

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Dynamický růst globální ekonomiky nevytváří dostatečné inflační tlaky
- Českou ekonomiku nadále podporuje domácí i zahraniční poptávka
- Investice znovu získávají podíl na růstu tuzemské ekonomiky
- Míra inflace po zbytek roku zůstane nad inflačním cílem ČNB
- Chuť utrácet spotřebitele neopustí ani ve zbytku roku
- Trh práce je nejnapjatější za poslední dvě desetiletí
- ČNB zvýší tento rok úrokové sazby ještě jednou
- ECB s ukončením kvantitativního uvolňování nespěchá
- Stavebnictví příští rok zrychlí svůj růst i díky lepšímu čerpání EU fondů
- Rychlý růst cen bytů může ovlivnit finanční stabilitu české ekonomiky
- Čeká nás výrazný nárůst vládních výdajů v následujícím roce
- Velké množství spekulativního kapitálu brzdí posilování koruny

Makroekonomická predikce	2014	2015	2016	2017e	2018f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 313	4 598	4 771	5 056	5 311
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,7	5,4	2,5	4,3	3,4
HDP na hlavu v EUR podle PPS	22 916	24 340	25 172	26 652	27 983
Průmyslová výroba, r/r %	5,0	4,6	2,9	5,2	4,0
Podíl nezaměstnaní / populace 15-64 let	7,7	6,5	5,5	4,4	4,2
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,8	2,9	4,0	6,8	6,6
PPI, r/r %, průměr	-0,8	-3,2	-3,3	2,1	1,0
CPI, r/r % průměr	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1
CPI, r/r %, konec období	0,1	0,1	2,0	2,7	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	-1,9	-0,6	0,6	-0,2	0,0
Vládní dluh, % HDP	42,2	39,9	36,8	35,8	34,5
Obchodní bilance, mld. Kč	146,0	131,0	166,4	163,6	166,1
Běžný účet, % HDP	0,2	0,2	1,1	1,0	1,1
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	1,9	-1,1	3,0	1,1	1,3
CZK/EUR, průměr	27,5	27,3	27,0	26,4	25,2
CZK/USD, průměr	20,7	24,6	24,4	23,1	21,0
Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,05	0,21	0,80
3M PRIBOR, průměr	0,36	0,30	0,30	0,40	0,98

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

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

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	XII-17	III-18	IX-18
Polsko	1,73	1,73	1,73	2,08
Maďarsko*	0,05	0,05	0,05	0,05
ČR	0,46	0,60	0,90	1,10
Chorvatsko	0,59	0,6	0,60	0,80
Rumunsko	1,06	1,1	1,3	2,2
Rusko	8,70	8,85	8,6	8,10
Turecko	13,12	12,00	11,50	10,30
eurozóna	-0,33	-0,35	-0,35	-0,25
USA	1,32	1,6	1,6	2,1

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH * ask

EUR/Národní měna (průměr)

země	2016	2017f	2018f
Polsko	4,36	4,26	4,15
Maďarsko	311	309	312
ČR	27,0	26,4	25,3
Rumunsko	4,49	4,57	4,63
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,45	7,46
Srbsko	123	122	123
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	137	134	135
Rusko	74,1	66,4	70,5
Ukrajina	28,3	30,2	33,2
Bělorusko	2,20	2,19	2,40
Turecko	3,34	4,06	4,08
USA	1,11	1,14	1,20

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – globální ekonomika roste, inflační tlaky však nevytváří

Třetí čtvrtletí roku 2017 bylo ve znamení turbulencí. Celosvětová ekonomika překvapila svým růstem, trhy však ovlivnily především události neekonomického rázu. Ať vezmeme v potaz přítomnost tří hurikánů, které v USA a v přilehlých státech napáchaly škody nevídaných rozměrů, nebo geopolitické napětí, které Severní Korea způsobila svými raketovými testy.

Akciové trhy na tyto události zprvu reagovaly poklesem, postupně ale získaly svůj optimismus zpět. V současnosti většina rizikových faktorů buď pominula, nebo výrazně poklesla a tak se domníváme, že nás čeká příznivý podzim na finančních trzích. Ovlivnit dění na světových trzích v posledním čtvrtletí může především prezident D. Trump. Ten nadále slibuje daňové úlevy americkým poplatníkům a do konce roku by měl představit podrobnější plán své reformy.

I nadále trhy bedlivě pozorují chování centrálních bank. Americká centrální banka (Fed) naposledy zvýšila základní úrokovou sazbu na současnou úroveň 1,0 až 1,25 % v červnu, a trh i přes indikace Fedu započítává další zvyšování v prosinci s pravděpodobností 63 %. Na svém posledním zasedání v září, Fed oznámil podrobný plán na omezování reinvestic výnosů z držených aktiv, který začne platit od října. Již v červnu Fed seznámil veřejnost s podrobnějším plánem, podle kterého snižování bilance bude postupné; měsíční poptávka po cenných papírech (splatné dluhopisy a hypoteční zástavní listy) ze strany Fedu klesne v prvních měsících o 10 mld. dolarů a každé tři měsíce se tato částka zvýší o dalších 10 mld. dolarů až na 50 mld. dolarů. Také nejnovější výhled Fedu, se kterým souhlasí 12 z 16 členů měnového Výboru, počítá s dalším zvyšováním úrokových sazeb v roce 2018 a to celkem třikrát.

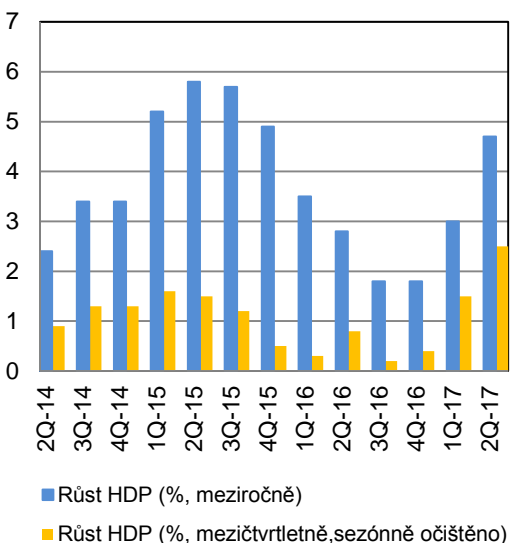
Zvyšování sazeb je dlouhodoběji podporováno ekonomickou situací. Tento rok náš tým očekává, že americká ekonomika poroste tempem 2,4 %, v příštím roce by mohla ale nepatrně zpomalit na 2,2 %. Letní hurikány nebudou mít na ekonomickou aktivitu žádný dlouhodobější dopad. Jak se vyjádřila guvernérka Fedu J. Yellen, ničivý efekt hurikánů může snížit ekonomickou aktivitu ve 3. čtvrtletí, během následujících čtvrtletí však americká ekonomika vzhledem k aktivitě vynaložené na obnovu postižených oblastí poroste o to rychleji. Největším problémem Fedu i nadále zůstává inflace. Ta v srpnu dosáhla úrovně 1,9 % a nachází se tak v těsné blízkosti inflačního cíle. V příštích měsících však očekáváme její zpomalení k 1,5 % a přes 2 % by se měla přehoupnout až na jaře 2018.

Podobný problém, tedy nízkou inflaci, řeší dlouhodobě i Evropská centrální banka (ECB). Od té se očekává, že na svém dalším zasedání v říjnu oznámí podrobnější strategii na postupné snižování objemů nákupu cenných papírů. Začátek takzvaného „taperingu“ se pravděpodobně uskuteční na začátku roku 2018 a bude mít za následek postupný růst výnosů dluhopisů. Podle současné komunikace ECB bude ale kvantitativní uvolňování pokračovat dokud inflace neukáže udržitelný růst směrem k 2% inflačnímu cíli. Náš tým však očekává, že míra inflace klesne na začátku roku 2018 pod 1 % a začne růst opět až na jaře.

Důvodem jsou především nízké inflační tlaky na ceny zboží a služeb. I přes dynamicky rostoucí ekonomiku, mzdy v eurozóně rostou jenom velmi pomalu a posilující euro tlačí ceny ekonomických statků dolů.

Ekonomice eurozóny se však bude dařit i nadále. Letos by podle předpokladů RBI měla vzrůst o 2,2 % a stejné tempo by si měla udržet i v příštím roce. Že se jí na konci letošního roku bude výjimečně dařit, indikují předstihové ukazatele. Index nákupních manažerů z výroby se nachází v blízkosti hranice 60 bodů na svém 6,5letém maximu. Ekonomický růst eurozóny je tažen především německou ekonomikou, oživení ale pozorujeme ve všech zemích včetně Itálie a Francie. Nejistota prozatím zahluje německou politiku. I přes vítězství ve volbách do spolkového sněmu nemá stávající kancléřka A. Merkel příliš důvodů k radosti. Po oznámení výsledků voleb zatím není jasné, jak bude nová koalice vypadat. Jako nejpravděpodobnější se jeví tzv. jamajská koalice, tedy spojení Křesťanskodemokratické unie se svobodnými demokraty a Stranou zelených, vyjednávání ale nebudou jednoduchá.

Růst ekonomiky



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Česká ekonomika nadále stabilně roste

V druhém čtvrtletí si česká ekonomika zapsala prvenství, když vzrostla nejrychlejším mezičtvrtletním tempem 2,5 % mezi všemi zeměmi Evropské unie. Meziročně tempo růstu české ekonomiky zrychlilo na 4,7 % z předchozích 3,0 %.

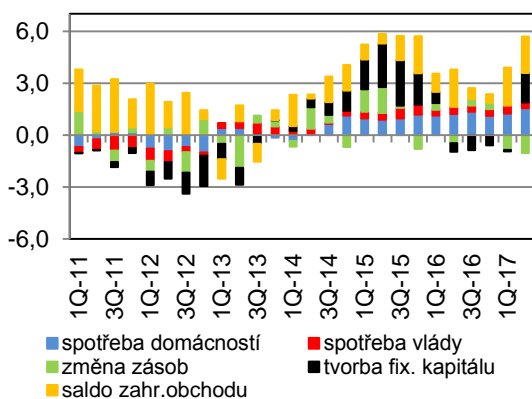
Ekonomický růst byl stejně jako v uplynulém období podporován především domácí a zahraniční poptávkou. Poprvé od prvního čtvrtletí 2016 došlo také k oživení investiční aktivity a to i přesto, že jsme nezaznamenali žádný výrazný nárůst čerpání dotací z fondů Evropské unie. Investice by podle našich odhadů měly růst i v následujícím období a to i díky zvýšení čerpání dotací z fondů EU. Celkově očekáváme, že fixní investice porostou v roce 2017 tempem přes 6 %.

Spotřeba domácností vzrostla meziročně o 4,4 %, tedy nejrychleji od roku 2007, a přispěla k celkovému růstu HDP 1,5 p.b. Za růstem domácí spotřeby stojí velmi dobrá situace na trhu práce, která se odráží jak v rekordní zaměstnanosti, tak i ve velmi dynamickém růstu mezd. Předstihové indikátory naznačují, že spotřebitelům optimistický pohled vydrží i do příštích měsíců. Podle našich odhadů by si spotřeba domácností měla udržet obdobné tempo i do konce roku. Za celý rok 2017 očekáváme průměrný růst 3,3 %, mírného zpomalení se dočkáme v příštím roce.

Zvýšená zahraniční poptávka po českých výrobcích vedla k růstu exportu. V druhém čtvrtletí čeští exportéři vyvezli o 7,3 % více než před rokem. I přes posilující korunu bylo tempo růstu vývozu nejrychlejší od roku 2014. Díky rostoucí domácí poptávce i oživení investiční aktivity výrazněji vzrostl také dovoz zboží ze zahraničí. Celkově saldo zahraničního obchodu přispělo k meziročnímu růstu HDP 2,1 p.b. Tento rok by měl růst vývozu i dovozu překonat růst z roku 2016, k celkovému růstu HDP by pak saldo zahraničního obchodu mělo přispět více než jedním procentním bodem.

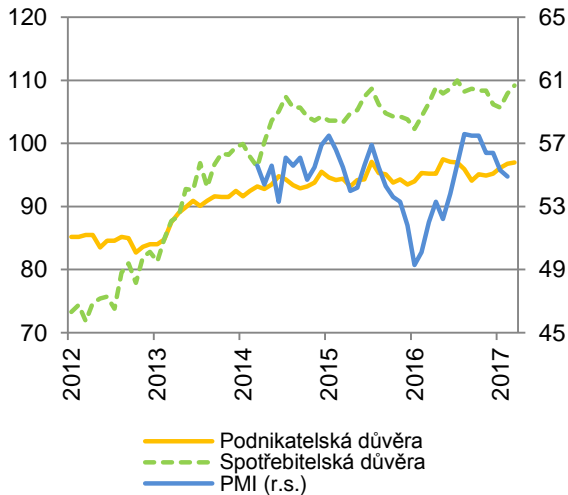
V říjnu čekají Českou republiku volby do poslanecké sněmovny. Ať dopadnou jakkoliv, dynamiku české ekonomiky by v nejbližším období ovlivnit neměly.

HDP příspěvky k růstu (p.b.)



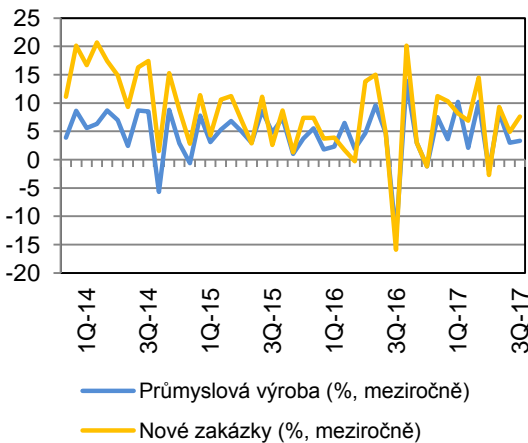
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Důvěra v ekonomiku



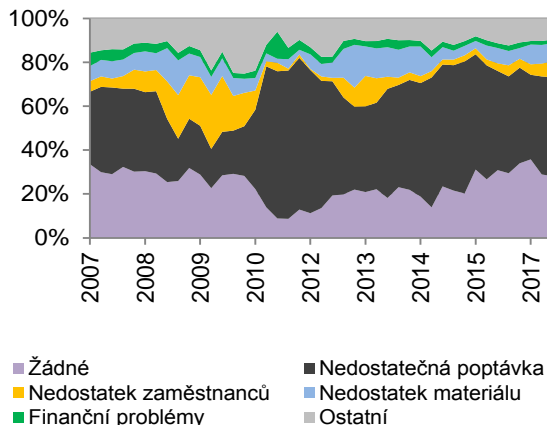
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Spotřeba vládních institucí, která vzrostla v druhém čtvrtletí o 2,3 %, by měla v následujícím období zrychlit.

Průmysl na vrcholu svého růstu

Tuzemský průmysl rostl v roce 2016 průměrným tempem 3,5 % v situaci, kdy hrubý domácí produkt rostl pouze 2,5 %. Dobrému výsledku i v tomto roce nasvědčuje doposud zveřejněná statistika, podle které rostl průmysl tempem 5,5 % v meziročním vyjádření. Nejvíce vzrostla produkce ve zpracovatelském průmyslu, naopak tradičně klesá produkce v sektoru těžby a dobývání, a to hlavně díky pokračujícímu uzavírání černouhelných dolů na našem území. V následujících měsících očekáváme, že si český průmysl meziroční kladné tempo růstu udrží. Nasvědčuje tomu i stav nových průmyslových zakázek, které od počátku roku vzrostly o 6,8 % a to hlavně v chemickém sektoru. Z celkových zakázek domácí rostly od začátku roku rychleji (8,3%) ve srovnání se zahraničními (6,1 %). Celkově očekáváme, že za celý rok 2017 průmyslová výroba zrychlí své meziroční tempo růstu k 5,2 % a v roce 2018 mírně zpomalí na 4 %.

Díky rekordně utaženému trhu práce vzrostla podle červencové statistiky průměrná měsíční mzda v průmyslových podnicích nad 50 zaměstnanců na 31 197 Kč. V této souvislosti průmyslníci stále více vnímají jako bariéru růstu nedostatek pracovní síly, a to jak kvalifikované, tak i nekvalifikované. Nominální mzdy v průmyslu by tak v tomto roce měly vzrůst meziročně o 6,8 %. V následujícím roce očekáváme o dvě desetiny procenta pomalejší růst.

Stavební produkce stále nedosáhla předkrizových úrovní. Od začátku roku vzrostlo stavebnictví o 3 % ve srovnání se stejným obdobím minulého roku. Směrem dolů je produkce tažena primárně pokračujícím poklesem inženýrského stavitelství, naopak se daří pozemnímu stavitelství. Nedostatek pracovní síly se projevuje i v tomto sektoru. Průměrná hrubá měsíční nominální mzda těchto zaměstnanců vzrostla v červenci až na 35 238 Kč. Pro celý rok 2017 počítáme s meziročním růstem stavební produkce o 3,0 %. V roce následujícím by stavebnictví mělo zrychlit na 3,7 % a to primárně díky pokračujícímu dobrému výkonu tuzemské ekonomiky podpořeného zrychleným čerpáním finančních prostředků z fondů Evropské unie, se kterými je stavebnictví úzce spjato.

Ve druhém čtvrtletí graduje problém s tuzemskými cenami nemovitostí, když se potvrdil dvouciferný růst páté čtvrtletí v řadě. Vyjádřeno indexem realizovaných cen starších bytů vzrostly ceny nemovitostí meziročně o 18,7 %. To je způsobeno kombinací rostoucího výkonu tuzemské ekonomiky, nesouladu nabídky a poptávky a negativního dopadu dlouhodobě uvolněné měnové politiky ČNB. Nedostatečná nabídka rezidenčních nemovitostí je způsobená rigiditou stavebních zákonů, která nás řadí v průměrné délce získání stavebních povolení s 247 dny k zemím jako je Irák. Rychlý růst cen nemovitostí může mít však silný dopad na finanční stabilitu celé ekonomiky. V ČR růst cen bytů výrazně převyšuje růst mezd a to zvyšuje rizikovost poskytnutých hypoték domácnostem. K řešení tohoto problému by mohla přispět schválená novela

stavebního zákona, která by měla zjednodušit a zrychlit povolovací řízení nových projektů a zchlazení poptávky domácností po vlastním bydlení.

Uchazečů k počtu volných míst je nejméně za 20 let

Trh práce je v současnosti nejnapjatější za poslední dvě desetiletí, když počet nezaměstnaných osob v srpnu klesl na necelých 297 tisíc a počet volných pracovních míst naopak vzrostl na téměř 200 tisíc. Na jedno pracovní místo tak připadá 1,5 uchazeče. Mezinárodní statistika práce ILO dokonce uvádí, že počet občanů aktivně hledajících práci v červenci bylo pouhých 157 tisíc. Saturovanost pracovního trhu lze pozorovat i skrze průmyslová odvětví, ve kterých firmy stále více vnímají jako bariéru růstu nedostatek pracovních sil. Co se týče struktury nezaměstnaných největší procento nezaměstnaných je ve věku 55-59 let (14,7 %) a osob s výučním listem (33,6 %) a základním vzděláním (26,61 %). Když se naproti tomu podíváme do struktury volných pracovních míst, tak možná překvapivě zjistíme, že největší procento volných pozic je v kategorii základní vzdělání (49,5 %), které navíc v posledních měsících rostlo. To poukazuje na prohlubující se dlouhodobý problém českého pracovního trhu, kterým je nesoulad mezi poptávkou a nabídkou. Celková zaměstnanost ve druhém čtvrtletí oproti minulému vzrostla o 0,4 % a meziročně o 1,3 %. Česká republika tak i nadále drží první příčku v nejnižší nezaměstnanosti v Evropské unii. Podle Eurostatu míra nezaměstnanosti v červenci dosáhla 2,9 %. Druhá nejnižší nezaměstnanost je v Německu (3,6 %), pro celou EU28 pak činila 7,4 %.

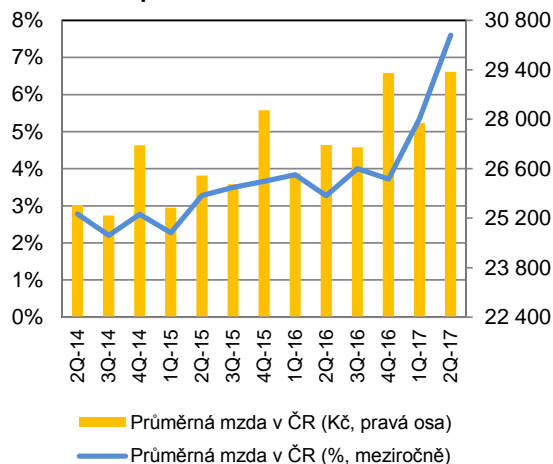
Další výrazné snižování nezaměstnanosti ve zbytku tohoto roku neočekáváme, jelikož stávající nezaměstnaní buďto nemají patřičnou kvalifikaci nebo za nabízenou mzdu nejsou ochotni pracovat.

Růst nominálních mezd ve druhém čtvrtletí zrychlil na 7,6 % r/r a reálných na 5,3 % r/r. Za první pololetí tak mzdy rostly nominálně 6,5 % r/r a reálně 4,1 % r/r, což je o 3 p.b. resp. o 1 p.b. více než za stejné období minulého roku. Mzdy tlačí nahoru nejen výborná kondice tuzemské ekonomiky, ale i navýšení platů ve veřejném sektoru a opakované zvýšení minimální mzdy, ke které dojde i v lednu příštího roku. To staví zaměstnance a odbory do velice dobré vyjednávací pozice a dá se tedy očekávat další tlak na zvýšení mezd. Počítáme, že průměrná nominální měsíční mzda poroste 6,6% tempem v roce 2017 při průměrné nezaměstnanosti 4,4 %.

Sestup k inflačnímu cíli až příští rok

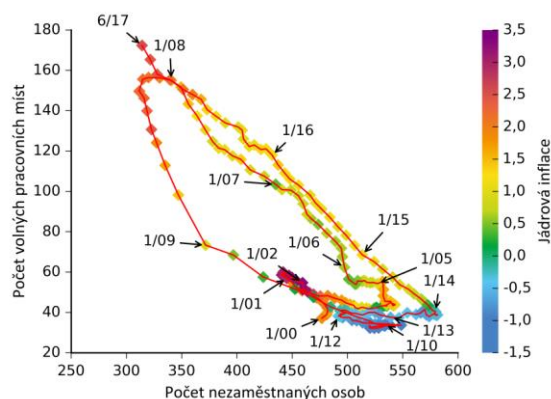
Spotřebitelská inflace se dostala v lednu nad střed inflačního cíle ČNB a za osm měsíců tohoto roku rostla průměrným tempem 2,4 %. Největšími „příspěvateli“ byly položky potraviny a nealkoholické nápoje (příspěvek +0,8 p.b.), bydlení (příspěvek +0,4 p.b.) a doprava (příspěvek +0,4 p.b.) Jádrová inflace se od května drží nad 2,0 %, přičemž v srpnu vzrostla na 2,4 % a roste tak nejrychleji od srpna 2008. Tento rok roste průměrným tempem 2,0 %.

Nominální průměrná mzda



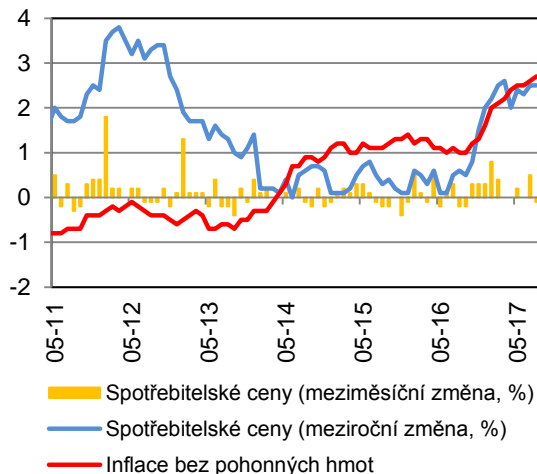
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Beveridgeova křivka



Zdroj: ČNB

Míra inflace



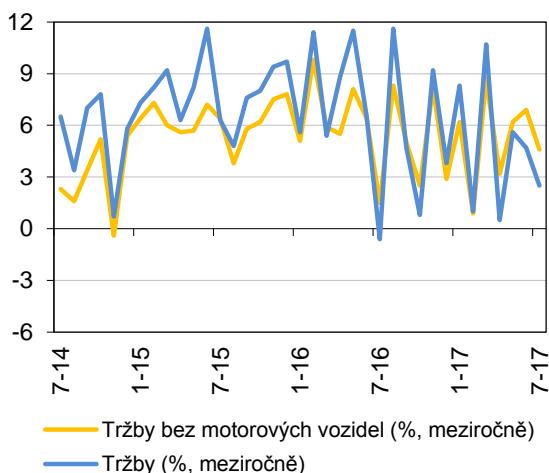
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Proinflační tlaky budou vytvářet rostoucí mzdy, které v posledním čtvrtletí rostly 7,6 % r/r nominálně a také celkový dobrý ekonomický výhled a s ním spojená optimistická nálada domácností. Spotřebitelé tedy budou mít chuť utrácet, čímž podpoří růst spotřebitelské inflace. Dalším proinflačním faktorem jsou rostoucí ceny výrobců. V průmyslu se průměrná míra růstu cen za osm měsíců tohoto roku vyšplhala na 2,2 %, v zemědělství dokonce na 7,3 %. Zejména ceny v zemědělství budou mít dopad na ceny potravin, které tradičně mají největší vliv na spotřebitelskou inflaci.

Naopak protiinflačně bude působit posilující koruna, která od opuštění kurzového závazku na začátku dubna posílila o 3,6 %. Odhadujeme, že ke konci roku se kurz koruny bude pohybovat okolo EUR/CZK 25,70. K posilování koruny a chlazení ekonomiky přispívá také ČNB, která v srpnu začala utahovat měnovou politiku a v posledním čtvrtletí tohoto roku očekáváme ještě jedno zvýšení úrokových sazeb o 25 b.b. na 0,5 %.

Vzhledem k rostoucí ceně ropy, která podle odhadu týmu RBI poroste i ve zbytku tohoto roku, a nízké srovnávací základně celková inflace zůstane v následujících měsících nad 2% inflačním cílem ČNB a v posledním měsíci se začne přibližovat zpět ke středu inflačního cíle. Pro rok 2017 očekáváme průměrný růst spotřebitelské inflace na 2,5 %. V průběhu příštího roku se inflace bude držet převážně těsně nad 2,0 %.

Maloobchodní tržby



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

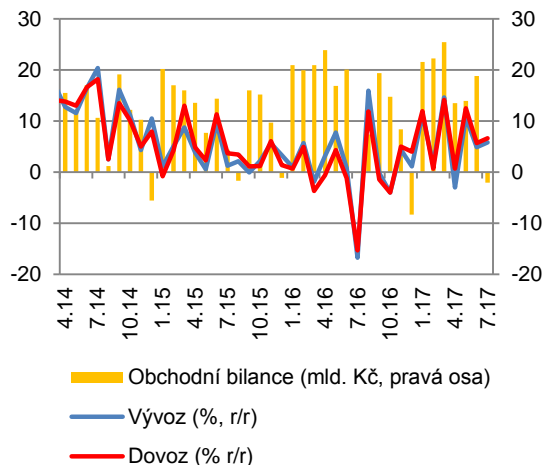
Vánoce podpoří maloobchodní prodej

Předstíhové ukazatele již od začátku roku indikují rostoucí důvěru spotřebitelů, která se následně promítá do chuti domácností utrácet. To se přirozeně odráží v růstu maloobchodních tržeb, které si v první polovině letošního roku připsaly meziročně růst přes 5 %. Tržby z prodeje aut sice v druhém čtvrtletí meziročně mírně klesly, ale vzhledem k silnému růstu v prvním čtvrtletí (8,4 %) se jedná spíše o korekci ovlivněnou sezónností. Kromě tržeb z prodeje aut maloobchodní tržby rostly v meziročním srovnání ve všech sektorech. Tradičně se nejvíce dařilo prodejům přes internet a zásilkové služby, jejichž tržby vzrostly o více než 20 % r/r. Na své si přišli i maloobchodníci v sektoru ubytování a stravování, jejichž tržby se zvýšily o více než 12 % r/r.

Optimistická nálada spotřebitelů se v maloobchodních tržbách bude projevovat i v nadcházejícím období. Kromě nezbytných komodit, jako jsou potraviny, budou domácnosti i nadále utrácet za zboží dlouhodobé spotřeby. S příchodem Vánoc intenzita nákupů ještě vzroste a dobrá ekonomická situace podpoří spotřebitele k tomu, aby si vánoční svátky pořádně užili. Z toho bude i letos těžit především internetový a zásilkový prodej, ovšem tržby by i nadále měly růst ve všech odvětvích. Bez započítání tržeb z prodeje aut, za celý rok 2017 očekáváme průměrný růst tržeb o 5,9 %. Zahrneme-li tržby z prodeje aut, tržby průměrně vzrostou o 5,4 %, především kvůli vyšší srovnávací základně z minulého roku.

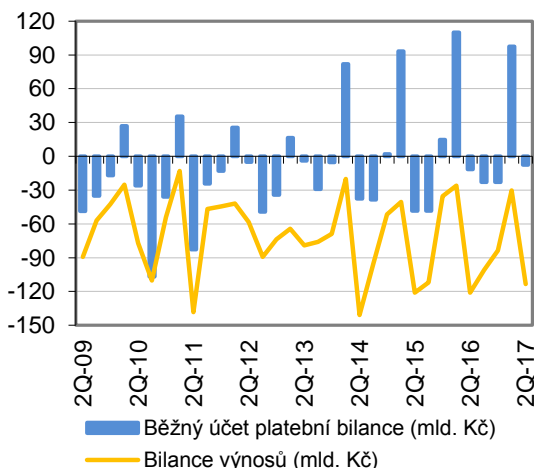
Růst importu překonal export

Zahraniční obchod



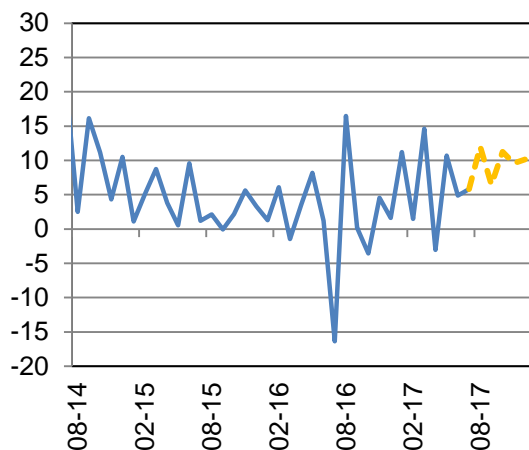
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Běžný účet a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Index exportu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Zahraniční obchod v roce 2017 prozatím zaostává za loňským rokem. Za sedm měsíců činí kumulovaný přebytek 113,3 mld. Kč, o 9 mld. Kč méně než za stejné období 2016. Poslední data z července ukazují, že se zahraniční obchod propadl do deficitu ve výši 2,1 mld. Kč. Za komparativně horším výsledkem stojí svižný růst dovozu (7,5 %). Český export v další expanzi brzdí nedostatek kvalifikované síly a z toho plynoucí rapidní zvýšení mezd, a po opuštění kurzového závazku také posilující koruna. Vývoz zaznamenal průměrný růst 6,5 %, přičemž nejslabší měsíc byl duben, kdy se vývoz propadl do záporných čísel (-3,0 %) kvůli sezónním faktorům. Nicméně, českému automobilovému průmyslu se daří, což dokazuje nárůst vývozu motorových vozidel o 9,5 %. Průmysl jede jako celek, jak můžeme vidět na růstu vývozu strojů a zařízení (8,5 %) a elektrických zařízení (8,3 %). Za zmínku také stojí 14,4% růst vývozu chemických látek a chemických přípravků.

Za sedm měsíců tohoto roku se meziročně zlepšila bilance se státy Evropské unie o 35,9 mld. Kč. Z našich sousedů máme nejlepší bilanci s Německem (+18,3 mld. Kč r/r) zatímco s našimi slovenskými sousedy jsme si meziročně pohoršili o 16,0 mld. Kč. Bilance se státy mimo EU se meziročně zhoršila o 46,1 mld. Kč především v důsledku nárůstu hodnoty dovozu ropy o téměř 50 %. Nicméně v porovnání s rokem 2015 se jedná o 14% pokles hodnoty dovozu ropy.

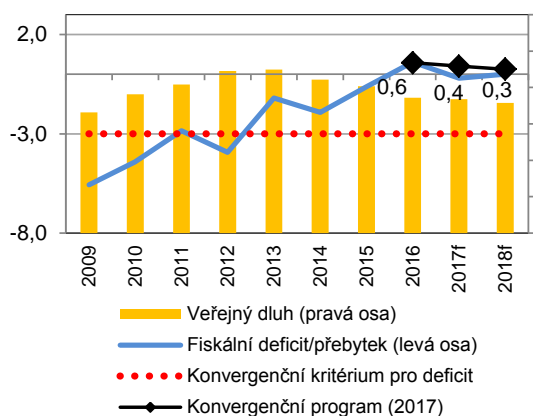
Podle předstihového ukazatele Indexu exportu, který tým Raiffeisenbank sestavuje společně s Asociací exportérů, by však mělo tempo růstu českého vývozu mírně zrychlit, ale nepřekóná 10% hranici. Pro tento rok očekáváme průměrný růst vývozu ve výši 6,4 %. Pro tento rok odhadujeme přebytek zahraničního obchodu přes 160 mld. Kč.

Běžný účet platební bilance se v květnu propadl do deficitu a pokračoval v něm i v červnu a v červenci, kdy dosáhl schodku 27,4 mld. Kč z důvodu sezónního odlivu dividend. V dalších měsících tak lze očekávat snížení deficitu a postupný návrat k přebytku. Kumulativní přebytek za tento rok činí 62,6 mld. Kč a pro tento rok odhadujeme celkový přebytek běžného účtu ve výši 53 mld. Kč.

Výrazný nárůst vládních výdajů v následujícím roce

Podle posledních údajů dosáhl celkový přebytek hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2016 61,8 mld. Kč, ačkoli byl tento rozpočet schválen s deficitem 70 mld. Kč. Pro tento rok je plánovaný schodek rozpočtu 60 mld. Kč. Od ledna do konce srpna stát prozatím hospodařil s kladnou bilancí 15,6 mld. Kč. Pozitivní výsledek podporuje překvapivě vysoký růst HDP potažmo spotřeby domácností, což napomáhá vyššímu výběru daní. U téměř většiny typů daní lze pozorovat meziroční zvýšení inkasa, a to hlavně v případě příjmů z pojistného na sociálním zabezpečení. Na straně výdajů vzrostly meziročně hlavně běžné výdaje státu včetně sociálních dávek a starobních důchodů a vyšší neinvestiční transfery samosprávním celkům (zejména vlivem vyšších platů ve školství). Výrazně vzrostly také výdaje na platby státu za tzv. státní pojištění hlavně kvůli zvýšení těchto plateb s platností od začátku roku. Kapitálové výdaje jsou

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

doposud meziročně nižší, a to hlavně díky nižšímu čerpání finančních prostředků z fondů EU ve srovnání se stejným obdobím minulého roku. To je způsobeno nadprůměrným čerpáním fondů v minulém roce, kdy byla poslední šance dočerpát prostředky z programového období 2007 - 2013 a už standardně pomalým rozjezdem čerpání v rámci z nového programového období 2014 - 2020 v tomto roce. To by se však v budoucnu mělo změnit. V rámci dílčí alokace pro rok 2015 s celkovým limitem přibližně 3,8 mld. EUR, který je nutno vyčerpat do konce roku 2018, zbývalo ke konci druhého čtvrtletí přibližně 2,7 mld. EUR (tedy asi 70 % alokace). Lze tedy očekávat, že se ve zbytku roku zvýší využívání finančních prostředků z evropských fondů a vygraduje v následujícím roce. Jinak by totiž mohlo dojít k propadnutí nevyčerpaných prostředků v rámci dílčí alokace.

I přes dosavadní kladnou bilanci státního rozpočtu odhadujeme pro rok 2017 deficit státního rozpočtu ve výši 10 mld. Kč. Ke konci roku lze očekávat tradiční zvýšení výdajů státu, kterému pomůže i již zmiňované zrychlení čerpání finančních prostředků z fondů Evropské unie a další ohlášené zvyšování platů státních zaměstnanců. To je v současnosti zesíleno i koncem politického cyklu a blížící se mi volbami do dolní komory parlamentu.

Pro rok 2018 byl vládou schválen návrh rozpočtu, který počítá s příjmy ve výši 1 314,5 mld. Kč (meziročně o 65,2 mld. více) a výdaji ve výši 1 364,5 mld. Kč (meziročně o 55,2 mld. více). Plánovaný deficit státního rozpočtu by tak byl 50 mld. Kč, což je oproti schválenému rozpočtu pro letošní rok o 10 mld. Kč méně. Jednalo by se po roce 2017 o druhé nejvyšší meziroční zvýšení plánovaných výdajů za posledních deset let. Do tohoto rozpočtu se naplno promítne zvýšení sociálních výdajů a platů státních zaměstnanců schválených v tomto roce. Nicméně tento návrh musí ještě schválit parlament a podepsat prezident republiky, přičemž lze očekávat, že ho nová poslanecká sněmovna začne projednávat až v průběhu listopadu. To by v případě problematického sestavování nové koaliční vlády mohlo zkomplikovat celý schvalovací proces. V nejhorším scénáři lze dospět až do stavu rozpočtového provizoria, kdy rozdělování státních peněz bude až do řádného schválení nového rozpočtu řízeno na základě předešlého roku.

ČNB na cestě k vyšším sazbám

Na začátku srpna ČNB zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 20 b.p. na 0,25 % a stala se tak první centrální bankou v Evropské unii, která během současného hospodářského cyklu zvýšila úrokové sazby. Vzhledem k novým datům z ekonomiky, která od té doby byla zveřejněna, se bankovní rada ČNB nyní kloní k rychlejšímu zvyšování sazeb, než s jakým počítala původní prognóza centrální banky zveřejněná na začátku srpna. V konkrétní podobě načasování se však názory jednotlivých členů liší. Pro rychlejší zvyšování sazeb, než s jakým počítala původní prognóza centrální banky, je hned několik důvodů. Hrubý domácí produkt roste jedním z nejrychlejších temp v Evropské unii. Reálné mzdy rostou více než pětiprocentním tempem a tlaky na další růst budou dále přetrvávat díky napjaté situaci na trhu práce. Úrokové sazby na mezibankovním trhu nevzrostly tak, jak ČNB očekávala ve své srpnové

Kurz koruny

	aktuální XII-17	III-18	IX-18
EUR/CZK	26,04	25,70	25,30
USD/CZK	22,09	21,78	20,57

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	XII-17	III-18	IX-18
Polsko	3,37	3,2	3,4	3,5
Maďarsko	2,8	2,7	2,8	3,1
ČR	1,2	1,2	1,2	1,6
Rumunsko	4,0	3,9	4,1	4,6
Rusko	7,6	7,9	7,8	7,7
Turecko	10,7	10,3	10,0	9,7
Německo	0,5	0,5	0,5	0,8
USA	2,3	2,4	2,4	2,7

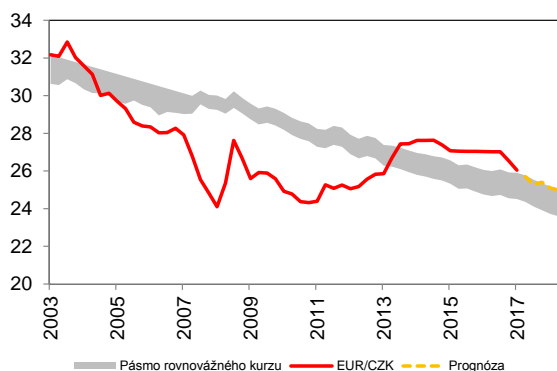
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	XII-17	III-18	IX-18
2 roky	-0,32	0,00	0,20	0,90
5 let	0,19	0,35	0,50	1,10
10 let	1,20	1,20	1,20	1,60

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Rovnovážný kurz EUR/CZK



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

prognóze a díky inflaci 2,5 % se v reálném vyjádření pohybují hluboko v záporných číslech. K tomu se přidává problém s rostoucími cenami nemovitostí, které ve druhém čtvrtletí potvrdily dvouciferný růst páté čtvrtletí v řadě. Vyjádřeno indexem realizovaných cen starších bytů vzrostly ceny nemovitostí meziročně o 18,7 %. Náš tým očekává další zvýšení úrokových sazeb na listopadovém jednání a pro příští rok počítáme s dalšími dvěma zvýšeními dvoutýdenní repo sazby. Nelze však vyloučit, že depozitní sazba bude ČNB zvyšovat pomaleji nebo ji ponechá na nulových hodnotách.

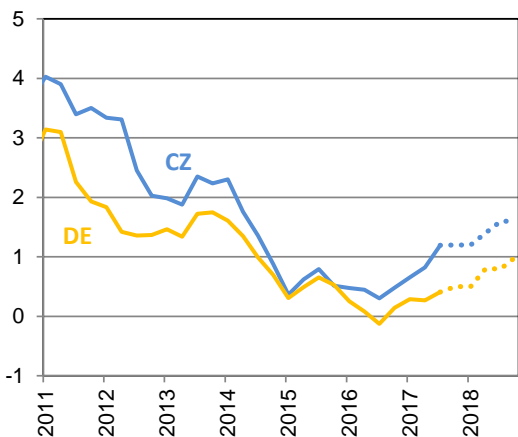
Návrat k rovnovážné hodnotě koruny stále brzdí spekulativní kapitál

Začátkem dubna tohoto roku ČNB opustila po třech a půl letech svůj kurzový závazek a vrátila se k řízenému floatingu kurzu koruny. Od té doby kurz koruny vůči euru stabilně posiluje. Několikrát se dostal pod úroveň EUR/CZK 26,00, ale prozatím se drží nad touto magickou hodnotou. Volatilita kurzu postupně klesá a v období od konce závazku je nižší ve srovnání s předintervencionním obdobím a dokonce i ve srovnání s obdobím intervenčním, kdy koruna oslabovala k úrovni EUR/CZK 28,00. Kurz koruny nerozrušily ani rekordně velké kumulace splatností státních pokladničních poukázek v srpnu a září. V této souvislosti hrozil z nedostatku investičních příležitostí hromadný odchod zahraničních investorů z korunového trhu a vyvolání krátkodobého oslabení kurzu koruny. Její návrat k rovnovážné hodnotě stále brzdí velké množství spekulativního kapitálu na trhu, který přitékal do české ekonomiky hlavně díky očekávanému konci kurzového závazku a nyní postupně opouští trh a realizuje kurzový zisk. Poté, co se vyčerpá tento efekt, očekáváme posílení koruny vůči euru na úroveň EUR/CZK 25,70 ke konci tohoto roku a ke konci roku 2018 až na úroveň EUR/CZK 25,00. Naše prognóza je tak optimističtější v míře posilování koruny vůči euru a to jak ve srovnání s mediánem očekávání ostatních analytiků tak i s forwardovým kurzem. V souvislosti s blížícími se tuzemskými volbami do dolní komory parlamentu vidíme možné politické riziko nesestavení nové koaliční vlády a s tím spojený vznik nejistoty na trhu. V minulosti však koruna opakovaně prokázala odolnost vůči politickému dění a tak by ani v tomto případě neměl být povolební efekt nijak dramatický. Kurz koruny vůči americkému dolaru v uplynulých třech měsících pokračoval v postupném posilování až na současnou úroveň USD/CZK 21,80. Podle našich odhadů se bude kurz koruny vůči dolaru pohybovat na úrovni USD/CZK 21,80 ke konci tohoto roku a ke konci roku 2018 až kolem úrovně USD/CZK 20,20. Hlavním rizikem naší prognózy zůstává náhlý odchod zahraničních spekulantů z trhu.

Minimální dopad začátku normalizace měnové politiky

Začátek normalizace měnové politiky centrální banky měl prozatím minimální dopad na úrokové sazby peněžního trhu a jeho deriváty nebo na výnosy státních dluhopisů. V následujících čtvrtletích však očekáváme postupný nárůst sazeb po celé výnosové křivce, s tím že krátkodobé sazby porostou rychleji než dlouhodobé. Do konce roku čekáme mírný nárůst objemu emitovaných státních

10-leté výnosy státních dluhopisů (%)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

dluhopisů, který bude pokračovat i v roce 2018 díky růstu objemu splatného dluhu a s tím i nárůst jejich úrokových sazeb. Díky pozitivnímu výhledu tuzemské ekonomiky a postupnému posilování koruny vůči euru lze očekávat v následujícím období pokles rozdílu mezi desetiletými německými a českými státními dluhopisy. Držení státních dluhopisů v rukou nerezidentů se podle poslední statistiky za měsíc červenec stále drží na úrovni 40 %, přičemž lze očekávat, že do konce roku tento poměr poklesne ve spojitosti se splatnostmi těchto dluhopisů a postupným odchodem zahraničních investorů z tuzemského trhu. Ke konci roku lze očekávat mírný pokles úrokových sazeb na mezibankovním trhu způsobený nevolí bank přijímat nové vklady z důvodu výpočtu příspěvků bank do rezolučního fondu.

Helena Horská, Monika Junicke, Milan Frydrych, František Táborský
 Ekonomický výzkum 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 bankovnictví

Velké firmy: Barbara Tutass
Firmy: Václav Štětina
Firmy - region Severozápad: Robert Kott
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

Projektové financování

Tomáš Gürtler 23 44 01 215
Jan Rýdl 23 44 01 133
Martin Hofmeister 23 44 01 330
Soumar Radek 23 44 05 691
Renata Dlesková 23 44 01 857

Strukturované financování

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

Private Banking

Jan Remr 23 44 01 039
Pavel Ráž 23 44 01 574
Pavel Pikna 24 24 32 437
Lena Krejnická 23 30 63 280

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

Faktoring

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

Ivan Chleboun 23 44 01 455

Treasury – Trading

Milan Fischer 23 44 01 145
Eva Bobeničová 23 44 01 316
Roman Fol 23 44 01 144
Jozef Božek 23 44 05 509
Milan Fajkus 23 44 01 821
Ivo Prokop 23 44 01 826

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 05 502
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

Treasury – Finanční instituce

Petra Kaňková 23 44 01 461
Adam Zilvar 23 44 05 253
Jana Šebestíková 23 44 01 802
Kateřina Škutová 23 44 01 877
Andrea Balková 23 44 05 551

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 Kůrečková 23 44 01 822

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413
Monika Junicke 23 44 01 070
Milan Frydrych 23 44 01 421
František Táborský 23 44 05 685
Lenka Kalivodová

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

Publikace byla vydána 27. září 2017.

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 „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_doporuceni.pdf).

Investoři do investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu. Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu uvolnění informací. Informace mohou být aktualizovány v budoucnu bez povinnosti změny tohoto dokumentu.

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

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

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK):

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů „Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument 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 může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK): Dokument je schvalován a vydáván RBI a RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku k 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 spolupředseda 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 nezavislost 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 nezavislosti 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 nezavislosti 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 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 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 poctivé předkládání investičních doporučení a uverejňování 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, 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.