

Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	1,6	3,3	3,3
Maďarsko	1,1	2,7	2,5
ČR	-0,9	2,6	2,4
Slovensko	0,9	2,7	3,0
Slovinsko	-1,1	1,0	1,0
SE	0,8	2,9	2,9
Rumunsko	3,5	3,5	3,5
Bulharsko	0,9	2,0	3,5
Chorvatsko	-0,9	-0,8	1,0
Srbsko	2,5	0,0	2,0
Bosna a Her.	1,9	0,0	3,5
Albánie	0,4	2,0	3,0
Kosovo	3,0	3,0	4,0
JVE	2,2	2,0	2,9
Rusko	1,3	-0,3	1,0
Ukrajina	0,0	-7,0	1,5
Bělorusko	0,9	0,5	1,5
SNS	1,2	-0,8	1,1
SVE	1,2	0,5	1,7
Turecko	4,1	3,5	4,0
Německo	0,5	1,8	2,5
eurozóna	-0,4	1,2	2,0
USA	1,9	2,5	3,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Oživení v Evropě se zadržává. ECB je odhodlána využít všechny dostupné prostředky na rozjetí úvěrování a probuzení inflace.
- Sílící ekonomika Velké Británie a USA může pomoci německému hospodářství vypořádat se s dopady rusko-ukrajinského konfliktu.
- Výkonnost české ekonomiky na počátku roku předčila očekávání. Růst ekonomiky čerpá ze všech zdrojů. Silné oživení zažívá segment malých a středních podniků.
- Letošní rok bude výjimečný ve vývoji vnějších ekonomických vztahů. Po čtvrté v řadě si obchodní bilance připsá nový rekord v přebytku a poprvé v historii ČR běžný účet platební bilance vykáže přebytek. Děkovat můžeme mimo jiné slabší koruně.
- Spotřebitelská inflace se trucovitě drží u dna. Vyšší spotřeba a pozvolné oživení růstu mezd nakonec inflaci povzbudí. Růst inflace bude ale pozvolnější, než jsme původně čekali.
- Kvůli nízké inflaci předpokládáme, že ČNB zruší současný režim kontroly kurzu ve čtvrtém čtvrtletí 2015. Spekulace na další oslabení koruny jsou zatím neospravedlnitelné.

Spotřebitelské ceny (prům.,mezir. %)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	0,9	0,4	2,3
Maďarsko	1,7	0,7	3,0
ČR	1,4	0,8	2,2
Slovensko	1,4	0,1	1,4
Slovinsko	1,8	1,8	2,0
SE	1,2	0,6	2,3
Rumunsko	4,0	1,9	3,0
Bulharsko	0,9	1,1	3,5
Chorvatsko	2,2	0,6	2,0
Srbsko	7,8	5,5	5,5
Bosna a Her.	-0,1	-0,3	2,5
Albánie	1,9	2,3	2,5
Kosovo	1,8	1,0	2,5
JVE	3,4	1,9	3,2
Rusko	6,8	6,7	5,3
Ukrajina	-0,2	11,3	9,0
Bělorusko	18,3	21,0	20,0
SNS	6,6	7,5	6,0
SVE	4,9	5,1	4,7
Turecko	7,5	8,5	7,4
Německo	1,6	1,0	2,0
eurozóna	1,4	0,7	1,3
USA	1,5	1,9	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Makroekonomická predikce	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	3 791	3 823	3 846	3 884	4 001	4 150
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,3	1,8	-0,9	-0,9	2,6	2,4
HDP na hlavu v EUR podle PPS	19 491	19 491	19 491	19 491	19 491	19 491
Průmyslová výroba, r/r %	10,1	6,9	-1,2	0,5	6,0	3,9
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let	7,0	6,7	6,8	7,7	7,5	7,4
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,8	3,4	3,4	0,9	2,1	3,5
PPI, r/r %, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,1	1,7
CPI, r/r % průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,8	2,2
CPI, r/r %, konec období	2,3	2,4	2,4	1,4	1,7	1,8
Saldo vládních financí, % HDP	-4,7	-3,2	-4,2	-1,5	-1,5	-2,5
Vládní dluh, % HDP	38,4	41,4	46,2	46,0	46,0	46,6
Obchodní bilance, mld. Kč	121,2	191,1	305,7	350,7	389,0	402,0
Běžný účet, % HDP	-3,9	-2,7	-1,3	-1,4	0,4	0,3
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,5	1,2	3,2	0,9	1,1	1,4
CZK/EUR, průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,3	27,1
CZK/USD, průměr	19,1	17,7	19,5	19,5	20,4	21,0
Reposazba ČNB, průměr	0,84	0,75	0,53	0,05	0,05	0,05
3M Pribor, průměr	1,31	1,19	1,00	0,49	0,35	0,33

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Ekonomický výzkum RB a.s.

SE = střední Evropa, JVE = jihovýchodní Evropa,
SNS = Společenství nezávislých států, SVE =
střední a východní Evropa

Vnější prostředí – Evropa zatím škobrtá

Národní měna/EUR (průměr)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	4,20	4,16	4,04
Maďarsko	297	308	319
ČR	26,0	27,3	27,1
Rumunsko	4,42	4,45	4,44
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,58	7,63	7,65
Srbsko	113	116	119
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	140	140
Kosovo	euro	euro	euro
Rusko	42,3	47,9	48,6
Ukrajina	10,8	14,7	14,8
Bělorusko	11 828	14 107	15 899
Turecko	2,53	2,85	2,70
USA	1,33	1,34	1,29

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	27. VII	IX-14	XII-14	III-15
Polsko	2,50	2,50	2,50	2,50
Maďarsko*	2,10	2,20	2,20	2,20
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	3,50	3,50	3,50	3,50
Rusko*	8,00	7,50	7,00	7,00
eurozóna	0,15	0,15	0,15	0,15
USA	0,25	0,25	0,25	0,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

10-letý výnos

země	27. VII	IX-14	XII-14	III-15
Polsko	3,22	3,60	3,90	4,30
Maďarsko	4,24	4,50	4,80	5,00
ČR	1,45	1,70	2,00	2,20
Chorvatsko	4,41	4,50	4,50	4,50
Rumunsko	4,04	4,65	4,95	5,35
Rusko	9,39	8,85	8,80	9,40
Turecko	8,64	9,00	9,50	9,70
Německo	1,13	1,50	1,80	2,00
USA	2,47	2,90	3,30	3,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Ekonomiky USA a Evropy na rozdíl od Velké Británie počátkem tohoto roku ztratily na tempu. Americká ekonomika dokonce v prvním čtvrtletí poklesla o 2,9 % anualizovaně. Jedná se o nejhorší výsledek za 5 let, který nebyl způsoben pouze nepříznivým počasím. Evropa zpomalila z 0,3% mezičtvrtletně ve čtvrtém čtvrtletí 2013 na 0,2% v prvním čtvrtletí 2014. Velká Británie naopak udržela své 0,8%-tní mezičtvrtletní tempo a mezitím zrychlila na 3,1%, tj. sedmileté maximum. Přestože americká ekonomika zpomalila, předstihové ukazatele se udržují na úrovních, které odpovídají růstu ekonomiky. Dokazuje to i nečekaně rychlý pokles nezaměstnanosti z březnových 6,7 % na červnových 6,1 %. Spotřebitelské inflace vzrostla na 2,1 %. Přesto z úst guvernéry Fedu J. Yellenové je znít opatrnost a obava před ukvapeným růstem sazeb. Na druhou stranu se ozývají hlasy i tzv. holubic z rady guvernérů Fedu, kteří se opatrně zmiňují o možnosti dřívějšího zvýšení sazeb v USA, než zatím sám Fed předpokládá (ne dříve než v polovině roku 2015). Uvidíme, jak přesvědčivá bude guvernerka a nakolik si prosadí svůj silný holubičí tón.

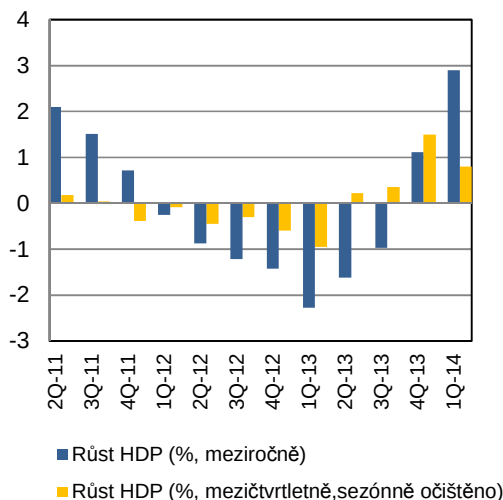
Díky výkonnosti britské ekonomiky a oživení místní inflace není pochyb, že **Bank of England** bude první významnou centrální bankou, která zvedne sazby již na konci letošního roku.

Opačné problémy má ale Evropská centrální banka. Ekonomiky eurozóny se spíše „rozcházejí“ (divergují), než že by se sblížovaly (konvergovaly). Inflace v průběhu druhého čtvrtletí zamířila nečekaně dolů k 0,5%. **ECB** se začala obávat deflace, a proto nakonec přistoupila ke snížení depozitní sazby na -0,10% a k zavedení cílených dlouhodobých refinančních operací. Jejich úkolem je rozhybat úvěrování především na periférii Evropy. Tentokrát si ECB pohlíká, aby uvolněná likvidita nebyla přesunuta do výše úročených státních dluhopisů periferních států Evropy ale do úvěrů nefinančním podnikům. Odhodlání ECB udělat pro úspěch tohoto opatření vše svědčí i zvýšení horní hranice pro objem prostředků v těchto operacích během jednoho měsíce ze 400 mld. EUR až na 1 000 mld. EUR. Navíc podle vlastních slov připravuje ECB i nákup cenných papírů typu ABS (asset backed securities) a dalších sekuritizovaných cenných papírů - nebo-li kvantitativní uvolnění ala Fed. Na evropském trhu jich ale není mnoho - necelých 700 mld. EUR dohromady. Účinnost takového kroku bude tedy spíše symbolická. Kroky ECB se podle našeho názoru projeví spíše až v roce 2015. Do září má evropský bankovní sektor dost práce s regulátorem a jeho kontrolou kvality aktiv. Banky musí také projít stress testy. Pokud úspěšně projdou, mohou se vrhnout do oněch nových dlouhodobých refinančních operací, pokud o ně bude mezi podniky zájem. Dříve ne.

Ekonomika eurozóny ale vzpruhu potřebuje. Německo je výrazněji než ostatní země zasažené ukrajinsko-ruským konfliktem. Nálada mezi místními podnikateli se mírně zhoršuje a případné další sankce zaměřené na širší sektory ruské ekonomiky mohou německou ekonomiku výrazněji zbrzdít (a s ní i celou Evropu). Mohl by se (i když z jiného důvodu) opakovat scénář recese z let 2012 a 2013. Nadějí je sílící britská ekonomika, konec velkých fiskálních škrtů v Evropě a oživení v USA. Německá ekonomika již na začátku evropské krize prokázala svoji schopnost rychle změnit kormidlo svého zahraničního obchodu z vnitřního trhu na trhy rozvojové – nyní by se obrátila zpátky na „západ“ a dovnitř na selektivně oživující se Evropu. Navíc s oslabením čínské ekonomiky to nevypadá tak zle, jak se na začátku roku zdálo a to díky mini stimulům zaměřeným hlavně na podporu infrastrukturních investic.

Růst ekonomiky – skvělý přelom roku ale co dál?

Růst ekonomiky

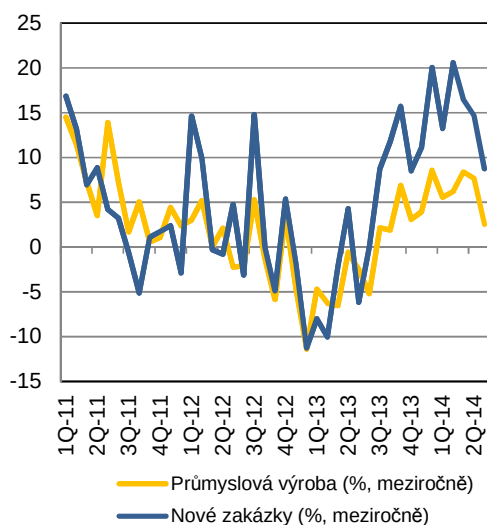


Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Růst české ekonomiky v prvním čtvrtletí 2014 o 0,8% mezičtvrtletně a 2,9 % meziročně překvapil na všech frontách. Jedná se o nejvyšší meziroční přírůstek od 1Q 2011 a zároveň nejvyšší čtvrtletní úroveň produktu (měřeno ve stálých cenách) od roku 2008. Tržní odhady ani předběžný odhad Českého statistického úřadu s takovým přírůstkem nepočítal (první odhad ČSÚ byl z 0 % č/č zrevidován na 0,4 % a nakonec až na 0,8 % č/č). Obávaný mezičtvrtletní pokles hrubého domácího produktu kvůli předzásobením se cigaretami a nákupní horečkou vyvolanou jednorázovým oslabením koruny v listopadu 2014 se nekonal. Naopak ekonomika rostla na široce rozložených základech: od vývozu přes spotřebu domácností i vlády až po investice. K růstu produkce nejvíce přispěl průmysl následovaný obchodem, veřejnými službami, službami v oblasti nemovitostí. Z mínusu se také dostalo stavebnictví. Podle ČSÚ byl překvapivě silný růst české ekonomiky na počátku roku podpořen neobvykle silným růstem malých a středních firem. Květnová data za průmysl nebo předstihové ukazatele jako index nákupních manažerů naznačují zpomalení tempa růstu ekonomiky ve 2Q 2014. Celoroční růst ekonomiky očekáváme letos okolo 2,6 %. Hlavním rizikem pro náš scénář je výraznější ochabnutí růstu v Německu a dalších klíčových zemích Evropy a přistoupení Evropy k tvrdým ekonomickým sankcím proti Rusku.

Průmysl do dubna nabíral na tempu

Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Průmysl v ČR až do dubna nabíral na tempu. V květnu pak radikálně zpomalil z dubnových 8,9 % (po sezónním očištění) na květnových 5,1% meziročně. Bez očištění bylo zpomalení ještě výraznější: z 7,7% v dubnu na 2,5% v květnu. Podle našeho názoru za květnovým zpomalením stojí několik jednorázových faktorů: dva květnové svátky, které připadly na čtvrtek a vybízely tak k pátečnímu volnu a náběh výroby novým modelů kolínské TPCA. Zpomalení růstu německého průmyslu (v dubnu i květnu na 1,3 % r/r) a zastavení růstu českého indexu nákupních manažerů naznačují, že i český průmysl může „zařadit“ nižší rychlost. Nových průmyslových zakázek bylo jen o necelých 9% více než loni – to je nejnižší přírůstek od loňského října 2013. Zakázek ubylo hlavně od domácích firem – zakázky ze zahraničí si naopak stále drží více než 10%-tní tempo. K růstu průmyslu stále nejvíce přispívá výroba aut a autodílů, ale od dubna nejrychleji roste výroba počítačů, telefonů a jejich komponent. Naopak pod loňskou úroveň produkce se pohybuje stále např. tisk nahraných nosičů a oděvů. S ohledem na zpomalení růstu průmyslu v Evropě a poklesu místních předstihových indikátorů z letošních maxim očekáváme po zbytek roku zvolnění tempa růstu průmyslové výroby – celoroční výsledek odhadujeme na cca 6 % v průměru.

Stavebnictví se letos vzpamatovává z dlouhé krize. Meziroční růst stavebnictví, který sledujeme od konce loňského roku, není ještě úplným oživením, spíše koncem propadu. Stavebních povolení je pořád méně než loni. Oživení na realitním trhu se v květnu projevilo ve výrazném růstu počtu zahájených staveb bytových domů. Opravy silnic a dálnic a inženýrské stavby obecně byly jedinou kategorií stavebnictví, která v květnu rostla. Po pětiměsíčním růstu pozemní stavitelství v květnu kleslo. Stavebnictví čeká na velké státní zakázky, které ještě letos kvůli zanedbané projektové přípravě nebudou. Na příští rok je ale plánováno navýšení výdajů na infrastrukturu, a tak by se mohlo i stavitelství začít „blýskat na lepší časy.“ Po třech letech v mínusu letos očekáváme ve stavebnictví malé plus.

Trh práce – pomalé křísení

Podíl nezaměstnaných v populaci mezi 15 - 65 lety poklesl v červnu na 7,4 % z květnových 7,5 %. Jedná se o nejnižší míru nezaměstnanosti od prosince 2012. Tento pokles se čekal a byl do velké míry dán sezónními faktory. Ale nejen těmi - na trhu práce je již vidět pozitivní efekt oživení české ekonomiky, které se promítá zejména do růstu volných pracovních míst. Počet volných pracovních míst se už od dubna pohybuje na pětiletém maximu. V nejbližších měsících se míra nezaměstnanosti pravděpodobně mírně zvedne kvůli přílivu nových absolventů na trh práce. Výraznější pokles nezaměstnanosti k hranici 7 % čekáme ve druhé polovině tohoto roku. Za celý rok 2014 čekáme pokles míry nezaměstnanosti na 7,6 % v průměru oproti 7,7 % v roce 2013.

Vedle klesající nezaměstnanosti i začínající růst mezd vylepšuje příjmovou situaci českých domácností. V prvním čtvrtletí 2014 vzrostla **průměrná mzda** v ČR o 3,3 % na 24 806 Kč. I když se jedná o nejvyšší růst mezd od 4Q 2009, je tento výsledek do značné míry dán velmi nízkou srovnávací základnou z 1Q 2013, kdy kvůli daňovým změnám se odměny výjimečně vyplácely už na konci 2012. Letos se vyplácení odměn přesunulo zpátky na začátek nového roku. Nicméně i po zohlednění „statisticky nafouknutého“ růstu mezd jsme svědky pozvolného oživení růstu mezd. Nicméně i podprůměrný růst mezd (pro letošek odhadujeme něco přes 2 %) v kombinaci s nízkou spotřebitelskou inflací zvýší po dvou letech poklesu reálnou kupní sílu domácností. V roce 2015 počítáme s dalším a to výraznějším růstem mezd, neboť plánované zvýšení platů státních zaměstnanců o 3,5% potáhne mzdy i v soukromém sektoru výš.

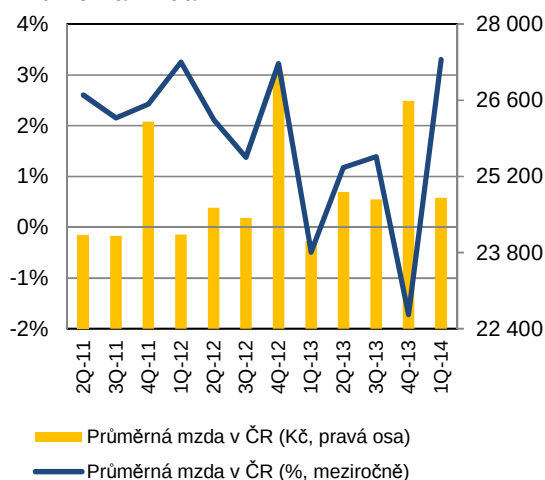
Jednotkové mzdové náklady – významná nákladová položka produkce – se po poklesech v posledních dvou čtvrtletí roku 2013 opět obrátily do plusu. S oživením ekonomiky očekáváme další růst, který by ze současných pomalých temp okolo 2-3 % mohl zrychlit v roce 2015 přes 3 % ročně. To by mělo pomoci probudit zatím spící inflaci.

Inflace – spotřebitelská inflace tvrdošíjně u dna

Spotřebitelská inflace ne a ne se odrazit ode dna. Na místo toho v červnu poklesla na nové cyklické dno (0 % meziročně, tj. minimum od října 2009). V květnu ceny ještě meziročně rostly o 0,4 %. Inflaci dolů táhne nyní především sezónní pokles cen potravin (především brambor). Obecně platí, že inflační tlaky v ekonomice chybí. Ze zahraničí si dovážíme stále nižší a nižší inflaci (např. inflace v Německu v červnu zpomalila na 1%). Nebýt listopadové intervence ČNB, spotřebitelská inflace by se v ČR pohybovala stejně jako v Maďarsku, Chorvatsku či Slovensku v mínusu a to dokonce výraznějším než 0,3% meziročně (viz chorvatská inflace v červnu -0,4 % meziročně). Ačkoliv se na sčítání efektů oslabení koruny ještě brzy, lze už pozorovat její první dopady. Oslabení koruny se hned na konci roku 2013 projevilo ve zdražení pohonných hmot. Následovalo zvýšení cen dovážených potravin (nyní ale převálcované sezónním zlevněním). Dražší jsou i oděvy a obuv. Nicméně počínaje červencem by se měla začít inflace pomalu zvedat přinejmenším kvůli efektu nízké srovnávací základny. Své by mohly sehrát i vyšší ceny rekreací v důsledku oslabení koruny, které se zatím příliš nezvýšily. Postupně by se také měla přidat poptávková inflace v důsledku oživující ekonomiky. Podle našich odhadů, ale průsak vyšší poptávky a klesající nezaměstnanosti do inflace bude pozvolnější, než tomu bylo v předchozích dekádách (v ekonomické hantýrce to znamená, že Phillipsova křivka je plošší). Ke konci roku odhadujeme, že se inflace vyšplhá na 1,7 % r/r. Průměrná míra inflace by za letošní rok měla činit 0,8 %, příští rok pak 2,2 %.

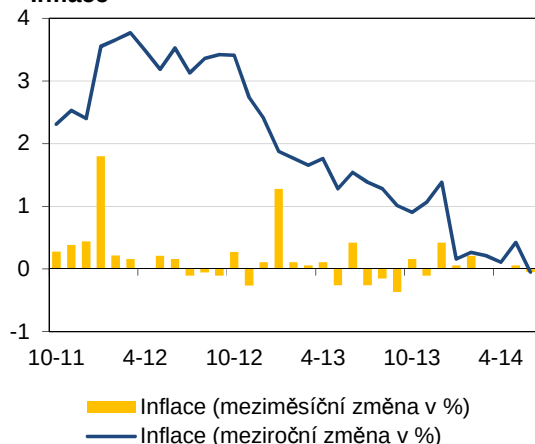
Ceny průmyslových výrobců zůstaly celé druhé čtvrtletí beze změny. V porovnání s loňským rokem se jejich propad snížil v červnu na 0,2 % z březnových 0,8%. Oslabení koruny se pokradmu rozlívá i do dalších odvětví výroby – k prvotnímu zdražení aut, mlékárenských výrobků, masa, textilu, kovodělných výrobků, dřeva a papíru se přidává koks a ropa, plasty a chemické výrobky. Nebýt tedy poklesu cen energií na začátku roku, nákladová inflace by byla v plusu. Za normálních okolností bychom pokles nákladové inflace přivítali, ale v současném nízko inflačním prostředí se jedná o negativní jev. Nákladová

Průměrná mzda



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Inflace

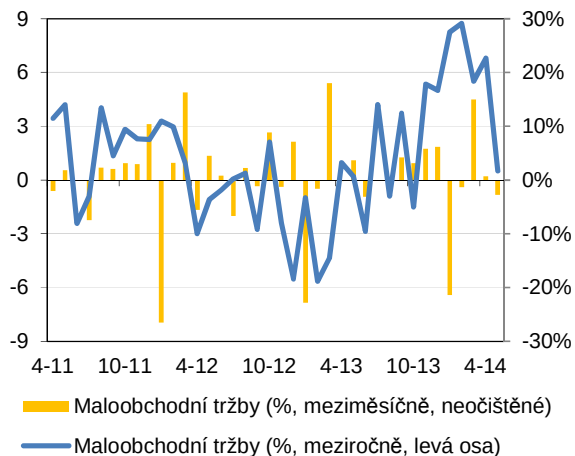


Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

inflace stále zůstává utlumená. Do kladných hodnot by se měla výrobní inflace přehoupnout znatelně až v příštím roce a to zejména kvůli efektu vysoké srovnávací základny.

Nebýt sezónního poklesu **cen zemědělských výrobců** v červnu, ceny v zemědělství by už pomalu mířily ze spodu k nule. Nahoru je táhnou především ceny mléka, vepřového, ryb, ovoce a teď i vajec (vejce vloni počátkem roku výrazně zdražily a proto jejich ceny letos v meziročním srovnání výrazně klesaly). Stejně jako v minulé Strategii předpokládáme, že se ceny ve druhé polovině letošního roku dostanou nad loňskou úroveň (pro růst cen hraje i nízká srovnávací základna z loňského druhého pololetí). Ceny potravin proto mohou později v průběhu roku také zdražit. Samozřejmě bude záležet mimo jiné i na vývoji nákladů zpracovatelů, distribučních nákladech a vývoji obchodních marží. S očekávaným oživením poptávky pravděpodobně porostou i obchodní marže.

Maloobchod

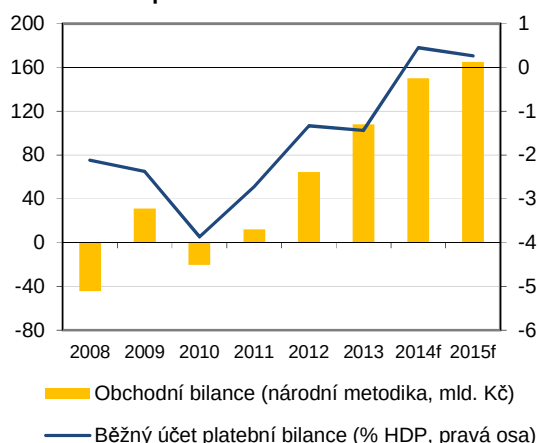


Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Maloobchod – zatím klesá a roste s prodejem aut

Maloobchodní tržby po lednovém a únorovém růstu o více než 7 % meziročně v dalších měsících zpomalily k 5-6 procentům. V květnu dokonce klesly o 0,6% (nejhorší výsledek od října 2013). I po sezónním očištění o nižší počet pracovních dní činil květnový přírůstek jen 1,1 % meziročně. Co statistika ale neumí zohlednit, jsou dva svátky (1. a 8. května), které připadly tentokrát na čtvrtek. Rodiny využily volné čtvrtky a vyrazily na prodloužený víkend. Dva pátky, které jsou na tržby bohaté (hlavně u potravin), tak ochudily obchodníky o velký počet zákazníků. Podle mého názoru slabé květnové tržby neznamenají, že maloobchod znovu oslabuje. Efekt „brzkého jara“, který dříve než obvykle zvýšil tržby za prodej zahradních potřeb a zahrádkářského vybavení, vyprchal. Naopak tržby za nábytek, domácí potřeby, elektroniku, oděvy, obuv, telefony, počítače, kulturu a sport dál rostou. O prodej přes internet je stále větší a větší zájem. Naopak prodeje na trzích ve stáncích, alespoň podle oficiální statistiky, trvale klesají. Pozvolna rostoucí spotřebitelská důvěra, klesající nezaměstnanost a slibný růst mezd dávají prostor pro další růst tržeb, i když asi ne tak vysokým tempem jako zpočátku roku. Otázkou je, jak dlouho budou ještě růst prodeje aut. Květnový propad tržeb autosalónů byl výjimečný možná kvůli květnovým svátkům (registrace aut v červnu opět rostly vysokým tempem). Nicméně postupný ústup z dvouciferných meziročních růstů ve druhé půlce roku by nás neměl překvapit. Bez ohledu na květnové zpomalení růstu tržeb, lze stále hovořit o solidním oživení spotřeby domácností. To vytváří pevný základ pro vyvážený ekonomický růst založený jak na domácí spotřebě tak vývozu. Letos počítáme s růstem tržeb v maloobchodu v průměru o cca 2%. Oživení bude pokračovat i v roce 2015 (+4,1% meziročně po očištění o růst cen). Inflace, která by brzdila růst spotřeby, se zatím skrývá za dalekým obzorem.

Obchodní a platební bilance



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Vnější rovnováha – kde všude je znát slabší koruna?

Ke konci května 2014 činil **přebytek obchodní bilance** v národním pojetí 82,3 miliard korun - o 20,0 miliard korun lepší výsledek než loni. Od začátku roku stoupl vývoz o 14% meziročně a dovoz o 13%. Poslední květnový výsledek ale zaostal za očekáváním. Dva květnové svátky, které tentokrát připadly na čtvrtek, a vybízely tudíž ke vzetí volna na oba pátky, se projeví nižší aktivitou jak ve výrobě, tak i v zahraničním obchodu či maloobchodu. Stále platí, že zahraničnímu obchodu ČR kralují autodily a auta. A ty právě stály za polovinou celého květnového výpadku ve vývozu. Kromě autodílů a aut se nám daří vyvážet počítače a jejich komponenty, elektrická zařízení, přístroje a spotřebiče (jako např. mobily, televize, rádia, elektrické dráty...). Na druhou stranu dovážíme stále více dopravních prostředků, strojů a zařízení, což naznačuje pokračující investiční aktivitu domácích firem. Z nižšího květnového přebytku bych nečinila žádné vážné závěry. Dost možná nyní čelíme přechodnému utlumení růstu, jak naznačují některé předstihové ukazatele (např. PMI, nebo průmysl a průmyslové objednávky v Německu). Věříme ale, že ve druhé polovině letošního roku dojde opět ke zrychlení oživení v Evropě. Navíc USA a Velké Británii se stále daří. Letošní rok bude už čtvrtý v pořadí, který si pravděpodobně připsá nový rekord v přebytku obchodní bilance. Letos očekáváme přebytek v přeshraniční metodice přes 380 miliard korun

(10% HDP), v národní metodice +150 miliard (3,7 % HDP). Pokud oživení v Evropě a jinde neochabne, i rok 2015 přinese další rekord.

Kurz koruny

	27. VII	IX-14	XII-14	III-15
EUR/CZK	27,5	27,3	27,2	27,2
USD/CZK	20,4	20,7	20,9	20,9

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Běžný účet platební bilance skončil v květnu nečekaně v 9 miliardovém přebytku. Zatímco duben překvapil hloubkou deficitu, květen naopak výší přebytku. Od počátku roku je **běžný účet v přebytku +70 miliard korun** – v porovnání s loňskými prvními pěti měsíci jde o viditelné zlepšení (+5,6 miliard). Stručně řečeno, není nač si stěžovat. Obchodní bilance je od začátku roku každý měsíc ve více než 23 miliardovém přebytku a přebytek v bilanci služeb je o skoro 8 miliard vyšší než loni. I odliv dividend a podílů na zisku zdaleka nedosahuje loňských úrovní (97,4 mld. Kč 1-5/2014 vs 109,9 mld. Kč 1-5/2013). Ke květnovému přebytku navíc přispěly i vyplacené EU fondy v objemu 8,3 miliard korun. V průběhu posledních měsíců přibýlo i přímých zahraničních investic (a to ještě ani nepočítáme se schválenou investicí korejského Nexenu). Kromě toho je více zisků znovu v ČR investováno (tzv. reinvestice). Zdá se, že **slabší koruna zvýšila zájem zahraničních investorů o ČR**. Víťaný dopad oslabení koruny, o kterém se mnoho nemluví. Portoliové investice už druhý měsíc v řadě (květen a duben) vykazují kvůli vysokým cenám dluhopisů a pro investory příliš úzkým českém akciovém trhu odliv prostředků z ČR. Domácí investoři hledají zajímavější příležitosti v zahraničí a české dluhopisy ani akcie nejsou příliš atraktivní. Příznivý vývoj v platební bilanci od počátku roku nám dává dost důvěry věřit **v první přebytek běžného účtu platební bilance v historii ČR**. Toto vše jsou příznivé zprávy, na které by měna, kdyby nebyla „zamrznutá“, měla reagovat posílením.

Devizové rezervy ČR po listopadovém skoku způsobeném intervencemi ČNB proti koruně dál rostou a to na nová historická maxima okolo 1185,7 miliard korun (43,2 miliardy eur). Během prvním šesti měsíců tohoto roku vzrostly o téměř 45 miliard korun. Důvodem je příznivý vývoj v platební bilanci. **Devizové rezervy nyní pokrývají pětíměsíční dovoz** – obvykle to bylo 3-4 měsíce. Také zahraniční zadluženost se vyvíjí velmi příznivě – během prvního čtvrtletí 2014 klesla z 57 % HDP na necelých 55 % a to díky nižším zahraničním závazkům soukromého sektoru (vládní zahraniční dluh mírně rostl). Méně jsme dlužili zahraničním bankám, obchodním partnerům či investorům. Míra krytí zahraničního dluhu nebyla nikdy lepší - více než 50% veškerých zahraničních závazků je kryto devizovými rezervami.

Sazby peněžního trhu ČR (bid)

PRIBID	27. VII	IX-14	XII-14	III-15
1M	0,03	0,05	0,05	0,05
3M	0,04	0,10	0,10	0,10
6M	0,06	0,10	0,20	0,30
12M	0,16	0,30	0,30	0,30

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Měnová politika – bezvětrí

Měnová politika České národní banky (ČNB) zažívá dlouhé období *status quo*. Klíčová sazba (2W repo sazba) je na technické nule (0,05%) a kurz koruny zastropován proti posilování přes hladinu 27 korun za euro. Trh napíná uší, kdykoliv někdo z centrálních bankéřů se zmíní o načasování konce současného režimu kontroly kurzu koruny. Výjimkou nejsou ani občas se objevující spekulace nad možností dalšího oslabení koruny. Podle našeho názoru jsou tyto spekulace zatím bezpředmětné. Inflace sice klesla na nulu, ale domácí ekonomika nabírá na tempu (dokonce rychleji než sama ČNB předpovídala) a spotřeba domácností se oživuje. Mzdy začínají pozvolna oživovat. I úvěrová aktivita firem oživuje. Deflační spirála ala Japonsko české ekonomice nehrozí. Rizikem je samozřejmě vývoj v Evropě – podle našeho názoru je ale Evropská centrální banka (ECB) ochotna udělat cokoliv, aby rozhýbala úvěrování a probudila inflaci. Efekty politiky ECB nebudou vidět hned, ale třeba až v průběhu 2015. Čím úspěšnější bude ECB v boji proti ekonomické stagnaci a klesající inflaci, tím větší šanci máme na opuštění současného kurzového režimu CZK v průběhu roku 2015. Šance na oživení české inflace se také v průběhu posledních třech měsíců posunuly až do roku 2015. A proto s ohledem na naše propočty, které říkají, že každá odchylka inflace od naší prognózy o jednu desetinku procentního bodu odsouvá konec režimu CZK o jeden měsíc, jsme museli změnit naši prognózu. Technicky nám podle naší inflační prognózy vychází opuštění režimu někdy na polovinu 2015. S ohledem na období letních dovolených předpokládáme, že k opuštění režimu může dojít někdy do listopadu 2015. Centrální bankéři budou chtít mít jistotu, že inflace je udržitelně vytlačena do blízkosti inflačního cíle. V žádném případě nechtějí akci proti koruně znovu opakovat. Raději si proto počkají na novou, tedy listopadovou prognózu, která jim potvrdí oživení inflace. S ohledem na posun konce režimu kurzu jsme i posunuli první očekávané zvýšení repo sazby a to na počátek roku 2016. Nutno ještě dodat, že výstup ze současného režimu

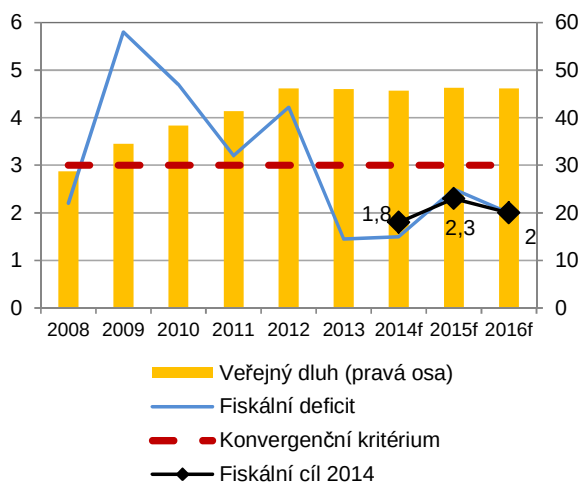
Výnosy státních dluhopisů ČR

	27. VII	IX-14	XII-14	III-15
2 roky	0,27	0,30	0,30	0,50
5 let	0,60	0,70	0,90	1,00
10 let	1,45	1,70	2,00	2,20
15 let	2,10	2,40	2,60	2,80

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

kontrolu kurzu koruny nebude snadný. Ani Švýcarům se to zatím nepodařilo... Trh může začít dopředu spekulovat na posílení koruny přes hranici 27 korun za euro, a čím více se bude snažit centrální banka transparentně signalizovat výstup z režimu, tím intenzivnější tlaky na posílení budou – každý bude chtít projít bránou jako první. ČNB čeká nelehké období řízení měnové politiky slovy a signály.

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)

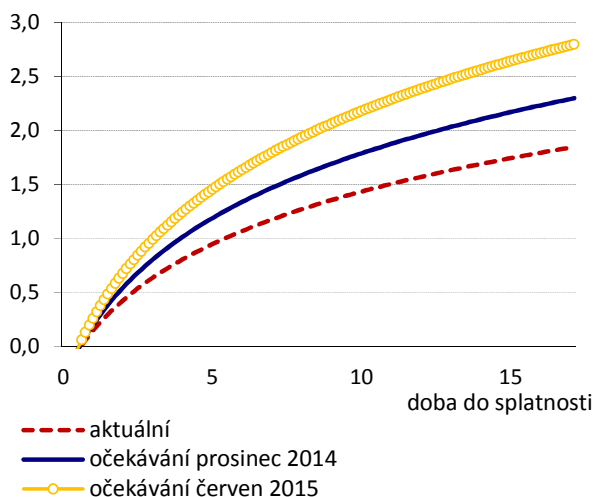


Zdroj: ČSÚ Ministerstvo financí ČR, RB a.s.

Veřejné finance – plní se pokladna, investice zaostávají

Oživení ekonomiky plní státní kasu – na konci června činil výsledek +1,5 miliardy korun, vloni za stejné období -31,5 miliard korun. S vyšší spotřebou roste výběr spotřebních daní, ale zvyšuje se i výběr daně z příjmu právnických osob. I sociální dávky jsou mírně pod plánem – mimo jiné i díky klesající nezaměstnanosti. Do ČR také přiteklo už 84 miliard korun z EU, o 9 miliard více než loni. Jen vládní investice stále zaostávají za plánem (v červnu činily necelých 40% celoročního rozpočtu). To samozřejmě postihuje nejvíce stavebnictví. Vláda nyní podporuje růst ekonomiky především přes spotřebu. V roce 2015 by se měla rozjet i investiční aktivita vlády. Letošní rozpočet celého vládního sektoru směřuje k deficitu pod 100 miliard korun (k cca 1,5 % HDP). Vládní dluh zůstane podle našich odhadů na 46 % HDP. V roce 2015 nás opět čekají úpravy daní – legislativním procesem prochází např. návrh na zavedení třetí 10%tní sazby DPH na knihy, léky a speciální dětskou výživu. Navrhuje se také zavedení druhé sazby z daně příjmu fyzických osob, která by měla nahradit dosavadní tzv. solidární daň na úrovni 7 %. Rozpočtové plány současné vlády mohou vést ke zvýšení vládního schodku v roce 2015 zpátky nad 2 % HDP. Strukturální saldo rozpočtu, které ukazuje, jak se vyvíjí rozpočet bez ohledu na vývoj ekonomiky, míří zpátky k hlubším deficitům přes 1% HDP. Jinými slovy vláda spoléhá, že růst ekonomiky pomůže plnit státní pokladu a vládě dostát svým předvolebním slibům. Opozice naopak usiluje o omezení rozpočtového uvolnění zavedením fiskálních pravidel v podobě tzv. fiskální brzdy.

Výnosová křivka (% p.a.)



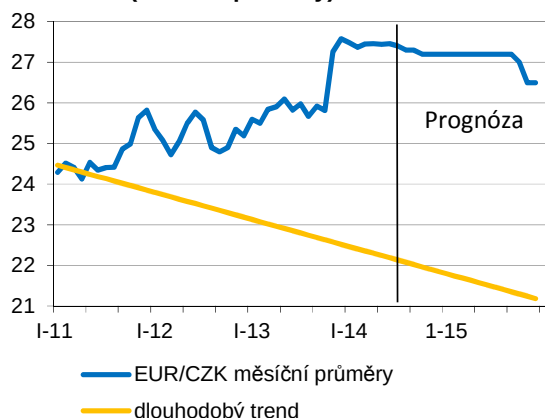
Finanční trh – dluhopisové výnosy na hlubším dně

Českým vládním dluhopisům se ve druhém čtvrtletí opět dařilo, když u dluhopisů s delšími dobami do splatnosti došlo k dalšímu poklesu výnosů. Výnos českého vládního dluhopisu se splatností 10 let klesl od března do počátku července z 2,2 % na 1,5 %. Bylo to způsobeno z části poklesem výnosů německých protějšků, za kterým lze vidět neinflační vývoj v eurozóně a následné kroky ECB včetně opětovného zájmu o tzv. jisté investice („safe haven“). Druhou částí příběhu je také snížení „spreadu“ mezi německými a českými vládními dluhopisy. K tomu rovněž přispělo prostředí „nulové“ inflace v ČR a také oproti očekávání lepší vývoj českých veřejných financí, když vládní deficit dle posledních informací dosáhl v roce 2013 pouze 1,5 % HDP, zatímco konsenzus odhadů činil 2,8 %.

Pro letošní rok je ministerstvo financí v pohodlné situaci. Ekonomika roste výrazně rychleji, což se odrazí ve vyšším výběru daní. V polovině roku již ministerstvo přitom vydalo kolem 60 % pro letošek plánovaných korunových dluhopisů. Vzhledem k tomu, že do budoucna počítáme s pokračováním expanze evropské i české ekonomiky, čekáme pozvolný růst výnosů vládních dluhopisů ČR. Nicméně vzhledem k výše uvedenému pro následující čtvrtletí žádný výraznější obrát nečekáme a naše doporučení pro české vládní dluhopisy je i nadále DRŽET.

Koruna – čeká, co bude

EUR/CZK (měsíční průměry)



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Pokles inflace k nule a odsunutí konce režimu samotnou Českou národní bankou na druhé čtvrtletí 2015 posunulo kurz koruny o pár haléřů k cca 27,45 za euro. Trh ale obecně vnímá korunu jako podhodnocenou a po opuštění režimu očekává návrat posilování (i když asi pozvolnější než v předchozí dekádě). Proto také spekulace na další oslabení koruny, které se tu a tam objeví, se nesetkají s větší reakcí trhu. Z důvodu změny naší prognózy ve smyslu pomalejšího nástupu oživení inflace jsme změnilí načasování konce současného režimu kurzu. Sama inflační prognóza naznačuje sice konec už v polovině roku 2015, ale ze „strategických důvodů“ (letních dovolených) očekáváme konec režimu kontroly kurzu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 (podrobnější komentář viz kapitola měnová politika). Do té doby čekáme slabou fluktuaci kolem současných hodnot. Později s oživením inflace by koruna měla postupně posilovat ke 27,20 za euro (cíl pro konec roku 2014 a první polovinu 2015). Rizikem tohoto scénáře je samozřejmě další pokles inflace nebo jen její slabé oživení. Každá odchylka inflace od naší prognózy v rozsahu jednoho procentního bodu oddaluje konec režimu o jeden měsíc.

Vývoj amerického dolaru se od května vyvíjí v souladu s naší prognózou a oslabuje vůči euru. Česká měna proto vůči dolaru ztrácí – na začátku července stojí dolar už 20,40. V průběhu druhé poloviny letošního roku očekáváme další oslabení koruny vůči dolaru. Dřívější zvýšení sazeb americkou centrální bankou může posílení amerického dolaru urychlit – zatím naši vídeňští kolegové počítají s posílením amerického dolaru vůči euru pod hladinu 1,30 až ve druhém čtvrtletí 2015.

Helena Horská hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.
+420 234 401 413, +420 725 526 678

Raiffeisenbank a.s.*Banka inspirovaná klienty*

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček: <http://www.rb.cz/o-bance/kontakt/>**Firemní bankovníctví**

Velké firmy: Barbara Tutass 23 44 01 362

Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512

Firmy - region Praha: Petr Mariáš 724 557 548

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka 602 172 573

Projektové financování

Tomáš Gürtler 23 44 01 215

Jan Rýdl 23 44 01 133

Martin Hofmeister 23 44 01 330

Renata Dlesková 23 44 01 857

Strukturované financování

Karel Vlasák 23 44 01 308

Private Banking

Petr Vitásek 23 44 01 437

Richard Tykal 23 44 01 735

Roman Randák 23 44 01 636

Petra Chaloupková 23 44 01 565

Lenka Malátová 23 44 01 643

Petr Mašek 23 44 01 995

Marko Stojanić 23 44 01 522

Alexandra Hřebíková 23 44 01 120

Petr Nimeřický 23 44 01 855

Jakub Hlaváček 23 44 01 831

Pavel Ráž 23 44 01 574

Jakub Šoltys 23 44 01 844

David Žák 23 44 01 637

Veronika Kosínková 23 44 01 572

Ivana Jakubcová 51 75 45 040

Tomáš Crhák 51 75 45 041

Vít Richterek 57 15 45 042

Ivo Stavěl 58 52 06 931

Radovan Křen 59 61 28 868

Petr Váně 59 69 66 432

Faktoring

Petr Bútora 23 44 01 925

Financování obchodu

Miloš Večeřa 23 44 01 110

Martin Maar 23 44 01 455

Treasury – Trading

Vít Brdlík 23 44 01 145

Treasury – Sales

Pavel Křivonožka 23 44 05 995

Žaneta Chudá 23 44 01 195

Michal Michalov 23 44 01 830

Martin Bárta 23 44 05 510

Pavel Křištof 23 44 05 907

Jakub Skotnica 23 44 04 050

Oldřich Synovec 23 44 01 146

Milan Fischer 23 44 05 357

Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

Veronika Michlová 23 44 01 775

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák 23 44 01 481

Petra Drncová 23 44 01 461

Kateřina Škutová 23 44 01 877

Treasury – Equity

Richard Skácel 23 44 01 827

Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Treasury – Investiční strategie

Aleš Michl 23 44 01 718

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Michal Brožka 23 44 01 498

Václav Franče 23 44 01 729

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 27. července 2014, 12:00h.

Publikace byla vydána 30. července 2014.



UPOZORNĚNÍ

Raiffeisenbank a.s. v souladu s právními předpisy, zejména Vyhláškou č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení („Vyhláška“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetím osobám. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů „Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně investičních nástrojů, finančních produktů nebo jiných investic musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech. Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

Raiffeisenbank a.s. (dále jen „RB“) a Raiffeisen Bank International AG, Rakousko (dále jen „RBI“) pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací. Platné stupně investičních doporučení a jejich historii naleznete (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam_doporučení.pdf).

Investoři do investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu uvolnění informací. Informace mohou být aktualizovány v budoucnu bez povinnosti změny tohoto dokumentu.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker_01.pdf) nebo na webu RBI (<http://www.raiffeisenresearch.at/specialcompensation>), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni podle celkové ziskovosti RB nebo RBI (mimo jiné), která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Zóny obsahující vnitřní informace jsou odděleny od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které zajišťují výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI, toto použití je však omezeno pouze nezbytně nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK) a Jersey (Channel Islands)

Dokumenty jsou schvalovány a vydávány RBI a RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority a The Prudential Services Authority. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji investičních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k investičním nástrojům nebo mohou vlastnit investiční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů. Reprezenční kancelář RBI v Jersey není regulována dohledovým orgánem Jersey Financial Services Commission a neposkytuje finanční služby v Jersey podle právního řádu Jersey.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dokument může být přímo poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, registrovaný obchodník v USA („RBIM“) a podléhá tak podmínkám níže stanoveným.

Výše zmíněný dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou nebo dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16th Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidružení k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny k datu tohoto dokumentu a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB anebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB anebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovné ani nevýslovné záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Investiční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi, přímo ani nepřímo v USA nebo USA občanům (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“), s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej investičního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Raiffeisenbank a.s. uvádí, že úplnou informaci podle vyhlášky č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení lze nalézt na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker_01.pdf. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

