

Reálný HDP (mezir, změna, %)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Politická nejistota se snížila
- Fed normalizuje sazby a snižuje bilanci
- ECB s uvolněním měnové politiky vyčkává
- Vyjednávání o brexitu začíná
- Česká ekonomika poroste, z V4 je ale nejpomalejší
- Inflace do konce roku vydrží nad inflačním cílem ECB
- Napjatý trh práce žene mzdy vzhůru
- Průmysl šlape, výroba aut roste dvouciferným tempem
- Státní rozpočet zpět v deficitu, chybí mu evropské fondy
- Spread mezi německými a českými dluhopisy se bude snižovat
- Koruna v přechodné fázi – míří ale k silnějším hodnotám
- První zvýšení sazeb ČNB může přijít už letos

Spotřebitelské ceny (prům.,mezir, %)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Makroekonomická predikce

	2014	2015	2016f	2017f	2018f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 314	4 555	4 715	4 920	5 124
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	24 163	24 949	26 017	27 082
Průmyslová výroba, r/r %	5,0	4,6	2,9	4,7	3,6
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let	7,7	6,5	5,5	4,4	4,5
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,9	3,0	3,8	4,0	3,9
PPI, r/r %, průměr	-0,8	-3,2	-3,3	2,4	2,1
CPI, r/r % průměr	0,4	0,3	0,7	2,3	2,1
CPI, r/r %, konec období	0,1	0,1	2,0	2,2	1,8
Saldo vládních financí, % HDP	-1,9	-0,6	0,6	-0,2	0,0
Vládní dluh, % HDP	42,2	40,3	37,2	36,8	35,7
Obchodní bilance, mld. Kč	146,0	131,0	166,4	163,6	169,4
Běžný účet, % HDP	0,2	0,2	1,1	1,1	1,2
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	1,9	-1,1	3,0	1,2	1,4
CZK/EUR, průměr	27,5	27,3	27,0	26,5	25,5
CZK/USD, průměr	20,7	24,6	24,4	25,2	23,4
Reposazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,05	0,1	0,5
3M Pribor, průměr	0,36	0,30	0,30	0,4	0,7

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

EUR/Národní měna (průměr)

země	2016e	2017f	2018f
Polsko	4,36	4,21	4,09
Maďarsko	311	310	312
ČR	27,0	26,5	25,5
Rumunsko	4,49	4,54	4,51
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,45	7,46
Srbsko	123	124	125
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	137	135	137
Rusko	74,1	62,8	67,7
Ukrajina	28,3	29,1	31,3
Bělorusko	2,20	2,08	2,40
Turecko	3,34	3,91	4,25
USA	1,11	1,08	1,11

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	aktuální	IX-17	XII-17	III-18
Polsko	1,43	1,73	1,73	1,8
Maďarsko	0,15	0,15	0,15	0,15
ČR	0,30	0,40	0,50	0,60
Chorvatsko	0,36	0,65	0,60	0,70
Rumunsko	0,64	1,05	1,45	1,71
Rusko	9,19	8,85	8,35	8,10
Turecko	12,71	12,30	11,50	10,80
eurozóna	-0,37	-0,35	-0,35	-0,30
USA	1,29	1,40	1,70	1,90

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	IX-17	XII-17	III-18
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	0,05	0,05	0,25	0,25
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	2,00
Rusko	9,00	8,25	7,75	7,50
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	1,25	1,25	1,50	1,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – politická nejistota klesá

Ve druhém čtvrtletí 2017 došlo ke zklidnění finančních trhů v důsledku poklesu politické nejistoty, když ve Francii vyhrál prezidentské volby centrista E. Macron. Jeho strana následně bodovala také v parlamentních volbách, kde s přehledem získala absolutní většinu. Trh na oba výsledky francouzských voleb reagoval pozitivně, především po prezidentských volbách byla cítit úleva. Výnosový diferenciál mezi francouzskými a německými dluhopisy, který byl před prezidentskými volbami největší od 90. let, se zúžil zpět o 45 bazických bodů na 35 bazických bodů. Německé parlamentní volby, které se budou konat v září, trh se zásadním politickým rizikem nespojuje a tak hlavní politickou nejistotou v Evropě zůstávají volby v Itálii. Jejich datum však není stanoveno a není jisté, jestli vůbec k italským předčasným volbám dojde, anebo jestli italští voliči budou volit až v regulérním termínu v květnu příštího roku.

Rizikem i nadále zůstávají jednání o brexitu. Jelikož jednání jsou teprve na začátku, je těžké odhadnout, jakým směrem se odchod Velké Británie z Evropské unie bude vyvíjet. Dosavadní premiérka T. May byla zastáncem tzv. tvrdého brexitu. Poté co ale v červnových volbách ztratila v dolní sněmovně většinu, je nucena dělat kompromisy. Možná je tedy i mírnější forma brexitu, nicméně vyjednávání budou trvat 16 měsíců a celý proces má být ukončen v březnu 2019.

V současnosti se však pozornost trhu upíná směrem k centrálním bankám. Americká centrální banka zvýšila úrokové sazby letos hned dvakrát a navíc oznámila plán snižování své bilance. Tým RBI předpokládá, že Fed začne omezovat reinvestice výnosů z držených aktiv již letos v září. Snižování bilance má být postupné, měsíční poptávka po dluhopisech ze strany Fedu klesne v prvních měsících o 10 mld. dolarů. Vzhledem k velmi napjatému americkému trhu práce, předpokládanému růstu americké ekonomiky přes 2 %, i očekávané průměrné spotřebitelské inflaci okolo 2,2 %, RBI tým prognózuje ještě jedno zvýšení úrokových sazeb letos v prosinci. Trh tuto možnost započítává s 45 % pravděpodobností.

Na rozdíl od svého amerického protějšku Evropská centrální banka ponechala na svém posledním zasedání měnovou politiku beze změny. Hlavní úroková sazba se stále nachází na 0 % a s nákupem dluhopisů ve výši 60 mld. eur měsíčně bude ECB pokračovat nejméně do konce roku 2017 nebo i déle, pokud to bude potřeba. Ekonomika eurozóny sice roste, ale inflace se stále zdržuje pod cílovou úroveň ECB. Přesto se ozývají hlasy především z tvrdého jádra eurozóny, které by rády viděly utahování měnové politiky. Podle vyjádření guvernéra M. Draghiho začne ECB se snižováním objemů nákupů aktiv dříve, než poprvé zvýší úrokové sazby. Trh očekává, že ECB oznámí svůj program ohledně snižování objemů na svém měnověpolitickém zasedání v září a RBI tým předpokládá, že ke skutečnému pozvolnému omezení objemu nákupů dluhopisů dojde už na začátku roku 2018.

Podle propočtů RBI působí program nákupů dluhopisů ECB především na výnosy dluhopisů periferních zemí, jako je Španělsko, Portugalsko nebo Itálie, které uměle stlačuje dolů. Riziková prémie tak neodráží ekonomické fundamenty těchto zemí a je přibližně na úrovni jako v době před finanční krizí. Například diferenciál mezi

německými a italskými dluhopisy je téměř o 15 bazických bodů níže v důsledku kvantitativního uvolňování. U portugalských dluhopisů je to dokonce o 40 bazických bodů. Až tedy ECB postupně omezí nákup dluhopisů, diferenciály mezi dluhopisy periferních zemí a německými dluhopisy se budou rozšiřovat zpět k rovnovážné úrovni.

Česká ekonomika roste mírným, ale stabilním tempem

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku příjemně překvapila, když rostla nejrychlejším mezičtvrtletním tempem za poslední dva roky (1,3 %). Meziročně tempo růstu české ekonomiky zrychlilo na 2,9 %. Česká ekonomika tak zůstává jednou z nejrychleji rostoucích ekonomik mezi členskými státy Evropské unie.

Za růstem českého HDP stojí především růst zahraniční a domácí poptávky. Vývoz do zahraničí dosáhl nejlepšího čtvrtletního výsledku v historii a zahraniční obchod přispěl k meziročnímu růstu HDP 1,7 p.b.

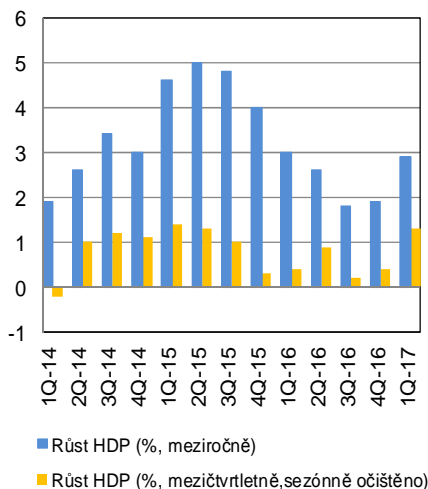
Českou ekonomiku táhla nahoru také spotřeba domácností, která přispěla k jejímu celkovému růstu 1 p.b. Růst domácí poptávky podpořilo především příznivé prostředí na trhu práce. Domácnosti profitují jak z velice nízké nezaměstnanosti, tak i ze stabilního růstu mezd. Rovněž důvěra spotřebitelů v současnou ekonomickou situaci je velice vysoká. Z konjunkturálního průzkumu ČSÚ vyplývá, že se důvěra spotřebitelů zvýšila v průměru o téměř 3 % v období prvních pěti měsíců letošního roku v porovnání se stejným obdobím loňského roku. Přesto poslední průzkum z května ukazuje, že optimismus spotřebitelů začíná slábnout. Pro příštích dvanáct měsíců totiž vzrostly obavy spotřebitelů ze zhoršení celkové ekonomické situace, což může znamenat zpomalení růstu domácí spotřeby v příštích měsících.

Propad investiční aktivity o 0,6 % r/r přibrzdil celkový ekonomický růst v prvním čtvrtletí o 0,4 p.b. Soukromé i vládní investice klesly zejména v důsledku chybějících projektů se spoluúčastí fondů Evropské unie. Do konce roku ale očekáváme, že dojde k oživení investiční aktivity v důsledku zvýšení efektivnosti čerpání dotací z fondů EU. Růst investic předpokládají i sami podnikatelé. Z posledního šetření o investiční činnosti ve zpracovatelském průmyslu vyplývá, že dotázaní v roce 2017 očekávají zvýšení investic o 15 % r/r.

Vyhlídky pro českou ekonomiku tedy zůstanou podle našeho předpokladu i nadále příznivé. Přesto neočekáváme, že si ekonomika vysoké tempo růstu z prvního čtvrtletí udrží. Trh práce již naráží na své limity a zaměstnavatelé jsou tak nuceni lákat nové zaměstnance na vyšší mzdy, aby zaplnili volné pozice, kterých je nejvíce od začátku 90. let. Proto očekáváme, že se tempo růstu ekonomiky bude po zbytek roku držet přes 2 % r/r, ale růst z prvního čtvrtletí nepřekoná. V průměru v roce 2017 očekáváme tempo růstu české ekonomiky okolo 2,7 % r/r.

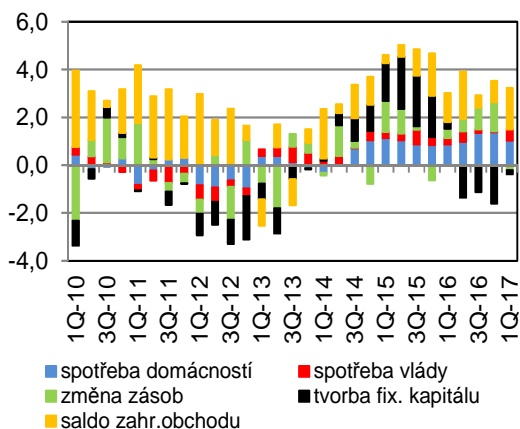
V porovnání s ostatními zeměmi Visegrádské čtyřky se však nejedná o žádný závratný růst. Polská i maďarská ekonomika letos pravděpodobně porostou tempem přes 3,5 %, slovenská kolem 3,3 %. Nižší růst bude mít německá ekonomika, kde RBI tým očekává mírné zpomalení na 1,7 % oproti loňským 1,8 %. Ekonomika eurozóny by měla podle odhadů RBI růst meziročně o 2,1 %.

Růst ekonomiky



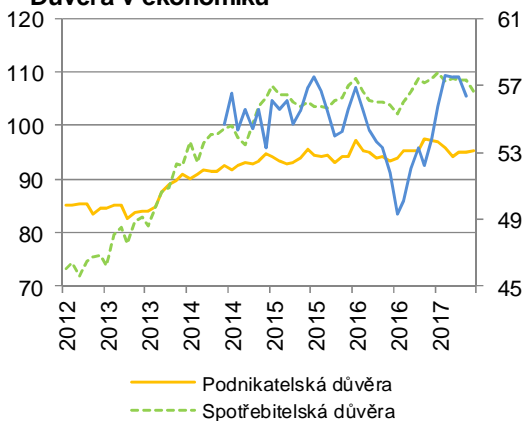
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

HDP příspěvky k růstu (p.b.)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Důvěra v ekonomiku

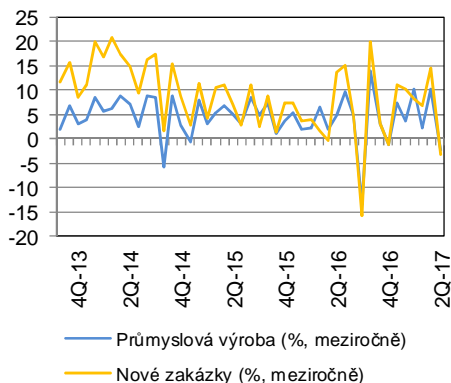


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Průmysl vzkvétá ve všech sektorech

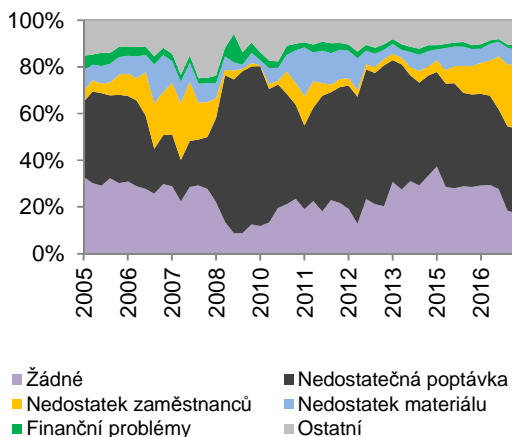
Výkon průmyslu v 1. čtvrtletí posílil o 7,5 % meziročně (4,9 % po sezónním očištění), což znamená návrat k dynamice z let 2014 a 2015. Mezičtvrtletně rostl o 3,2 %, nejvíce od konce roku 2014. Zásahu tradičně nese především výroba motorových vozidel, která se v tomto čtvrtletí vrátila k dvoucifernému tempu růstu (10,7 % r/r). Oproti 1. čtvrtletí loňského roku, kdy průmysl táhla jen produkce dopravních prostředků, 1. čtvrtletí roku 2017 se nese ve znamení růstu napříč sektory. Na číslech v chemickém průmyslu a v energetice se projevilo obnovení výrobních kapacit. Obnovený růst zaznamenal potravinářský průmysl (2,4 % r/r) a také hutnictví a slévárnictví (4 % r/r). Na druhou stranu situace v těžbě a dobývání je stále neružová (propad o 4,7 % r/r), ale mezičtvrtletně se pokles zastavil.

Průmyslová výroba a zakázky



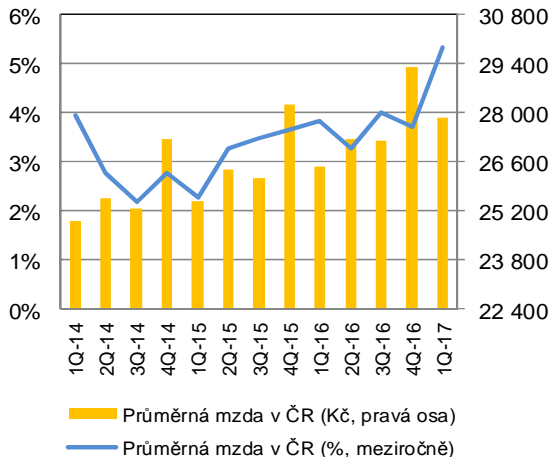
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank a.s.

Průměrná mzda



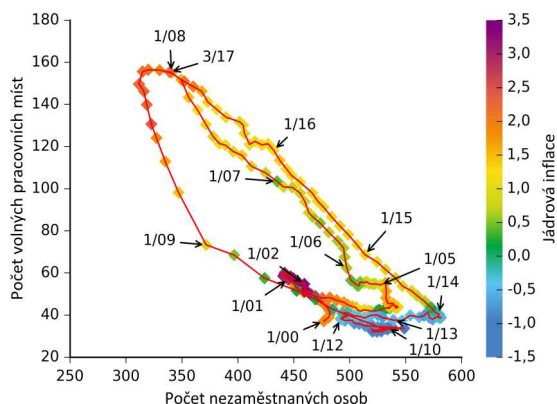
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Hodnota nových zakázek byla v 1. čtvrtletí vyšší o 10 % r/r, což bylo částečně způsobené nízkou srovnávací základnou. Nárůst nových zakázek nastal ve všech odvětvích kromě oděvnictví. Indikátor důvěry pro průmysl zůstává na kladných hodnotách, ačkoliv již šestým měsícem klesá. I nadále se zhoršuje vnímání nedostatku pracovní síly, kdy v dubnu 27 % podniků považuje nedostatek zaměstnanců za bariéru k růstu. Optimističtější je číslo pro nedostatečnou poptávku, jejíž vnímání jako bariéry růstu stabilně klesá již od konce roku 2013. K dubnu 36,3 % podniků označilo nedostatečnou poptávku za překážku k růstu. V dalších měsících čekáme obnovení růstu výroby automobilů, což naznačuje i rostoucí poptávka po nových modelech. I přes sezónní pokles průmyslu v dubnu o 2,5 % r/r, nadále počítáme, že v roce 2017 průmyslová výroba zrychlí na 4,7 % z loňského tempa 2,9 %.

Stavebnictví na výraznější stimul stále čeká. Po vyčerpání prostředků z fondů Evropské unie se stavebnictví výrazně propadlo a zdá se, že v půlce minulého roku se velmi vlažně odrazilo ode dna. Toto čtvrtletí byl zaznamenán propad o 0,3 % r/r, z toho pozemní stavitelství rostlo o 3,6 % a inženýrské stavitelství kleslo o 16,4 %. Mírné zlepšení indikuje zvýšený počet nových stavebních zakázek i růst stavební produkce o 4 % r/r za duben. Průměrný růst pro rok 2017 odhadujeme na 3,0 %.

Trh práce naráží na nedostatek pracovníků

Podle posledních dostupných dat za květen se v Česku nezaměstnanost dostala na 4,1 % a je tak nejnižší od konce roku 2008 a zároveň nejnižší v Evropské unii. Počet volných pracovních míst evidovaný úřady práce vzrostl na 174 000 a počet uchazečů o práci klesl na 308 521. Z dat vidíme dlouhodobý trend zvyšování počtu volných pracovních míst, což se odráží v napjatém trhu práce a nářku zaměstnavatelů nad nedostatkem kvalifikovaných i nekvalifikovaných zaměstnanců. Mezinárodní statistika práce vrhá jasnější světlo na celý problém. Ta uvádí za měsíc duben pouze 170 tisíc lidí, kteří si aktivně hledají práci (oproti 327 tisícům registrovaných na úřadech práce). To znamená, že na trhu práce bylo v dubnu pouze o 11 tisíc volných pozic více, než bylo občanů aktivně hledající práci. V našem výhledu počítáme s dalším snížením nezaměstnanosti v letních měsících, kdy bude sezóna krátkodobých prací na vrcholu. Pro rok 2017 odhadujeme průměrnou nezaměstnanost na úrovni 4,4 %. Bariérou k dalšímu

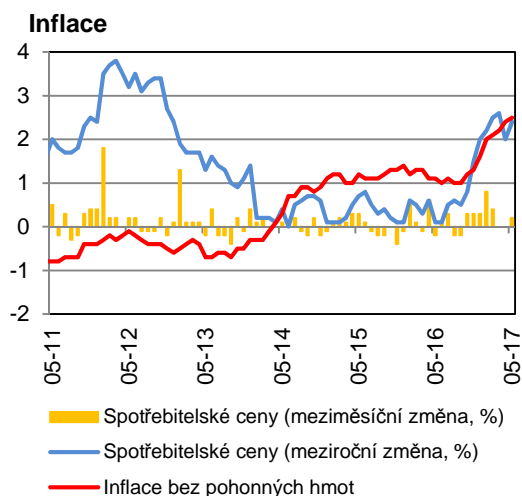


Zdroj: ČNB

výraznějšímu poklesu nezaměstnanosti v České republice je dlouhodobá nezaměstnanost (12+ měsíců), která činí 39 % z celkové nezaměstnanosti, a vysoká nezaměstnanost ve věku 50-59. Tato věková skupina tvoří 26,8 % všech nezaměstnaných.

Napjatý trh práce se projevuje na růstu mezd. V roce 2016 průměrná nominální mzda vzrostla o 3,7 % r/r, reálně očištěná o inflaci o 3,3 % r/r. V prvním čtvrtletí tohoto roku průměrná mzda reálně vzrostla o 2,8 % r/r. Nejvíce v 1. čtvrtletí rostly mzdy v sektoru administrativním (4,7 % r/r reálně) a v sektoru zdravotní a sociální péče (3,7 % r/r reálně). V průmyslu číslo za první čtvrtletí není tak vysoké (2,8 % r/r reálně), ale poslední data za duben ukazují nárůst reálných mezd o 6 % r/r v podnicích nad 50 zaměstnanců. Takto vysoké zvýšení mezd představuje problém z hlediska ztráty konkurenceschopnosti. Na druhou stranu mzdy v eurozóně mírně rostou a částečně tak vyváží růst mezd u nás. Dalším pozitivem je reálná produktivita práce v průmyslu, která za 1. čtvrtletí vzrostla o 6,5 % r/r oproti 2,4 % pro celou ekonomiku. Česká produktivita roste osmým nejrychlejším tempem v EU. Pro srovnání růst reálné produktivity za stejné období ve zbytku EU činí v průměru 1,6 % r/r a například v Německu 1,4 % r/r. Pro rok 2017 počítáme s průměrným růstem reálné produktivity práce o 2,0 % a s růstem nominální mzdy v průměru o 4,5 %. Pro sektor průmyslu odhadujeme růst průměrné nominální mzdy o 4,0 %. Vzhledem k prognózané inflaci bude letos reálný růst mezd nižší než minulý rok. Odhadujeme, že průměrná reálná mzda poroste tempem 2,2 % pro celou ekonomiku.

Inflace zůstane nad inflačním cílem ČNB



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

V první polovině letošního roku zrychlila spotřebitelská inflace nad střed inflačního cíle ČNB. V průměru vzrostly spotřebitelské ceny za prvních pět měsíců o 2,3 % r/r. V květnu inflace zrychlila na 2,4 % r/r a podle našich propočtů jádrová inflace vzrostla nad 2 % r/r poprvé od roku 2008. Růst spotřebitelských cen byl sice rychlejší, než očekával trh, přesto ale za prognózou ČNB zaostal o 0,2 p.b. Na meziroční růst cen tak měl hlavní vliv především růst potravin. Spotřebitelé ale zaplatili více i za dopravu a stravování a ubytování. Za meziročním růstem cen stojí ale především nízká srovnávací základna z minulého roku.

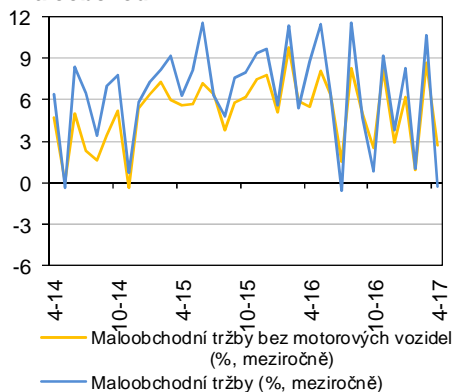
Efekt nízké srovnávací základny z minulého roku by měl držet spotřebitelskou inflaci v druhé polovině tolerančního pásma ČNB i v příštích měsících. Inflační tlaky přijdou také z napjatého trhu práce, kdy zaměstnavatelé, aby přilákali nové zaměstnance, budou nuceni zvyšovat mzdy. Zároveň stabilní ekonomická situace spotřebitelů spolu s optimistickým vývojem do budoucna podpoří i nadále spotřebitelskou poptávku, což může vést ke zvýšení poptávkových proinflačních tlaků. Růst cen podpoří také mírný růst cen ropy, který má náš tým na příští měsíce v prognóze. Avšak vzhledem k tomu, že očekáváme další posilování koruny, vliv dolarové ceny ropy nebude pro českou spotřebitelskou inflaci zásadní. Podle naší prognózy by měla spotřebitelská inflace v letních měsících mírně zpomalit, ale stále se držet na středě inflačního cíle nebo lehce nad ním. V průměru by se měla letos spotřebitelská inflace pohybovat okolo 2,4 % při průměrném kurzu 26,50 korun za euro.

Maloobchod se veze na optimismu spotřebitelů

V prvním čtvrtletí roku 2017 vzrostly tržby maloobchodníků o 6,8 % r/r, bez prodeje aut o 5,3 %. Tržby z prodeje aut vzrostly o téměř 10 % r/r a rostly tak téměř stejně jako před dvěma lety. V dubnu ale zaznamenaly meziroční propad o 6 %. Maloobchod s potravinami sice v prvním čtvrtletí stagnoval, Velikonoce však prodej potravin podpořily a tržby z prodeje potravin vzrostly v dubnu o téměř 5 %. V prvních měsících se již tradičně dařilo maloobchodníkům, kteří prodávají přes internet a zásilkové služby. Jejich tržby v prvním čtvrtletí vzrostly o více než 20 % r/r.

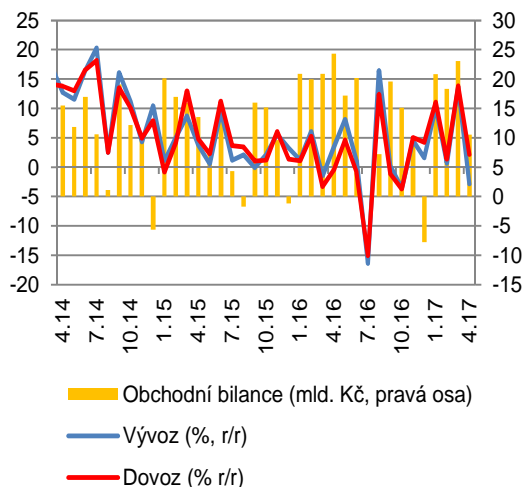
Na maloobchodních tržbách se projevuje především optimistická nálada spotřebitelů. Nízká nezaměstnanost a růst mezd podporují chuť spotřebitelů utrácet jak za potraviny, tak především za zboží dlouhodobé spotřeby. Vzhledem k tomu, že situace na trhu práce zůstane příznivá i v příštích měsících, očekáváme, že i nadále bude růst spotřeba domácností, což se odrazí na statistice maloobchodních tržeb. Nicméně konjunkturální průzkum ukazuje na to, že spotřebitelé zvýšili své obavy ohledně ekonomické situace v příštích 12 měsících. Z toho se dá usoudit, že čísla pro další čtvrtletí nebudou tak dobrá jako za 1. čtvrtletí, ale i tak podle našich propočtů porostou tržby z maloobchodu v roce 2017 průměrným tempem 4,8 %, bez prodeje aut o 3,5 %.

Maloobchod



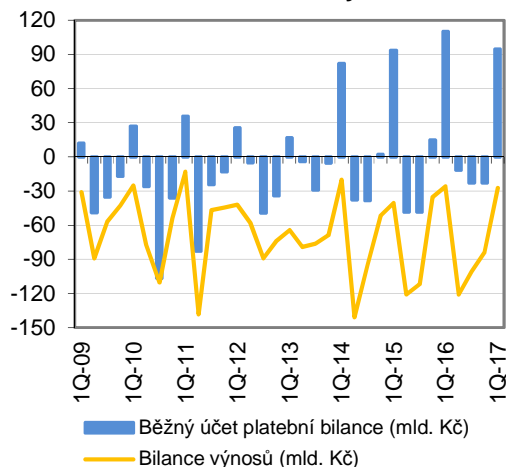
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Zahraněční obchod



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Tradiční lídr táhne export

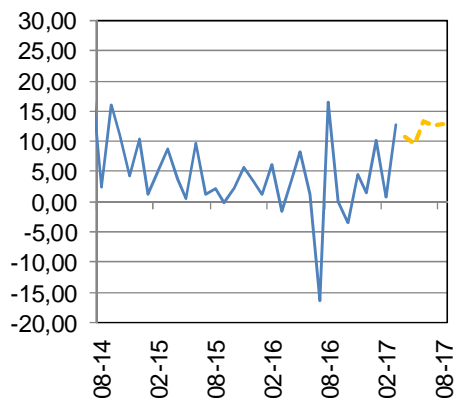
Bilance zahraničního obchodu dosáhla za 1. čtvrtletí 2017 přebytku 62,3 mld. Kč. Jedná se o meziroční nárůst o 0,5 mld. Kč. Bilance se státy Evropské unie činí 186,1 mld. Kč a meziročně se zvýšila o 14 mld. Kč. Na druhé straně došlo k prohloubení deficitu o 13,6 mld. Kč se státy mimo Evropskou unii, na kterém má podíl zvýšená cena ropy a zemního plynu. To lze dokumentovat na zvýšeném deficitu s Ruskem, který dosáhl 11,1 mld. Kč, o 4,5 mld. Kč více než ve stejném období minulého roku.

Platební bilance zboží vykázala přebytek 83,8 mld. Kč za 1 čtvrtletí a prakticky se nezměnila oproti stejnému období minulého roku. Bilance služeb vzrostla o 3,5 mld. Kč na 28 mld. Kč meziročně.

Tradiční lídr vývozu, motorová vozidla, dosáhl 29,5 % podílu na exportu v 1. čtvrtletí, což je nejvyšší číslo v historii. Od srpna opět zrychlilo tempo růstu vývozu motorových vozidel a za období srpen 2016 až březen 2017 rostlo v průměru 13 % r/r. V 1. čtvrtletí se dařilo také vývozu strojů a zařízení (13 % r/r), kovů (17,1 % r/r) a produktů zemědělství (27,5 % r/r). Naopak vývoz elektroniky stagnoval (růst o 0,3 % r/r) a vývoz kovodělných výrobků klesl o 13 % r/r. Celkově export rostl 8,2 % r/r a byl tak nejvyšší od posledního čtvrtletí roku 2014.

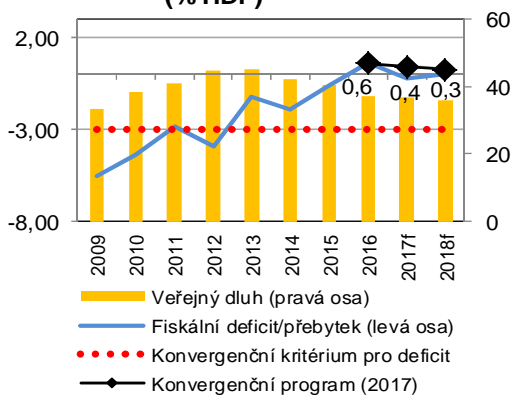
Dovoz vykázal nárůst o 8,8 % r/r za 1. čtvrtletí. Na vyšší hodnotě dovozu se podepsal meziroční nárůst cen ropy. Zvýšil se dovoz elektroniky (14,4 % r/r), motorových vozidel (16 % r/r) a základních kovů (23,4 % r/r). Nižší dovoz za 1. čtvrtletí zaznamenaly potravinářské výrobky (pokles o 3,8 % r/r) a kovodělné výrobky (pokles o 14,9 % r/r).

Index exportu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

V příštích měsících růst exportu podpoří silící důvěra v ekonomiku a hlavně ekonomika Německa. Dalším faktorem je zvýšený objem nových zakázek ze zahraničí, který za 1. čtvrtletí vzrostl o 9,4 % r/r. Podle indexu exportu, který Raiffeisenbank sestavuje společně s Asociací exportérů, by vysoké tempo růstu exportu mělo pokračovat v příštích měsících a mířit k dvouciferným hodnotám. Celkově očekáváme, že zahraniční obchod letos dosáhne podobného přebytku jako minulý rok, tedy kolem 160 mld. Kč.

Bilance běžného účtu platební bilance za 1. čtvrtletí skončila přebytkem 94,5 mld. Kč, což je o 15,4 mld. Kč méně než za stejné období předchozího roku. Bilance zboží a služeb činí rekordních 111,8 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 3,3 %. Finanční účet zaznamenal kladných 39,8 mld. Kč zásluhou velkého navýšení zahraničních aktiv, zejména pak devizových rezerv ČNB ve výši 1131 mld. Kč. Pro rok 2017 očekáváme přebytek na běžném účtu ve výši 53 mld. Kč.

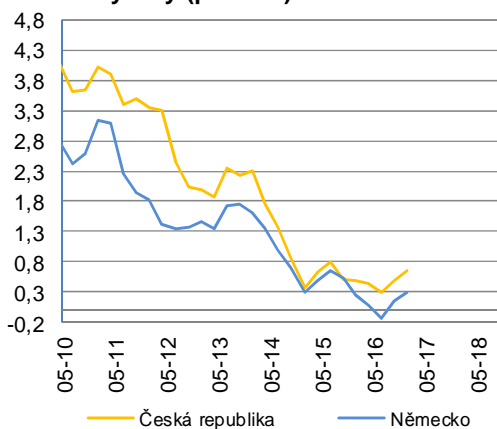
Státní rozpočet zpět v deficitu, chybí EU fondy

Podle posledních údajů dosáhl celkový deficit vládních institucí ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 výše 13,3 mld. Kč. Za celý loňský rok vykázaly finance vládních institucí přebytek přes 29 mld. Kč a dluh sektoru vládních institucí poklesl na 37,22 % HDP.

Za prvních pět měsíců roku 2017 vykázal státní rozpočet schodek ve výši 18,7 mld. Kč. Meziročně si tak pohoršil o téměř 41 mld. Kč. Důvodem byl jak růst výdajů (především mandatorních výdajů, hlavně důchodů) tak i propad příjmů. Příčinou nižších příjmů byl nedostatečný přísun dotací z evropských fondů, které v prvních pěti měsících poklesly o 72 mld. Kč v porovnání se stejným obdobím minulého roku. Jelikož investiční projekty státu jsou úzce svázány s přísunem evropských dotací, stát ušetřil také na investicích. Ty meziročně klesly o více než 18 mld. Kč. Díky dobrému ekonomickému růstu, rychlejšímu růstu mezd i nejnižší nezaměstnanosti od roku 2008 vybral stát v tomto roce na daních z příjmu o 6,5 mld. Kč a platbách pojistného na sociální zabezpečení o 13,3 mld. Kč více než loni.

Pro druhou polovinu letošního roku počítáme s dalším navyšováním mandatorních výdajů. Vláda už avizovala zvýšení mezd některých státních zaměstnanců. Od července si polepší členové bezpečnostních složek i zaměstnanci v sociálních službách a zdravotnictví. V naší prognóze také počítáme s (částečným) obnovením investičních projektů spojených s čerpáním dotací z EU ve druhé polovině roku 2017, což povede také k navýšení kapitálových výdajů ve státním rozpočtu. Zvýšit by se ale měly i příjmy státního rozpočtu. Český trh práce se ještě více napne v důsledku nadcházející sezóny, což povede jak k dalšímu mírnému poklesu nezaměstnanosti, tak i k rychlejšímu růstu mezd. Stát následně vybere více na dani z příjmů i na platbách pojistného na sociální zabezpečení. Proto očekáváme, že celý sektor vlády bude letos hospodařit s nízkým deficitem okolo 0,2 % HDP. Veřejný dluh by podle našich propočtů měl klesnout na 36,8 % HDP, tedy na nejnižší úroveň od roku 2009.

10leté výnosy (p.a. v %)



Zdroj: RB a.s.

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	IX-17	XII-17	III-18
2 roky	-0,2	0,1	0,1	0,2
5 let	0,0	0,3	0,3	0,7
10 let	0,9	1,0	1,2	1,4
15 let	1,1	1,4	1,6	1,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

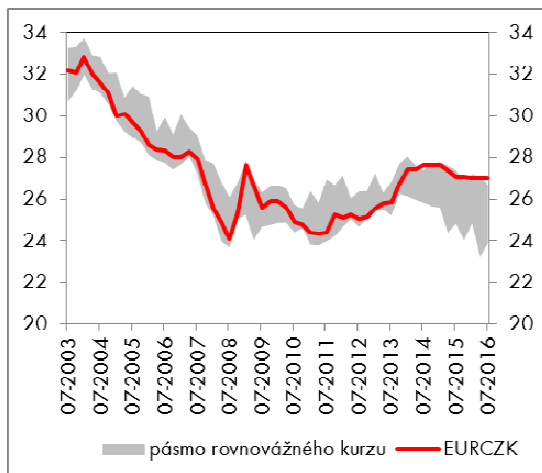
země	aktuální	IX-17	XII-17	III-18
Polsko	3,2	3,3	3,5	3,7
Maďarsko	2,9	3,3	3,4	3,5
ČR	0,9	1,0	1,2	1,4
Rumunsko	3,7	3,9	4,3	4,4
Rusko	7,7	7,4	7,1	7,0
Turecko	10,2	10,5	10,0	9,5
Německo	0,2	0,4	0,7	0,9
USA	2,1	2,7	2,9	2,9

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Kurz koruny

	aktuální	IX-17	XII-17	III-18
EUR/CZK	26,25	26,50	25,90	25,60
USD/CZK	23,43	24,31	24,21	23,49

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH



Zdroj: ČNB, Macrobond, RB a.s.

Finanční trh – dluhopisové výnosy rostou

Po ukončení kurzového závazku ČNB výnosy českých vládních dluhopisů začaly výrazně růst. Podle statistiky ČNB došlo v dubnu k odlivu portfoliových investic z dluhopisů ve výši 231 mld. Kč. V dubnu maturovaly vládní dluhopisy ve výši 90 mld. Kč, zatímco ve stejném měsíci vláda emitovala nové dluhopisy ve výši 5 mld. Kč. V důsledku odlivu vzrostly výnosy 10letého vládního dluhopisu o 50 bazických bodů v porovnání se začátkem roku.

V příštích měsících očekáváme, že odliv portfoliových investic bude pokračovat. Spekulace na posilování koruny na začátku roku vedly k přílivu portfoliového kapitálu, který v příštích měsících bude odtékat pryč, jak česká koruna bude nadále posilovat a investoři uzavírat své pozice. To by mělo dále tlačit výnosy českých dluhopisů nahoru. Na druhou stranu česká ekonomika stabilně roste a inflace zůstává nad středem inflačního cíle ČNB. Proto se zvyšují spekulace na zvýšení úrokových sazeb ČNB ještě v letošním roce. Někteří investoři tedy mohou čekat s uzavíráním pozic až do doby, kdy ČNB utáhne měnovou politiku zvýšením úrokových sazeb. Avšak výnosy českých dluhopisů i nadále ovlivňuje pokračující kvantitativní uvolňování ECB. V důsledku programu nákupu dluhopisů zůstávají výnosy na nízké úrovni jak v eurozóně, tak i v okolních zemích včetně českého trhu, pro který země eurozóny představují benchmark.

Celkově očekáváme, že výnosy českých státních dluhopisů v příštích měsících i nadále mírně porostou. Důvodem je jak postupné posilování koruny a pozvolný očekávaný růst sazeb, tak i nízká inflační očekávání v eurozóně. Jelikož ve většině zemí Evropy už kleslo vnímání politické nejistoty spojené s řadou voleb v zemích EU, výnosy německých státních dluhopisů také rostou. V souhrnu se bude diferenciel mezi českými a německými dluhopisy podle naší prognózy spíše snižovat.

Kurz české koruny

Česká národní banka opustila kurzový závazek v prvním možném termínu – ve čtvrtek 6. dubna 2017. Přesto během pěti dubnových dní nakupila do svých devizových rezerv dalších 653 milionů eur. Každý den navíc by vzhledem velkým spekulacím trhu na budoucí posílení koruny nutil centrální banku nakupovat další stovky milionů eur. Od ukončení kurzového závazku kurz české koruny míří pozvolna k silnějším hodnotám. Volatilita, které jsme se báli, se zatím neprojevila. Devizový trh se ale s intervenčním režimem ještě nevyrovnal – jsme zatím v přechodné fázi. Trh je velmi mělký a uzavírání pozic (prodej CZK) může proto způsobit viditelný výkyv v kurzu koruny. Zatímco pozitivnější než obecně očekávané ekonomické údaje – ze všech nejvíce inflace – mohou povzbudit spekulace trhu na blížící se první zvýšení základní úrokové sazby a podpořit posilování koruny směrem k 26 za euro, méně příznivá čísla či větší objem českých státních dluhopisů, které během druhého pololetí budou splatné, naopak kurz koruny vychýlí zpět ke slabším hodnotám. Navíc se ukazuje, že bankovní rada ČNB si obezřetně hlídá tempo posilování CZK. Je-li příliš rychlé (odhadujeme více než 3 % nominálně v meziročním srovnání), chladí

očekávání trhu a „vyhrožuje“ oddálením růstu sazeb. Ačkoliv je podle našich odhadů nominální kurz koruny stále o cca 5 % podhodnocen, neočekáváme, že koruna bude tak rychle posilovat. Příliš silná koruna by tlačila inflaci zpátky pod inflační cíl ČNB (2 %) a zároveň by ji bránila ve zvyšování úrokových sazeb. Bankovní rada ČNB musí teď velmi citlivě ovlivňovat očekávání trhu ohledně vývoje sazeb a koruny.

*Helena Horská, Monika Junicke, Milan Frydrych, 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 Praha: Robert Chudoba	603 808 013	Alexandra Dujíčková	23 44 01 577
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák	603 808 035	Roman Boháček	23 44 01 738
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka	602 172 573	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

Richard Tykal	23 44 01 735	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

		Treasury – Finanční instituce	
		Petra Drncová	23 44 01 461
		Kateřina Novák Kárníková	23 44 05 656
		Jana Šebestíková	23 44 01 802
		Kateřina Škutová	23 44 01 877
		Adam Zilvar	23 44 05 253

Treasury – Equities

Richard Skácel	23 44 01 827
Eva Polánová	23 44 01 803
Jakub Veselský	23 44 01 819
Jakub Schermer	23 44 01 838

Factoring

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

Financování obchodu

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

Corporate Finance

Marek Tichý	23 44 01 953
Jakub Hamr	23 44 01 868
Pavel Plánička	23 44 01 255
Jakub Fajfr	23 43 96 721
Jana Kúrečková	23 44 01 822

Ekonomický výzkum

Helena Horská	23 44 01 413
Monika Junicke	23 44 01 070
Milan Frydrych	23 44 01 421
Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 26. červen 2017, 17:00h.

Publikace byla vydána 28. červen 2016.

Editoři: Milan Frydrych, analytik Raiffeisenbank a.s.

Monika Junicke, analytik 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 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 „Börsengesetz“) 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 historie 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 „Börsengesetz“) 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 nemějí být rozšiřovány. 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.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Zvláštní ustanovení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny k datu tohoto dokumentu a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB nebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Investiční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi, přímo ani 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 Lichtenštejnského knížectví:

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o poctivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejnského 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. Ize-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.