

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

Reálný HDP (mezir. změna, %)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům.,mezir. %)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	0,9	0,2	1,0
Maďarsko	1,7	0,3	2,2
ČR	1,4	0,5	1,9
Slovensko	1,4	0,0	1,0
Slovinsko	1,8	0,1	0,9
SE	1,2	0,3	1,3
Rumunsko	4,0	1,2	2,2
Bulharsko	0,9	-0,7	2,7
Chorvatsko	2,2	0,0	1,5
Srbsko	7,8	5,5	5,5
Bosna a Her.	-0,1	-0,9	3,5
Albánie	1,9	1,8	2,5
Kosovo	1,8	0,4	1,0
JVE	3,4	1,1	2,6
Rusko	6,8	7,3	6,2
Ukrajina	-0,2	11,3	13,0
Bělorusko	18,3	21,0	20,0
SNS	6,6	8,0	7,1
SVE	4,8	5,2	5,1
Turecko	7,5	9,0	8,3
Německo	1,6	1,0	2,0
eurozóna	1,4	0,5	1,1
USA	1,5	1,9	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

SE = střední Evropa, JVE = jihovýchodní Evropa,

SNS = Společenství nezávislých států, SVE =

střední a východní Evropa

- Trh vstřebává konec kvantitativního uvolňování v USA. Naopak Japonsko přitvrzuje. V příštím roce se může přidat i Evropská centrální banka. Co si od QE v eurozóně slibovat a co ne najdete na straně 2.
- Klesající cena ropy a propadající se rubl podvazuje ruskou ekonomiku. Naopak americký dolar těží ze slabosti ekonomik eurozóny a míří k dvouletému maximu. Vše podrobněji na straně 2.
- Česká ekonomika pozvolna roste. Růst v roce 2015 kvůli slabší Evropě nepatrně oslabí. Růst bude široce rozložen: poroste nejen spotřeba, ale i investice.
- Růst ekonomiky je a v příštím roce ještě bude nízkoinflační. Intervence ČNB zabránila poklesu inflace pod nulu. Další detaily o inflaci najdete na straně 5.
- Konec kontroly kurzu koruny očekáváme až v první polovině 2016. Další aspekty tzv. exitu na straně 8.
- Vládní finance se vyvíjí nad očekávání dobře. Investice ale stále zaostávají za plánem, jak se dočtete na straně 7.
- České dluhopisové výnosy hluboce klesly. Za 10letý dluh platí český stát méně než Německo. Výnosy zůstanou po nějakou dobu nízké. V roce 2015 se zvednou jen nepatrně. Sazby budou kromě nízké domácí inflace držet dole evropské protějšky a mizivá čistá emise českého státního dluhopisu. Případné zlepšení výhledu u ratingu ČR nebo dokonce zvýšení ratingu hraje také proti výraznému růstu.

Makroekonomická predikce	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	3 951	4 020	4 048	4 086	4 226	4 405
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,1	2,0	-0,7	-0,7	2,6	2,4
HDP na hlavu v EUR podle PPS	19 491	20 144	20 215	20 337	20 723	21 138
Průmyslová výroba, r/r %	10,1	6,9	-1,2	0,5	5,3	4,0
Podíl nezaměstnaní / populace 15-64 let	7,0	6,7	6,8	7,7	7,6	7,2
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,8	3,5	3,2	1,0	2,7	4,1
PPI, r/r %, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,3	1,4
CPI, r/r %, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,5	1,9
CPI, r/r %, konec období	2,3	2,4	2,4	1,4	1,1	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,5	-2,1
Vládní dluh, % HDP	38,2	41,0	45,5	45,7	44,7	43,9
Obchodní bilance, mld. Kč	121,2	191,1	305,7	350,7	389,0	402,0
Běžný účet, % HDP	-3,7	-2,6	-1,3	-1,4	0,4	0,2
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,4	1,2	3,0	0,8	1,1	1,3
CZK/EUR, průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3
CZK/USD, průměr	19,1	17,7	19,5	19,5	20,5	22,8
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	0,36	0,39

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

Národní měna/EUR (průměr)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	4,20	4,18	4,13
Maďarsko	297	310	319
ČR	26,0	27,5	27,3
Rumunsko	4,42	4,44	4,44
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,58	7,63	7,65
Srbsko	113	117	122
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	140	140
Kosovo	euro	euro	euro
Rusko	42,3	48,0	47,8
Ukrajina	10,8	15,6	17,0
Bělorusko	11 828	13 696	14 220
Turecko	2,53	2,92	2,74
USA	1,328	1,34	1,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	6.XI	XII-14	III-15	VI-15
Polsko	2,00	1,75	1,75	1,75
Maďarsko	2,10	2,20	2,20	2,20
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	3,00	2,75	2,75	2,75
Rusko*	9,50	9,50	9,50	9,50
eurozóna	0,05	0,05	0,05	0,05
USA	0,25	0,25	0,5	0,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	6.XI	XII-14	III-15	VI-15
Polsko	2,02	2,15	2,20	2,25
Maďarsko	2,10	265,00	2,70	2,75
ČR	0,05	0,10	0,20	0,35
Chorvatsko	0,87	1,12	0,90	1,00
Rumunsko	1,57	1,60	1,60	2,20
Rusko*	10,60	10,80	10,50	10,70
Turecko	10,06	8,50	8,70	8,60
eurozóna	0,08	0,10	0,10	0,10
USA	0,23	0,45	0,70	1,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

*pod revizí

Vnější prostředí – další pouštění peněz do ekonomiky

Třetí čtvrtletí tohoto roku přidávalo vrásky na čele ekonomům i politikům. **Rusko-ukrajinský konflikt** se stupňoval a USA i Evropa přijaly na konci července a v první polovině září ekonomické sankce proti Rusku, které míří nejen na osoby ale také na průmysl spojený přímo nebo nepřímo s armádním užitím či s energetikou a na státní ruské banky, kterým byl zablokován přístup na zahraniční trhy. Protisankce Ruska míří především na zemědělské komodity a potraviny dovážené z Evropy. Některé státy jako např. Polsko budou tyto sankce bolet, ale ve výsledku utrpí nejvíce Rusko a jeho spotřebitelé. Ekonomika Ruska směřuje letos do recese a ceny vyskočily na 3leté maximum (8% v září 2014). Ruský rubl se stal měnou s nejhorší výkonností, když od začátku roku ztratil 40% své hodnoty a nyní se obchoduje přes 50 rublů za USD. **Ruská centrální banka** postupně opouštěla kontrolu kurzu a přitom zvedala sazby až k 9,5%. Od 10. listopadu se rubl zařadil mezi měny s režimem řízeného volného měnového kurzu (intervence nejsou úplně vyloučeny). Oslabování rublu se zastaví pravděpodobně až ve druhé půlce 2015.

Zatímco **ekonomika USA** se těší relativně dobré kondici (ve 3Q 2014 přidala 2,4% meziročně) a v příštím roce má šanci zrychlit růst přes 3%, Evropská měnová unie (EMU) brzdí v oživení. Za stagnací **ekonomiky EMU** ve druhém čtvrtletí stojí na jedné straně několik jednorázových jevů (např. brzký nástup jara, který podpořil růst v 1Q ale ochudil 2Q) a na druhé straně strukturální problémy především francouzské a italské ekonomiky. Rusko-ukrajinský konflikt viditelně zasáhl důvěru evropských firem (německých pak především), ale v říjnu jsme už zaznamenali stabilizaci. Pokud to nebyla jen výjimka v řadě, pak EMU má stále ještě šanci si letos připsat 0,8% a v roce 2015 něco přes 1%. V opačném případě by se růst eurozóny držel letošního tempa. Zatímco levnější cena energií a spotřebního zboží by teoreticky podporovala spotřebu domácností, nižší důvěra podnikatelů by tlumila investiční a výrobní aktivitu. Výsledkem by pak mohl být konec nedlouho trvajícího poklesu nezaměstnanosti.

Stejně tak, jak se rozchází ekonomiky USA a eurozóny, tak míří opačným směrem i jejich měnové politiky. **Americký Fed** již na konci října oznámil ukončení kvantitativního uvolňování, se kterým začal už v listopadu 2008, a nyní se jen spekuluje, kdy se základní úroková sazba zvedne poprvé, jestli v červnu 2015 nebo dříve (RBI počítá s březnem 2015). **ECB** opět uvolňuje měnovou politiku a to kvůli obavám z deflace. Jak snížení depozitní sazby na -0,20% a tak zavedení cílených dlouhodobých refinančních operací zatím nenaplnuje očekávání ECB. První tender „dlouhých a levných peněz“ nevzbudil velký zájem (namísto trhem očekávaných 150 miliard eur byl zájem jen o 82,6 miliard eur). Můžeme jen spekulovat, nakolik tento slabý výsledek byl ovlivněn probíhající kontrolou kvality aktiv bankovních domů eurozóny (tzv. AQR) a zátěžovými testy. Ačkoliv testy dopadly nad očekávání dobře (zátěžový test ale pracoval s globální krizí důvěry a ne s aktuálně více rizikovým scénářem deflace), problém dost možná leží na straně poptávky po úvěrech, jak i naznačují některá data či průzkumy. Není proto divu, že ECB pod tíhou stále klesající inflace a slabého výsledku prvního tendru, přistoupila ke konci října i k nákupu sekuritizovaných cenných papírů (covered bonds) a do konce roku i cenných papírů zajištěných aktivy (tzv. asset backed securities neboli ABS). Navíc pravidla výkupu se změnila tak, že ECB bude moci za určitých podmínek nakupovat i ratingově slabé cenné papíry z Řecka a Kypru. K dispozici tak budou cenné papíry za více než 2 miliardy eur. Na trhu se navíc objevují spekulace, že ECB může rozšířit „nákupní seznam“ ještě o podnikové dluhopisy (dalších 1400 miliard eur) a dokonce i státní (s čím mají Němci trochu problém). Už i tak je „nákupní seznam“ dost dlouhý, aby zajistil plán ECB nafouknout bilanci nad 2700 miliard eur. Mega-bilance není ale důvod, proč to ECB dělá – cílem je rozhybat úvěrování. Podle našeho názoru to bude spíše držet úroky a výnosy nízké než přímo podporovat úvěrování. Na růst klíčových sazeb ECB v roce 2015 tak můžeme zapomenout.

Naopak Bank of England (BoE) díky robustnímu růstu ekonomiky přistoupí k růstu sazeb už na počátku příštího roku. Britská libra má po přechodném oslabení z důvodu tržní nervozity před referendem o samostatnosti Skotska opět důvod posilovat.

K dalšímu kvantitativnímu uvolnění se na konci října 2014 odhodlala i **japonská centrální banka** (BoJ). Důvodem byla obava z nenaplnění cíle dosáhnout do

10-letý výnos

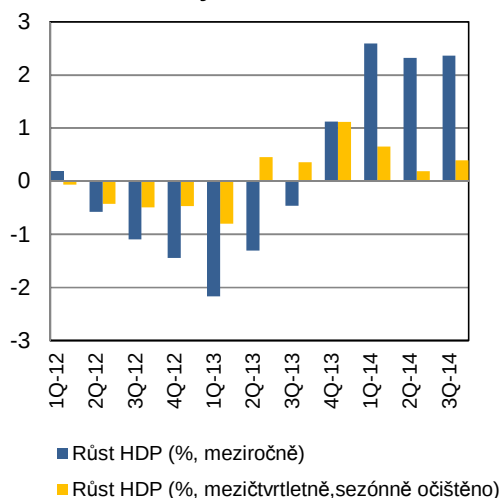
země	6.XI	XII-14	III-15	VI-15
Polsko	2,68	2,80	3,00	3,10
Maďarsko	3,94	4,30	4,60	5,00
ČR	0,90	1,20	1,50	1,70
Chorvatsko	3,72	4,30	4,00	4,10
Rumunsko	3,85	4,00	4,00	4,20
Rusko*	9,39	9,80	9,80	10,00
Turecko	8,64	8,70	8,80	9,10
Německo	1,13	1,00	1,20	1,40
USA	2,47	2,60	3,10	3,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

dvou let 2%tní inflaci a slabší výkonnost ekonomiky po zvýšení daně z obrátu. BoJ rozšíří program nákupu státních dluhopisů o 30 biliónů yenu na 80 biliónů a posune jejich maximální splatnost ze sedmi na deset let. Toto rozhodnutí vedlo k dalšímu oslabení yenu a posílení akciového trhu. Desetiletý výnos z japonského dluhu klesl na 1,039 %. Rating zahraničních závazků Japonska od agentury Moody's klesl o jeden stupeň na A1. Ačkoliv objem plánovaného kvantitativního uvolňování evropskou a japonskou centrální bankou překonává v objemu nákupy prováděné americkým Fedem, v účinnosti je to právě naopak. Jak ECB, tak BoJ čelí závažným strukturálním problémům v ekonomikách (konkrétně stárnutí obyvatel, nepružnému trhu práce, zkosnatělé ekonomice,...) a jejich měny a aktiva nejsou globálně tak rozšířena jako USD.

Zatímco americký dolar posiluje díky lepší výkonnosti ekonomiky a blížícímu se růstu sazeb, cena žlutého i černého zlata výrazně klesá. S výraznějším růstem cen ropy počítáme až ve druhé polovině 2016. Další posílení USD vůči euru předpokládáme i v roce 2015 a to klidně až pod hladinu 1,15.

Růst ekonomiky



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Růst ekonomiky – opatrný optimismus

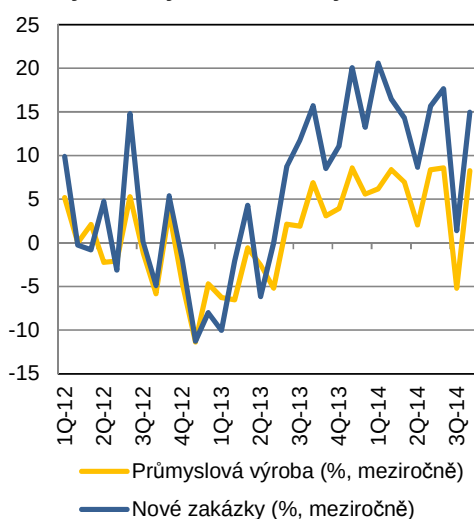
Česká ekonomika **pozvolna roste**. Ve třetím čtvrtletí letošního roku se výkonnost ekonomiky zvedla o 2,4% meziročně, zatímco ve 2Q o 2,3%. Nic na tom nezměnil ani přechod na novou metodiku národních účtů ESA 2010, která mimo jiné přesněji odhaduje práci na černo či šedou (nezdaněnou) ekonomiku lihu. Změnila se i definice fixních investic, které nyní zahrnují i nákup drobného majetku jako jsou např. chytré telefony či nákup vojenského vybavení s dlouhou dobou užití. Výsledkem je zvýšení ročního HDP v běžných cenách o cca 4 %. Meziročních temp růstu se týkají jen drobné změny v řádu desetin procentních bodů (např. pokles ekonomiky v roce 2012 a 2013 je spočítán na 0,7% namísto původních 0,9%). Větších změn doznaly „střevo“: cenové indexy neboli deflátoři a fixní investice, které nyní výstižněji kopírují výkonnost ekonomiky. Podle aktuálních údajů jsme ještě ve 2Q 2014 nepřekonali ekonomický vrchol z roku 2008 (konkrétně 1021 mld. Kč z 3Q 2008 měřeno ve stálých cenách roku 2010). Podle našich aktuálních prognóz, tuto laťku přeskochíme na konci letošního roku a zapíšeme si tak nové maximum. Co se týká struktury růstu, můžeme být spokojeni. Růst je široce rozložen: od počátku roku se zvedla spotřeba domácností i vlády a zvyšují se i investice. Geopolitická rizika zrcadlící se ve slabší důvěře evropských podnikatelů a zpomalení růstu v Evropě v průběhu druhého a třetí čtvrtletí 2014 brzdí růst českého vývozu. Proto v následujících čtvrtletí nepočítáme se zrychlením růstu české ekonomiky, spíše jen s udržení stávajícího tempa mezi 2-3% meziročně. Zvyšují se i zásoby v ekonomice. Tento opatrný optimismus podporují i předstihové ukazatele jako index nákupních manažerů (jeho hodnota kolísá nad průměrem ze druhé poloviny loňského roku) či konjunkturální průzkum České statistického úřadu (nepatrně se zlepšuje). Intervence české koruny, která přišla před rokem, pomohla nastartovat ekonomiku prostřednictvím vývozu (viz. jeho silný růst v 1Q 2014) a povzbuzením důvěry spotřebitelů a firem. Domácnosti začaly utrácet a rozpouštět finanční rezervy odložené v průběhu recese stranou. Jejich důvěra v listopadu letošního roku překonala předkrizové úroveň a nyní se pohybuje na maximu od dubna 2007.

Hlavním rizikem pro náš scénář růstu ekonomiky v roce 2014 o 2,6% a v roce 2015 o 2,4% je výraznější ochabnutí růstu v Německu a dalších klíčových zemích Evropy a zavedení plošných ekonomických sankcí proti Rusku včetně uzavření plynových kohoutků z Ruska.

Průmysl ukázal recesi záda

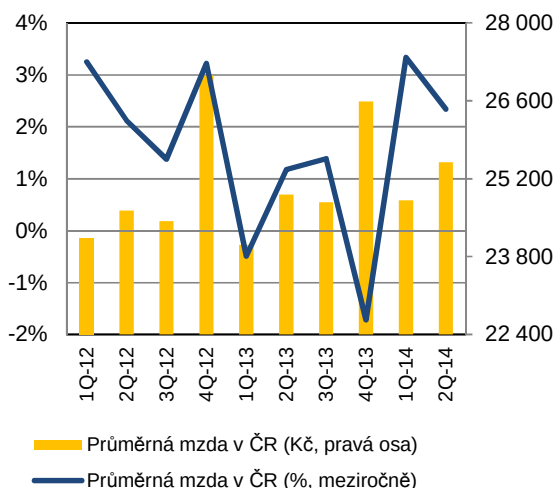
Průmyslová výroba v ČR pokračuje v růstu. V září se objem výroby očištěný o růst průmyslových cen vyšplhal na maximum od února 2008. Průmysl má tak krizi za sebou (což se ale o stavebnictví říci nedá). Srpnový pokles výroby (o 2,3% meziročně po sezónním očištění) považujeme za výjimku z obecně pozitivního trendu – důvodem byl přesun letních dovolených výjimečně z července na srpen. Tahounem růstu průmyslu zůstává automobilový průmysl díky úspěšné modelové obměně, dále výroba strojů a zařízení a v září i výroba energie. Z recese jen pomalu vybědává oděvní průmysl a těžební klesá

Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Průměrná mzda



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

dokonce hlouběji. Hodnota nových zakázek rostla v září opět dvouciferným tempem a tentokrát rychleji než zahraniční zakázky rostly zakázky tuzemské. Výhled na další měsíce je opatrně optimistický. Nálada v průmyslu sice poslední měsíce slábne, ale přesto se drží na tříletých maximech. 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 5-6 % v průměru.

Využití kapacit ve zpracovatelském průmyslu ve 3Q 2014 se vrátilo na předkrizovou úroveň ze 3Q 2008. Firmy se tak blíží k bodu, od kterého musí začít investovat do obnovy a popřípadě i rozšíření stávajících výrobních kapacit. Podle průzkumu Českého statistického úřadu se firmy ze zpracovatelského průmyslu chystají v roce 2015 proinvestovat o zhruba 4 % více než letos.

Stavebnictví se pozvolna vzpamatovává z dlouhé a hluboké recese. Zatímco ještě na začátku letošního roku výkonnost stavebnictví byla poloviční v porovnání s předkrizovou úrovní, nyní se tato mezera zúžila na 1/5. Příznivé počasí a obnovení státních zakázek především do infrastruktury dostalo stavební produkci letos z mínusu. Podle národních účtů (jiná metodika než měsíční statistika, zohledňuje i malé stavební firmy) roste stavebnictví už pět čtvrtletí. Oživení v bytové výstavbě se ale ve 3Q 2014 znovu zadrhlo, nicméně jiné indikátory včetně cen bytů v ČR signalizují oživení trhu s byty. V závislosti na počasí nemá stavebnictví díky rostoucím zakázkám státu problém udržet se letos nad nulou. Příští rok s dalšími dodatečnými výdaji státu do infrastruktury a s dalším oživením soukromých objednávek tuzemských i zahraničních (které jsou mimochodem jediným ukazatelem ve stavebnictví nad úrovní před krizí) čekáme opatrné zrychlení růstu stavební činnosti. Mírné zrychlení aktivity ve stavebnictví slibuje i konjunkturální průzkum – důvěra stavebních firem je na maximu od dubna 2009 a firmy čekají růst včetně vyšší zaměstnanosti.

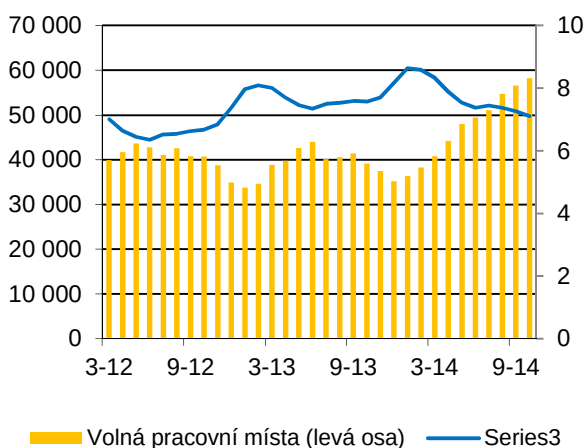
Trh práce – po krůčcích k lepšímu

Podíl lidí bez práce na populaci mezi 15 - 65 lety se přes léto udržel na 7,4%. Až v říjnu poklesl na 7,1% a dostal se tak na minimum z listopadu 2012. Počet dosažitelných nezaměstnaných poklesl k půlmiliónu. Z hlediska počtu nezaměstnaných je trh práce v nejlepší kondici od listopadu 2012. Ještě lépe je na tom nabídka volných pracovních míst – více než 58 tisíc pracovních míst, která se v říjnu nabízela, odpovídají více než pětiletému maximu. S ekonomikou se začíná oživovat i trh práce. Zatímco ve 2Q 2014 za růstem zaměstnanosti stál především zpracovatelský průmysl a stavebnictví (bez zohlednění sezónnosti by ale na prvním místě bylo uvedeno zemědělství), ve 3Q to už byla veřejná správa, obchod, zaměstělství a ostatní služby. Průmysl na podzim výrazněji nenabíral a stavebnictví dokonce propouštělo (vše po sezóním očištění). A protože růst ekonomiky čekáme v dalších čtvrtletích spíše pozvolný, pozvolné bude i oživení zaměstnanosti. V roce 2015 očekáváme pokles nezaměstnanosti k 7%. Na předkrizové úrovni pod 6% se ale jen tak nedostaneme.

Nejenže na trhu práce už není takové „dusno“, jak bývalo před rokem 2014, ale zlepšuje se i příjmová situace zaměstnaných. Ve 2Q 2014 vzrostla **průměrná mzda** o 2,3% meziročně na 25 500 Kč hrubého. Jedná se o nejvyšší mzdu dosaženou mimo poslední čtvrtletí roku, kde se pravidelně vyplácí předvánoční odměny tzv. 13.platy. Po zohlednění růstu cen spotřebního zboží se kupní síla průměrné mzdy v ekonomice zvýšila o 2,1% meziročně. Když zapomeneme na 1Q 2014, kdy meziroční nárůst mezd byl ovlivněn nízkou srovnávací základnou způsobenou přesunem bonusů do konce roku 2012 kvůli zavedení „solidární daně“ z příjmu, reálné příjmy zaměstnanců rostou nejrychleji od 1Q 2010. Nejvíce si polepšili pracovníci v obchodě a autodílnách, dále ve zpracovatelském průmyslu, v těžbě a dobývání, v komunikacích a veřejné správě. Vyjma těžby jde o sektory, které zažívají boom. V roce 2015 počítáme s dalším a to výraznějším růstem hrubých mezd (o více než 3% meziročně), neboť plánované zvýšení platů státních zaměstnanců o 3,5% (a to už od listopadu 2014) potáhne mzdy i v soukromém sektoru výš.

Cyklický vzestup sledujeme i u **jednotkových mzdových nákladů**. Po sestupu v roce 2013 se jednotkové mzdové náklady znovu opatrně zvyšují. Růst mzdových nákladů zatím „kopíruje“ zvyšování produkce, proto jednotkové náklady práce se zvyšují o méně než 1% meziročně. S očekávaným oživením růstu mezd a platů dojde logicky i ke zrychlení jednotkových nákladů.

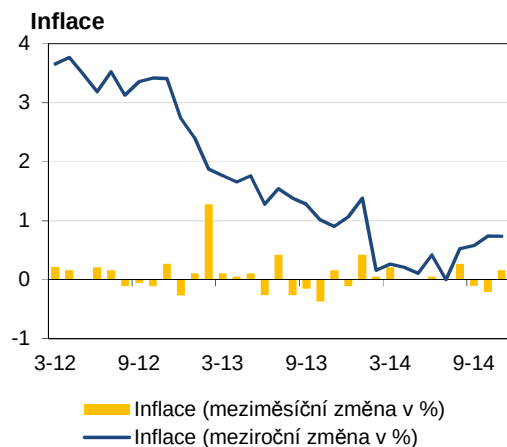
Nezaměstnanost a volná místa



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Z makroekonomického pohledu je to potenciální zdroj růstu cen produkce a následně i spotřebitelské inflace. A mezinárodní srovnání: z Visegradské čtyřky má ČR nejvyšší jednotkové mzdové náklady (přes 10 EUR), které ale v posledních třech letech nerostou na rozdíl od našich sousedů.

Inflace – pozvolna míří výš



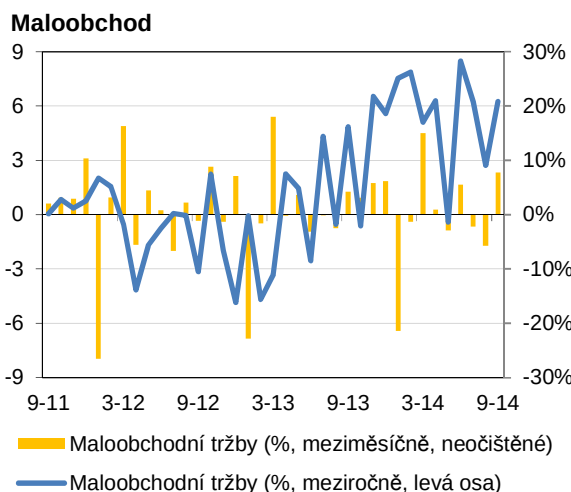
Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Spotřebitelská inflace se z nulové hodnoty v červnu posunula v září na 0,7%, kde zůstala i v říjnu. Za tímto nárůstem stojí především potraviny (hlavně vejce, mléko, jogurty), alkohol a tabák. Růst cen se také týká oděvů a obuvi, ostatních služeb (pojištění) a dopravy. Naopak zrušení poplatků v lékárnách a u lékaře snížil ceny ve zdravotnictví. Oživení inflace ale zatím zaostává za našim původním odhadem i odhadem České národní banky. Důvodem je především pokračující zpomalování inflace v eurozóně, pomalejší růst cen potravin a pokles poplatků ve zdravotnictví. Ta část inflace, kterou může ČNB ovlivnit (tzv. korigovaná inflace bez pohonných hmot a potravin), se od dubna 2014 zvedá. V ní se odráží nejen přímý vliv oslabení koruny na ceny dováženého zboží ale také oživující se spotřeba domácností, která vytváří postupně prostor pro růst cen. Bez intervence proti koruně by inflace od počátku roku do září/října byla záporná (jak tomu i nyní je na Slovensku, v Bulharsku či Řecku). Podle našeho názoru se spotřebitelská inflace bude zvedat jen pozvolna. V Evropě se zatím neúspěšně bojuje proti příliš nízké inflaci a na domácí scéně by jediným faktorem, který by mohl výrazněji povzbudit inflaci, je výrazný růst mezd doprovázený poklesem nezaměstnanosti. S růstem mezd v roce 2015 sice počítáme (cca o průměrných 3,8% meziročně), ale nebude to nejspíš stačit na rychlejší vzestup inflace. Proto dvouprocentní inflační cíl ČNB může být dosažen až ke konci 2015. Pro srovnání: letos se na konci roku se pravděpodobně podíváme zpátky po 0,5% kvůli levné ropě a průměrná míra inflace dosáhne 0,4%, v roce 2015 pak něco přes 1%. Trvalejší pokles cen ropy by mohl ale udržet inflaci v blízkosti 1%.

Ceny průmyslových výrobců se v srpnu konečně vyšplhaly na nulu, aby vzápětí opět poklesly a to shodně o 0,3% v meziročním srovnání. Úroveň cen v průmyslu odpovídá úrovni z léta 2012. Oslabení koruny zvedlo produkční ceny jen přechodně a v současné době nestačí kompenzovat dováženou deflací výrobních cen ze zahraničí (v EU-28 klesají ceny v průměru o více jak 1%). Konkrétně za říjnovým poklesem cen o -0,4% měsíčně stála s 0,3 procentními body zlevňující ropa a produkty z ní a zbytek připadlo na potraviny. Růst cen v oborech, které táhly celý index cen výrobců nahoru (dopravní prostředky, kov, plast, dřevo, textil, vodné a stočné a chemie), se zastavil. V lednu čekáme opětovný pokles cen elektřiny, ale cena ropy by již dále klesat neměla. Shrnuto a potvrzeno s návratem tzv. nákladové inflace do kladných hodnot okolo 1% počítáme až od poloviny 2015.

Zvýšenou výrobní aktivitu firem odráží i **ceny tržních služeb** podnikatelské sféry, které už od května letošního roku rostou a překonaly tak pokles z druhé poloviny 2013. Také stavebnictví díky obnově především státních zakázek se vymanilo z poklesu cen. O něco rychleji než práce zdražuje materiál.

Dobrá úroda táhne **ceny zemědělských výrobců** níže. Ve třetím čtvrtletí 2014 jsou ceny zemědělců v průměru o 2,3% nižší než loni a v samotném říjnu až o 3,9%. Nejde tedy jen o sezónní záležitost. Za poklesem stojí především ovoce a zelenina. Naopak mléko, vejce, skot a drůbež je dražší než loni. Ceny zemědělských producentů nebudou zatím významným zdrojem růstu cen potravin. Nicméně záležet bude i na vývoji nákladů výrobců a marží obchodníků. S oživením spotřeby domácností mohou jít nahoru i marže obchodníků, čehož už jsme nesjípš svědky (viz růst cen potravin ve spotřebním koší).



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Maloobchod podporuje důvěra a zájem o auta a mobily

Pomineme-li srpnový výpadek, chuť domácností utrácet se ve 3Q 2014 nesnížila. Objem tržeb po zohlednění inflace vyšplhal na maximum z prosince 2009. Důvěra domácností se sice na konci léta o něco snížila (pravděpodobně kvůli obavám z dopadu rusko-ukrajinského konfliktu), ale v říjnu opět vzrostla a to na maximum od dubna 2008. Maloobchod po zohlednění sezónních faktorů a po očištění o růst cen mírně zrychlil ve třetím čtvrtletí na 4,5% z 4,1% ve

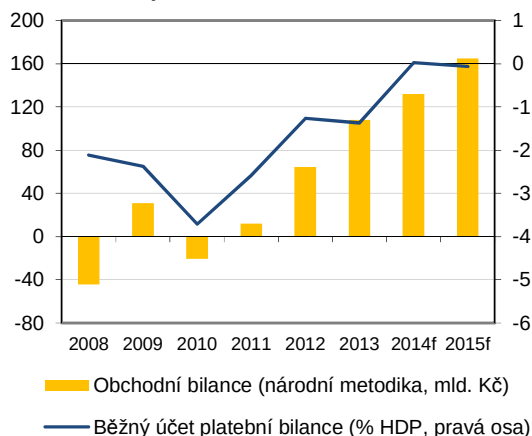
druhém čtvrtletí. Stále platí, že nejvíce se daří prodeji aut. Nejrychleji zase rostou prodeje přes internet a zásilkové služby. Neutuchající zájem je i o telefony. Ze statistiky vyplývá, že lidé zvyšují spotřebu zbytečného zboží, zato nezbytné, jako jsou potraviny, kupují méně. To svědčí o lepší se spotřebitelské náladě. Loňská intervence České národní banky proti koruně se především podepsala na nenadálém oživení maloobchodních tržeb na konci loňského roku a na zlepšení spotřebitelské nálady, které ve finále rozhybalo spotřebu domácností. Naše obava, že oslabení koruny povede pouze k jednorázovému zvýšení spotřeby, se nepotvrdila. Nicméně na současném oživení spotřeby se hlavní měrou podílí vhodné načasování nových modelů osobních aut. Pokud důvěra domácností se udrží na vzestupné trajektorii a k tomu se v příštím roce přidá i růst reálných mezd (po několika „chudých“ letech) a pokles nezaměstnanosti, může si maloobchod polepšit o cca 4%. Otazník visí nad udržitelností současného tempa prodeje osobních aut a odolností spotřebitelské důvěry v případě nepříznivých zpráv z Evropy nebo Ukrajiny.

Vnější rovnováha – další rekord v zahraničním obchodě

Zahraníční obchod ČR už za prvních devět měsíců překonal dosavadní historická maxima. Vývoz v národním pojetí (zohledňující změnu vlastnictví zboží a služeb) převyšuje dovoz zboží o 135,9 miliard korun, loni za stejné období to bylo jen 96,8 miliard. Slabší výkonnost Evropy ve 2Q 2014 a horší vyhlídky na následující období jsou důvodem, proč náskok růstu českého vývozu nad dovozem se začíná s určitými sezónními výkyvy snižovat. Rusko-ukrajinský konflikt se výrazněji ve výkonnosti zahraničního obchodu ČR s Ruskem zatím neprojevil – z makroekonomického pohledu může pouze brzdit dynamiku celého vývozu. Ze sektorového hlediska se v průběhu září projevily výraznější pokles vývozu do Ruska např. u televizí, rádií, telefonů, kamer, dopravních prostředků, vědeckých přístrojů, strojů obecně a kovových výrobků. Naopak vývoz výrazně vzrostl u spotřebního zboží různého charakteru, strojů pro výrobu energie, kovozpracující stroje, mléčné výrobky atd. Celý zahraniční obchod ČR je stále tažen vývozem osobních aut, polotovary a materiály, průmyslovým spotřebním zbožím a chemikáliemi. Oživení domácí ekonomiky se také ale projevuje v oživení dovozu. Nejvýrazněji poslední dobou roste dovoz strojů a zařízení, polotovary a průmyslové spotřební zboží. Potvrzuje to oživení jak investiční aktivity, tak i spotřeby v domácí ekonomice. Růst domácí poptávky a slabší výkonnost Evropy je důvodem, proč v příštím roce očekáváme menší meziroční zlepšení zahraničního obchodu. Navíc kurz koruny už nebude pomáhat exportérům tak jako letos. Přesto bude přebytek vyšší než letos – exportérům se daří nacházet nové exportní příležitosti po světě.

Po velmi příznivém vývoji běžného účtu **platební bilance** v prvním čtvrtletí roku 2014 (klesající deficit) přinesl druhý a třetí kvartál výraznou změnu. Deficit běžného účtu se vlivem opětovného sezónního odlivu dividend do zahraničí prohlubuje. Oživení domácí ekonomiky a hlad zahraničních matek po zisku zvedá odliv dividend z ekonomiky. Ani oslabení koruny tento trend nezvrátilo. Naopak pokračuje příliv zahraničních investic. Kromě slabší koruny přílivu „prospěly“ i změny pravidel pro podporu investic v EU. Letošní příliv kapitálu má našlápnuto k nejlepšímu výsledku od roku 2007. Celkový příliv kapitálu (viz saldo finančního účtu) včetně nákupů cenných papírů nebo krátkodobých investic naopak v důsledku nízkých výnosů je slabý. V jádové Evropě natom nejsou s výnosy o moc lépe, proto jsme v září také zaznamenali příliv krátkodobých vkladů zahraničních bank a nákup českých aktiv nerezidenty. Investoři se drží nejspíš hesla „lepší nulový výnos než záporný“. Přes nesporné zhoršení salda běžného účtu ve druhém a třetím čtvrtletí počítáme pro letošek s nejlepším výsledkem běžného účtu v historii ČR – tj. zhruba vyrovnané saldo. V roce 2015 ale z důvodu dalšího růstu ekonomiky a oživení domácí poptávky včetně poptávky po dovozu, čekáme znovu deficit na běžném účtu. Bez výjimečných stimulů (viz. výše) i zahraničních investic bude v příštím roce méně než letos.

Obchodní a platební bilance



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Měnová politika – čeká vyšší inflaci

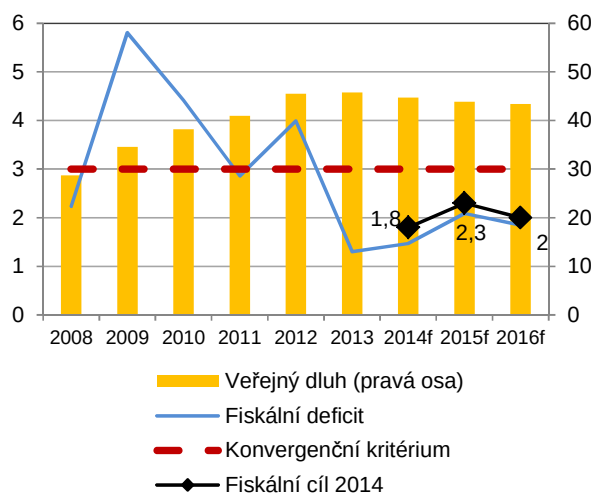
Sazby peněžního trhu ČR (bid)

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

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Měnová politika má před sebou stále dlouhé období *status quo*. Klíčová sazba (2týdenní repo sazba) je na technické nule (0,05%) a kurz koruny zastropován proti posilování přes hladinu 27 korun za euro. Jediné, co je zajímavé sledovat, jsou komentáře a názory centrálních bankéřů na vývoj ekonomiky a inflace. Ty totiž naznačí, kdy přijde konec kontroly kurzu a následně začátek růstu úrokových sazeb v ČR. Podle čerstvé prognózy ČNB má inflace k chtěnému cíli dvou procent došplhat až v prvním čtvrtletí 2016, což je v porovnání s červencovou prognózou o dvě čtvrtletí později. Pomaleji poroste podle nové prognózy i ekonomika (v roce 2015 o 2,5% namísto 3%) a to nejen kvůli technickým vlivům revize HDP ale především kvůli slabší zahraniční poptávce. První zvýšení sazeb by podle ČNB mohlo přijít až ve druhém čtvrtletí 2016! Dle závazku ČNB bude růstu sazeb předcházet zrušení současného kurzového závazku, tj. v prvním čtvrtletí 2016. Tento závěr potvrdil i guvernér M. Singer. Za největší rizika tohoto scénáře považujeme vývoj ekonomiky a inflace v Evropě, eskalaci ukrajinsko-ruského konfliktu a pomalejší oživení domácí inflace. K výraznějšímu oživení inflace postrádáme hlavně viditelnější růst mezd v ČR, který by dále podpořil spotřebu domácností a následně i inflaci, a inflaci v eurozóně. Proto v naší prognóze jsme opatrnější a předpokládáme konec kontroly kurzu koruny někdy v průběhu první poloviny 2016. První zvýšení repo sazby očekáváme ne dříve než v třetím čtvrtletí 2016.

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: MF ČR, RB

Veřejné finance – plní se pokladna, investice pod plánem

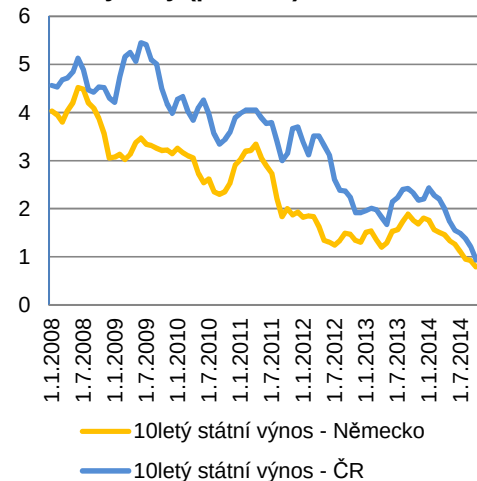
Budu se opakovat, ale stále platí, že oživující se ekonomika plní jak státní tak veřejnou kasu nad očekávání dobře. Vidět je to především u DPH (v říjnu o 12,7 miliard více než loni) ale také i u daní z příjmů (např. výběr DPPO je o 9,5% vyšší než loni). Kvůli ale nižšímu čerpání EU fondů jsou celkové příjmy státní pokladny mírně pod plánem. Rostou i výdaje ale ne do investic ale do spotřeby. Ačkoliv schodek státního rozpočtu za prvních deset měsíců činil jen 45,4 miliardy, do konce roku může vyšplhat až na dvojnásobek. I tak bude výsledek lepší než původní plán -112 miliard. „Vánoční dárek“ pro zaměstnance veřejného sektoru v podobě zvýšení platů o 3,5% už v listopadu namísto v lednu 2015 by plán udržet celoroční schodek centrální vlády okolo 80 miliard korun ohrozit neměl. Deficit celého vládního rozpočtu se v letošním roce trochu zvýší, ale zůstane bezpečně okolo 1,5% HDP. Současné oživení ekonomiky ale dává větší prostor pro postupné snižování především spotřebních výdajů a transferů vlády. Současná vláda má jiné priority (především nastartování růstu a mimojiné i zlepšení příjmové situace vybraných sociálních skupin) – opětovný růst strukturálního salda nevnímá jako problém.

V příštím roce vláda slibuje posílit investice. V tomto úsilí ale naráží na problém dlouhé časové náročnosti přípravy investičních projektů. Schodek státního rozpočtu je plánován na 100 miliard korun, tj. méně než se plánovalo na letošní rok ale více než bude konečný výsledek. Součástí návrhu je i zavedení třetí (10%tní) sazby DPH na knihy, léky a speciální dětskou výživu. Naopak druhá sazba DPFO nebude zavedena. Deficit celého vládního sektoru se může v roce 2015 opět zvýšit přes 2% HDP (po započtení Grippenů). Vláda tak bude bezesporu podporovat domácí poptávku. Osobně ministr financí A. Babiš se veřejně zavázal držet úroveň státního dluhu na úrovni z roku 2013 (tj. necelých 1683 mld. Kč) a při růstu ekonomiky snížit poměr dluh vůči HDP pod hranici 40%. Důležitější ukazatel - vládní dluh - by ale měl podle našich odhadů mírně vzrůst nad hranici 1900 mld. korun. Ve vztahu k HDP poklesne těsně pod 45 %.

Finanční trh – dluhopisové výnosy extrémně nízko

České vládní dluhopisy přidaly ve třetím čtvrtletí další zisky. Výnos českého vládního dluhopisu ČR se splatností 10 let od konce června do začátku listopadu klesl z úrovně 1,5 % pod 0,8%. Spread vůči německému Bundu se vytratil. Samotný pokles výnosů německých vládních dluhopisů byl tím hlavním, co stáhlo české výnosy dolů. Současně došlo i k poklesu českých i eurových sazeb IRS. S ohledem na aktuální příznivou situaci ministerstva financí, které zaznamenává vyšší daňové příjmy, a se strategií rozpouštění likviditní rezervy je zřejmé, že emise dluhopisů do konce roku bude minimální až nulová. To

10leté výnosy (p.a. v %)



Zdroj: Bloomberg, RB

Výnosy státních dluhopisů ČR

	6.XI	XII-14	III-15	VI-15
2 roky	0,12	0,20	0,30	0,40
5 let	0,17	0,50	0,60	0,70
10 let	0,90	1,20	1,50	1,70
15 let	1,49	1,80	1,90	2,00

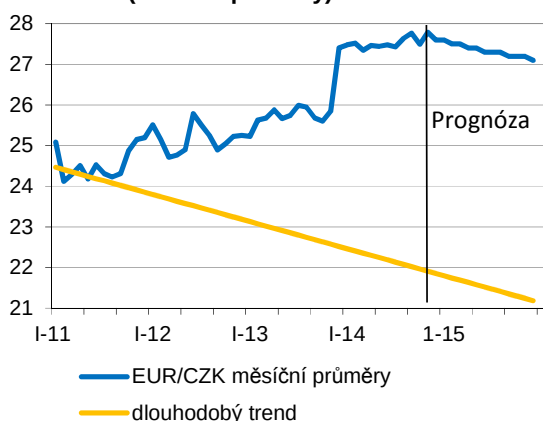
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

ovšem znamená, že čistá výpůjční potřeba v příštím roce bude extrémně nízká (10 - 20 mld. Kč). Ministerstvo uvádí, že plánuje ponechat nominální úroveň státního dluhu beze změny, což by znamenalo prakticky celé jeho pokrytí z likviditní rezervy. Pokud, což nečekáme, se prudce nesníží ochota bank držet české vládní dluhopisy, pak by domácí faktory měly držet dluhopisové výnosy blízko stávajících nízkých úrovní. Klíčové stále bude, jakým způsobem se bude vyvíjet eurozóna a jak na tento vývoj bude reagovat ECB. Čekáme, že ekonomika eurozóny v příštím roce poroste relativně pomalu a spekulace na nákupy vládních dluhopisů států eurozóny jen tak nevymizí. Za předpokladu ekonomické expanze eurozóny a ČR budou dluhopisové výnosy pozvolna růst. V roce 2016 by již emise měly naběhnout zpět na „obvyklé“ úrovně a dluhopisové výnosy pokračovat v růstu. Naše doporučení pro české vládní dluhopisy je i nadále DRŽET.

Koruna – zrcadlo inflačních a růstových vyhlídek

Česká měna v průběhu srpna oslabila téměř k hladině 28 korun za euro. Důvodem byla jednak nová prognóza ČNB naznačující pomalejší zvedání inflace a hlavně vyostřený rusko-ukrajinský konflikt, který vedl k přijetí dalších sankcí proti Rusku. Vývoj koruny je teď přesným odrazem růstu ekonomiky a inflace. Čím nižší inflace a pomalejší růst, tím slabší koruna. Ani centrální banka nemusí zasahovat. Trh se touto logikou řídí sám. Koruna podle stejné logiky reaguje oslabením i na nepříznivé zprávy z Evropy. Slabší růst u našich hlavních obchodních partnerů a nižší inflace, kterou si „dovezeme“, zhoršuje i naše vyhlídky a oddaluje konec současné kontroly kurzu koruny. Nicméně v našem základním scénáři počítáme s udržením růstu české ekonomiky nad dvěma procenty a s pozvolným nárůstem inflace v roce 2015. To je také důvod, proč i při určité volatilitě počítáme s pozvolným posilováním koruny vůči euru pod hladinu 27,60 v prvním čtvrtletí 2015 a 27,30 ve čtvrtém čtvrtletí 2015. Vůči sílícímu americkému dolaru bude česká koruna ještě dál slábnout – ve druhé polovině 2015 až přes hladinu 23 korun za americký dolar.

EUR/CZK (měsíční průměry)



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Po roce intervence je čas posunout diskusi dále – kdy a jak přijde konec režimu a co bude poté (euro???). Více starostí než datum a hodina konce současného režimu měnové politiky nás spíše trápí cesta, jak z toho ven. Bude se jednat o jedinečný experiment. Například Švýcarsko se k tomuto kroku také ještě nedopracovalo. Není ani tak důležité, jestli oslavíme druhé nebo třetí výročí tohoto režimu, ale jestli se podaří ČNB z tohoto režimu vystoupit „se ctí“. Čím později to bude, tím to můžeme mít ČNB snazší. Paměť trhu je krátká – možná, že za rok dva si málokdo vzpomene, že se koruna před intervencí obchodovala za 25,60 za euro. Ale trh bude pečlivě sledovat prognózu inflace a úrokových sazeb samotné centrální banky. Signál, že se inflace bezesporu blíží ke dvěma procentům a že sama centrální banka začíná prognózovat blížící se růst sazeb, bude působit na obchodníky s měnou stejně, jako působí červená muleta v ruce toreadora na býky v aréně. Budou se přetahovat, kdo první projde branou „27“. Musíme proto počítat se zvýšenou nervozitou trhu před samotným koncem režimu, ale nekomunikace, mlčení ze strany centrální banky by jen přispělo k větší nervozitě. Proto čím otevřenější a předvídatelnější bude, tím bude nervozita před koncem režimu snad menší. V každém případě platí, že konec režimu přijde, až se inflace ustálí u cíle 2% a v prognóze bude směřovat nahoru. To také znamená, že se bude dařit i ekonomice. Bez dobrých ekonomických vyhlídek kontrolu kurzu neopustíme. A když se ekonomice dařit bude, koruna přirozeně po uvolnění režimu zamíří k silnějším hodnotám. Skokovému posílení bude centrální banka bránit, ale zhruba tříprocentní zisk je reálné si představit. A co když se ekonomice nebude dařit a inflace znovu zamíří k 0% a výhledově do mínusu? Pak přijde na řadu buď samovolné oslabení koruny na trhu, nebo zásah centrální banky, který by mohl kurz posunout k slabším úrovním. Koruna se teď stala jediným nástrojem měnové politiky ČNB. Přijetí eura není ani v agendě současné vlády ani na pořadu dne. Současný režim koruny není vstupní branou pro přijetí eura. Vývoj eurozóny nás navíc nabádá k obezřetnosti. Vlastní měna může i v budoucnosti pomoci jako štít nebo alespoň tlumič silného nárazu ekonomického šoku, který může přijít odkudkoliv.

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

Kurz koruny

	6.XI	XII-14	III-15	VI-15
EUR/CZK	27,7	27,6	27,5	27,3
USD/CZK	22,3	21,9	22,4	22,8

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

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 Kosinková 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: 6. listopadu 2014, 16:00h.

Publikace byla vydána 4. prosince 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.

