

Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	3,3	3,5	3,4
Maďarsko	3,6	2,5	2,5
ČR	2,0	2,4	3,0
Slovensko	2,4	2,5	3,0
Slovinsko	2,6	2,0	2,0
SE	3,0	3,0	3,1
Rumunsko	2,9	3,0	3,0
Bulharsko	1,7	1,2	2,1
Chorvatsko	-0,4	0,0	1,0
Srbsko	-1,8	0,0	2,5
Bosna a Her.	0,5	2,5	3,0
Albánie	2,0	3,0	4,0
Kosovo	0,5	2,0	3,0
JVE	1,5	1,9	2,6
Rusko	0,6	-4,0	0,5
Ukrajina	-6,8	-5,5	0,5
Bělorusko	1,6	-2,0	1,0
SNS	0,1	-4,1	0,5
SVE	1,0	-1,5	1,4
Turecko	3,0	3,5	3,5
Německo	1,6	1,6	2,2
eurozóna	0,9	1,2	1,9
USA	2,4	3,2	3,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům., mezir. %)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	0,0	-0,4	1,3
Maďarsko	-0,2	0,1	2,7
ČR	0,4	0,2	1,7
Slovensko	-0,1	0,0	1,5
Slovinsko	0,2	0,1	1,2
SE	0,1	-0,1	1,6
Rumunsko	1,1	1,0	2,4
Bulharsko	-1,4	-0,1	2,2
Chorvatsko	-0,2	0,2	1,4
Srbsko	2,9	2,0	4,0
Bosna a Her.	-0,9	1,5	2,5
Albánie	1,6	1,8	2,8
Kosovo	0,4	0,5	2,0
JVE	0,7	0,9	2,4
Rusko	7,8	16,5	11,0
Ukrajina	12,1	35,0	25,0
Bělorusko	18,1	20,0	18,0
SNS	8,5	18,0	12,3
SVE	5,4	11,3	8,4
Turecko	8,9	6,5	6,0
Německo	0,9	0,0	2,6
eurozóna	0,4	0,1	1,4
USA	1,7	0,0	3,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

SE = střední Evropa, JVE = jihovýchodní Evropa,

SNS = Společenství nezávislých států, SVE =

střední a východní Evropa

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Kvantitativní uvolňování Evropskou centrální bankou hýbe trhem. Řecko hraje s evropskými institucemi ruskou ruletu.
- Trh váhá, kdy americká centrální banka začne zvedat sazby. Už v létě nebo až na podzim?
- Euro výrazně oslabilo. Oslabí ještě?
- Česká ekonomika těží z vyrovnaného růstu, který táhnou nejvíce investice a následně spotřeba jak domácností, tak vlády. Růstu nyní kraluje domácí poptávka.
- Inflace se drží těsně nad nulou. Co s inflací udělá případný další pokles cen ropy, se dočtete na straně 4.
- Česká měna nezvykle volatilní. Pokud inflace znovu zamíří dolů, koruna oslabí. Budeme si USD kupovat za 28 korun?
- Konec kurzového závazku čekáme na konci roku 2016.
- Posunutí kurzového závazku ČNB? Snížení sazeb do mínusu? Co se musí stát, aby k tomu došlo? Více se dozvíte na straně 6.
- Veřejné finance – dluh se loni usadil pod 43 % HDP. Přitom deficit vládního sektoru vzrostl na 2 % HDP. Jak je to možné? Vysvětlení hledejte na straně 7.
- Klesající výnosy dluhopisových benchmarků eurozóny s sebou stahují i výnosy alternativních dluhopisů. V horizontu jednoho roku proto čekáme jen velmi pozvolný nárůst vládních dluhopisových výnosů ČR.

Makroekonomická predikce	2011	2012	2013	2014	2015f	2016f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 020	4 048	4 086	4 267	4 413	4 613
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,0	-0,7	-0,7	2,0	2,4	3,0
HDP na hlavu v EUR podle PPS	21 581	21 805	21 919	22 766	23 528	24 578
Průmyslová výroba, r/r %	5,9	-0,8	-0,1	4,9	4,6	4,9
Podíl nezaměstnaní / populace 15-64 let	6,7	6,8	7,7	7,7	7,0	6,8
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,5	3,2	1,0	2,9	3,6	4,8
PPI, r/r %, průměr	5,6	2,1	0,8	-0,8	-2,6	1,9
CPI, r/r %, průměr	1,9	3,3	1,4	0,4	0,2	1,7
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,4	1,4	0,1	1,0	1,6
Saldo vládních financí, % HDP	-2,9	-2,1	0,7	-0,1	0,0	0,0
Vládní dluh, % HDP	41,0	45,5	45,7	42,6	42,2	41,8
Obchodní bilance, mld. Kč	12,0	64,4	108,0	155,2	179,1	200,2
Běžný účet, % HDP	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	0,6	0,6
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	1,2	3,0	-0,2	3,1	2,4	1,8
CZK/EUR, průměr	24,6	25,1	26,0	27,5	27,6	27,3
CZK/USD, průměr	17,7	19,5	19,5	20,7	26,6	26,5
Reposazba ČNB, průměr	0,75	0,53	0,05	0,05	0,05	0,10
3M Pribor, průměr	1,19	1,00	0,49	0,36	0,28	0,39

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

Vnější prostředí – silný dolar

Začátek letošního roku byl jednoznačně ve znamení posilujícího amerického dolaru (USD) a nízkých cen ropy. Trhy rovněž šokoval náhlý konec intervenčního režimu švýcarské centrální banky. Výsledkem bylo raketové posílení švýcarského franku (CHF) pod paritu vůči euru z původního limitu 1,20 za euro. Na východě od nás se krizová situace na Ukrajině dál nevyostřovala (o uklidnění či vyřešení krize ale hovořit ještě nelze). Díky tomu se vývoj ruského rublu (RUB) v průběhu prvního čtvrtletí 2015 stabilizoval a přesto, že ruská centrální banka mezitím ve dvou krocích snížila klíčovou úrokovou sazbu ze 17 % na 14 %, rubl proti euru posílil o více než 10 %.

Změny se také děly na evropském kontinentu. Evropská centrální banka (ECB) pod tlakem klesající inflace a nepříliš úspěšné snahy povzbudit úvěrovou aktivitu v eurozóně přes cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO) a nákupy sekuritizovaných dluhopisů a cenných papírů zajištěných aktivy zahájila nakonec 9.března 2015 nákup státních dluhopisů členských zemí eurozóny s cílem nakoupit každý měsíc 60 miliard eur a do září 2016 celkem až 1100 miliard aktiv (z toho 836 miliard státních dluhopisů). Z prvních dostupných údajů je zřejmé, že se ECB podařilo nastartovat růst její bilance (v březnu o 116 miliard na 2250,8 miliard eur). V úvěrové činnosti bankovního sektoru to zatím sice vidět není, ale lze doufat, že s oživením investic v eurozóně poroste i poptávka po úvěrech. A proč by investice měly začít růst? Předstihové indikátory včetně indexu nákupních manažerů PMI nebo německého IFO indexu signalizují „restart“ ekonomik. Velkou vzpruhou pro vybrané ekonomiky eurozóny je slábnoucí euro, které vůči koši ostatních měn oslabilo během posledních tří měsíců o více než 10%. Slábnoucí euro má šanci podpořit vývozně orientované ekonomiky (Německo na prvním místě) a ve druhém kole i země orientované na vnitřní trh eurozóny, který díky vývozcům půjde také nahoru. Podle RBI by letos neměla klesat žádná ze zemí eurozóny. To neplatí ale pro inflaci, která kvůli stále nízké ceně ropy a jen pozvolna rostoucí spotřebě zůstane v některých zemích ještě v mínusu.

Kromě plánovaného **kvantitativního uvolňování ECB** proti euru působí i očekávaná „normalizace“ úrokových sazeb americkou centrální bankou Fedem. Ačkoliv se trh nemůže shodnout, zda-li první zvýšení sazeb v USA přijde už v červnu nebo až v září 2015 a jak razantní bude, je zřejmé, že sazby v USA porostou, zatímco v eurozóně zůstanou nízké. **Americký dolar (USD)** tak dostane výraznou výhodu vůči euru a tudíž i prostor pro další zisky. Euru neprosívá ani „ruleta“, kterou s evropskými věřiteli hraje Řecko při jednání o podmínkách splácení dluhů. Řecko zatím předložilo plány, které by klíčové věřitele uspokojilo. Hotovost Řecku dochází a místní banky jsou závislé na záchranné likviditě od ECB. Selský rozum Řecku velí sklápnout paty a vyhovět věřitelům. Některé reformy, které se po Řecku žádají (omezení daňových úniků, rozbití oligarchických struktur, privatizace), mohou spolu s dalším snížením nákladů na dluh a prodloužením splátek odvrátit skutečný bankrot.

Zatímco Fed bude dle očekávání sazby zvyšovat už letos, britská centrální banka je zdrženlivější a zvedat sazby začne až v roce 2016. Japonská centrální banka zatím netrpělivě čeká, kdy se konečně dostaví oživení inflace a růstu. Trh mezitím spekuluje nad možností dalšího rozšíření kvantitativního uvolňování. RBI předpovídá další oslabení **japonského jenu** vůči USD. **Britská libra** před parlamentními volbami v březnu oslabovala vůči euru. Po volbách by měla ale začít znovu posilovat. **Švýcarský frank** se drží nad paritou vůči euru. Negativní dopad prudkého posílení CHF se do 6-9 měsíců projeví v ekonomice. To může brzdit tlak na posilování CHF. Navíc představitelé vlády i centrální banky nepodporují silnější frank. **Ruský rubl** zůstává pod vlivem politiky Kremlu. Pokud by o jeho kurzu měly rozhodovat jen ekonomické faktory, rubl kvůli očekávanému dalšímu snižování sazeb ruskou centrální bankou a přetrvávajícím nízkým cenám ropy bude výhledově oslabovat. K prudkému oslabení by už dojít nemělo, pokud se konflikt na Ukrajině nevyostří.

Ropa Brent přestala v březnu zlevňovat, ale z důvodu stále vysokého přebytku zásob a nastupující „letní sezóny“ čekáme, že cena černého zlata zůstane nízká. Zvýšení produkce ze strany Libye či uvolnění sankcí vůči Íránu může stlačit ceny ropy znovu níž. Výraznější růst k 70 dolarům za barel čekáme až ke konci roku.

EUR/Národní měna (průměr)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	4,19	4,18	4,08
Maďarsko	308,71	309,73	320,00
ČR	27,54	27,63	27,28
Rumunsko	4,44	4,44	4,40
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,63	7,66	7,69
Srbsko	117,27	122,37	125,75
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140,00	140,13	139,88
Rusko	51,04	67,16	73,21
Ukrajina	15,89	25,29	34,90
Bělorusko	13597,18	16263,00	19364,00
Turecko	2,90	2,70	2,80
USA	1,33	1,04	1,03

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	aktuální	VI-15	IX-15	XII-15
Polsko	1,55	1,65	1,70	1,75
Maďarsko	1,87	1,60	1,60	1,70
ČR	0,04	0,03	0,03	0,04
Chorvatsko	0,57	1,20	1,25	1,20
Rumunsko	1,02	1,10	1,30	1,40
Rusko	15,49	13,60	12,60	12,60
Turecko	10,25	9,50	9,40	9,00
eurozóna	0,01	0,05	0,05	0,05
USA	0,27	0,70	0,95	1,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

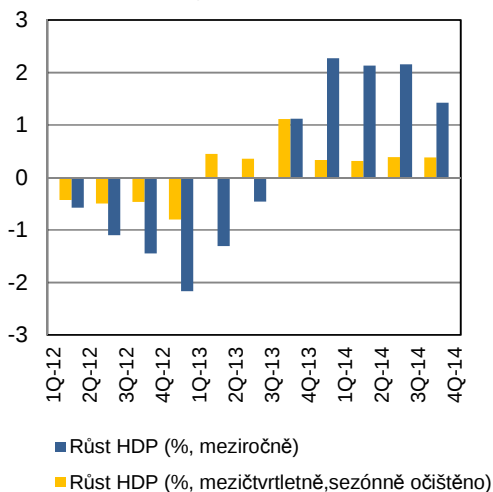
země	aktuální	VI-15	IX-15	XII-15
Polsko	2,3	2,5	2,5	2,6
Maďarsko	3,3	2,9	3,2	3,2
ČR	0,4	0,4	0,5	0,5
Rumunsko	3,2	2,9	3,0	3,2
Rusko*	11,0	12,8	12,2	12,1
Turecko	8,2	8,0	8,4	9,2
Německo	0,2	0,4	0,4	0,4
USA	1,9	2,4	2,5	2,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

*8 letý

Růst ekonomiky – opatrný postup výše

Růst ekonomiky

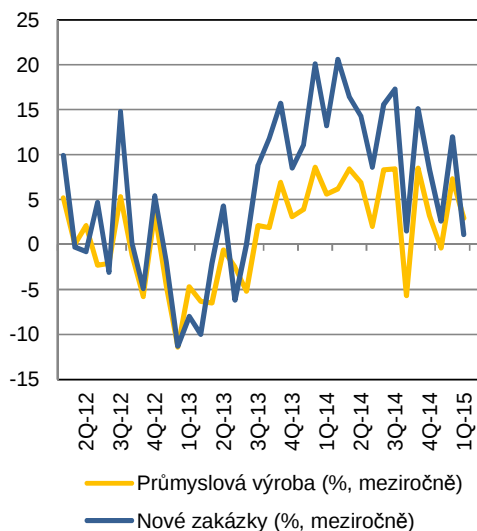


Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Česká ekonomika pokračuje v opatrném oživení. Ve třetím i čtvrtém kvartálu 2014 si připsala 0,4 %, zatímco v první polovině roku rostla 0,3% čtvrtletně. V meziročním srovnání si česká ekonomika za celý rok 2014 připsala 2 % po -0,7 % v roce 2013. Výrazné zpomalení růstu české ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí na 1,4 % meziročně z 2,2 % ve třetím čtvrtletí bylo způsobeno vysokou srovnávací základnou z loňského roku, která byla „nafouknuta“ výběrem spotřební daně spojeným s nevidaným předzásobením se cigaretami. Česká ekonomika těží z vyrovnaného růstu, který táhnou nejvíce investice a následně spotřeba jak domácností, tak vlády. Zatímco na začátku bylo oživení taženo především zahraničním obchodem, růstu nyní kraluje domácí poptávka. Přidaná hodnota před započtením daní se ke konci roku zvedla o celá 3 % ve stálých cenách. Jedná se o čtyřleté maximum. Na růstu se podílel především zpracovatelský průmysl, služby a veřejná správa. Signály, které přicházejí z Německa a které naznačují solidní oživení u našeho největšího obchodního partnera, jsou příslibem nového impulsu pro českou ekonomiku. Oživení zahraniční poptávky, růst investic a větší spotřeba vlády i domácností se postará od další, zatím ale mírné, zrychlení české ekonomiky na letošních 2,4 %. Nízká inflace a nízké ceny ropy v kombinaci s klesající nezaměstnaností udrží spotřebu domácností v růstu i navzdory riziku, že růst mezd zůstane i letos nízký.

I když se můžeme radovat, že česká ekonomika roste, na sousedy nemáme. Polsko, Maďarsko i Slovensko rostou rychleji. Ačkoliv tyto země nejspíš v rychlosti nepřestihneme, mělo by se nám letos podařit růst rychleji než Německu a průměru Evropy. Díky tomu bychom mohli obnovit pozvolnou konvergenci k ekonomické úrovni našich západních sousedů. Živější oživení Německa a zbytku Evropy může náš růst povzbudit výrazněji, než zatím čekáme. Naopak prudký nárůst cen ropy nebo obnovení konfliktu na Ukrajině může náš růst utlumit. Oživující se investice firem v ČR potřebují pro svůj další růst stabilitu a pozitivní výhled.

Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

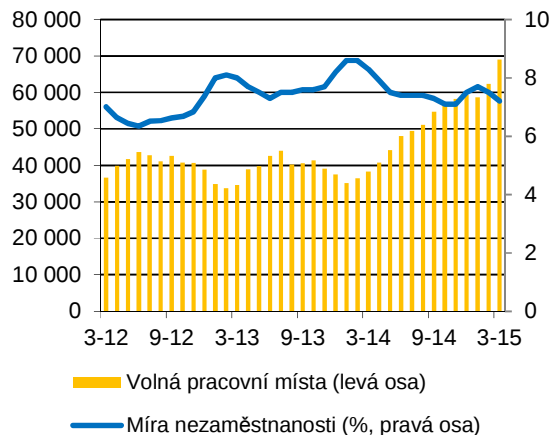
Průmysl se nadechuje k novému růstu

Český průmysl ke konci loňského roku zpomalil ve svém růstu. Po sezónním očištění se zvýšil v průměru o 4,1 % meziročně. V lednu i únoru se růst opět vrátil necelým 5 %. Růst průmyslu stále táhne především výroba aut a náhradních dílů. Naopak stále viditelně klesá těžba, produkce dřevozpracujícího průmyslu či tisk. Předstihové indikátory naznačují další růst průmyslu. Podle PMI může být dynamika v následujících třech měsících vyšší než ke konci roku, ale přírůstky z první poloviny roku těžko překonáme. Také statistika nových objednávek varuje před přílišným optimismem – jejich dynamika ke konci roku a počátkem 2015 oslabila. Automobilový průmysl nemá zatím o zakázky nouzi, ale i zde rostou zakázky pomaleji než v roce 2014. **V letošním roce průmyslová výroba dál poroste, ale o něco málo pomaleji než loni** (4,9 % vs. 4,6 % meziročně letos). Pokud evropské ekonomiky konečně zásluhou slabého eura vybědnou ze stagnace a začnou znovu růst, lépe bude i českému průmyslu. Proto nelze vyloučit, že ve druhé polovině roku začne český průmysl opět zrychlovat. Naopak neschopnost Evropy poprat se se stagnací či nepředvídatelné vyostření nějakého geopolitického konfliktu, může růst českého průmyslu přibrzdit. I letošní rok je plný neznámých...

Využití kapacit ve zpracovatelském průmyslu se trvale ale pozvolna zvyšuje. Už dvě čtvrtletí se drží nad hranicí 85%, tj. na maximu od 4Q 2008. Intenzivnější využití kapacit a vyhlídky dalšího růstu produkce vytváří prostor pro další růst investic v ČR.

Stavebnictví přes jednoznačné oživení v roce 2014 zůstává stále na dvou třetinách předkrizové úrovně. Příznivé teploty a rozjezd státních investic, který na sebe postupně nabalí i investice soukromé, dává stavebnictví šanci vybědnout už konečně z recese. S návratem na předkrizové úrovně to tak snadné ale nebude. Hodnota stavebních povolení ve druhé polovině roku a na začátku letošního nepřehoupla přes loňské hodnoty. Vyjma ledna 2015 ale

Nezaměstnanost a volná místa



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

rostla nová bytová výstavba. U nebytové výstavby je oživení stavebních povolení zatím nerovnoměrné. Hodnota a počet zakázek nicméně trvale od konce roku 2013 roste – nejvíce přibývá zakázek ze zahraničí, výrazný růst sledujeme i u zakázek od státu, které směřují hlavně do infrastruktury.

Trh práce – volných míst je hodně

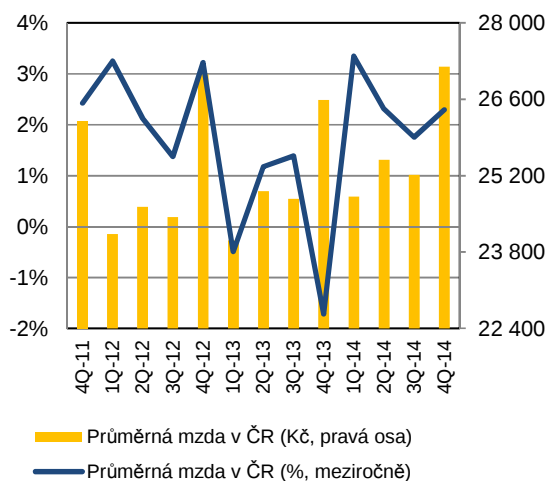
Na přelomu roku pravidelně roste počet nezaměstnaných převážně z důvodu ukončení sezónních prací ve službách, stavebnictví a zemědělství. **Tento rok je ale sezónní nárůst nezaměstnaných méně výrazný** – dílem příznivějšího počasí a dílem oživení poptávky po zaměstnancích. Míra nezaměstnanosti sezónně očištěná po řadu měsíců klesá a v březnu se dostala pod 7 %, zatímco sezónně neočištěná činila 7,2 %. Počet volných pracovních míst už překonal počátkem roku hranici 60 tisíc a v březnu vyšplhal až na 70 tisíc. Tak vysoký počet volných míst se nabízel naposledy koncem roku 2008. Tehdy ale míra nezaměstnanosti nedosahovala ani 5 %. Samozřejmě trh práce na oživení ekonomiky reaguje se značným zpožděním, takže bude chvíli trvat, než si nezaměstnaní ve větším počtu najdou novou práci. Nicméně na trhu práce se mohou také rozvírat nůžky mezi představou zaměstnanců a požadavky zaměstnavatelů. To by ale mohlo vést k nepříjemnému růstu dlouhodobější (strukturní) nezaměstnanosti. Když si porovnáme statistiku úřadů práce s výsledky anonymního **Výběrového šetření pracovních sil Českého statistického úřadu, které ukazují, že míra nezaměstnanosti na konci roku 2014 už klesla na šestileté minimum 5,7 %**, můžeme dojít ještě k jednomu závěru: buď na úřadech práce dramaticky narostl počet rekvalifikujících se nezaměstnaných nebo se výrazně zvýšil počet nemocných nezaměstnaných, kteří nemohou v obou případech do 14 dní nastoupit do práce. Ještě smutnější vysvětlení může být rostoucí míra zneužívání dávek v nezaměstnanosti. Nicméně díky pozvolnému oživení ekonomiky očekáváme v roce 2015 pokles nezaměstnanosti na 7 % z loňských 7,7 %. Na předkrizové úrovni pod 6% se ale ještě nedostaneme.

Růst průměrné reálné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zrychlil meziroční tempo na 1,8 % z 1,2 % ve třetím čtvrtletí. Inflace ve čtvrtém čtvrtletí činila 0,5 %, takže nominálně mzdy vzrostly o 2,3 % po 1,8% v předchozím čtvrtletí. Průměrná mzda meziročně vzrostla o 609 Kč na 27 200 Kč. Mzdy se dle očekávání zvyšovaly především ve veřejné sféře, kde meziroční nominální růst činil 3,8 %. Průměrná mzda je nyní v nepodnikatelské sféře o téměř 1800 Kč vyšší než v podnikatelské. Většinou náskok mzdy státních zaměstnanců dlouho nevydrží – mzdová náskok zvedne příjem i zaměstnancům v podnikatelském sektoru. Dalšímu růstu mezd nahrává i klesající nezaměstnanost a růst ekonomiky. Pro rok 2015 tak počítáme s mírným zrychlením růstu mezd na 2,8 % nominálně po 2,4 % v roce 2014. To však nejsou data, která by indikovala rychlé zvyšování inflace.

Inflace – oživení inflace zastavila levná ropa

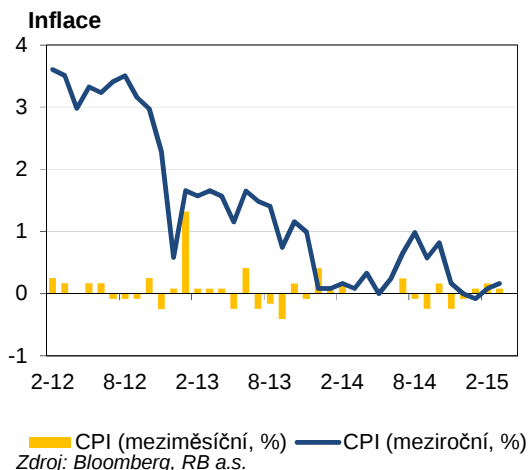
Spotřebitelská inflace se nestihla na konci loňského roku odrazit ode dna. Propad světových cen ropy stlačil českou inflaci zpátky do těsné blízkosti nuly. Ceny dopravy od loňského listopadu zpomalily růst spotřebitelských cen o cca 0,6 procentních bodů. Jinými slovy, nebýt levnější ropy a tedy i levnějších pohonných hmot inflace by se nyní pohybovala minimálně okolo 0,8 %. Není to ale jen ropa, co škrtí růst spotřebitelských cen. Potraviny jsou v průměru levnější, zdravotní služby také díky zrušení poplatků za recept a návštěvu u lékaře. Levněji telefonujeme a ušetříme i na nákupu mobilního přístroje. Naopak náklady na bydlení rostou. Kvůli vyšší spotřební dani zdražuje tabák. Slabá koruna se viditelně projevuje v cenách oděvů, obuvi a v nákladech na zahraniční dovolenou. Zavedení snížené 10%tní sazby DPH na vybrané zboží (léky, knihy a kojeneckou výživu) snížilo inflaci jen o 0,05% podle odhadu Českého statistického úřadu. Nic ale nenaznačuje, že by se v české ekonomice začala projevovat inflace tažená rostoucí poptávkou. Inflace se pravděpodobně bude i v dalších měsících zvyšovat jen velmi neochotně. Až do čtvrtého čtvrtletí čekáme inflaci pod 0,5 %. A pokud světové ceny ropy znovu poklesnou, nelze

Průměrná mzda



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

vyloučit zlevnění plynu pro české domácnosti na přelomu druhého a třetího čtvrtletí 2015. Inlace by pak zamířila na přechodnou dobu do mínusu.



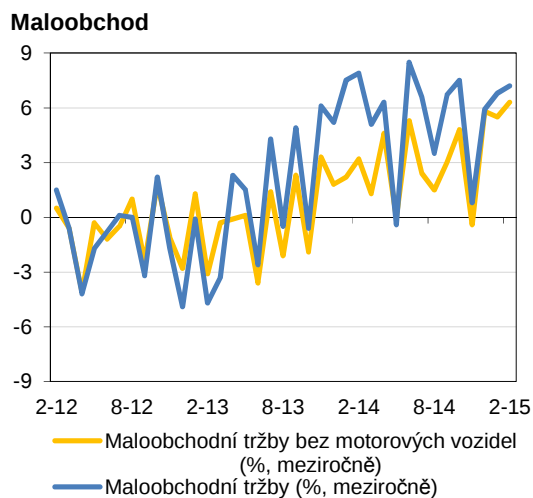
Propad cen ropy na světových trzích **prohloubil deflaci v cenách průmyslových výrobců**. Jejich ceny od prosince 2014 klesají o více než tři procenta v meziročním srovnání. Nebýt slábnoucí koruny vůči americkému dolaru, mohl být pokles ještě hlubší. Energie jsou dle statistik o téměř deset procent levnější. O více než třetinu klesly ceny koksu a rafinérských produktů. Chemická výroba je také o jednu pětinu levnější. Deflace ve výrobních cenách se netýká jen ČR – v EU klesly výrobní ceny v lednu o více než 4% v průměru. O následujícím vývoji cen průmyslových výrobců bude rozhodovat jak pohyb cen ropy, tak kurz koruny vůči dolaru. Případný další pokles ceny ropy bude oddalovat návrat růstu cen průmyslových výrobců. Slábnoucí koruna vůči dolaru bude nicméně ředit průsak nižších světových cen do cen českého průmyslu. Pro rok 2015 čekáme pokles cen průmyslových výrobců v průměru o -2,6 %.

Ceny tržních služeb či **ceny ve stavebnictví** se zatím drží nad nulou. Nicméně prudký pokles produkčních cen značně omezuje prostor pro jejich růst. Proto na počátku roku zaznamenáváme zpomalení už tak pomalého růstu, který nedosahuje ani 1 % meziročně.

Ceny zemědělských výrobců v ČR ke konci roku dál klesaly. Pokles táhne především rostlinná výroba, ale i živočišné produkty začaly zlevňovat. To je také důvod, proč ceny potravin na pultech obchodů přes rostoucí spotřebu nezdražují. Klesající ceny vstupů zvyšují marže potravinářského průmyslu a obchodníků s potravinami. Vývoj na světových trzích se zemědělskými komoditami nicméně naznačuje obrat klesajícího trendu.

Maloobchod – jedničkou je internet, oděvy ne

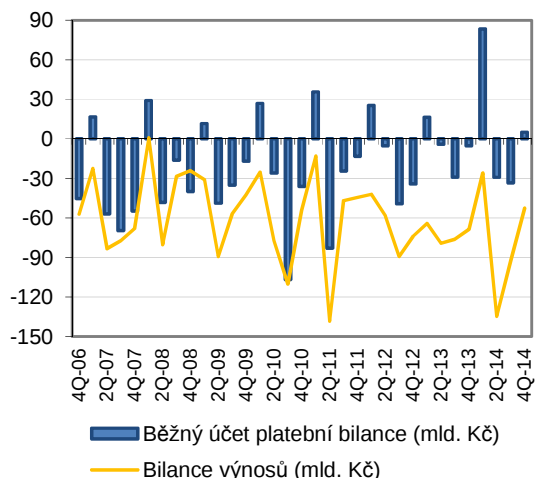
Důvěra lidí v ekonomiku se koncem roku výrazně zvýšila a i na začátku roku zůstává na osmiletých maximech. Růst tržeb v posledním čtvrtletí roku sice trochu zpomalil pod 5 % meziročně kvůli zvolnění růstu tržeb autosalónů, ale hned od začátku nového roku znovu zrychlil na 7 %. Jedničkou v růstu tržeb zůstává prodej přes internet následovaný prodejem počítačů a telefonů. Domácnosti také výrazně více utrácí za vybavení pro domácnost všeho druhu (nábytek, elektronika,...). Nízké ceny pohonných hmot lákají k častějšímu tankování a tržby čerpacích stanic proto rostou dvouciferným číslem. Naopak ani lednové výprodeje nepomohly prodejcům oděvů a obuvi. Jejich tržby po zohlednění růstu cen od začátku roku klesají. Celkově ale **nízká inflace, klesající nezaměstnanost a mírný růst mezd dává prostor pro další růst tržeb**. Bez zahrnutí aut čekáme, že letos se maloobchod zvýší o více než 3 % po 2,8 % v roce 2014. Tržby včetně prodeje aut naopak zpomalí z loňských 5,4 % ke zhruba 4 procentům. Loňský dvouciferný nárůst prodeje aut je totiž obecně těžké překonat.



Vnější rovnováha – zahraniční obchod vzkvétá

Zahraněční obchod ČR přes zpomalení oživení v Evropě a geopolitické konflikty dál čile překonává rekordy. V posledním čtvrtletí 2014 vyšplhal přebytek na 117 miliard korun, o 27,5 miliardy nad loňskou úroveň. Podobně vysoký bude nejspíš i přebytek za první čtvrtletí 2015. Vývozu, kterému se stále daří, vévodí i nadále osobní auta a náhradní díly. Nízké dovozní ceny ropy, plynu a jiných komodit pomáhají tlumit růst dovozu, který je tažen oživením ekonomiky. Vývoz do Ruska od zavedení sankcí v loňském létě setrvalé klesá - hodnota vývozu v národním pojetí se na počátku roku smrškla o třetinu v porovnání s předchozím rokem. Největší propad zaznamenal vývoz strojů a dopravních prostředků (téměř na polovinu) následovaný průmyslovým zbožím včetně textilu. I pro letošek čekáme rychlejší tempo exportu nežli importu a navýšení přebytku obchodní bilance k 180 miliard Kč z loňských více než 155 miliard Kč. Vývoj obchodní bilance zůstává příznivý a za běžných okolností by hovořil pro posilování české koruny.

Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Běžný účet platební bilance v roce 2014 vykázal poprvé v historii ČR přebytek a to hned ve výši 26 miliard korun (0,6 % HDP). Za tak skvělý výsledek vděčíme rekordně vysokému přebytku v bilanci zboží. Naopak bilance služeb se výrazně zhoršila především vlivem výrazného nárůstu výdajů za zahraniční finanční služby. Zpomalení odlivu dividend a ostatních výnosů z investic se ani po roce po intervenci proti koruně zatím nekoná (slabší koruna by měla teoreticky motivovat investory k re-investici zisků a ne k jejich převodu mimo ČR). Roční objem důchodů z přímých investic se přiblížil k hranici 300 miliard korun. Číslo z konce roku 2014 a ledna 2015 ale už signalizují pokles odlivu dividend. Na potvrzení klesajícího trendu si musíme ještě počkat. Zatímco běžný účet láme rekordy, smutný pohled nabízí finanční účet. Už třetí rok vykazuje deficit (tj. odliv prostředků). Ačkoliv přímé zahraniční investice se zásluhou reinvestic (nových investic moc není) loni vzchopily, velký objem peněz otekl z ekonomiky v podobě investic do zahraničních cenných papírů. Naopak vklady nerezidentů rostly a úvěry čerpané v zahraničí se splácely. Situace se dost radikálně změnila v lednu pod vlivem diskuse nad nákupem státních dluhopisů Evropskou centrální bankou. Tehdy zahraniční investoři nakoupili v lednu nezvykle vysoký objem českých dluhopisů (33,4 miliard korun). V letošním roce počítáme s dalším přebytkem běžného účtu. Varovný je klesající zájem zahraničních investorů o českou ekonomiku. ČR obchodovat umí, ale zahraniční investory už moc neláká. Málo zahraničních investic může zpomalit dlouhodobý růst české ekonomiky a její konvergenci k eurozóně.

Zahraněční zadluženost ČR se už dva roky drží okolo 66% HDP. Růst zadlužení tak drží tempo s růstem ekonomiky. Ačkoliv před 10 lety byla celková zadluženost vůči zahraničí pod úrovní 40 % HDP, není důvod se zatím obávat. S rostoucí intenzitou zapojení našich ekonomických subjektů do zahraničních odběratelsko-dodavatelských řetězců je přirozené, že dluh pozvolna roste. Vládní sektor se na zahraničním dluhu stabilně podílí cca 1/5.

Měnová politika – plnou silou brání kurzový závazek

Česká národní banka (ČNB) s rodičovskou trpělivostí ubezpečuje trh, že na konec kontroly kurzu koruny je příliš brzo. S novou únorovou prognózou centrální banka posunula možný konec kontroly kurzu koruny na konec roku 2016. Růst základní úrokové sazby by měl přijít až poté, počátkem 2017 (tj. 4 roky od jejího snížení na 0,05%). Na březnovém zasedání se guvernér Miroslav Singer nechal slyšet, že se zvyšuje riziko možného posunutí intervenční hranice na slabší úroveň kvůli přetrvávajícímu riziku nízké inflace. Ze zápisu z jednání vyplývá, že k posunutí hranice by mohlo dojít v situaci propadu spotřeby domácností, obnovení deflačních rizik a systematického poklesu inflačních očekávání. Nic ani v nejmenším zatím nehovoří ve prospěch těchto rizik. Inflace se naopak drží pár desetinek nad prognózou ČNB. Na druhou stranu nízká inflace v eurozóně, nedávné posilování české koruny vůči euru a nižší než předpokládaný růst mezd v ČR jsou hlavní protiinflační rizika. Oslabení koruny vůči USD nemá sílu kompenzovat zisky koruny vůči euru, protože vliv USD na domácí ceny je omezený (např. na oděvy, elektroniku a ropu). ČNB je podle vlastních slov ale připravena v letošním roce tolerovat dočasný pokles inflace k nule, nebo i lehce pod ní (viz možný pokles cen plynu pro domácnosti na přelomu 2Q a 3Q 2015). Velký otazník ještě visí nad dopadem nedávno zahájeného kvantitativního uvolňování Evropskou centrální bankou na růst a inflaci Eurozóny. Naše prognóza **počítá s koncem kontroly kurzu české koruny ke konci roku 2016**. Do té doby se podle našeho názoru kurzový závazek nezmění. To však neznamená, že by představitelé ČNB nemohli proti silnější koruně bojovat „siláckými“ slovy. Obrat v ekonomice a výrazný pokles inflace a inflačních očekávání by si mohl podle některých členů bankovní rady vyžádat i další nekonvenční opatření. Jaká, o tom zatím nikdo nemluví. V úvahu může přijít i záporná úroková sazba.

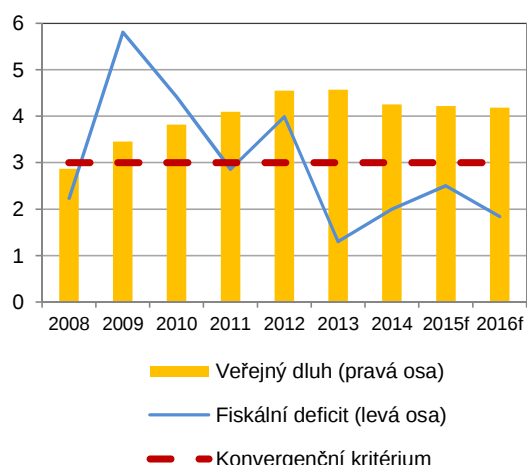
Sazby peněžního trhu ČR (bid)

PRIBID	aktuální	VI-15	IX-15	XII-15
1M	0,03	0,03	0,03	0,03
3M	0,04	0,03	0,03	0,04
6M	0,06	0,06	0,06	0,10
12M	0,12	0,13	0,13	0,15

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Veřejné finance – dluh se usadil pod 43 % HDP

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: MF ČR, RB a.s.

Podle aktuálních informací dluh českého vládního sektoru v roce 2014 klesl ze 45 % na 42,6 % HDP (o 23,6 miliardy korun). Jedná se o první pokles dluhu od roku 2008. Přitom schodek vládních rozpočtů činil 2 % HDP (tj. 85,3 miliardy) namísto 1,2 % v roce 2013. Že ta čísla nesedí? Sedí, protože ministerstvo financí se rozhodlo využít část hotovostních rezerv k financování chodu státu a vydalo velmi málo státních dluhopisů. Navíc ke snížení podílu vládního dluhu na HDP přispěl i růst ekonomiky (o 4,4 % v běžných cenách). **Vláda pro letošní rok počítá s deficitem veřejných financí ve výši 1,9 % HDP.** S ohledem na oživení ekonomiky to znamená, že vláda bude v absolutním vyjádření utrácet ještě více než loni. Letos se už ale nemůže spolehnout na jednorázové příjmy z aukce kmitočtů (výnos 8,5 miliard v roce 2014). Naopak do deficitu se započítá pronájem nadzvukových letadel JAS-39 Gripen (výdaj ve výši 10,5 mld. Kč). Přes rostoucí transfery obyvatelstvu (valorizace penzí, vyšší platy státních úředníků, nižší sazba DPH pro vybrané zboží) a vyšší investiční výdaje podpoří domácí spotřebu. Dluh vládního sektoru podle našich odhadů vzroste, ale ne výrazněji než ekonomika – proto podíl dluhu na HDP zůstane zhruba na loňské úrovni.

Měsíční plnění státního rozpočtu za první čtvrtletí 2015 zaostává za loňskými výsledky. Přebytek za první tři měsíce roku je o téměř 24 miliard nižší. Z velké části je to dáno vyššími výdaji a to nejen na spolufinancování EU fondů, ale také vyššími transfery municipalitám či domácnostem. Na výběru daní se podepisují neustálé změny spotřební daně z tabáku a výkyvy ve výběru DPH, které souvisely s neoprávněným zadržením vrátek z této daně. Naopak na daních z příjmů (především pak DPPO) se vesměs projevuje pozitivně pozvolný růst ekonomiky.

Finanční trh – dluhopisové výnosy na dně

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	VI-15	IX-15	XII-15
2 roky	-0,04	0,00	0,00	0,00
5 let	0,08	0,10	0,20	0,20
10 let	0,39	0,40	0,50	0,50
15 let	0,80	0,70	0,80	1,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy českých vládních dluhopisů byly počátkem roku stlačeny ještě níže kvantitativním uvolňováním ECB. ECB v této operaci sice nenakupuje přímo české vládní dluhopisy, ovšem klesající výnosy dluhopisových benchmarků eurozóny s sebou stahují i výnosy alternativních dluhopisů. Otázkou je, zda čekat významnější rozšíření spreadu mezi českými vládními dluhopisy a evropskými benchmarky. Pro významnější rozšíření ovšem nevidíme dostatek důvodů. Inflace se i v případě české ekonomiky bude dle naší prognózy zvyšovat velmi pomalu. Deficit vlády se sice v souvislosti s fiskální expanzí letos mírně navýší, ovšem vzhledem k očekávanému pokračování rozpouštění státních finančních rezerv bude letošní čistá emise dluhopisů téměř zanedbatelná. Čistá emise tak patrně vzroste do „obvyklých“ rozměrů teprve v roce 2016. V horizontu jednoho roku proto čekáme jen velmi pozvolný nárůst vládních dluhopisových výnosů ČR. Rizikem by byly obnovené spekulace na další oslabení koruny, ovšem tomu by naopak předcházela vývoj vyvolávající obavy z deflace, což je obecně pro dluhopisy příznivá zpráva.

Koruna je nezvykle živá

Kurz koruny

	aktuální	VI-15	IX-15	XII-15
EUR/CZK	27,5	27,8	27,6	27,6
USD/CZK	25,3	27,0	27,6	29,1

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Česká koruna od začátku roku poletuje nahoru a dolů mezi 27,20 a 28 za euro. Nejprve trh sázel na to, že Česká národní banka (ČNB) posune intervenční hranici ze současných 27 korun za euro na 28 ne-li víc a v zápětí vsřebával silná slova pana prezidenta Miloše Zemana o podpoře přijetí eura a volbě eurooptimistů do bankovní rady ČNB. Odhlédneme-li od nepředvídatelných prohlášení a nečekaných obrátů v politických konfliktech, tvrdá makro čísla nám napovídají, že kurz koruny se může vrátit tam, kde byl na začátku února a ne-li výš ke slabším hodnotám. Potvrzují to i nedávná slova guvernéra Miroslava Singera o tom, že roste pravděpodobnost posunutí kurzového závazku k slabším hodnotám kvůli přetrvávajícím rizikům velmi nízké inflace. A co koruna vůči americkému dolaru? Pokud americký dolar bude dál v průběhu roku posilovat, můžeme za jeden americký dolar zaplatit 28-29 korun českých.

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: <https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>**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
Soumar Radek	23 44 05 691
Renata Dlesková	23 44 01 857

Strukturované financování

Karel Vlasák	23 44 01 308
Martin Matoušek	23 44 01 545

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 Chvátalová	23 44 02 572
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
Ivan Džaja	23 44 05 453

Faktoring

Petr Bútora	23 44 01 925
Tomáš Filípek	23 44 02 946
Daniela Markalous	23 44 01 374
Pavla Jaroušková	23 44 05 498
Oldřich Šrůta	23 44 01 191

Financování obchodu

Miloš Večeřa	23 44 01 110
Martin Maar	23 44 01 455

Treasury – Trading

Ivan Prokop	23 44 01 826
Iva Bobeničová	23 44 01 316
Roman Fol	23 44 01 144
Jozef Božek	23 44 05 509
Milan Fajkus	23 44 01 821

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
Soňa Fenclová	23 44 01 346
Martin Skoumal	23 44 05 351
Josef Paroulek	23 44 01 250
Pavel Bors	23 44 01 885
Veronika Michlová	23 44 01 775

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák	23 44 01 481
Petra Drncová	23 44 01 461
Kateřina Kárníková	23 44 05 656
Jana Šebestíková	23 44 01 802
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

Jana Kůrečková	23 44 01 822
Jakub Hamr	23 44 01 868
Pavel Plánička	23 44 01 255
Barbora Celmanová	23 44 05 167
Jakub Fajfr	23 43 96 721
Marek Tichý	23 44 01 953

Ekonomický výzkum

Helena Horská	23 44 01 413
Michal Brožka	23 44 01 498
Daniela Milučká	23 44 05 685
Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 3. dubna 2015, 10:00h.

Publikace byla vydána 10. dubna 2015.

UPOZORNĚNÍ

Vydává: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4, Česká republika.

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 nezákládá 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_doporuceni.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.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 izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí 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 na nezbytné 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):

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. Tento dokument nezákládá 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. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK): Dokument je schvalován a vydáván 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. 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 jím být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezákládají 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.

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.

Zvláštní ustanovení týkající se USA a Kanady

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 popřípadě 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 nebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo 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 výslovně ani nevýslovně 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 nepřímou v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)), s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezákládá 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.

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví:

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o poctivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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. 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.