečně korigovala vyšší ceny ropy silnější koruna.

Bez ohledu na vliv spotřebních daní a regulované ceny byla dubnová inflace poměrně vysoká a podpořila očekávání brzkého růstu úrokových sazeb na květnovém či červnovém jednání.

DEVIZOVÝ TRH



Zdroj: Reuters

Přes postupně se zlepšující výhled českých úrokových sazeb koruna za poslední měsíc oslabila cca o 15 halířů. Významným faktorem je stále vztah mezinárodních investorů k riziku. Vyšší averze k riziku působí proti akciovým trhům či více úročeným měnám a koruně naopak prospívá (a naopak).

Koruna, která se odklonila od své dlouhodobé apreciační dráhy nyní působí mírně proinflačně. Situace je tedy opačná ve srovnání s minulým rokem, kdy centrální banka mohla počítat se silnou korunou zpřisňující měnové podmínky.

PRIBOR

| | ON | 1W | 1M | 3M | 6M | 12M |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| 24.4 | 2,32 | 2,51 | 2,55 | 2,63 | 2,74 | 2,95 |
| 24.5 | 1,63 | 2,10 | 2,63 | 2,79 | 2,94 | 3,20 |
| Odhad Patria Finance k 25.6. | | | | | | |
| | 2,50 | 2,68 | 2,78 | 2,93 | 3,03 | 3,10 |

Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance

IRS

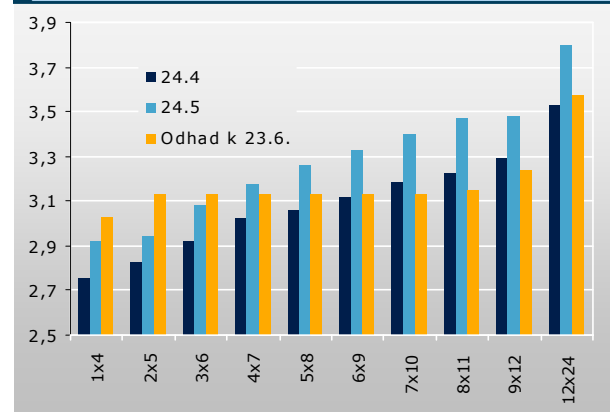
| | 1Y | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 6Y | 7Y | 8Y | 9Y | 10Y | 12Y | 15Y |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 24.4 | 2,97 | 3,22 | 3,38 | 3,51 | 3,61 | 3,74 | 3,78 | 3,87 | 3,93 | 3,98 | 4,07 | 4,19 |
| 24.5 | 3,23 | 3,50 | 3,68 | 3,81 | 3,89 | 3,95 | 4,01 | 4,07 | 4,12 | 4,18 | 4,26 | 4,35 |

Odhad Patria Finance k 24.6.

| | | | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 3,11 | 3,34 | 3,53 | 3,70 | 3,81 | 3,89 | 3,94 | 3,98 | 4,01 | 4,03 | 4,07 | 4,10 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance

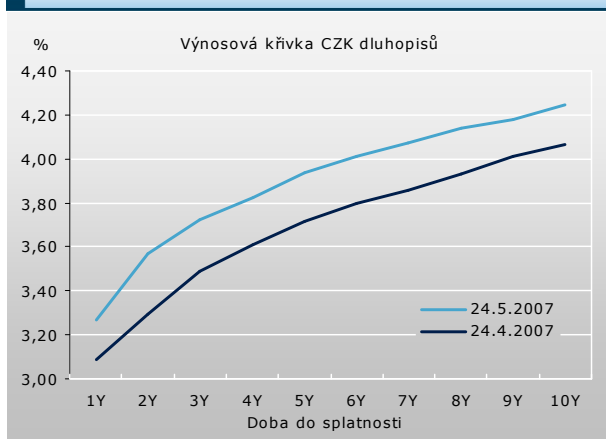
FRA



Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance

Po zveřejnění údajů o spotřebitelských cenách v dubnu došlo k posunu k přehodnocení termínu očekávaného zvyšování sazeb centrální bankou. V cenách termínových kontraktů FRA je nyní započítáno zvýšení úrokových sazeb o 25 bodů v květnu. Utažení měnové politiky o dalších 25 bazických bodů je trhem očekáváno v horizontu 3 měsíců.

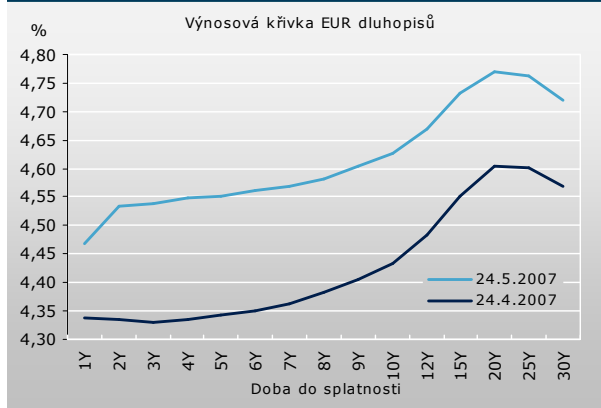
DLUHOPISY - ČR



Pozn: Křivka upravena o výši kupónu (zero-coupon), zdroj: Reuters

Inflace se stala také impulsem k pohybu na trhu s dluhopisy. Výnosová křivka českých dluhopisů se za poslední měsíc posunula vzhůru zhruba o 25 bazických bodů. O něco více vzrostly výnosy na kratším konci vzhledem k očekávání zvýšení sazeb centrální bankou. Růstu českých výnosů pomohl také obdobný pohyb dluhopisů v eurozóně.

DLUHOPISY - EUROZÓNA



Pozn: Křivka upravena o výši kupónu (zero-coupon), zdroj: Reuters

NEDÁVNÉ VÝROKY ČLENŮ BANKOVNÍ RADY

Hampel (Reuters, 14.5.)

„Je jasné, že jsme blíž k tomu okamžiku, kdy sazby půjdou nahoru, kdy měnová politika začne utahovat šrouby, ale přesto si pořád myslím, že nejsme tak blízko, jak by se podle vývoje v posledních týdnech mohlo zdát.“ ... „Celkově mě situace vyznívá tak, že bych strážlivě čekal ještě na to, co přinesou další data a co přinese nějaká aktualizace prognózy.“ ... „Je potřeba strážlivost, nadhled, klid a rozhodně ne žádná panická reakce na aktuální čísla. Měnová politika je přece z definice vpřed hledící, nikoli zpět hledící.“

Singer a Tomšík (HN, 17.5.)

„Zřejmě dnes nastává čas, kdy ČNB bude zvyšovat sazby. Bude u toho však stále primárně sledovat naplnění inflačního cíle a možnost odtržení bubliny na individuálním trhu bude vždy jen jednou z mnoha dalších informací, kterou ve svých úvahách o sazbách bude ČNB brát v potaz.“

Tomšík (Reuters, 18.5.)

„Čekáme potvrzení inflačních signálů... a analýzu aparátu o vývoji jádrové inflace a inflačních tlaků a toho, zda hrozí riziko z prodlení.“ ... Ke koruně: „Významný byl nedávný posun v očekávání trhu, takže případné zvýšení sazeb už nemusí být pro kurs šok.“

Singer (Bloomberg, 18.5.)

„Signály se začaly akumulovat na jedné straně: k růstu (sazeb).“ ... „Jsou tu dílky skládačky, které naznačují, že protiinflační rizika je těžké identifikovat.“

Niedermayer (Reuters, 21.5.)

„Data od začátku roku ukazují, že měnové podmínky by měly být přísnější.“ ... „Když se podívám na vývoj od počátku roku, tak ty signály jdou stále jedním směrem, a zároveň říkám, že je špatně reagovat na inflaci, až ji uvidím v číslech.“ ... „Čekám vyšší ekonomický růst a očekával bych vyšší inflační tlaky.“

Holman (Bloomberg, 22.5.)

„Nespěchal bych,“ dokud „si nebudeme jisti, že inflační tlaky jsou fundamentální.“ ... „Neviděl bych situaci tak dramaticky.“

ZÁPIS Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB

ze dne 26. dubna 2007

Přítomni: Guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík.

Jednání bankovní rady bylo zahájeno prezentací dubnové situační zprávy a nové prognózy inflace a ekonomického vývoje. Prognóza zohledňuje změny v mezinárodním prostředí, především zlepšující se výhled hospodářského růstu eurozóny, očekávání mírně vyšších sazeb v eurozóně, nižší výhled cen ropy a zahraniční inflace. Česká ekonomika se dle prognózy pohybuje 6 čtvrtletí nad hranicí inflaci nezrychlujícího produktu. Změnila se struktura růstu, ten je tažen spotřebou a investicemi. Růst vývozu a dovozu se sblížil. Vývoj mezd přestal působit protiinflačně. Inflace CPI se v prvním čtvrtletí udržela na nízkých hodnotách, byla mírně pod hodnotami prognózovanými v lednu, také korigovaná inflace zůstává nízká. Kurzová složka měnových podmínek je neutrální až mírně uvolněná, úroková složka je mírně restriktivní vzhledem k nízkým inflačním očekáváním. **Měnové podmínky jsou celkově zhruba neutrální.**

Růstový výhled je i nadále velmi dobrý, ve srovnání s lednem se prognóza růstu HDP pro roky 2007-2008 zvyšuje o 0,4-0,5 procentního bodu. Tlaky z reálné ekonomiky budou na horizontu prognózy mírně proinflační. Mírně proinflační ve srovnání s lednovou prognózou bude také růst cen potravin a dovozních cen. Prognóza inflace se ve srovnání s lednem pro nejbližší období mírně zvyšuje, na horizontu měnové politiky leží obdobně jako lednová prognóza v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. Predikce inflace očištěné o primární dopady změn daní, která je pro měnověpolitická rozhodnutí podstatná, se rovněž pro nejbližší období mírně zvyšuje. **S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst nominálních úrokových sazeb na celém horizontu prognózy.**

Bankovní rada navázala na prezentaci dubnové situační zprávy diskusí nové prognózy. Opakovaně bylo řečeno, že **ve srovnání s lednem ukazuje dubnová prognóza kumulaci řady mírných proinflačních faktorů**, z nichž žádný sám o sobě není závažným inflačním rizikem, ale jejich kumulace se stává důležitým faktorem rozhodování o sazbách. Zároveň ale opakovaně zaznělo, že ekonomický vývoj v prvním čtvrtletí roku 2007, které bylo charakterizováno netypickými klimatickými podmínkami, nemusí mít dostatečnou vypovídací schopnost k tomu, aby bylo možné rozlišit krátkodobé výkyvy od trendů, a že je tedy příliš brzy hovořit o kumulaci proinflačních faktorů.

V této souvislosti byl také vysloven názor, že lednový a dubnový ekonomický výhled se od sebe výrazně neliší. Zaznělo také, že stávající inflace je pod inflačním cílem a že skutečnost, že jde v porovnání s lednem o inflaci měřenou novým indexem, není rozhodující, protože nový index přibližuje strukturu spotřebitelského koše realitě. Bylo také konstatováno, že korigovaná inflace, která především odráží poptávkové tlaky v ekonomice, zůstává nízká.

Bankovní rada se dále věnovala diskusi výše zmíněných faktorů a hodnocení, do jaké míry je lze označit za proinflační. Bylo řečeno, že externí prostředí - například zvýšení odhadu růstu v eurozóně, ale také poslední údaje o vyšších než v prognóze očekávaných cenách ropy - se může proinflačním faktorem stát. Zaznělo ale také, že údaje o vyšších cenách ropy neodpovídají odhadům některých analytiků, kteří naopak poukazují na zvýšení produkčních kapacit. Bylo také uvedeno, že inflační výhled pro eurozónu je příznivější než v lednu. Bankovní rada dále diskutovala, do jaké míry budou probíhající deregulace nájemného a další administrativní opatření, včetně možných budoucích opatření spojených s připravovanou fiskální reformou, promítnuty do cen. Opakovaně bylo řečeno, že tyto faktory mohou ovlivnit inflační očekávání a následně se promítnout do mzdového a cenového vývoje. Bylo ale také opakovaně poukázáno na to, že toto promítnutí nemusí být významné a že proti tomuto efektu může přes zpomalení spotřeby působit důchodový efekt a také efekt substituční. Bankovní rada se shodovala, že **připravovaná reforma se může stát důležitým faktorem pro rozhodování.**

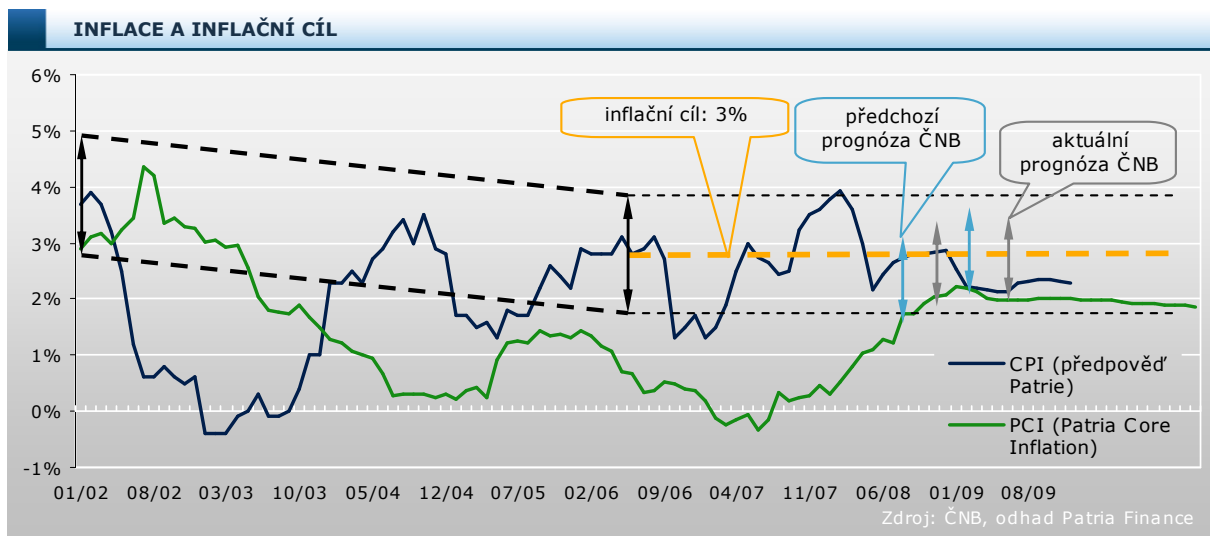
Bankovní rada se dále věnovala tempu ekonomického růstu a souvislostem silného růstu s trhem práce. Bankovní rada se shodovala, že ekonomický růst české ekonomiky bude i nadále robustní. Zazněl názor, že odhad růstu prezentovaný v prognóze může být příliš konzervativní vzhledem k tomu, že řada doplňkových

indikátorů - jako jsou například tržby v maloobchodě nebo nabídkové indikátory - signalizuje spíše zrychlení růstu v roce 2008 než jeho zpomalení, které signalizuje prognóza. Bylo také řečeno, že dochází k vyššímu využívání výrobních kapacit než v minulých letech. V souvislosti s vysokým tempem růstu bylo opakovaně řečeno, že podstatný pro budoucí inflační vývoj bude nyní vývoj na trhu práce. Několikrát zaznělo, že **pokles nezaměstnanosti byl poměrně rychlý a že může signalizovat počátek mzdové-inflačních tlaků.** Několikrát ale také zaznělo, že brzdou těchto tlaků je silná konkurence, příliv pracovní síly ze zahraničí, kapitalizace pracovní síly a rostoucí mobilita na trhu práce. Bylo také řečeno, že pokles míry nezaměstnanosti není při stávajícím tempu růstu ničím překvapivým.

Bankovní rada diskutovala také souvislosti spotřeby domácností s ostatními ekonomickými veličinami. Někteří členové bankovní rady poukazovali na to, že dochází ke změně struktury růstu a že se zvyšuje role soukromé spotřeby. Byla diskutována vazba změny úrokových sazeb na finanční bilanci domácností a také vazba mezi vyššími nominálními příjmy a trhem s nemovitostmi. Zaznělo také, že příznivé klimatické podmínky v prvním čtvrtletí tohoto roku mohly přispět ke zvýšení spotřeby, což bylo chápáno jako podpůrný argument pro nutnost vyhodnotit proinflační faktory za delší než tříměsíční období.

Na závěr svého jednání rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvouletý repo operace nezměněnou na stávající úrovni 2,5%. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, dva členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady



ČESKÁ EKONOMIKA: ZÁKLADNÍ DATA

| Obyvatelstvo: 10,2 mil. | | HDP na osobu (2006): 13 804 USD | | | | | | | | |
|--|-------|---------------------------------|--------|-------|-------|-------|-----------------|----------------------|-------|--|
| meziroční růst, | | | | | | | | | | |
| pokud není uvedeno jinak | | | | | | | | | | |
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | poslední období | | 2007F | |
| HDP, mld. CZK, běžné ceny | 2352 | 2464 | 2577 | 2781 | 2970 | 3204 | 839 | X.-XII. '06 | 3522 | |
| HDP, mld. USD, běžné ceny | 61,8 | 75,3 | 91,3 | 121,6 | 124,0 | 141,7 | 38,6 | X.-XII. '06 | 168,6 | |
| HDP, reálný růst, % | 2,5 | 1,9 | 3,6 | 4,2 | 6,1 | 6,1 | 5,8 | X.-XII. '06 | 5,5 | |
| Průmyslová výroba, reálný růst, % | 6,7 | 1,9 | 5,5 | 9,6 | 6,7 | 9,7 | 12,7 | III. '07 | 10,2 | |
| Stavební výroba, reálný růst, % | 9,6 | 2,5 | 8,9 | 9,7 | 4,2 | 6,6 | 26,4 | III. '07 | 7,5 | |
| Maloobchodní tržby, reálný růst, % | 4,5 | 3,0 | 4,9 | 2,5 | 4,0 | 6,4 | 10,5 | III. '07 | 7,5 | |
| Míra nezaměstnanosti, konec obd., % ³ | 8,9 | 9,8 | 10,3 | 9,5 | 8,9 | 7,7 | 6,8 | IV. '07 | 6,4 | |
| Spotřebitelské ceny, prům. růst, % | 4,7 | 1,8 | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,2 | posl. 12 měs. | 2,6 | |
| Spotřebitelské ceny, konec obd., % | 4,1 | 0,6 | 1,0 | 2,8 | 2,2 | 1,7 | 2,5 | IV. '07 | 3,6 | |
| Ceny prům. výrobců, prům. růst, % | 2,9 | -0,5 | -0,3 | 5,7 | 3,1 | 1,6 | 2,6 | posl. 12 měs. | 3,5 | |
| Ceny prům. výrobců, konec obd., % | 0,8 | -0,7 | 0,9 | 7,7 | -0,3 | 2,6 | 3,7 | IV. '07 | 4,1 | |
| Růst průměrné mzdy, % | 8,5 | 7,3 | 6,6 | 6,6 | 5,3 | 6,5 | 6,2 | X.-XII. '06 | 6,8 | |
| Běžný účet, mld. Kč | -124 | -136 | -161 | -167 | -77 | -134 | -50 | X.-XII. '06 | -125 | |
| v % HDP | -5,3 | -5,5 | -6,2 | -6,0 | -2,6 | -4,2 | -4,2 | posl. 12 měs. | -3,6 | |
| Obchodní bilance, mld. Kč, cel. stat. | -117 | -71 | -70 | -26 | 39 | 44 | 12,4 | III. '07 | 57 | |
| Bilance služeb, mld. Kč, plat.bil. | 58,0 | 21,9 | 13,2 | 12,5 | 20,3 | 12,5 | 1,2 | X.-XII. '06 | 15,9 | |
| Finanční účet, mld. Kč, plat. bil. | 173 | 348 | 157 | 184 | 155 | 112 | 45 | X.-XII. '06 | 105 | |
| v % HDP | 7,3 | 14,1 | 6,1 | 6,6 | 5,2 | 3,5 | 3,5 | posl. 12 měs. | 3,0 | |
| Přímé zahr. investice v ČR, mld. Kč | 215 | 278 | 59 | 128 | 279 | 135 | 37 | X.-XII. '06 | 175 | |
| v % HDP | 9,1 | 11,3 | 2,3 | 4,6 | 9,4 | 4,2 | 4,2 | posl. 12 měs. | 5,0 | |
| Hrubá vnější zadluženost, mld. USD | 22,4 | 27,0 | 34,9 | 45,2 | 46,5 | 58,3 | 58,3 | XII. '06 | 64,0 | |
| v % vývozu zboží a služeb | 55 | 59 | 62 | 52 | 52 | 55 | 51 | XII. '06 | 48 | |
| v % HDP | 35 | 33 | 35 | 36 | 38 | 38 | 38 | XII. '06 | 38 | |
| Oficiální devizové rezervy, mld. USD | 14,5 | 23,7 | 27,0 | 28,4 | 29,5 | 32,0 | 32,1 | IV. '07 | 33,0 | |
| v měsících dovozu zboží a služeb | 4,1 | 6,1 | 5,5 | 4,4 | 4,1 | 3,7 | 4,3 | IV. '07 | 3,0 | |
| Státní rozpočet, mld. CZK, vč. důch. účt | -64,3 | -45,5 | -106,5 | -69,0 | -61,1 | -97,3 | 11,3 | III. '07 | -91,3 | |
| Deficit veřejného sektoru*, v % HDP | -5,7 | -6,8 | -6,6 | -2,9 | -3,5 | -2,9 | -2,9 | XII. '06 | -4,2 | |
| Státní dluh, mld. CZK | 345 | 396 | 493 | 593 | 691 | 803 | 812 | III. '07 | 903 | |
| v % HDP | 14,7 | 16,1 | 19,1 | 21,3 | 23,3 | 25,0 | 25,0 | III. '07 | 25,6 | |
| Růst peněžní zásoby, konec obd., % | 13,0 | 3,5 | 6,9 | 4,4 | 8,0 | 7,8 | 10,6 | III. '07 | 9,1 | |
| 2-týdenní repo sazba, konec obd., % | 4,75 | 2,75 | 2,00 | 2,50 | 2,00 | 2,50 | 2,50 | IV. '07 | 3,00 | |
| 3M PRIBOR, prům. za obd., % | 5,18 | 3,55 | 2,28 | 2,36 | 2,01 | 2,30 | 2,60 | IV. '07 | 2,84 | |
| 3M PRIBOR, konec obd., % | 4,62 | 2,59 | 2,09 | 2,56 | 2,17 | 2,55 | 2,67 | IV. '07 | 3,13 | |
| CZK/EUR, prům. za obd. | 34,1 | 30,8 | 31,8 | 30,7 | 29,8 | 28,3 | 28,01 | IV. '07 | 27,9 | |
| CZK/EUR, konec obd. | 32,0 | 31,6 | 32,4 | 30,5 | 29,0 | 28,0 | 28,13 | IV. '07 | 27,7 | |
| CZK/USD, průměr za obd. | 38,0 | 32,7 | 28,2 | 22,9 | 24,0 | 22,6 | 20,73 | IV. '07 | 20,9 | |
| CZK/USD, konec obd. | 36,3 | 30,1 | 25,7 | 22,4 | 24,6 | 21,7 | 20,67 | IV. '07 | 20,7 | |

* od roku 2004 počítáno podle jiné metodologie, ** očištěný o čisté půjčky a dotace transformačním institucím

Zdroj: ČSÚ, ČNB. Předpověď: Patria Finance

KBC Securities NV

Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
regulovaná CBFA

KBC Securities French Branch

Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
regulovaná AMF

KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
regulovaná CBFA

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
regulovaná ČNB

KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street
2 Grand Central Tower
NY 10017-3144 New York, USA
regulovaná NASD

KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street
Londýn
UK
regulovaná FSA

KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1
1051 Budapest
Hungary
regulovaná HFSA

Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12
Bukurešť - Sektor 1
Rumunsko

Právnícké osoby: Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry, regulovaným Českou národní bankou a členem Burzy cenných papírů Praha a.s., nicméně může být uveřejněn též jinými právníckými osobami mimo území České republiky tvořící s Patrii koncern ve smyslu ustanovení § 66a zákona č. 519/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „propojené osoby“). Patria vykonává integrované investiční bankovníctví a poskytuje investiční služby.

Kompenzace analytiků: Analytici, kteří připravují akciové analýzy jsou zaměstnanci Patrie nebo zaměstnanci s ní propojených osob. Analytici připravující akciové analýzy, jsou odpovědní za přípravu této zprávy a jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti rozborů, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patrie, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách.

Vysvětlení uvedených doporučení: Patria nebo s ní propojené osoby používají následující formu doporučení: Koupit - předpokládá se zhodnocení o 10 a více procent; Držet - celková návratnost se předpokládá mezi +10 % a -10 %; Prodat - předpokládá se, že celková návratnost klesne o 10 % nebo více.

Metoda oceňování: Při přípravě publikace a vydávání doporučení používá Patria a/nebo s ní propojené osoby následující metodu oceňování: Discounted Cash Flow (DCF) a porovnání ve skupině srovnatelných společností. Výhodou metody DCF je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, naopak nevýhodou tohoto modelu je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika. Porovnání ve skupině srovnatelných společností je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Přehled změn stupně investičního doporučení a cenového cíle během posledních 12 měsíců týkající se předmětného finančního nástroje je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese http://www.patria.cz/akcie_cr/analyzy.asp.

Konflikt zájmů: Patria a/nebo s ní propojené osoby uskutečňují a vyhledávají možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou zmiňovány v analytických rozbořech. Investoři by tedy měli brát na zřetel fakt, že Patria a/nebo s ní propojené osoby mohou mít konflikt zájmů, který může ovlivnit objektivitu této analýzy. Naše vlastní obchodní a investiční oddělení mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v tomto rozboru. Patria a/nebo propojené osoby, přidružené organizace, členové statutárních orgánů, ředitelé

a zaměstnanci mohou, mimo akciových analytiků, čas od času projevit zájem o investiční nástroje jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta, jehož se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním tohoto dokumentu. Patria, stejně jako s ní propojené osoby a osoby, které k nim mají právní nebo faktický vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců, mohou obchodovat s investičními nástroji či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související a mohou je v rozhodné době nakupovat anebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde. Naši makléři a ostatní zaměstnanci mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie našim klientům a našemu vlastnímu oddělení obchodování, které odráží názory jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v tomto rozboru. Investoři by měli tuto zprávu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Patrii a/nebo s ní propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládání konfliktů zájmů ve spojení s investičními rozbořmi. Pravidla Patrie zakazují jejím analytikům a členům jejich domácností vlastnit cenné papíry jakékoliv společnosti, která spadá do oblasti působení daného analytika. Analytici mají dále zakázáno účastnit se získávání klientů pro oblast investičního bankovníctví.

Zvláštní regulační prohlášení vzhledem ke společnosti v této zprávě zmiňované („emitent“) jsou následující:

Patria a/nebo s ní propojené osoby:

- působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- obvykle zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- předpokládají, že obdrží nebo mají v úmyslu obdržet od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- nemají přímý ani nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent¹;
- v posledních dvanácti měsících nebyli vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- nemá s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- neumožnili emitentovi přístup k tomuto rozboru před jeho rozšířením.

Seznam smluv o poskytování investičních služeb uzavřených s emitentem během posledních 12 měsíců je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese http://www.patria.cz/akcie_cr/analyzy.asp.

KBC Securities NV

Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
regulovaná CBFA

KBC Securities French Branch

Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
regulovaná AMF

KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
regulovaná CBFA

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
regulovaná ČNB

KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street
2 Grand Central Tower
NY 10017-3144 New York, USA
regulovaná NASD

KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street
Londýn
UK
regulovaná FSA

KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1
1051 Budapest
Hungary
regulovaná HFSA

Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12
Bukurešť - Sektor 1
Rumunsko

Všeobecné informace: Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria a s ní propojené osoby přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii a přidruženým společnostem. Tento dokument sděluje názor Patrie nebo s ní propojených osob ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento analytický rozbor poskytuje pouze obecné informace. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie konkrétním klientům. Tento dokument má sloužit profesionálním či sofistikovaným a odborně zdatným investorům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání na zde uvedené informace. Tito investoři jsou povinni o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství o vhodnosti investic do jakýchkoli cenných papírů, jiných investic nebo investičních strategií zmíněných nebo doporučených v této zprávě a měl by být srozuměn s tím, že budoucí vyhlídky nemusí být realizovány. Hodnota či cena jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit. V souladu s tím mohou investoři získat prostředky menší než byla jejich původní investice. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů.

Plánovaná frekvence aktualizací: Patria a/nebo s ní propojené osoby zajišťují pravidelnou aktualizaci informací o společnostech/odvětvích založenou na specifickém vývoji nebo oznámení, podmínkách na trhu nebo jakémkoliv veřejně dostupné informaci.

Jurisdikce mimo Českou republiku: Distribuce tohoto dokumentu veřejnosti na území mimo Českou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se tento dokument dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země. Tato publikace nesmí být zasílána nebo distribuována, přímo či nepřímo, do Japonska nebo osobám v Japonsku žijícím. Ve Spojených státech je tato publikace distribuována americkým občanům společností KBC Financial Products USA Inc., která zároveň přebírá odpovědnost za její obsah. Objednávky jakýchkoli cenných papírů zmiňovaných na tomto místě kterýmkoliv americkým investorem by měly být podány u KBC Financial Products USA Inc.

a nikoliv u některé ze zahraničních poboček. Tato publikace je distribuována ve Spojeném království Velké Británie a Severního Irsku nebo ze Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku pouze osobám, které jsou osobami autorizovanými nebo osobami vyňatými ve znění zákona Financial Services and Markets Act 2000 nebo jakákoliv podaná objednávka ve smyslu tohoto zákona nebo investičním profesionálům podle definice v odst. 19 zákona Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 a není určena nebo distribuována nebo předána, přímo či nepřímo, jakékoliv jiné skupině osob. Tato publikace je v Kanadě určena pouze pro distribuci penzijním fondům, vzájemným fondům, bankám, manažerům správy aktiv a pojišťovacími společnostmi.

© Copyright 2007 Patria Finance, a.s.: Všechna práva vyhrazena. Tato zpráva slouží výhradně klientům Patrie a bez předchozího písemného souhlasu nemůže být celá nebo její část v jakékoliv podobě a jakýmkoliv způsobem reprodukována, distribuována nebo publikována. Jakékoliv neautorizované použití nebo zveřejnění je zakázáno. Obdržení a přečtení této zprávy znamená Váš souhlas nedistribuuovat, nepředávat nebo nezveřejňovat jiným osobám obsah, názory, závěry nebo informace v této zprávě obsažené (včetně všech investičních doporučení, odhadů nebo cílových cen) bez toho, aby předtím Patria tyto informace sama zveřejnila.

¹⁾ Pokud byla tato zpráva vydána k nebo po patnáctém dnu v měsíci, odráží vlastnický stav k posledního dne předchozího měsíce. Zprávy vydané před patnáctým dnem v měsíci odráží vlastnický stav ke konci druhého měsíce předcházejícího dni vydání zprávy.