

Zaostřeno na ČNB (Ne)klid před bouří

22.6.2007

Měnová politika nyní nemusí řešit žádné velké dilema. Modely i ekonomické statistiky naznačují, že úrokové sazby budou muset jít ještě výše než dnes. Uplynulý měsíc byl přímo nabit důležitými informacemi.

Na místě prvním je tempo růstu ekonomiky. Hrubý domácí produkt neztratil ani desetinku procenta ze své rychlosti a zvýšil se o 6,1 procenta. Z pohledu měnové politiky je důležité, že k tomu přispěla domácí poptávka, zejména spotřeba domácností. Aby ne, další důležité a čerstvé číslo říká proč: Tempo růstu mezd zrychlilo z 6,1 procenta na konci loňského roku na 7,8 procenta v 1. čtvrtletí letošního roku. V soukromém sektoru se dokonce průměrná mzda zvýšila o 8,3 procenta, nejvíce za poslední tři roky. Běžné konjunkturální statistiky (průmysl, stavebnictví, maloobchod) potvrdily pokračování uvedených tendencí i ve 2. čtvrtletí.

Dále je tu rozpočtová reforma. Poslanecká sněmovna ji v červnu v prvním čtení schválila a dala šanci doufat, že se s rozpočty něco stane. Optikou měnové politiky je důležitá zamýšlená změna daní. Zavedení ekologických daní a zvýšení nižší sazby DPH by mělo posunout výše inflaci. Primárně by sice neměla centrální banka reagovat, ve hře jsou ale sekundární dopady a riziko negativního vlivu na inflační očekávání a mzdové negociace.

Karty jsou rozdány, na tahu je centrální banka. Podle pravidel hry, rozuměj reakční funkce měnové politiky, by se měly měnové podmínky zpřísnit. Kurz koruny v současnosti působí opačně, a proto lze očekávat zvýšení úrokových sazeb. Otázkou je pouze načasování. Podle našeho názoru lze uvažovat o červenci, kdy bude k dispozici vyhodnocení revize i nových dat o HDP a čerstvé prognózy inflace i HDP. Stačit to ale patrně nebude. Na to je domácí poptávka rozběhnuta příliš rychle. S dalším utážením měnových podmínek počítáme buď v závěru letošního roku nebo na začátku roku příštího.

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

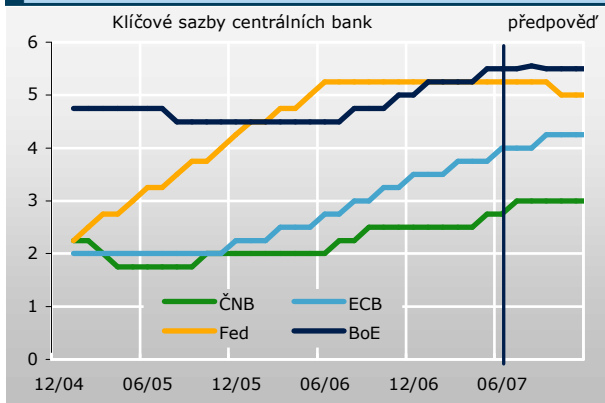
Bohumil Trampota
analytik
E-mail: trampota@patria.cz
Telefon: +420 221 424 149

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


PATRIA PLUS
Váš online informační zdroj

ÚROKOVÉ SAZBY ČNB A SVĚT I



Česká národní banka v květnu zvýšila úrokové sazby o 25 bazických bodů. To byl očekávaný krok. Bankovní rada hlasovala 3:3, o zvýšení sazeb rozhodla větší váha hlasu guvernéra.

ECB v červnu úrokové sazby zvýšila o 25 bodů. Hlavní sazba se tak dostala na 4,0 procenta. Výsledek je v souladu s tržním očekáváním. Zástupci ECB naznačili, že by další zvýšení sazeb mohlo následovat opět s tříměsíčním odstupem.

Americký Fed ponechal v květnu sazby na stávajících úrovních. Hlavní sazba zůstává na 5,25 procenta. Pravděpodobnost poklesu sazeb během roku se snížila, když Fed upozornil, že jeho hlavní starostí zůstává inflace.

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

Rovněž polská centrální banka v květnu sazby ponechala beze změn a 2T repo nadále činí 4,25 procenta. Z rétoriky centrálních bankéřů však vyplývá, že zvýšení sazeb přijde brzy.

Ani slovenská centrální banka se sazbami nehýbala a hlavní sazba tak zůstává na 4,25 procenta. Výroky centrálních bankéřů naznačují stabilitu sazeb a stejná jsou i očekávání trhu pro červnové měnové jednání.

POSLEDNÍ MAKROEKONOMICKÁ DATA V ČR

	Období	Konsensus	Skutečnost
Hrubý domácí produkt, y/y, %	Q1/07	6,1	6,1
Průmyslová výroba, y/y, %	04/07	13,5	14,0
Maloobchodní tržby, y/y, %	04/07	10,0	8,1
Nezaměstnanost, %	05/07	6,5	6,4
Spotřebitelské ceny, m/m, %	05/07	0,5	0,4
Spotřebitelské ceny, y/y, %	05/07	2,5	2,4
Ceny prům. výrobců, m/m, %	05/07	0,4	0,6
Ceny prům. výrobců, y/y, %	05/07	3,8	4,1
Obchodní bilance, mld. Kč	04/07	2,2	5,5
Běžný účet, mld. Kč	04/07	-9,0	-16,8

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, konsensus Reuters

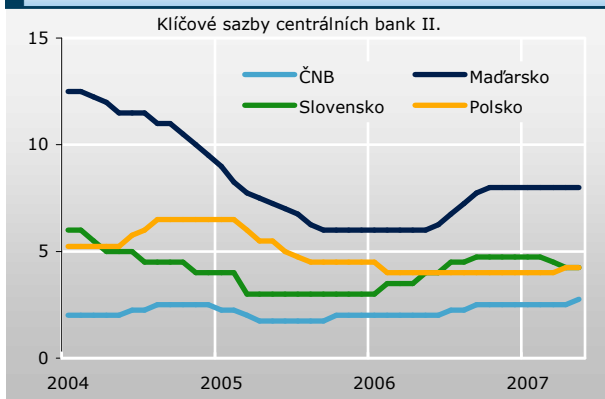
KOMENTÁŘ ČNB K INFLACI

Komentář ČNB ke zveřejněným údajům o vývoji inflace v květnu 2007
8.6.2007

Inflace nad prognózou ČNB: Podle dnes zveřejněných údajů se meziroční inflace v květnu 2007 snížila na 2,4 % z 2,5 % v dubnu tohoto roku. Nachází se tak v dolní polovině tolerančního pásma, které si kolem svého 3% cíle stanovila ČNB.

Meziměsíčně vzrostla v květnu cenová hladina o 0,4 %, zejména vlivem zvýšení cen pohonných hmot a cenového dopadu změn nepřímých daní na tabákové výrobky z dubna loňského a z března letošního roku. Stejným směrem působil na cenovou hladinu růst regulovaného nájemného. Opačným směrem se v květnu vyvíjely ceny potravin, kde došlo k poklesu zejména u cen zeleniny a brambor.

ÚROKOVÉ SAZBY ČNB A SVĚT II



Ve srovnání s dubnovou prognózou ČNB byla meziroční inflace v květnu 2007 o cca 0,5 procentního bodu vyšší. Podle předběžných propočtů došlo k nejvýraznější odchylce směrem nahoru od prognózy u cen pohonných hmot v důsledku vývoje cen na světových trzích ropy a benzínu. Vyšší byl i dopad změn nepřímých daní. Rovněž mírně rychleji, než předpokládala prognóza, rostly regulované ceny, ceny potravin a ceny v rámci korigované inflace bez pohonných hmot. Ta se však i nadále pohybuje na nízkých hodnotách.

Tomáš Holub, ředitel sekce měnové a statistiky

INTERPRETACE PATRIA

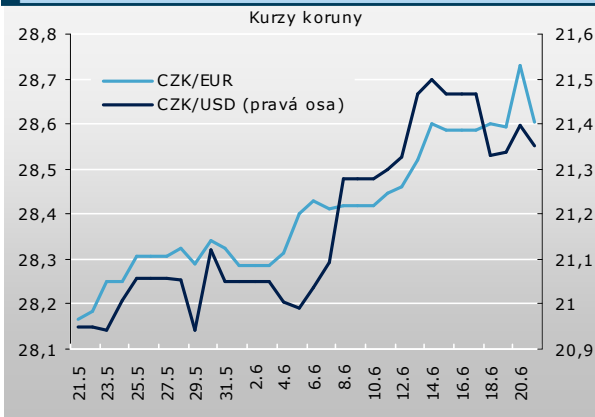
Za zvýšením cenové hladiny v květnu stojí dva faktory: vyšší spotřební daně u tabákových výrobků a dražší pohonné hmoty. Změna spotřebních daní u tabáku se ovšem promítá do inflace pozvolna a v dalších měsících tento faktor ještě bude tlačit na vzestup inflace.

Ceny cigaret by měly po zvýšení sazeb spotřebních daní letos zdražit asi o 15 procent a dopad na index spotřebitelských cen by měl činit 0,6 procentního bodu. Situace se ale zkomplikovala. Po loňské zkušenosti byla omezena možnost vytváření zásob cigaret s původní spotřební daní na 6 týdnů. Výsledek je takový, že se dopad vyšších daní na inflaci snížil a odložil. V květnu tabákové výrobky zdražily o 2,6 procenta.

Ropa hýbe inflací všude na světě. Průměrná cena barelu Brentu se v květnu zvýšila na 70,5 dolaru z dubnového průměru 67,6 dolaru. A protože zároveň koruna mírně oslabila k dolaru, zdražení benzínu a nafty bylo prakticky jisté. Cena Naturalu 95 stoupla o 1,30 koruny a přehoupla se přes hranici 30 korun za litr. Nafta zdražila v květnu asi o 60 haléřů.

V nejbližších měsících by měla inflace kolísat kolem úrovně 2,5 procenta. V posledním čtvrtletí by ovšem měla nabrat obrátky a v prosinci by mohla dosáhnout 3,5 procenta. Vývoj inflace a hospodářský růst patrně povedou k dalšímu zvyšování úrokových sazeb v letošním roce. Důležité ale bude nutně vyhodnotit revize hrubého domácího produktu a platební bilance.

DEVIZOVÝ TRH



Zdroj: Reuters

Koruna se za poslední měsíc propadla vůči euru i dolaru. K euru oslabila až nad 28,70 CZK/EUR. Na devizový trh zřejmě doléhá výraznější odliv prostředků ve formě reinvestovaných zisků a dividend. Negativně zapůsobilo také zvyšování výnosů v USA, které tlačilo dolů měny emerging markets. Očekávání ohledně českých sazeb se prakticky nezměnila, a proto pro korunu neznamenal impuls k pohybu.

Další oslabení české měny znamená zvyšování jejího proinflačního působení. Situace na devizovém trhu tak zvyšuje pravděpodobnost, že další zvýšení sazeb je blízko.

PRIBOR

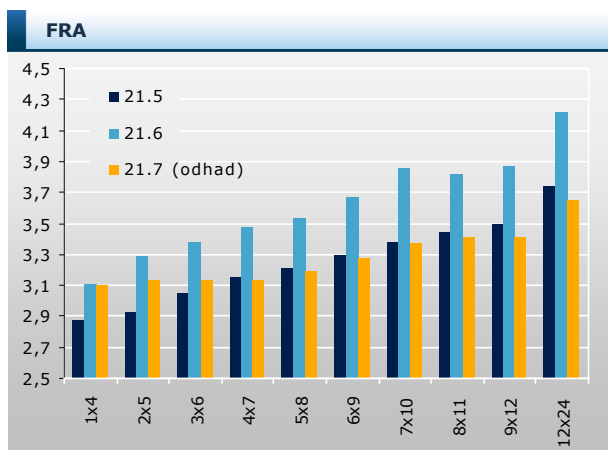
	ON	1W	1M	3M	6M	12M
21.5	2,19	2,32	2,60	2,77	2,93	3,17
21.6	2,75	2,77	2,82	2,97	3,14	3,45
Odhad Patria Finance k						
21.7	2,75	2,79	2,82	3,01	3,07	3,20

Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance

IRS

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	12Y	15Y
21.5	3,11	3,36	3,52	3,64	3,77	3,93	3,88	4,05	4,11	4,05	4,24	4,32
21.6	3,47	3,82	4,01	4,14	4,24	4,35	4,40	4,47	4,53	4,57	4,64	4,73
Odhad Patria Finance k												
21.7	3,20	3,43	3,59	3,75	3,85	3,92	3,97	4,00	4,03	4,05	4,08	4,12

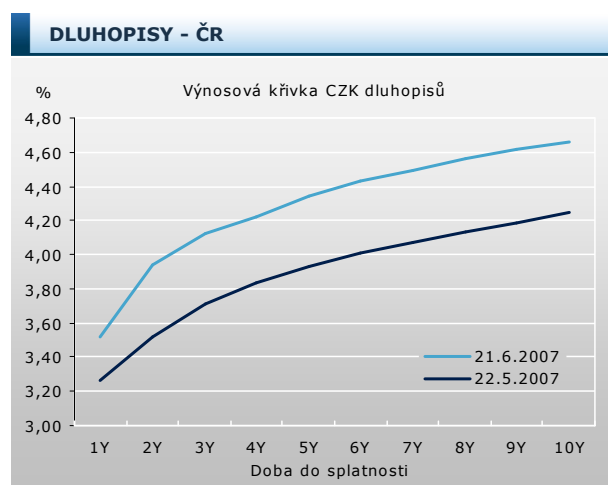
Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance



Zdroj: Reuters, odhad Patria Finance

Po květnovém zvýšení sazeb trh začal odhadovat termín dalšího utažení měnové politiky. Výnosy na peněžním trhu mírně vzrostly.

Trh termínových kontraktů FRA je nyní naladěný na další zvyšování sazeb. Zvýšení je započítáno už v kontraktech 1x4, trh tak počítá s růstem sazeb v červenci a s dalším po dalších dvou měsících.



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

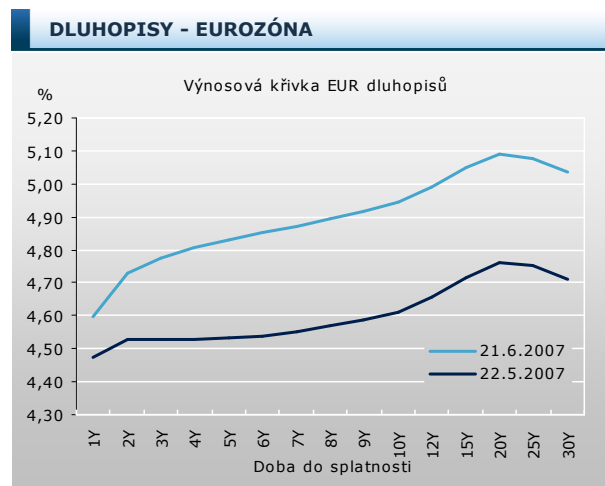
Výnosová křivka na dluhopisovém trhu se posunula vzhůru zhruba o 30 bazických bodů po celé délce. Na českých dluhopisech se odrazil růst výnosů dluhopisů v eurozóně a částečně i očekávání o vyšších českých sazbách.

V červnu proběhly tři aukce státních dluhopisů. V aukci dluhopisu SD 4,0/17, která proběhla 6. června, činil

nabízený objem 7 miliard korun, poptávka byla více než trojnásobná a průměrný výnos dosáhl 4,47 procenta (v minulé aukci 4,29 procenta).

O týden později byla na trh uvedena zcela nová emise, dluhopis s patnáctiletou splatností. Při aukci první tranše dluhopisu SD 4,70/22 nabídka činila 7 miliard korun. Zájem účastníků primárních aukcí ale tentokrát jen taktak stačil k upsání nabízeného množství. Poptávka dosáhla 8,3 miliardy korun a průměrný výnos činil 4,82 procenta.

V aukci 20. června, kdy bylo nabízeno 6 miliard dluhopisu SD 3,25/09, převýšila poptávka úroveň 12 miliard a průměrný výnos činil 3,84 procenta (v minulé aukci 3,63 procenta).



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

NEDÁVNÉ VÝROKY ČLENŮ BANKOVNÍ RADY

Holman (Reuters, 12.6.)

V ekonomice nevidí významnější inflační tlaky. Rychlý růst ekonomiky je nízkoinflační. Hlavní riziko inflačního výhledu je málo flexibilní a napjatý trh práce.

Tomšík (Bloomberg, 12.6.)

Úrokové sazby jsou vzhledem k ekonomickému růstu poměrně nízké a mohly by kvůli nebezpečí inflace dále růst. „Nemohu vyloučit“ zvýšení sazeb, protože se v ekonomice nahromadila inflační rizika.

Řežábek (Dow Jones, 14.6.)

ČNB by neměla spěchat se zvyšováním úrokových sazeb, aby je nemusela zase brzy snižovat. „Jsem proti zbytečně striktní měnové politice.“ Centrální banka v minulosti několikrát podstrelila svůj inflační cíl

Singer (Reuters, 19.6.)

ČNB by měla utáhnout měnovou politiku, aby zabránila vzlínání inflace. „Ten předpoklad růstu (sazeb) je v této situaci logický: ekonomika jede na plné obrátky,... spotřebitelé jsou optimističtí, HDP a PPI jsou vysoké, kurz koruny je slabší.“

ZÁPIS Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB

ze dne 31. května 2007

Bankovní rada projednala květnovou situační zprávu, ve které jsou vyhodnocena nová data o vývoji ekonomiky a rizika spojená s naplňováním dubnové makroekonomické prognózy. Tato **rizika byla v situační zprávě celkově hodnocena jako proinflační**. Meziroční růst spotřebitelských cen v dubnu vzrostl na 2,5 % a byl tak o 0,4 p.b. vyšší, než předpokládala prognóza. Tato odchylka je důsledkem oproti prognóze vyššího růstu cen potravin, vyšších dopadů změn nepřímých daní, rychlejšího růstu regulovaných cen a vyšší korigované inflace bez pohonných hmot. Údaje z reálné ekonomiky naznačují riziko vyššího než očekávaného růstu HDP v 1. čtvrtletí 2007. Toto je potvrzováno i vývojem na trhu práce, kde došlo ke zrychlení růstu zaměstnanosti a poklesu míry nezaměstnanosti.

Po prezentaci situační zprávy přistoupila bankovní rada k diskusi rizik dubnové prognózy, se kterou je konzistentní **postupný růst úrokových sazeb**. Většina členů bankovní rady se shodla na tom, že **přestávají působit protiinflační rizika z minulosti**. V této souvislosti bylo argumentováno, že tato protiinflační rizika umožňovala udržet úrokové sazby pod jejich rovnovážnou úroveň, konec jejich působení znamená konvergenci současných úrokových sazeb k těmto měnověpoliticky neutrálním sazbám.

Proběhla diskuze o tom, zda se již začínají realizovat proinflační rizika prognózy spojená s vývojem domácí ekonomiky. Někteří členové bankovní rady byli toho názoru, že předpokládaný **vyšší růst HDP spolu s tlaky z trhu práce povedou k zesílení inflačních tlaků**, které se již částečně projeví ve vyšší inflaci v dubnu. Oproti tomu zazněl názor, že vysoký růst ve stavebnictví i v průmyslu může být důsledkem neobvykle dobrých klimatických podmínek v 1. čtvrtletí, které se nemusí opakovat. Oproti prognóze vyšší růst indexu spotřebitelských cen pak může být souběhem několika vlivů, které s měnovou politikou nesouvisí, jako jsou posuny sezónnosti cen potravin, posuny v časování dopadů zvýšení nepřímých daní a růstu regulovaných cen apod..

Bankovní rada diskutovala také údaje z trhu práce. Oproti prognóze poměrně výrazný pokles obecné míry nezaměstnanosti byl identifikován jako proinflační faktor, neboť může vést k vyššímu růstu mezd. Na druhou stranu byl však uveden přetrvávající protiinflační vliv nadále klesajících nominálních jednotkových mzdových nákladů v průmyslu a ve stavebnictví, k jejichž poklesu dochází především z důvodu rychlého růstu produktivity práce. V této souvislosti ovšem zazněl i názor, že některé strukturální

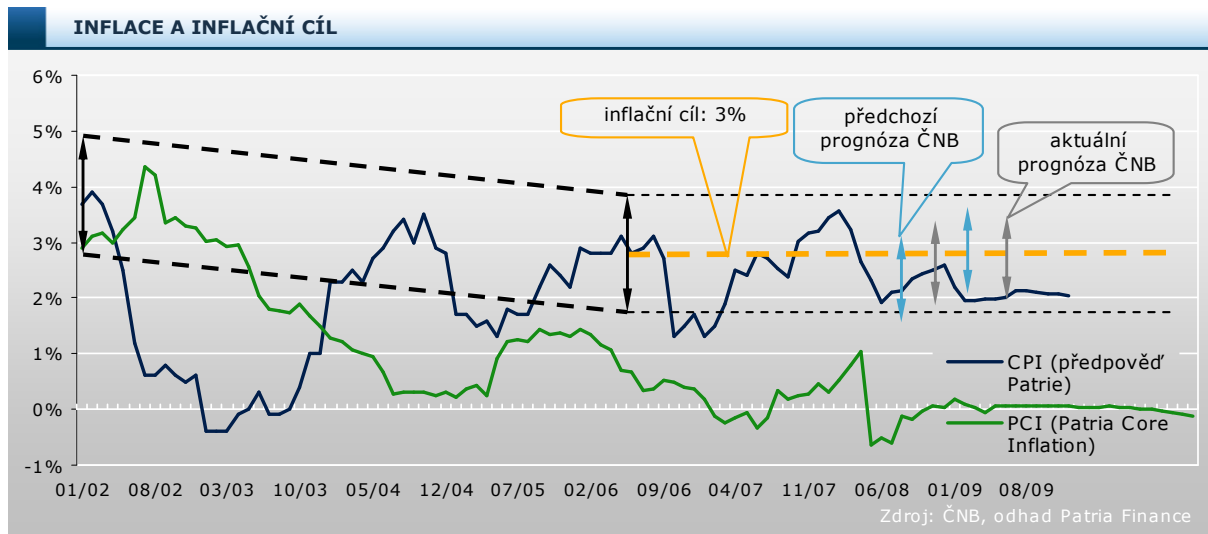
změny na trhu práce, například vyšší zapojení pracovních agentur, mohou vést k nahodnocení tohoto faktoru.

Ve světle dopadů do ekonomického růstu a inflace v ČR se bankovní rada zabývala rovněž zrychlením ekonomického růstu v eurozóně a souvisejícím přehodnocením zahraničního růstového výhledu. Bylo diskutováno rozložení tohoto dodatečného růstového impulsu mezi růst potencionálního produktu a cyklický vývoj. V této souvislosti bylo konstatováno, že zatím nejsou zřejmé proinflační dopady vyššího růstu HDP v eurozóně do ostatních ekonomických ukazatelů v tomto regionu (jádrová inflace, mzdy, příjmy obyvatelstva). Oproti tomu zazněl argument, že vyšší růst HDP v zahraničí povede ke zvýšení zahraničních úrokových sazeb a tedy ke zvýšení úrokového diferenciálu, který pak může ovlivnit toky kapitálu a vést ke znehodnocení kurzu koruny či jeho setrvání na slabší úrovni oproti prognóze. Zároveň ale zazněly obavy, že **by zvýšení úrokových sazeb ČNB mohlo znamenat opětovné nastartování trendu apreciacie kurzu české koruny**. Členové bankovní rady se nicméně shodli na tom, že posun rizik prognózy souvisí spíše s domácími, než se zahraničními ekonomickými faktory.

Bankovní rada diskutovala rovněž nejistoty související s nastavením fiskální politiky. Bylo uvedeno, že plánovaná reforma veřejných financí by zřejmě vedle dopadů zvyšování nepřímých daní vedla také ke zpomalení poptávkových inflačních impulzů. Diskuze byla věnována rovněž nákladovým faktorům inflace, které souvisejí se zvýšeným výhledem cen ropy a s vyšším než očekávaným indexem cen průmyslových výrobců. Dle některých členů bankovní rady je současný vývoj cen ropy dán jednorázovými vlivy, které není vhodné přeceňovat. Na druhou stranu se však již projevují nákladové tlaky i u dalších nákladových cen v indexu cen výrobců.

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB zvýšit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 2,75 % s účinností od 1.června 2007. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu zvýšit diskontní a lombardní sazbu na 1,75 %, respektive 3,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali tři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny. V souladu s Jednácím řádem bankovní rady v případě rovnosti hlasů rozhoduje hlas předsedajícího.

Zapsal Michal Hlaváček, poradce bankovní rady



ČESKÁ EKONOMIKA: ZÁKLADNÍ DATA

Česká republika: Základní makroekonomická 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	2817	2994	3220	816	I.-III. '07	3534
HDP, mld. USD, běžné ceny	61,8	75,3	91,3	123,2	125,0	142,4	37,5	I.-III. '07	168,9
HDP, reálný růst, %	2,5	1,9	3,6	4,6	6,5	6,4	6,1	I.-III. '07	5,6
Průmyslová výroba, reálný růst, %	6,7	1,9	5,5	9,6	6,7	11,2	14,0	IV. '07	9,9
Stavební výroba, reálný růst, %	9,6	2,5	8,9	9,7	4,2	6,6	17,6	IV. '07	7,6
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	4,5	3,0	4,9	2,5	4,0	6,4	8,1	IV. '07	7,4
Míra nezaměstnanosti, konec obd., % ³	8,9	9,8	10,3	9,5	8,9	7,7	6,4	V. '07	6,6
Spotřebitelské ceny, prům. růst, %	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,2	posl. 12 měs.	2,4
Spotřebitelské ceny, konec obd., %	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	2,4	V. '07	3,2
Ceny prům. výrobců, prům. růst, %	2,9	-0,5	-0,3	5,7	3,1	1,6	2,8	posl. 12 měs.	4,0
Ceny prům. výrobců, konec obd., %	0,8	-0,7	0,9	7,7	-0,3	2,6	4,1	V. '07	4,7
Růst průměrné mzdy, %	8,5	7,3	6,6	6,6	5,3	6,4	7,8	I.-III. '07	8,6
Běžný účet, mld. Kč	-124	-136	-161	-147	-49	-100	13	I.-III. '07	-126
v % HDP	-5,3	-5,5	-6,2	-5,2	-1,6	-3,1	-3,2	posl. 12 měs.	-3,6
Obchodní bilance, mld. Kč, cel. stat.	-117	-71	-70	-13	59	68	3,0	IV. '07	59
Bilance služeb, mld. Kč, plat.bil.	58,0	21,9	13,2	16,6	36,5	34,6	5,3	I.-III. '07	34,0
Finanční účet, mld. Kč, plat. bil.	173	348	157	177	155	112	-14	I.-III. '07	100
v % HDP	7,3	14,1	6,1	6,3	5,2	3,5	3,3	posl. 12 měs.	2,8
Přímé zahr. investice v ČR, mld. Kč	215	278	59	128	279	135	30	I.-III. '07	183
v % HDP	9,1	11,3	2,3	4,5	9,3	4,2	4,5	posl. 12 měs.	5,2
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	53	52	54	52	XII. '06	47
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	31,4	V. '07	33,0
v měsících dovozu zboží a služeb	4,1	6,1	5,5	4,4	4,1	3,7	4,3	V. '07	3,0
Státní rozpočet, mld. CZK, vč. důch. účt	-64,3	-45,5	-106,5	-69,0	-61,1	-97,3	-26,0	V. '07	-91,3
Deficit veřejného sektoru*, v % HDP	-5,7	-6,8	-6,6	-2,9	-3,5	-2,9	-2,9	XII. '06	-4,1
Státní dluh, mld. CZK	345	396	493	593	691	803	812	III. '07	903
v % HDP	14,7	16,1	19,1	21,0	23,1	24,9	24,9	III. '07	25,5
Růst peněžní zásoby, konec obd., %	13,0	3,5	6,9	4,4	8,0	8,1	11,4	IV. '07	8,8
2-týdenní repo sazba, konec obd., %	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	2,75	V. '07	3,00
3M PRIBOR, prům. za obd., %	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01	2,30	2,76	V. '07	2,92
3M PRIBOR, konec obd., %	4,62	2,59	2,09	2,56	2,17	2,55	2,84	V. '07	3,33
CZK/EUR, prům. za obd.	34,1	30,8	31,8	30,7	29,8	28,3	28,23	V. '07	28,0
CZK/EUR, konec obd.	32,0	31,6	32,4	30,5	29,0	28,0	28,34	V. '07	27,7
CZK/USD, průměr za obd.	38,0	32,7	28,2	22,9	24,0	22,6	20,89	V. '07	20,9
CZK/USD, konec obd.	36,3	30,1	25,7	22,4	24,6	21,7	21,12	V. '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 spoluvodoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- nemá s emitentem uzavřeno 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 pojišťovacím společnostem.

© 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.