

Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2016e	2017f	2018f
Polsko	2,5	3,0	2,5
Maďarsko	2,3	3,2	3,4
ČR	2,5	2,7	2,5
Slovensko	3,3	3,3	4,0
Slovinsko	2,6	2,7	2,2
SE	2,6	3,0	2,7
Rumunsko	4,7	3,6	3,0
Bulharsko	3,3	3,0	3,3
Chorvatsko	2,7	2,8	2,8
Srbsko	2,7	3,0	3,0
Bosna a Her.	2,5	3,0	3,5
Albánie	3,5	4,0	4,0
Kosovo	3,5	3,5	3,5
JVE	3,8	3,3	3,1
Rusko	-0,5	1,0	1,5
Ukrajina	1,0	2,0	3,0
Bělorusko	-3,0	0,0	1,5
SNS	-0,5	1,0	1,6
SVE	0,8	1,8	2,1
Turecko	2,0	2,0	3,5
Německo	1,8	1,7	1,5
eurozóna	1,7	1,5	1,7
USA	1,6	2,4	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům. mezir. změna, %)

země	2016e	2017f	2018f
Polsko	-0,6	1,1	2,0
Maďarsko	0,3	2,5	3,0
ČR	0,7	2,5	1,6
Slovensko	-0,5	1,1	2,0
Slovinsko	-0,2	1,3	1,5
SE	-0,2	1,5	2,1
Rumunsko	-1,6	1,2	2,4
Bulharsko	-0,6	1,6	2,0
Chorvatsko	-1,2	1,3	2,2
Srbsko	1,1	2,5	2,9
Bosna a Her.	-0,9	2,0	2,0
Albánie	1,3	2,2	2,7
Kosovo	0,2	1,0	2,0
JVE	-0,9	1,5	2,4
Rusko	7,2	5,4	5,2
Ukrajina	13,3	10,7	7,5
Bělorusko	14,0	12,0	11,0
SNS	7,8	5,9	5,5
SVE	4,6	4,2	4,2
Turecko	7,6	8,0	7,5
Německo	0,4	1,9	2,2
eurozóna	0,2	1,5	1,5
USA	1,2	2,2	2,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „Ochutnávka“

- Volby v Evropě zvyšují ekonomickou nejistotu
- Česká ekonomika letos zrychlí, ale tygr regionu nebude
- Spotřeba domácností potáhne domácí ekonomiku
- Inflace se bude držet v horní části tolerančního pásma ČNB
- Nezaměstnaných je dvakrát víc než neobsazených pozic. Kde je problém?
- Přehřátý trh práce podpoří další růst mezd
- Zahraniční obchod láme rekordy
- Konec kurzového závazku se blíží
- Spekulanti zesílili poptávku po českých vládních dluhopisech

Makroekonomická predikce	2014	2015	2016e	2017f	2018f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 313	4 557	4 708	4 913	5 116
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,7	4,6	2,3	2,7	2,5
HDP na hlavu v EUR podle PPS	22 916	24 091	24 868	25 933	26 994
Průmyslová výroba, r/r %	5,0	4,6	3,3	3,5	3,5
Podíl nezaměstnaní / populace 15-64 let	7,7	6,5	5,5	5,3	5,3
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,9	3,0	4,1	4,0	3,9
PPI, r/r %, průměr	-0,8	-3,2	-3,3	2,2	2,1
CPI, r/r % průměr	0,4	0,3	0,7	2,5	1,6
CPI, r/r %, konec období	0,1	0,1	2,0	2,0	1,8
Saldo vládních financí, % HDP	-1,9	-0,6	0,0	-0,2	0,0
Vládní dluh, % HDP	42,2	40,3	39,3	38,2	37,1
Obchodní bilance, mld. Kč	146,0	131,0	191,0	189,3	195,9
Běžný účet, % HDP	0,2	0,9	2,4	1,5	1,2
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	1,9	-0,6	0,4	1,2	1,4
CZK/EUR, průměr*	27,5	27,3	27,0	26,9	25,5
CZK/USD, průměr*	20,7	24,6	24,4	26,1	23,4
Reposazba ČNB, průměr*	0,05	0,05	0,05	0,05	0,32
3M Pribor, průměr*	0,36	0,30	0,30	0,31	0,58

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

* pod revizí

EUR/Národní měna (průměr)

země	2016e	2017f	2018f
Polsko	4,36	4,42	4,33
Maďarsko	311	312	317
ČR*	27,0	26,9	25,5
Rumunsko	4,49	4,47	4,50
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,52	7,51
Srbsko	123	124	125
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	137	137	139
Rusko	74,1	63,7	66,8
Ukrajina	28,3	28,1	30,7
Bělorusko	2,20	2,29	2,61
Turecko	3,34	3,84	3,99
USA	1,11	1,03	1,09

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	aktuální	VI-17	IX-17	XII-17
Polsko	1,73	1,73	1,73	1,73
Maďarsko	0,23	0,30	0,40	0,50
ČR*	0,28	0,30	0,30	0,35
Rumunsko	0,63	1,00	1,15	1,55
Rusko	10,0	9,6	9,1	9,1
Turecko	11,0	10,5	10,2	9,5
eurozóna	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
USA	1,05	1,4	1,4	1,65

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-17	IX-17	XII-17
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,9	0,90	0,90	0,90
ČR*	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	2,00
Rusko	10,00	9,00	8,50	8,50
eurozóna	0	0,00	0,00	0,00
USA	0,75	1,00	1,00	1,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

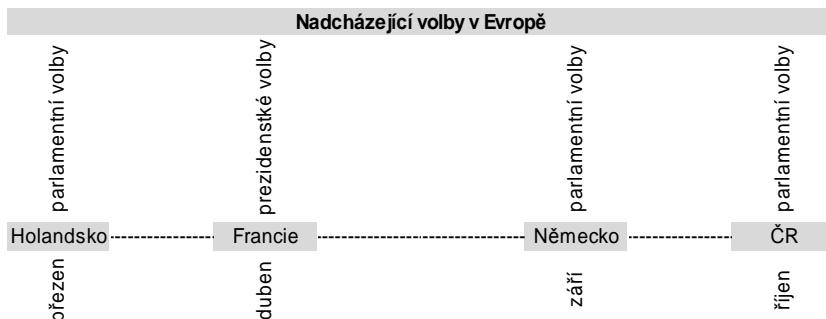
* pod revizí

Vnější prostředí – politická nejistota se stupňuje, centrální banky utahují opasky

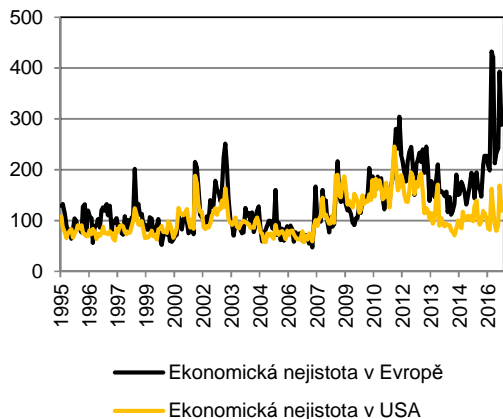
Rok 2016 byl pro světovou ekonomiku bouřlivý jak z politického, tak ekonomického hlediska. Největší šoky finančním trhům připravilo britské referendum o vystoupení z Evropské unie, americké prezidentské volby či italské referendum o změně ústavy. Centrální banky svými rozhodnutími také rozvířily vody. Japonská centrální banka přeměrovala měnovou politiku na cílování výnosové křivky. Kvůli stupňující se nejistotě se americká centrální banka (Fed) loni odhodlala zvýšit úrokové sazby pouze jedenkrát o 0,25 procentního bodu do pásma 0,50-0,75 %. Evropská centrální banka (ECB) prodloužila program kvantitativního uvolňování (alespoň) do konce roku 2017, ale ve snížených měsíčních objemech (60 mld. EUR od dubna 2017) a s upravenými podmínkami.

Do letošního roku jsme vstoupili ve vysoké ekonomické nejistotě (viz. Index ekonomické nejistoty). V průběhu roku se bude nejistota stupňovat. Vítězství D. Trumpa posílilo populistické strany v Evropě. Britské referendum nahrálo do karet politickým stranám, které volají po změnách v Evropské unii. Britská vláda by v nadcházejících měsících měla oficiálně požádat o vystoupení z Evropské unie. Britská premiérka T. May jasně sdělila, že Velká Británie nebude členem jednotného trhu. Francouzské prezidentské volby jsou za dvěma a kandidátka M. Le Penová má velkou šanci dostat se přes 1. kolo voleb, šance na její celkové vítězství jsou ale (zatím) malé. Na podzim se rozběhnou parlamentní volby v Německu a v České republice.

Růst cen ropy oživil inflaci ve světě a ta se v mnoha zemích nachází velmi blízko inflačního cíle centrálních bank. Rostoucí inflace zintenzivňuje tlaky na centrální banky, aby začaly resp. pokračovaly s utahováním měnových podmínek. Investiční spekulantů si brousí zuby na chvíli, kdy Česká národní banka (ČNB) opustí kurzový závazek. Fed opět zvýší úrokové sazby pravděpodobně již ve druhém čtvrtletí. Nejistota kolem fiskálního stimulu Trumpovy administrativy je značná, RBI pro letošek čeká dvě zvýšení úrokových sazeb Fedu, zatímco Fed v mediánu tři zvýšení. Evropská centrální banka bude v první polovině roku pokračovat ve svém kvantitativním programu. Pokud inflace poroste rychleji, než se čeká, budou zesilovat hlasy na dřívější než avizované ukončení programu. Takové hlasy se už objevily například ze strany Německa, kde inflace na začátku roku prudce zrychlila na 1,9 % meziročně. Prezident ECB M. Draghi ale nepřistoupí k utahování měnové politiky dříve, než uvidí udržitelnou inflaci v střednědobém horizontu.

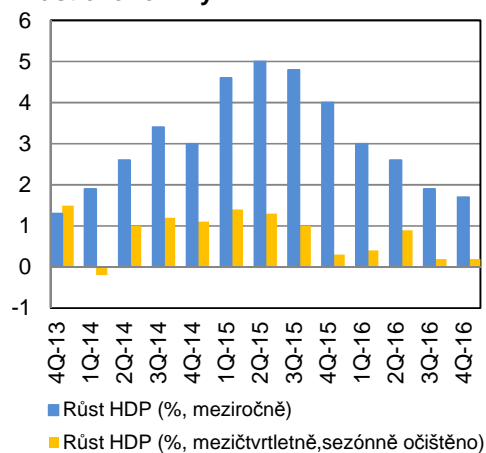


Ekonomická nejistota



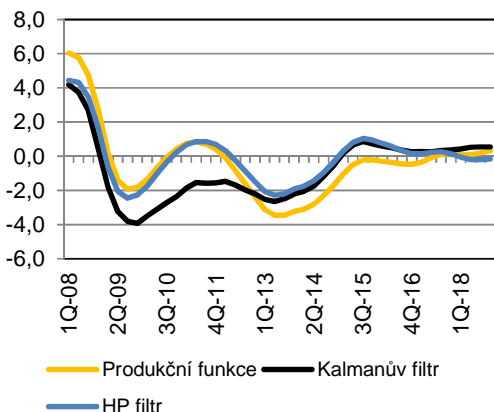
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Růst ekonomiky



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Mezera výstupu



Zdroj: prognóza ČNB.

Francouzské prezidentské volby - kdo vyhraje?

	Macron	Fillon	Le Pen
pravděpodobnost postupu do 2.kola	58%	42%	100%
2.kolo	vs. Le Pen	vs. Le Pen	vs. Macron
	65%	60%	35%
			vs. Fillon
			40%
pravděpodobnost výhry v 2.kole	vs. Le Pen	vs. Le Pen	vs. Macron
	99%	94%	1%
			vs. Fillon
			6%
celková pravděpodobnost výhry	57%	40%	3%

Zdroj: Ifop, Ipsos, Opinionway, Harris Interactive, BVA, Elabe, Cevipof, RBI/Raiffeisen

Pozn. k 13. únoru 2017

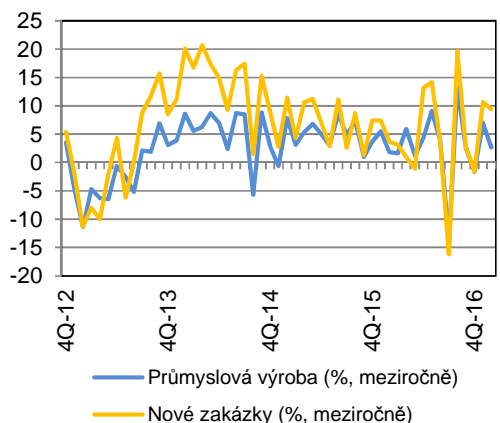
Ekonomika zrychlí, ale regionální sousedy nepřekoná

Po velmi úspěšném roce 2015 česká ekonomika loni zpomalila a to zejména kvůli vysoké srovnávací základně z roku 2015 a celkově slabším investicím. Podle předběžných údajů vzrostl český HDP v loňském roce o 2,3 % meziročně. Letos by česká ekonomika měla opět šlápnout na plyn a zrychlit své meziroční tempo růstu na 2,7 %. Za rychlejším růstem by měla stát zejména obnovená investiční činnost (jak státní, tak i soukromá), stabilní růst spotřeby domácností a opět úspěšný zahraniční obchod, který ale loňský rekordní rok pravděpodobně nepřekoná. A podzimní parlamentní volby navíc zvýší vládní výdaje.

Přestože vyhlídky pro českou ekonomiku jsou pro letošní rok příznivé, regionální sousedi se budou chlubit vyšším tempem růstu HDP. Polsko, Maďarsko i Slovensko pravděpodobně porostou přes 3,0 % meziročně. Naopak německé HDP dosáhne zřejmě „jenom“ 1,7 %. Celá eurozóna by podle odhadů RBI měla vzrůst o 1,5 % meziročně.

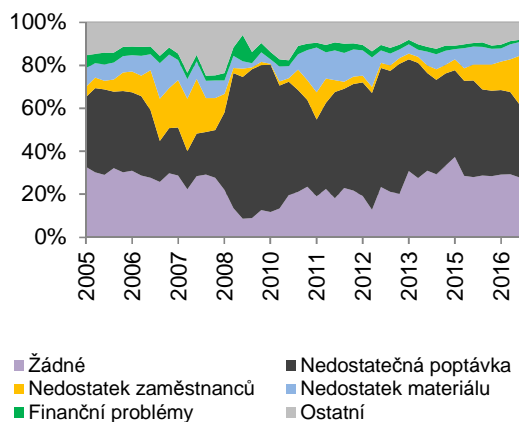
V roce 2015 přitáhl zvýšenou pozornost finančních trhů silný růst české ekonomiky (4,6 %), letos to bude bezpochyby opuštění kurzového závazku. Podmínky pro opuštění kurzového závazku ČNB letos dozrají. Česká ekonomika nyní operuje na svém potenciálu a v dalších čtvrtletích by mezera výstupu měla být kladná. Inflace by se po zbylých 11 měsících roku měla pohybovat v horní části tolerančního pásma. Tříleté období průmyslové deflace letos skončí. Všechny makroekonomické indikátory naznačují, že česká ekonomika je připravena na opuštění kurzového závazku, který víc jak tři roky podporoval ekonomiku. Pokud by ČNB příliš dlouho váhala s „exitem“, mohlo by to hrát v její neprospěch.

Průmyslová výroba a zakázky



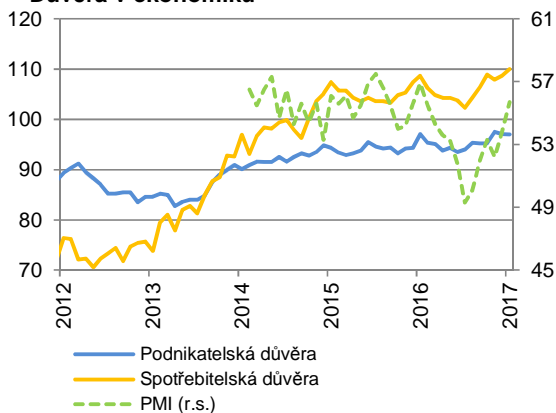
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank a.s.

Důvěra v ekonomiku



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Průmysl šlapal, stavebnictví pokulhávalo

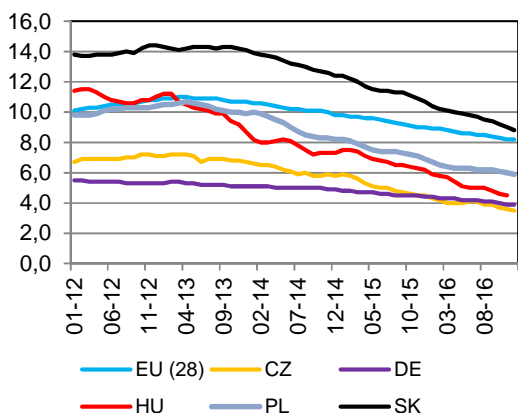
Český průmysl rostl průměrně v roce 2016 tempem 2,9 % r/r. V posledním čtvrtletí roku 2016 sice zaškokbrtl, když se v říjnu snížila průmyslová výroba meziročně o 1,7 %. V listopadu průmysl následně zkorigoval své tempo růstu na nadprůměrných 7 % r/r, které v posledním měsíci roku zpomalilo na 2,7 % r/r. Nejvíce za tímto nejednotným růstem průmyslu stojí výroba motorových vozidel (tahoun českého průmyslu), která se sice v říjnu nepatrně snížila. V průměru ale ve čtvrtém kvartálu rostla meziročně o téměř 7 % a za celý rok 2016 vzrostla o 11 % r/r. Zpracovatelský průmysl pak během celého roku rostl tempem 3,7 % r/r. Naopak odvětví těžby a dobývání zaznamenalo největší pokles a mimo jiné kvůli útlumu v OKD byla jeho produkce v roce 2016 v průměru nižší o 9 %.

Především předstihové indikátory doma i v sousedních zemích poukazují na pokračující ekonomickou dynamiku. Index nákupních manažerů v České republice dosáhl roční maximum a očekávání předčil také v Maďarsku a Polsku. Rekordy tento index trhá i v Německu a v celé eurozóně a naznačuje tak, že se dynamika průmyslu v příštích třech měsících viditelněji zvýší. Tomu nasvědčuje i vývoj nových objednávek, které v prosinci vzrostly o téměř 10 % r/r, především těch ze zahraničí. Největší nárůst zakázek ve výši přes 18 % r/r zaznamenal automobilový průmysl. Celkově očekáváme, že v roce 2017 průmyslová produkce vzroste o 3,5 % meziročně.

Využití průmyslových kapacit v říjnu vzrostlo oproti červencové hodnotě o 0,3 p.b. na 84,7%. V lednu 2017 bylo však využití průmyslových kapacit zpět na úrovni 84,4 %. Pro porovnání v říjnu 2015 byly průmyslové kapacity využívány z 84,1 %.

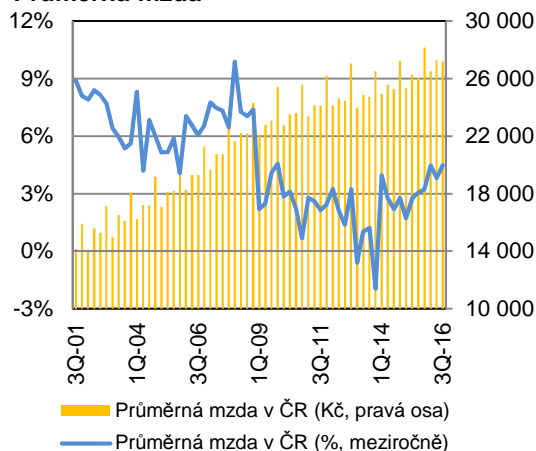
Zatímco průmyslu se v posledním čtvrtletí minulého roku dařilo, stavebnictví mírně pokulhávalo. Stavební produkce v tomto období klesla o 3,3 % a to i přesto, že pozemní stavitelství zaznamenalo růst o 3,8 %. Slabší soukromé i veřejné investice se tak odrazily na produkci inženýrského stavitelství, které zaznamenalo meziroční pokles o 15,8 %. V letošním roce však očekáváme návrat ke kladným hodnotám, zejména díky zvýšeným dotacím ze stran Evropské Unie. Soukromé investice by podle našich odhadů měly růst o 4 % r/r a veřejné investice by měly podle návrhu státního rozpočtu ministerstva financí růst o 22 % r/r, přičemž největší díl těchto investic navíc připadá na Ministerstvo dopravy a tedy na infrastrukturu.

Nezaměstnanost



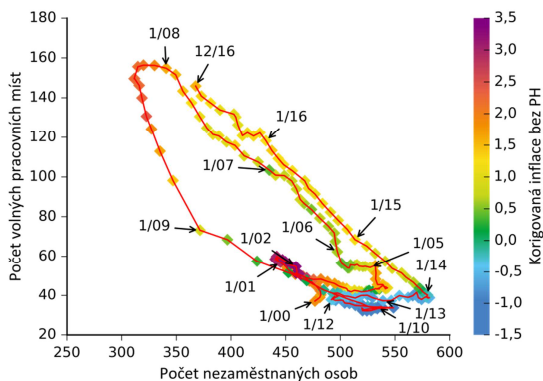
Zdroj: Eurostat, Raiffeisenbank a.s.

Průměrná mzda



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Beveridgeova křivka



Zdroj: ČNB

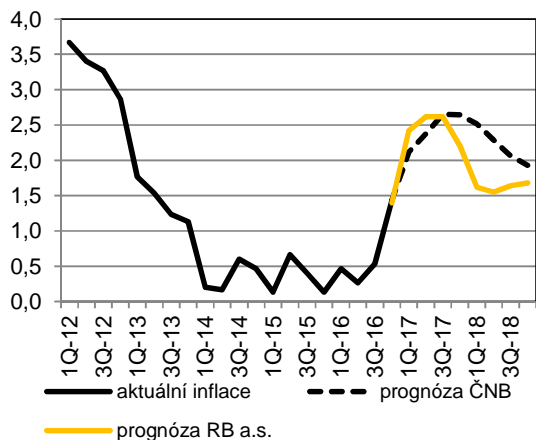
Přehřátý trh práce – kolik je ve skutečnosti nezaměstnaných?

Počet lidí bez práce registrovaných na úřadech práce v ČR se dlouhodobě drží na osmiletém minimu. Míra registrované nezaměstnanosti poklesla v průměru na 5,5 % v roce 2016 z 6,5 % v roce 2015. Od poloviny loňského roku úřady práce dohromady hlásí více než 135 tisíc neobsazených pracovních míst. Nejenže se ČR může pyšnit nejnižší mírou nezaměstnanosti v EU, ale také historicky nejvyšší mírou zaměstnanosti přesahující 75 %. Rekordní zaměstnanost v ČR má ale i svá negativa. Zatímco se trh práce přibližuje svému vrcholu z roku 2008, zaměstnavatelé hlásí nedostatek zaměstnanců jak kvalifikovaných, tak i nekvalifikovaných. Nedostatek zaměstnanců je v průzkumech mezi podnikateli označován za jednu z významných bariér dalšího růstu produkce. Přitom na úřadech práce je zaregistrováno přes 380 tisíc nezaměstnaných. Kde je problém? Možná v samotné statistice úřadů práce. Přísnější statistika nezaměstnanosti podle Mezinárodní organizace práce totiž říká, že počet skutečně nezaměstnaných v ČR, kteří aktivně hledají práci, je jen cca 190 tisíc, což odpovídá polovičnímu počtu osob, než hlásí úřady práce. To znamená, že v evidenci úřadů práce tak z poloviny zůstávají osoby, které vzhledem ke svým schopnostem na jedné straně a požadavkům na straně druhé nejsou akceptovatelní pro zaměstnavatele a stávají se tak nezaměstnatelnými. A ta druhá polovina ve skutečnosti práci nehledá, jen naplňuje zákonné podmínky pro získání sociálních dávek od státu.

Vzhledem k populačně slabším ročníkům, které vstupují na trh práce nelze očekávat, že se situace na českém trhu práce brzy nějak změní. Naopak očekávaný růst ekonomiky bude vyžadovat další zaměstnance a míra nezaměstnanosti se bude ještě snižovat ale pomalejším tempem, neboť stávající nezaměstnaní nenabízí zaměstnavatelům to, co potřebují. Přesto v následujících měsících míra registrované nezaměstnanosti poklesne pod 5 %.

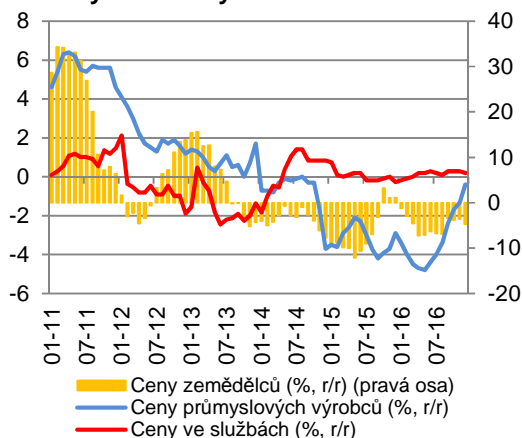
Přehřátý trh práce se projevuje i na růstu mezd v ČR. Průměrná mzda se v ČR za tři čtvrtletí 2016 zvýšila o 3,9 %. Ke konci září tak činila 27 220 Kč hrubého. Poprvé se tak průměrná mzda v přepočtu na eura přehoupala přes hranici jednoho tisíce. Vlivem růstu minimální mzdy (o 7,6 % z 9 200 Kč na 9 900 Kč) se medián mzdy (mzda prostředního zaměstnance) zvyšoval ještě rychleji. Nejvíce si polepšili zaměstnanci v odvětví kultury, ubytování, stravování a pohostinství. Rychleji než zaměstnancům v průmyslu rostly mzdy státním úředníkům. Vzhledem k nedostatku zaměstnanců bude tlak na růst mezd dále sílit. Mzdovou inflaci podporuje „zespodu“ i zvýšení minimální mzdy o 11 % s platností od ledna 2017. Růstu mezd také nahrává konec nákladové deflace v eurozóně, která doposud bránila jejich výraznějšímu růstu z důvodu možné ztráty cenové konkurenceschopnosti českých vývozců. V roce 2017 proto počítáme se zrychlením růstu nominálních mezd na 4,5 % v průměru. Oživení inflace ale část z toho růstu ukrojí, takže reálná mzda poroste pomaleji než v roce 2016.

Inflace



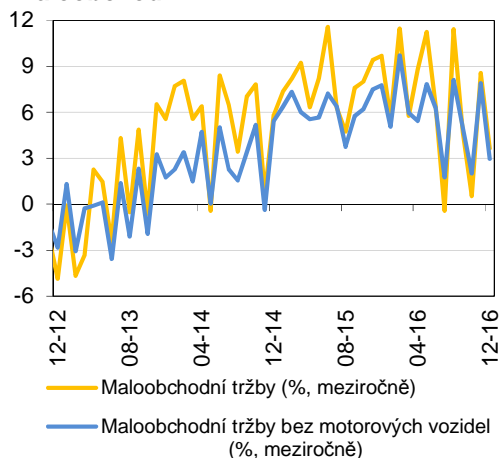
Zdroj: ČNB, Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Průmyslové ceny



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Maloobchod



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Inflace je nad inflačním cílem a letos pod něj neklesne

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 spotřebitelská inflace zrychlovala a pohybovala se nad prognózou ČNB. V prosinci dosáhla meziroční míra inflace po zhruba třech letech 2 % inflačního cíle ČNB. Ovšem více sledovaným údajem byla spotřebitelská inflace za leden. Lednová inflace přitahuje tradičně mnoho pozornosti, jelikož jde o měsíc, kdy firmy mění své ceny a kdy se provádí různé regulační a administrativní změny. V lednu zrychlila meziroční míra inflace na 2,2 %, což bylo o 30bp nad úrovní, kde odhadovala lednovou inflaci ČNB. Hlavními tahouny cen nahoru byly ceny potravin a sezónně i ceny dovolených. Jak ukázalo předběžné šetření cen potravin od ČSÚ, potraviny zdražovaly také v únoru, zejména zelenina. Za vyšší ceny zeleniny může mimo jiné také slabá úroda ve Španělsku a Itálii. Na jedné straně potraviny velice jsou volatílní složkou spotřebitelského koše a jejich prudké zdražování lze označit za jednorázový faktor. Na druhé straně jejich překvapivě rychlý růst na začátku roku zapříčinil, že celková inflace na začátku roku byla o 20bp nad naší dlouhodobou prognózou. Upravili jsme proto také náš dlouhodobý výhled na inflaci.

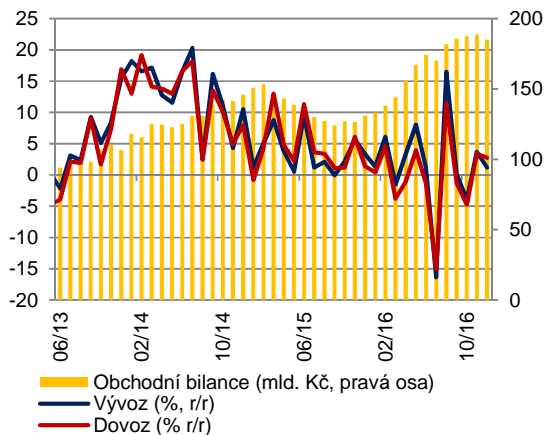
Ani ne tak aktuální inflace jako její výhled a udržitelnost hrají prim v rozhodování členů bankovní rady ČNB o načasování konce kurzového závazku. **Pro letošní rok očekáváme průměrnou meziroční míru inflace na 2,5 %, což je o 50bp nad předchozím odhadem.** Srovnávací základna z loňského roku, vyšší ceny komodit (zejména ropy) i další růst cen potravin by měly vést k tomu, že inflace v únoru a v březnu bude zrychlovat. Nečekáme, že by letos inflace pokořila horní hranici tolerančního pásma ČNB (3 %). Ke konci roku se inflace vlivem srovnávací základny bude vracet k inflačnímu cíli, ale pod něj se zřejmě nedostane.

Maloobchod: vánoční horečka se konala už v listopadu

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 vzrostly tržby maloobchodníkům o 4,2 % meziročně; tržby v motoristickém segmentu vzrostly o 4,3 % r/r. Česká ekonomika operuje na hranici svých kapacit a spotřebitelé mají větší chuť utrácet, což se projevilo také v období před Vánoce. V posledním čtvrtletí vzrostly tržby obchodníkům nepotravinářského zboží o 6,5 %, dařilo se ale i prodeji aut, který vzrostl téměř o 5 %. Nejrychleji už tradičně rostly tržby z prodeje přes internet a zásilkové služby, meziročně o 23,1 %. Za celý rok vzrostly tržby maloobchodníkům bez započítání tržeb z prodeje aut o 5,6 % a nejrychleji rostly v listopadu (téměř 8 % r/r).

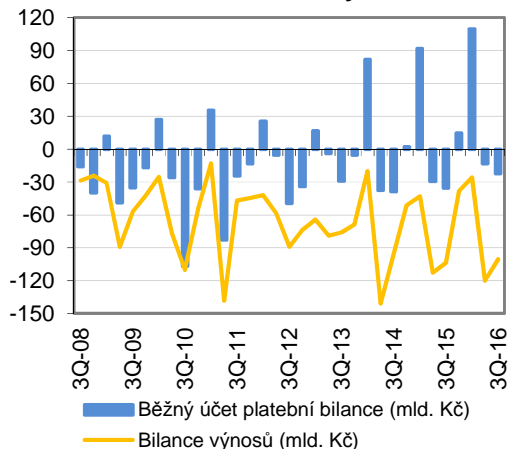
Stabilní růst české ekonomiky se odráží ve vyšší spotřebě domácností. Díky dobré situaci na pracovním trhu, spotřebitelé mají nejen dostatek pracovních příležitostí, ale také vyšší mzdy. To se odráží v důvěře domácností, která byla na svém historickém maximu jak na začátku roku 2016, tak i na začátku roku 2017. Očekáváme proto, že maloobchodní tržby porostou nadále i letos. Prodej automobilů by letos měl být podpořen novým modelem, který na trh uvede největší česká automobilka. Zahrneme-li tržby z prodeje aut, očekáváme v roce 2017 průměrný růst tržeb o 4,5 % r/r, bez prodeje aut by měly tržby

Zahraníční obchod



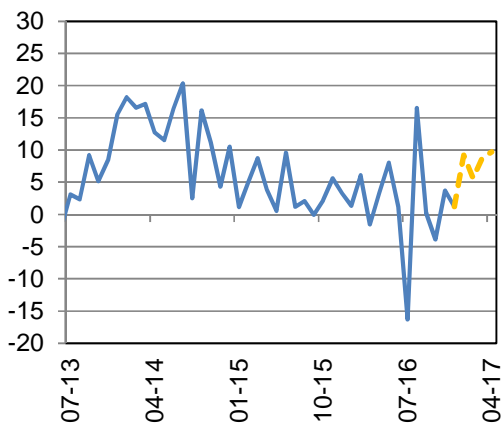
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Index exportu



Zdroj: Raiffeisenbank a.s.

maloobchodníkům vzrůst o 3,5 % r/r. Spotřeba domácností tak zůstane i v roce 2017 hlavním tahounem růstu české ekonomiky.

Zahraníční obchod trhal rekordy

Dobrá ekonomická situace u našich partnerů se v roce 2016 projevila i ve statistice zahraničního obchodu. Bilance zahraničního obchodu v národním pojetí dosáhla v roce 2016 přebytku ve výši 183,9 mld. Kč a meziročně se tak zvýšila o téměř 53 mld. Kč. Tento rekordní přebytek byl způsobem jak na straně vývozu (meziroční nárůst o 1,4 %), tak i dovozu (meziroční pokles o 0,2%). Vykázaný přebytek byl podpořen kurzem české koruny, který je podle našich výpočtů podhodnocen.

Za poslední čtvrtletí roku 2016 dosáhl přebytek zahraničního obchodu o téměř 22 mld. Kč. Zatímco v říjnu a v listopadu byl přebytek meziročně vyšší, prosincový deficit výsledek zvrátil. Přebytek za čtvrté čtvrtletí byl nakonec o téměř 2 mld. Kč nižší. Příčinou je především nárůst dovozu ze zahraničí v listopadu a v prosinci, poukazujíc na to, že díky silnější důvěře v českou ekonomiku neměly české domácnosti strach před Vánoce utráčet. Například dovoz motorových vozidel vzrostl meziročně v listopadu o 14 % a v prosinci o 15 % a dovoz průmyslového zboží vzrostl v listopadu o 12 % a v prosinci o 6 % meziročně.

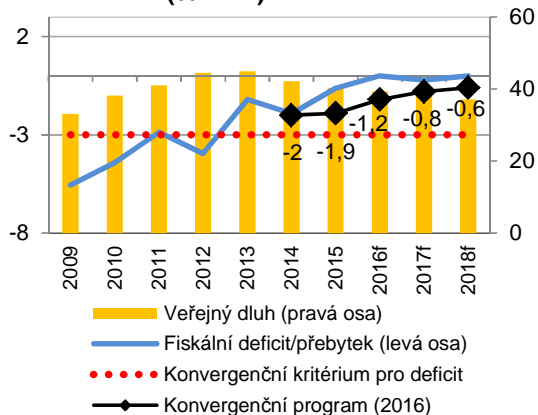
Vývoz českých produktů do zahraničí ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nepatrně vzrostl o 0,5 % r/r. Vývoz strojů a dopravních prostředků, které tvoří téměř 54 % celkového českého vývozu, vzrostl o 1,8 % r/r, samotný vývoz motorových vozidel rostl meziročním tempem přes 4 %. Vývoz ostatních dopravních zařízení včetně letadel, která ještě v roce 2015 patřila ke skokanům roku, naopak meziročně klesl o 4,3 %. Nejvíce vzrostl vývoz průmyslového spotřebního zboží (6,1 %) a chemických výrobků (5%).

Obchodní bilance s Evropskou Unií, která je největším obchodním partnerem České republiky, se ve čtvrtém čtvrtletí zhoršila meziročně o 2 mld. Kč. Největší propad zaznamenal obchod se Slovenskem, s nímž se naše obchodní bilance v posledním čtvrtletí zhoršila meziročně o více než 14 mld. Kč. Za celý rok tak obchodní bilance se Slovenskem klesla meziročně o více než 13 mld. Kč, přičemž se vývoz k našim sousedům propadl o 4,5 % r/r a dovoz o 1,3 % r/r.

V příštích měsících bude růst exportu podporován několika faktory. Velkou roli hraje pozitivní očekávání v roce 2017, na které ukazují silné výsledky předstihových indikátorů jak v jednotlivých zemích Evropské unie, tak i v unii jako celku. Dalším indikátorem očekávaného růstu českého vývozu jsou rostoucí objednávky ze zahraničí, které v prosinci vzrostly meziročně o 12,6 %.

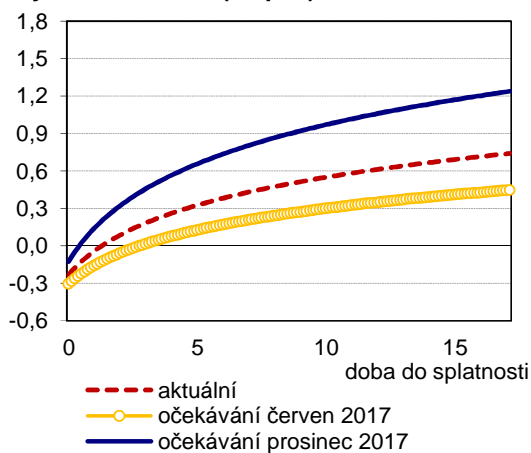
Podle Indexu exportu, který sestavujeme ve spolupráci s Asociací exportérů, bude růst vývozu v následujících měsících jednociferný. V průměru český vývoz v roce 2017 poroste podle našich odhadů o 5,8 %. Vysoká ekonomická důvěra domácností stejně jako znovuobnovení investic na tuzemském trhu by měly vést k zrychlení importu. Celkově očekáváme, že obchodní bilance na konci roku 2017 vykáže přebytek okolo 190 mld. Kč.

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: MFČR, Raiffeisenbank a.s.

Výnosová křivka (% p.a.)



Zdroj: Raiffeisenbank a.s.

Sazby peněžního trhu ČR (ask)

PRIBOR	aktuální	VI-17	IX-17	XII-17
1M*	0,20	0,20	0,20	0,20
3M*	0,28	0,30	0,30	0,35
6M*	0,35	0,4	0,5	0,6
12M*	0,44	0,5	0,6	0,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

Také platební bilance zboží a služeb, která jde ruku v ruce s výsledky zahraničního obchodu, vykázala v roce 2016 rekordní kumulovaný přebytek 354 mld. Kč. Ten byl celkově oproti roku 2015 vyšší o více než 68 mld. Kč. Běžný účet pak za celý rok 2016 skončil přebytkem 73,6 mld. Kč a to i přesto, že se v prosinci propadl do deficitu. Na finančním účtu se pak ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 projevil rychlý nárůst devizových rezerv. Ty se zvýšily o téměř 174 mld. Kč, především vlivem intervencí ČNB na devizovém trhu. Na rok 2017 očekáváme mírnější přebytek platební bilance služeb a zboží než v roce 2016, a to ve výši 280 mld. Kč. Nemalou roli v očekávání nižšího přebytku platební bilance hraje i fakt, že letos by mělo dojít ke zrušení kurzového závazku a koruna by měla do konce roku posílit.

Rozpočet: sladká tečka na konci roku

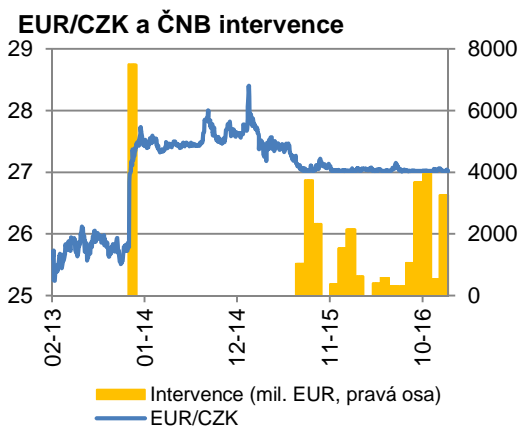
Hospodaření sektoru vládních institucí skončilo v roce 2016 rekordním přebytkem dosahujícím výše téměř 62 mld. Kč. K meziročnímu zlepšení výsledku hospodaření došlo jak na straně příjmů (nárůst o téměř 125 mld. Kč), tak i výdajů (pokles o 77,5 mld. Kč).

Na straně příjmů se příznivě podepsal především pokračující růst české ekonomiky a dobrá situace na trhu práce, která sebou přinesla i vyšší inkaso pojistného na sociální zabezpečení (23,6 mld. Kč). Stát inkasoval více na daních z příjmu (nárůst o 21,5 mld. Kč r/r) a také na nepřímých daních (nárůst o 16,4 mld. Kč r/r). Výdaje rozpočtu klesly za celý rok 2016 především z důvodu poklesu investic, které jsou vázané na projekty spolufinancované s fondy EU. Celkově se kapitálové výdaje státního rozpočtu snížily o téměř 91 mld. Kč. Naopak sociálních dávek bylo vyplaceno o 6,8 mld. více, z čehož více než polovina jde na vrub vyšších důchodů.

Díky záporným výnosům státních dluhopisů klesají také náklady na obsluhu dluhu. Podíl státního dluhu s nulovými nebo zápornými úroky v roce 2016 vzrostl na 12 %. V roce 2016 se tak podle odhadu Ministerstva financí veřejný dluh snížil o 59,6 mld. Kč na 1 613,4 miliard korun a podíl dluhu na domácím HDP se meziročně snížil na 34,2 %.

Podle prognózy Ministerstva financí by česká ekonomika letos měla růst tempem 2,4 % a vláda počítá s deficitem vládního rozpočtu ve výši 0,5 % HDP. Růst by kromě mandatorních výdajů a platů ve veřejném sektoru měly také investice vlády včetně prostředků z EU fondů.

V roce 2017 očekáváme expansivní fiskální rozpočet, především kvůli nadcházejícím volbám. Přesto si myslíme, že schválený rozpočtový deficit 60 mld. Kč je příliš vysoký. S ohledem na naši prognózu, která očekává vyšší tempo růstu HDP než Ministerstvo financí, letos očekáváme mírný schodek rozpočtu vládního sektoru ve výši 10 mld. Kč. To odpovídá zhruba deficitu státního rozpočtu ve výši 0,2 % HDP.



Zdroj: ČNB, Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

České dluhopisy ve vleku koruny

Výnosy českých vládních dluhopisů v uplynulých měsících prošly proměnlivým vývojem. Hlavním hybatelem byly spekulace na budoucí posílení koruny. Inflation na začátku roku finanční trhy překvapila rychlejším než očekávaným růstem. U německých vládních dluhopisů ovšem došlo jen k mírnému nárůstu výnosů v případě delších dob do splatnosti. Naopak výnosy německých vládních dluhopisů s krátkou dobou do splatnosti dál mírně klesly. Evropská centrální banka i nadále podporuje ceny německých vládních dluhopisů programem kvantitativního uvolňování, byť jak ECB oznámila, objem těchto nákupů bude od dubna snížen z 80 mld. EUR na 60 mld. EUR měsíčně.

Výnosy českých vládních dluhopisů s kratší dobou do splatnosti v lednu výrazně klesly. Klesaly i forwardové kurzy, které ztraktivňovaly nákup korunových dluhopisů. Nicméně poptávka po českých vládních dluhopisech byla tak silná, že výnos těchto instrumentů se splatností dva roky klesl pod úroveň -1,0 %. Tento výkyv měl relativně krátké trvání a výnosy 2-letých vládních dluhopisů zkorigovaly k úrovni -0,5 %, což koresponduje s naší prognózou, která pro první polovinu roku počítá s výnosem těchto instrumentů poblíž -0,6 až -0,7 %. Sílící spekulace na posílení koruny by krátkodobě mohly opět vést k poklesu výnosů. Nicméně ukončení kurzového závazku ČNB v letošním roce by mělo vést k nárůstu dluhopisových výnosů do kladných hodnot. V případě českých vládních dluhopisů čekáme v nejbližších měsících pohyb poblíž aktuálních hodnot (0,6 %) a s koncem intervenčního závazku nárůst směrem k 1,1 %. Ovšem podobně jako panuje velká nejistota ohledně vývoje měnového kurzu po opuštění kurzového závazku, panuje velká nejistota ve vývoji cen vládních dluhopisů.

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	VI-17	IX-17	XII-17
2 roky*	-0,46	-0,70	-0,60	0,10
5 let*	0,2	-0,2	-0,4	0,4
10 let*	0,65	0,60	0,50	1,10
15 let*	1,03			

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

Kurz koruny

	aktuální	VI-17	IX-17	XII-17
EUR/CZK*	27,01	27	27	25,9
USD/CZK*	25,6	26,5	26,5	24,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

Měnová politika a vývoj české koruny

Kurz české koruny zůstává těsně přimknutý k hladině EUR/CZK 27,0. 12-ti měsíční forwardový kurz EUR/CZK se na začátku roku přiblížil až k 26,50 a od té doby zkorigoval směrem ke 26,70. Česká národní banka i nadále uvádí, že neukončí kurzový závazek dříve, než ve druhém čtvrtletí letošního roku. Současně ČNB nadále uvádí polovinu roku jako pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku. Naše prognóza počítala s ukončením kurzového závazku ve druhé polovině roku. Nicméně mírně rychlejší inflace na začátku letošního roku a především poslední indikace nárůstu cen potravin dohromady s komunikací ČNB ukazují, že pro ČNB bude čím dál obtížnější ukončení závazku odsouvat, i kdyby měla určité pochybnosti o budoucí udržitelnosti inflačního cíle. Objem intervencí na začátku roku vystřelil o zhruba 500 mld. Kč a podíl devizových rezerv na HDP překročil 50 %. Ačkoliv ČNB uvádí, že jí nárůst devizových rezerv netrápí, na rozhodování ČNB vliv jistě má. Naši prognózu vývoje koruny, která počítá s posílením koruny ve druhé polovině roku na EUR/CZK 25,90, aktuálně podrobujeme revizi. Důležité bude, zda se potvrdí další zrychlení míry inflace za únor, které by nahrávalo konci kurzového závazku již ve druhém čtvrtletí. Po opuštění kurzového závazku čekáme krátkodobě vysokou volatilitu kurzu EUR/CZK. ČNB velmi pravděpodobně bude

při velkých výkyvech na trhu se zpožděním dále působit tak, aby podporovala naplňování inflačního cíle. Pokud se ukáže, že spekulace trhu na posílení koruny byly přemrštěné, uzavírání dlouhých pozic v koruně může vést ke krátkodobému oslabování koruny. Ovšem s ohledem na dobrý fundamentální vývoj české ekonomiky a návrat konvergence vůči eurozóně by výsledkem konce závazku mělo být prosazení posilujícího trendu koruny proti euru.

Autoři: Helena Horská, Monika Junicke, Michal Brožka, Daniela Milučká

Raiffeisenbank a.s., economic.research@rb.cz

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	Radovan Křen	59 61 28 868
Firmy: Václav Štětina	23 44 05 228	Petr Váně	59 69 66 432
Firmy: region Severozápad: Robert Kott	603 808 512	Ivo Stavěl	58 52 06 931
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák	603 808 035	Alexandra Dujíčková	23 44 01 577
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka	602 172 573	Roman Boháček	23 44 01 738
		Roman Zvára	23 44 01 565

Projektové financování

Tomáš Gürtler	23 44 01 215	Milan Fischer	23 44 01 145
Jan Rýdl	23 44 01 133	Eva Bobeničová	23 44 01 316
Martin Hofmeister	23 44 01 330	Roman Fol	23 44 01 144
Soumar Radek	23 44 05 691	Jozef Božek	23 44 05 509
Renata Dlesková	23 44 01 857	Milan Fajkus	23 44 01 821

Strukturované financování

Karel Vlasák	23 44 01 308	Tomáš Kreml	23 44 01 274
Martin Matoušek	23 44 01 545	Ivo Prokop	23 44 01 826

Private Banking

Jan Remr	23 30 62 637	Treasury – Trading	
Roman Randák	23 44 01 636	Milan Fischer	23 44 01 145
Lenka Gvuzdová	23 44 01 643	Eva Bobeničová	23 44 01 316
Petr Mašek	23 44 01 995	Roman Fol	23 44 01 144
Marko Stojanić	23 44 01 522	Jozef Božek	23 44 05 509
Alexandra Hřebíková	23 44 01 120	Milan Fajkus	23 44 01 821
Alexandr Sarnavský	773 748 759	Tomáš Kreml	23 44 01 274
Petr Nimeřický	23 44 01 855	Ivo Prokop	23 44 01 826
Jakub Hlaváček	23 44 01 831	Treasury - Sales	
Pavel Ráž	23 44 01 574	Pavel Křivonožka	23 44 05 995
Jakub Šoltys	23 44 01 844	Žaneta Chudá	23 44 01 195
David Žák	23 44 01 637	Michal Michalov	23 44 01 830
Ivan Džaja	23 44 05 453	Martin Bárta	23 44 05 510
Ivana Jakubcová	51 75 45 040	Pavel Křištof	23 44 05 907
Tomáš Crhák	51 75 45 041	Jakub Skotnica	23 44 05 502
Vít Richterek	57 15 45 042	Soňa Fenclová	23 44 01 346
		Martin Skoumal	23 44 05 351
		Robert Schwanzer	23 44 01 130
		Pavel Bors	23 44 01 885
		Ondřej Chládek	23 44 05 357
		Slavomír Koval'	23 44 01 775
		Michal Brožka	23 44 01 498
		Treasury – Finanční instituce	
		Vít Čermák	23 44 01 481
		Petra Žáková	23 44 01 461
		Kateřina Novák Kárníková	23 44 05 656

Kateřina Škutová	23 44 01 877	Jana Šebestíková	23 44 01 802
Adam Zilvar	23 44 05 253	Corporate Finance	
Treasury – Equities		Marek Tichý	23 44 01 953
Richard Skácel	23 44 01 827	Jakub Hamr	23 44 01 868
Eva Polánová	23 44 01 803	Pavel Plánička	23 44 01 255
Jakub Veselský	23 44 01 819	Jana Kůrečková	23 44 01 822
Jakub Schermer	23 44 01 838	Ekonomický výzkum	
Factoring		Helena Horská	23 44 01 413
Petr Bútora	23 44 01 925	Daniela Milučká	23 44 05 685
Tomáš Filípek	23 44 01 946	Monika Junické	23 44 01 070
Daniel Markalous	23 44 01 374	Lenka Kalivodová	
Pavla Jaroušková	23 44 05 498		
Oldřich Šrůta	23 44 01 191		
Financování obchodu			
Miloš Večeřa	23 44 01 110		

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 21. února 2017, 10:00h.

Publikace byla vydána 23. února 2017.

Editor: Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.

UPOZORNĚNÍ

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

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. v souladu s právními předpisy, zejména Vyhláškou č. 114/2006 Sb., o povité 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 třetími osobami. 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. Případně 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 Irsku (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 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. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případně 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 Irsku (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 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 spoluzároveň 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 domnívá, 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 nepřímo 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 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.

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 povité 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 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22.prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povité 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 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.