

## Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	3,6	3,5	3,8
Maďarsko	2,9	2,2	2,7
ČR	4,3	2,3	2,7
Slovensko	3,6	3,5	3,3
Slovinsko	2,9	2,2	2,1
<b>SE</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>
Rumunsko	3,8	4,0	3,6
Bulharsko	3,0	2,5	3,0
Chorvatsko	1,6	1,5	1,5
Srbsko	0,5	2,5	3,0
Bosna a Her.	2,8	3,0	3,5
Albánie	2,6	3,5	4,0
Kosovo	3,0	3,0	3,5
<b>JVE</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Rusko	-3,7	-0,5	1,0
Ukrajina	-9,9	1,5	2,0
Bělorusko	-3,9	-2,0	1,0
<b>SNS</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,1</b>
<b>SVE</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>
Turecko	4,0	3,5	3,5
Německo	1,4	1,8	1,7
<b>eurozóna</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>USA</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>

## Krátce z obsahu – „Ochutnávka“

- Británie hlasovala pro odchod z EU
- Brexit mírně snižuje růstové vyhlídky EU na příští rok
- ECB a BoE vyčkávají na hodnocení dopadu brexitu
- Americká centrální banka pozdržela růst úrokových sazeb
- Česká ekonomika, jak se čekalo, zpomaluje
- Inflace má nyní značnou šanci na růst
- Trh práce se začíná přehřívat, mzdové tlaky na zaměstnavatele sílí
- Zahraniční obchod láme rekordy a mluví pro posilování koruny
- ČNB stále intervnuje proti posílení koruny
- Kvůli brexitu jsme odložili očekávaný „CZKexit“ o 6 měsíců do druhé poloviny 2017
- Pomalý růst českých dluhopisových výnosů přijde až v roce 2017
- Růst úrokových sazeb ČNB čekáme až v roce 2018

## Spotřebitelské ceny (prům.,mezir. %)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	-0,9	-0,4	1,7
Maďarsko	0,0	0,4	2,2
ČR	0,3	0,7	1,7
Slovensko	-0,3	-0,1	2,2
Slovinsko	-0,5	0,2	0,9
<b>SE</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>
Rumunsko	-0,6	-1,2	2,3
Bulharsko	-0,1	0,3	1,6
Chorvatsko	-0,5	-1,0	1,5
Srbsko	1,4	1,2	2,5
Bosna a Her.	-1,0	0,0	1,5
Albánie	1,8	1,5	2,2
Kosovo	-0,5	1,0	2,0
<b>JVE</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,1</b>
Rusko	15,6	7,5	7,2
Ukrajina	48,7	15,5	12,0
Bělorusko	13,5	16,0	13,5
<b>SNS</b>	<b>17,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>
<b>SVE</b>	<b>10,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>
Turecko	7,7	7,3	7,6
Německo	0,1	0,7	2,7
<b>eurozóna</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>
<b>USA</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>

## Makroekonomická predikce

	2013	2014	2015	2016f	2017f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 077	4 313	4 557	4 708	4 913
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-0,5	2,7	4,6	2,3	2,7
HDP na hlavu v EUR podle PPS	21 850	22 916	24 030	24 807	25 869
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	4,9	4,4	3,3	3,5
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let	7,7	7,7	6,5	5,6	5,4
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	1,0	2,9	3,0	4,1	4,0
PPI, r/r %, průměr	0,8	-0,8	-3,2	-3,2	2,2
CPI, r/r % průměr	1,4	0,4	0,3	0,7	1,7
CPI, r/r %, konec období	1,4	0,1	0,1	1,8	1,7
Saldo vládních financí, % HDP	-1,2	-1,9	-0,4	-0,3	-0,2
Vládní dluh, % HDP	44,9	42,2	40,3	39,5	38,5
Obchodní bilance, mld. Kč	106,5	146,0	140,2	161,0	177,0
Běžný účet, % HDP	-0,5	0,2	0,9	1,4	1,0
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	-0,2	1,9	-0,6	0,4	1,2
CZK/EUR, průměr	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9
CZK/USD, průměr	19,5	20,7	24,6	24,6	26,6
Reposazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
3M Pribor, průměr	0,49	0,36	0,30	0,30	0,33

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

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2015	2016f	2017f
Polsko	4,18	4,38	4,29
Maďarsko	310	315	309
ČR	27,3	27,0	26,9
Rumunsko	4,45	4,50	4,47
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,61	7,56	7,57
Srbsko	121	123	124
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	138	138
Rusko	68,0	74,6	66,7
Ukrajina	24,3	28,9	29,7
Bělorusko	17706	22845	23129
Turecko	3,02	3,20	3,02
<b>USA</b>	<b>1,11</b>	<b>1,10</b>	<b>1,01</b>

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank**

země	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
<b>ČR</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusko	11,00	10,00	9,50	9,00
<b>eurozóna</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>USA</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu (bid)**

země	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
Polsko	1,71	1,65	1,65	1,65
Maďarsko	0,95	1,05	1,05	1,05
<b>ČR*</b>	<b>0,29</b>	0,30	0,30	0,30
Chorvatsko	0,33	0,90	0,90	0,90
Rumunsko	0,58	1,20	1,30	1,80
Rusko	11,00	10,80	10,30	9,80
Turecko	10,50	10,50	10,00	9,00
<b>eurozóna</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,25</b>
<b>USA</b>	<b>0,63</b>	<b>0,60</b>	<b>0,85</b>	<b>1,10</b>

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**Vnější prostředí**

Po turbulencích finančního trhu na začátku roku se ekonomické vyhlídky v průběhu první poloviny roku citelně zlepšovaly. Cena ropy a dalších komodit rostla a s tím klesala i obava z vývoje trhů rozvíjejících se ekonomik.

Pak ovšem přišlo referendum ve Velké Británii, ve kterém zvítězily poměrem 52:48 hlasy ve prospěch opuštění Evropské unie. Následoval nárůst rizikové averze, propad cen akcií, oslabení libry vůči euru a oslabení eura vůči dolaru. Únik do bezpečí a další odklad růstu úrokových sazeb vedl k poklesu dluhopisových výnosů zemí jako je Německo, USA a také Velká Británie.

U řady došlo k mírným revizím růstu ekonomik. Například MMF snížil prognózu růstu světového HDP o 0,1 procentního bodu na příští rok na 3,4 %. Nicméně navzdory tomu, že je velmi pravděpodobné, že brexit bude mít řadu negativních konsekvencí, není vývoj po referendu v řadě ohledů až tak dramatický, jak mohl být a jak řada ekonomů varovala.

Kupříkladu britská libra vůči dolaru v reakci na referendum ztratila 13 % a poté své oslabení zmírnila k 10 %. Vůči euru činilo oslabení libry po referendu cca 12 % a ke konci července činí 8 %. To sice zdaleka není zanedbatelné, ale stále je to méně, než co ukazovaly některé scénáře před referendem. Pozitivní je také, že velmi krátce došlo k obměně britské vlády, která bude schopna vyjednávat podmínky brexitu. K tomu dojde nejdříve po uplynutí dvouleté lhůty, která se začne počítat od momentu, kdy Británie požádá o aktivaci článku 50 Lisabonské smlouvy, čímž se oficiálně spustí proces exitu. Současná premiérka May směřuje toto datum k začátku příštího roku.

Ačkoliv řada institucí včetně RBI upravila své výhledy na světovou ekonomiku, je třeba zdůraznit, že budoucnost a proces brexitu je značně nejistý a odvislý od budoucích politických vyjednávání.

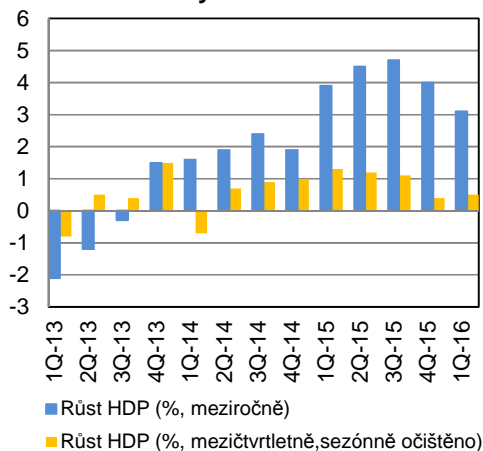
RaiffeisenBank International (RBI) v reakci na hlasování o Brexitu odsunula očekávání růstu úrokových sazeb Fedu. Navzdory příznivému vývoji dat RBI čeká zvýšení hlavní úrokové sazby Fedu koncem tohoto roku.

Evropská centrální banka po hlasování o brexitu dle očekávání vyjádřila ochotu jednat na podporu ekonomiky a finančního systému v případě potřeby. Nicméně nerozhodla se k žádnému novému kroku s tím, že na analýzu potenciálních dopadů brexitu potřebuje čas. I to se samozřejmě bude odvíjet od podoby politických jednání.

Cena ropy se v první polovině roku zvýšila nad 50 USD/barel. To je hodnota, se kterou jsme počítali spíše až na konec letošního roku. Nicméně vzestup cen ropy se v červenci zastavil a cena začala klesat směrem ke 40 USD/barel.

Obavy o vývoj v Číně, které panovaly ještě začátkem letošního roku, ustoupily do pozadí. Index nákupních manažerů PMI vzrostl na 50 bodů a na této úrovni se udržel. Vývoj trhů rozvíjejících se ekonomik do značné míry souvisí s cenami komodit, které letos rostou. Rizikem však zůstává možnost jejich opětovného poklesu.

## Růst ekonomiky



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

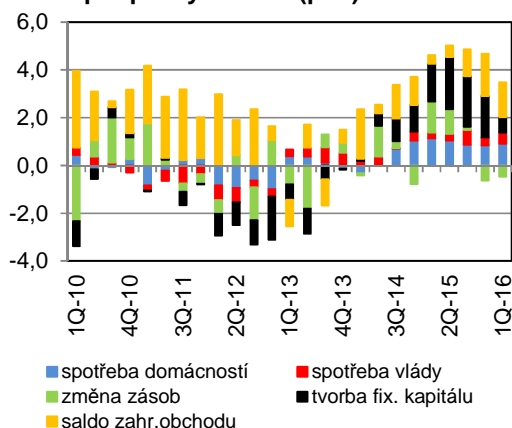
## Ekonomika brzdí, vývoj je to však příznivý

Růst české ekonomiky za minulý rok byl revidován na 4,6 % z původně uváděného tempa 4,3 %. Kvůli konci programového období pro čerpání EU fondů z let 2007 – 2013 se pro letošek všeobecně čekalo zpomalení tempa růstu. Tento vývoj prozatím potvrdil údaj za první čtvrtletí, kdy česká ekonomika zpomalila na 3,0 % r/r.

V letošním roce Česká republika velmi pravděpodobně předá status nejrychleji rostoucí ekonomiky z Visegrádské čtyřky Polsku, kde čekáme růst 3,5 %.

Za poklesem bude stát pokles veřejných investic (vliv EU fondů). Ty v meziročním srovnání setrvaly v prvním čtvrtletí ještě v plusu, ale v dalších kvartálech pravděpodobně již uvidíme poklesy. Naopak spotřeba domácností v prvním čtvrtletí zrychlila své meziroční tempo na 2,9 %.

## HDP příspěvky k růstu (p.b.)



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

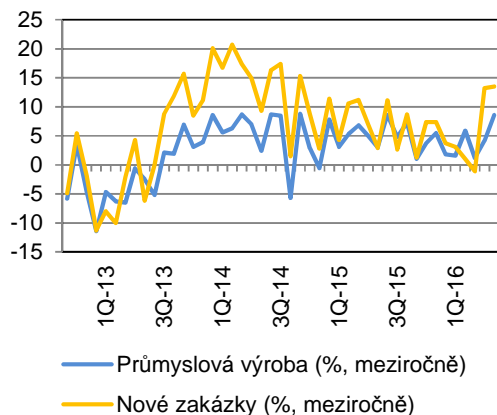
Proč česká ekonomika roste? Jde o šťastnou souhru několika faktorů. Za prvé, po velmi chudých letech po globální finanční krizi, kdy česká ekonomika zaostávala za řadou zemí EU, a kdy procházela fiskální restrikcí, byl prostor pro růst značný. A tento prostor nezůstal nevyužitý. Fiskální politika začala působit expanzivně, začala se zvyšovat poptávka ze zahraničí a rostla důvěra v lepší zítřky jak mezi podnikateli, tak spotřebiteli. To samo o sobě by stačilo na to, aby byl v roce 2014 nastartován solidní růst. Nicméně k růstu především v letech následujících přispěla svým dílem i Česká národní banka, když koncem roku 2013 zavedla kurzový závazek na úrovni EUR/CZK 27,0. V roce 2015 pak silný impuls dodalo urychlené dočerpávání fondů z EU. Na českého spotřebitele pozitivně působily i nízké ceny energií a nízké ceny u čerpacích stanic.

Je tento růst udržitelný? Tempo přes 4 % je udržitelné velmi těžko. Česká ekonomika naopak začíná cítit své limity. To má řadu implikací. Jednou z nejpříjemnějších je tlak na růst mezd a později i na růst cen. O fenoménu ceny práce pojednáváme v následujících kapitolách a také v naší speciální analýze #Konec LevneEkonomiky nebo #KonecLevnePrace.

V roce 2016 očekáváme průměrnou míru inflace velmi nízkou na 0,7 %. Kombinace zrychlování tempa růstu mezd a nízké inflace by letos měly vést k rychlému nárůstu průměrné mzdy v reálném vyjádření o 3,5 %. Rychleji průměrná reálná mzda rostla naposledy v roce 2007. Takový vývoj je podporou pro růst spotřeby domácností, která bude letos hlavním tahounem růstu HDP s odhadovaným tempem 2,9 %.

Za celý rok 2016 čekáme růst české ekonomiky tempem 2,3 %. Vliv hlasování o brexitu na letošní HDP by měl být minimální. Pro příští rok ovšem došlo ke snížení odhadu růstu ekonomiky eurozóny o 0,2 procentního bodu. To snížilo i naši prognózu růstu české ekonomiky ve stejném rozsahu na 2,7 %.

## Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

## Průmysl: stále na vzestupu

Český průmysl stále zůstává negativně ovlivněn technickými odstávkami v sektoru energetiky a v chemickém odvětví. Výkonnost je stále relativně hodně rozkolísaná právě z důvodu odstávek. Nicméně při odhlédnutí od těchto dočasných faktorů je trend průmyslu stále rostoucí. S připomenutím aféry Dieseltgate, jejíž konsekvence se stále plně neprojeví, lze takový vývoj označit za příznivý. Hlavní segment českého průmyslu – automobilová výroba, pokračuje v solidní expanzi.

Z hlediska struktury zůstává hlavním tahounem růstu průmyslu automobilový průmysl, který v květnu vykázal meziroční růst nad 20 % a k meziročnímu růstu průmyslu o 8,6 % přispěl téměř 4 procentními body. Dále růstu průmyslu pomáhá výroba kovových a kovodělných výrobků s meziročním růstem o 11 %. Do plusu se v květnu stočil také příspěvek sektoru energetiky. Negativně naopak přispívá k růstu zejména výroba chemických látek a chemických přípravků s meziročním poklesem o téměř 14 %) a těžba a dobývání s poklesem o cca 5 %.

Za první polovinu letošního roku odhadujeme růst průmyslové výroby mírně pod 4 %. Za celý rok 2016 odhadujeme růst průmyslové výroby ve výši 3,3 %.

Předstihový index nákupních manažerů v průmyslu v ČR v červenci klesl na hodnotu 49,3 bodu, tedy do pásma kontrakce. Obavy z brexitu tedy český průmysl zasáhly. Ale je otázka, do jaké míry jde o jednorázový výkyv daný šokem z výsledku referenda.

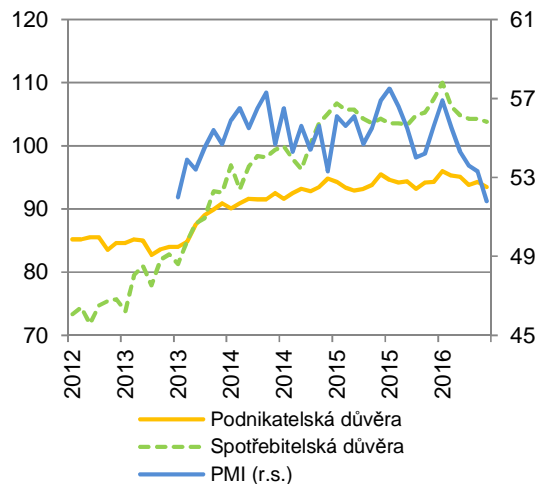
Vliv zmíněných technických odstávek by měl ve druhé polovině roku postupně odeznívat. V eurozóně v červenci klesl pod vlivem výsledku všelidového hlasování o brexitu na 51,9 bodu z předchozí úrovně 52,8 b. Taková hodnota indikátoru PMI stále ukazuje na pokračování expanze, i když pomalejším tempem. V souvislosti s tím, že tento údaj obsahuje prvotní šok po britském referendu, jde o příznivý výsledek. V samotné Velké Británii znamenal výsledek referenda propad PMI index pod 50 bodů.

**Počet zaměstnanců v průmyslu** v květnu rostl meziročním tempem 3,0 %. Průměrná mzda zaměstnanců se meziročně zvýšila o slušných 4,0 %. I tento vývoj je dokladem utahujícího se trhu práce. Množí se hlasy z podnikatelské sféry o problémech s hledáním nových zaměstnanců.

**Využití průmyslových kapacit** v červenci mírně kleslo na úroveň 84,4 % oproti dubnové hodnotě 85,2 %. V lednu 2015 byla ještě o trochu výš na 85,4 %. Pro srovnání po vypuknutí krize bylo v polovině roku 2009 využití kapacit na 75,1 %. Naopak začátkem roku 2008 činil tento údaj 90,8 %.

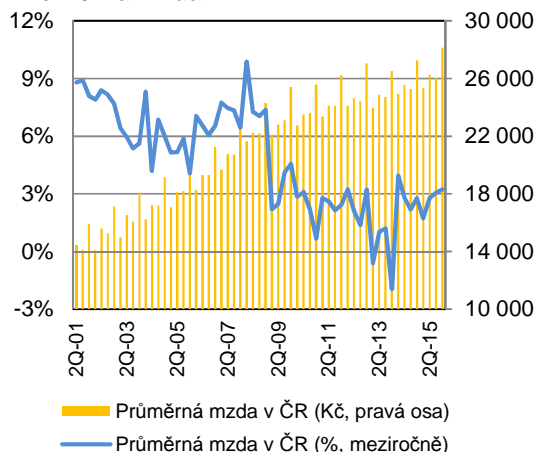
**Stavebnictví** v roce 2016 s odezněním urychleného čerpání fondů EU zpomaluje. Za rok 2015 byl růst přidané hodnoty revidován vzhůru na 5,3 % ve stálých cenách a na 8,9 % v běžných cenách. Již v prvním čtvrtletí je znát zpomalení růstu na 1,0 % meziročně. V dalších kvartálech lze očekávat ještě slabší údaje, jelikož pokles infrastrukturních investic převáží růst soukromých investic. Za celý rok čekáme pokles stavebnictví o 0,9 %.

## Důvěra v ekonomiku



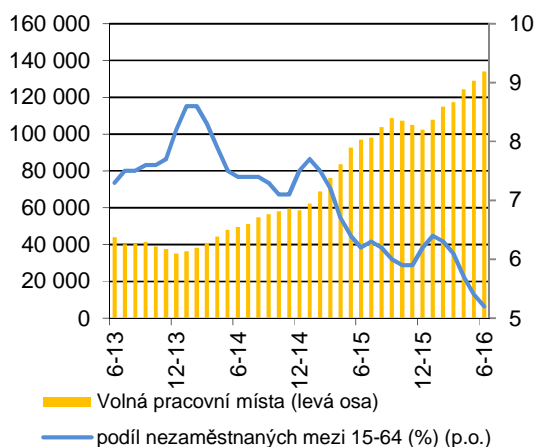
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### Průměrná mzda



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### Nezaměstnanost a volná místa



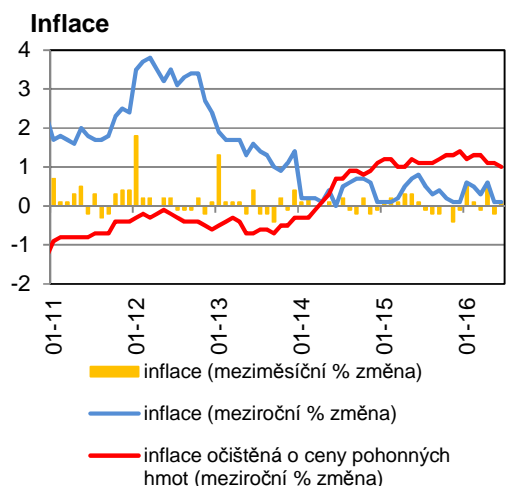
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

## Trh práce – brzda růstu nebo spása pro ČNB?

Český trh práce se honosí několika NEJ: nejnižší mírou nezaměstnanosti v Evropě, nejvyšší zaměstnaností ve své historii a za posledních 8 let nejnižším počtem uchazečů o práci. Registrovaná míra nezaměstnanosti klesla v červnu na 5,2 % (vs. 6,2 % v červnu 2015) a počet dostupných uchazečů se už druhým měsícem drží pod hranicí 400 tisíc. I když v následujících měsících vzroste počet absolventů škol na úřadech práce, na českém trhu práce je obecně dostatek volných pracovních míst i pro ně. Počet nabízených míst pro absolventy (v červnu 39 898) dokonce překračuje počet nezaměstnaných absolventů. Obrazně řečeno o jednoho absolventa se přetahují v průměru více než 2 zaměstnavatelé. Problém není ani tak v nedostatku pracovních míst ale v nesouladu mezi nabízenou kvalifikací uchazečů a potřebami zaměstnavatelů. A to se netýká jen absolventů škol ale celého trhu práce, kde zaměstnavatelé hledají zaměstnance pro téměř 134 tisíc volných pracovních pozic. Nežádanější jsou kvalifikovaní technici (svářeč, zámečnick, elektrikář atd.). Problémy trhu práce a možnostmi řešení se ve větším detailu zabýváme v naší speciální analýze #Konec LevneEkonomiky nebo #KonecLevnePrace.

Přes strukturální slabiny českého trhu práce bude míra nezaměstnanosti v ČR ještě dál v podzimních měsících klesat, ale pozvolna. V roce 2016 očekáváme průměrnou míru nezaměstnanosti 5,6 % (vs. 6,5 % v roce 2015) a v roce 2017 5,4 %.

Napětí na trhu práce společně s rozhodnutím vlády zvýšit minimální mzdu o 7,6 % se projevilo v růstu mezd v ČR. V prvním čtvrtletí 2016 **meziroční růst průměrné hrubé mzdy** zrychlil na 4,4 % z 3,2 % na konci 2015. Průměrná mzda dosáhla 26 480 Kč a mzdový medián (střední hodnota) vzrostl dokonce o 6,6 % na 22 533 Kč. Zohledníme-li inflaci, kupní síla průměrné mzdy vzrostla o 3,9 % meziročně. Tempo růstu mezd se přiblížilo hodnotám z roku 2009, ale předkrizových úrovní ještě nedosahuje. Na růstu průměrné a především pak mediánové mzdy se značně podílel stát a to rozhodnutím zvýšit minimální mzdu od začátku roku o 700 Kč (7,6 %) na 9 900 Kč měsíčně, zvýšením platů ve státní správě v průměru o 3 % s platností od listopadu 2015 a zvýšením tarifů ve zdravotnictví o 5 %. Výkonost ekonomiky se také projevila na růstu mezd v soukromém sektoru, kde mzdy po téměř dvouleté pauze rostly o něco rychleji než ve státním sektoru (4,5 % vs. 4,1 %). Nejvýrazněji ale rostly mzdy v ubytování, stravování a pohostinství (o 7,2 % meziročně) a agenturním pracovníkům (o 6,5 %), kde oficiální průměrná mzda byla vždy nejnižší a kde se častěji než v jiných oborech vyplácí alespoň oficiálně minimální mzda. Růst mezd bude navzdory zpomalení tempa růstu české ekonomiky dál pokračovat a to průměrným tempem okolo 4,2 %. Růst mezd nebude podporovat jen expandující český průmysl ale i stát, který plánuje i pro příští rok růst platů státních úředníků a zvýšení minimální mzdy. Růst mezd je mimořádně důležitý i pro měnovou politiku, pro kterou je růst mezd zatím jediným proinflačním faktorem. Na otázku, zda-li si česká ekonomika může dovolit ještě rychlejší růst mezd vzhledem k vývoji produktivity práce, hledáme odpověď v naší speciální analýze #Konec LevneEkonomiky nebo #KonecLevnePrace.



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

## Inflace stále na dně, růst by měl přijít brzy

V červnu 2016 se meziroční míra inflace nacházela na pouhých 0,1 %, stejně jako v eurozóně. V dalších měsících však na spotřebitelské ceny bude působit řada vlivů, které by měly vést k nárůstu inflace. V první řadě jde o strmě klesající srovnávací základnu z minulého roku, která dává slušnou naději na růst inflace, i kdyby se nyní „nic“ nedělo. Pokles cen ropy v červenci ale připomíná, že ani toto nemusí být „sázka na jistotu“. Nicméně v roce 2016 rostou ceny řady dalších komodit a ekonomika pokračuje v solidním růstu. Tlak na růst mezd a rostoucí zaměstnanost zvyšuje rovněž tlak na růst spotřebitelských cen.

V našem hlavním scénáři nadále počítáme s tím, že se cena ropy bude koncem roku nacházet poblíž 50 USD/barel. Při tomto scénáři by koncem roku meziroční míra inflace vystoupala nad 1,5 % a začátkem roku 2017 vystoupala k 2% inflačnímu cíli ČNB. Zde by měla setrvat s předpokladem, že ČNB neopustí kurzový závazek do čtvrtého čtvrtletí 2017. Inflace v eurozóně by se v té době měla nacházet o cca 50bp níž. To je rovněž důležitý prvek naší prognózy. Pokud by inflace v eurozóně nerostla tak, jak předpokládáme, bylo by i dosažení 2 % inflačního cíle ohroženo. To je stále důležité riziko naší prognózy.

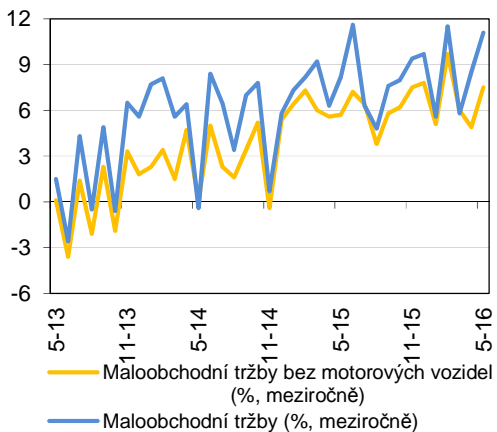
Inflační swapy započítávají průměrnou míru inflace v eurozóně za 5 let na dalších 5 let stále velmi nízko pouze 1,4 %. Před hlasováním o brexitu byla tato očekávání výš o cca 10bp. Nicméně pokud se míra inflace začne zvyšovat, tak jak očekáváme, měla by ovlivnit pozitivně i očekávání budoucnosti.

Z hlediska struktury vývoje spotřebitelských cen je nyní jednoznačně největším tahounem směrem dolů segment potravin s meziročním poklesem o 1,4 %. Negativní meziroční příspěvek segmentu dopravy se již výrazně snižuje a ve druhé polovině roku by měly ceny u čerpacích stanic začít přispívat pozitivně.

Takzvaná korigovaná inflace bez pohonných hmot (nezapočítává ani potraviny, změny nepřímých daní, ani regulované ceny) se nachází na 1,0 % a zvyšuje se stále velmi neochotně.

To, že cesta inflace do kladných hodnot bude spletitá, dokládá i vývoj cen průmyslových výrobců. Meziroční deflace zde dosáhla vrcholu v květnu s meziročním poklesem cen o 4,8 % a nyní se tento pokles snižuje. Dosažení kladné meziroční změny PPI očekáváme až začátkem roku 2017.

## Maloobchod

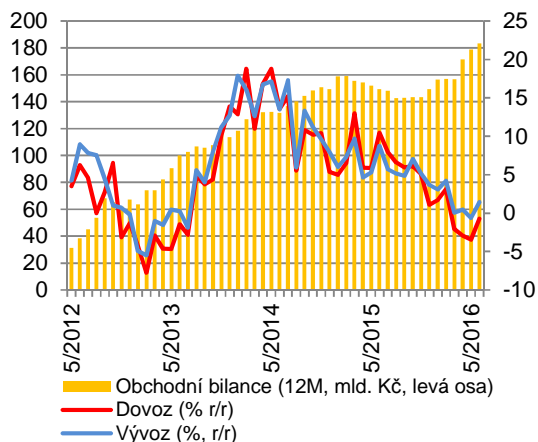


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

## Faktory pro růst maloobchodu přetrvávají

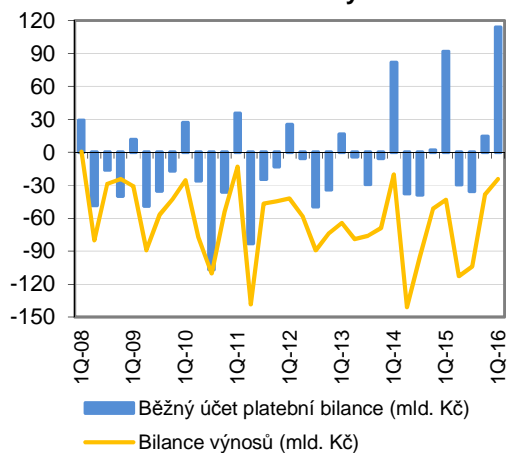
V prvních pěti měsících letošního roku maloobchodní tržby dál rostly, ale zpomalení meziročního tempa růstu je již znát (částečně také kvůli vyšší srovnávací základně z loňského roku). V prvním čtvrtletí letošního roku vzrostly tržby maloobchodníků (se započtením tržeb z prodeje aut) meziročně o 7,5 %, zatímco v prvním čtvrtletí 2015 o 8,3 % r/r. Jedničkou v růstu tržeb mezi českými maloobchodníky (bez prodejců aut) zůstávají prodejci zboží přes internet (v Q1 2016 nárůst o 18,4 % r/r). Prodejci komunikačních zařízení a počítačů pocítují slabší růst tržeb oproti loňskému roku. Naopak další slušný

### Zahranिční obchod



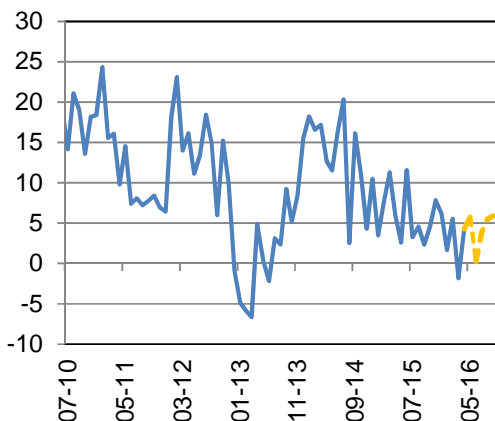
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### Index exportu



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

nárůst tržeb mají obchodníci s automobily, i když v této kategorii můžeme vidět nižší meziroční tempa růstu než v loňském roce. Nicméně prodej nových aut vykazuje letos rekordní úroveň.

Faktory, které podporují růst maloobchodních tržeb, se letos určitě zcela nevytratí. Důvěra domácností v ekonomiku se sice od začátku roku snižuje, ale snižuje se z loňských rekordních hodnot a nachází se tedy stále vysoko. Letos v červnu se spotřebitelská důvěra snížila k úrovním z loňského léta, ale podle konjunkturálního průzkumu se domácnosti obávají zejména zhoršení celkové ekonomické situace, což může souviset s globálními ekonomickými a politickými turbulencemi (např. brexit), které mohou ovlivnit i vývoj české ekonomiky. Trh práce se přibližuje k předkrizovým hodnotám. Ceny pohonných hmot ve druhém čtvrtletí sice rostly, ale nijak dramatickým tempem. V druhé polovině roku by se převis nabídky na trhu s ropou měl podle prognózy RaiffeisenResearch snižovat, což bude tlačit cenu ropy nahoru a následně i ceny u čerpacích stanic. Nicméně do konce roku zřejmě cena severomořské ropy Brent výrazně nepřekročí 50 USD/bare. V letošním roce by proto podle našich odhadů měly maloobchodní tržby zvýšit o 4,4 % r/r a o 5,9 % r/r se započtením aut.

### Rekordní přebytky zahraničního obchodu

Zahranिční obchod České republiky dle národního pojetí (zohlednění změny vlastnictví) vykazuje letos rekordní měsíční přebytky (v květnu 18,2 mld. Kč). Vývoz do tří největších partnerských zemí (Německo, Polsko a Slovensko) se mírně zvyšuje oproti loňskému roku. Dopady výsledku britského referenda (a obavy z brexitu) se doposud na obchodě s Británií neprojeví. Podíl Velké Británie na českém vývozu je cca 5% a britský dovoz tvoří cca 2 % celkového dovozu ČR, přičemž hlavním vývozním i dovozním artiklem jsou automobily a náhradní díly. Brexit představuje riziko pro český zahraniční obchod, nicméně ani úplný výpadek obchodu s Británií by k recesi české ekonomiky nevedl.

Podle Indexu exportu, který Raiffeisenbank sestavuje spolu s Asociací exportérů, by tempo růstu českého exportu ve třetím čtvrtletí mělo mírně zrychlit. Za celý rok se průměrné tempo růstu vývozu pravděpodobně udrží nad 7 % r/r a tempo růstu dovoz klesne 6 % r/r oproti 8,3 % r/r v loňském roce. Díky tomu by zahraniční obchod ČR měl podle našich odhadů vykázat letos rekordní přebytek ve výši 160 mld. Kč.

Rekordní přebytky v zahraničním obchodu přispívají k pozitivnímu vývoji běžného účtu. Ten v květnu navzdory dividendové sezóně vykázal přebytek (0,8 mld. Kč). V letošním roce by se přebytek běžného účtu navýšil o dalších cca 20 mld. Kč na 66 mld. Kč (cca 1,5 % HDP). Devizové rezervy se kvůli intervenční politice ČNB meziměsíčně mírně navyšují a vyšší měsíční nárůst rezerv lze očekávat s přibližováním se konce kurzového závazku ČNB. Do konce letošního roku zřejmě překročí celkový objem devizových rezerv 50 % HDP.

### Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
2 roky	-0,14	-0,30	-0,40	0,00
5 let	0,02	-0,10	-0,10	0,30
10 let	0,41	0,40	0,50	0,70
15 let	<b>0,70</b>	<b>1,00</b>	<b>1,20</b>	<b>1,70</b>

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Sazby peněžního trhu ČR (ask)

PRIBOR	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
1M	0,20	0,22	0,22	0,20
3M	0,29	0,30	0,30	0,30
6M	0,36	0,40	0,40	0,50
12M	0,45	0,50	0,53	0,60

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

## Měnová politika – úrokové sazby vzhůru až v 2018

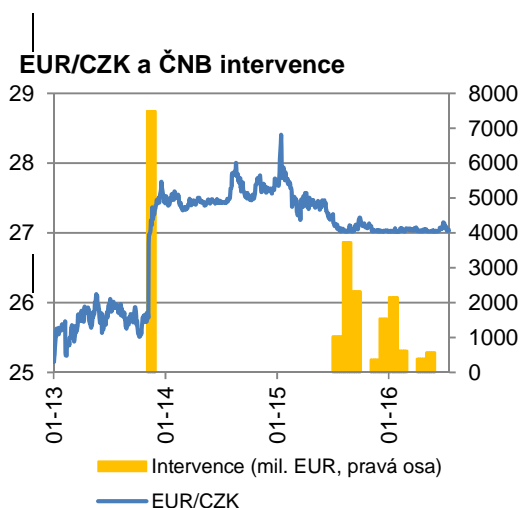
Změna ve vedení České národní banky prozatím přinesla ujišťování o pokračování stávající politiky. Rovněž nečekáme, že by nový guvernér J. Rusnok a nově příchozí členové bankovní rady V. Benda a T. Nidetzky přinesli zásadnější proměnu měnové politiky. Z dlouhodobější perspektivy lze usuzovat, že bankovní rada v nové podobě bude poněkud přátelštější k otázkám přijetí eura.

Česká národní banka (ČNB) setrvává v intervenčním režimu a udržuje kurz EUR/CZK lehce nad úrovní 27,0. Česká ekonomika pokračuje v konvergenci vůči ekonomice eurozóny a ČNB je tak nucena téměř každý měsíc s rozkolísanými objemy intervenovat. K červnu 2016 činil objem devizových rezerv necelých 68 mld EUR, což je meziroční navýšení o cca 17 mld EUR. Podíl devizových rezerv na HDP se tak zvýšil na 40 %, před rokem činil tento podíl cca 30 %.

Ovlivňování kurzu zůstává stále hlavním nástrojem ČNB. Nicméně pokud by tlak na posílení koruny byl příliš vysoký (měsíční intervence nad 5 mld EUR), mohla by ČNB sáhnout k možnosti snížení úrokových sazeb do záporu, tak aby spekulativní tlak na korunu zmírnila. Toto opatření není součástí našeho hlavního scénáře, nicméně šance na jeho zavedení rozhodně není zanedbatelná. Záporné úrokové sazby mohou být i pomocným nástrojem právě v průběhu opuštění kurzového závazku (tedy i po opuštění).

EUR/CZK 2-leté swapové body se koncem června nacházely na pouhých -90 bodech, v dubnu byly na -200 bb, začátkem roku se nacházely poblíž -400 bb. To ukazuje na klesající spekulace na budoucí posílení koruny.

S ohledem na to, že ukončení kurzového závazku čekáme až ve druhé polovině roku 2017 a vzhledem k tomu, že růst úrokových sazeb čekáme až v polovině roku 2018, očekáváme počátek zvyšování úrokových sazeb ČNB až v první polovině roku 2018.



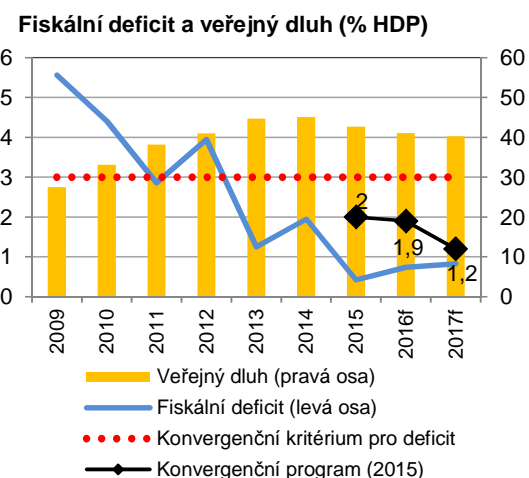
Zdroj: ČNB, Bloomberg, RB a.s.

## Veřejné finance - dlouho nebylo tak vyrovnaně

Deficit vládních institucí ve výši 0,4 % HDP v roce 2015 byl nejnižší od roku 1995. Za tímto vývojem je souhra několika faktorů. Jednak pomáhá rychlý růst české ekonomiky, urychlený příliv prostředků z EU, čerpání likviditní rezervy a velmi nízké náklady financování nového dluhu. V samotném prvním čtvrtletí letošního roku činil podíl deficitu vlády na HDP 0,7 %, což je meziroční pokles o více než 1 procentní bod.

Dluh vládních institucí se v prvním čtvrtletí klesl na 40,4 %. Česká republika si drží sedmou příčku evropských mezi evropskými zeměmi s nejnižším dluhem. Lépe jsou na tom např. pobaltské země či Lucembursko, naopak nejvyšší dluh vůči HDP si stále drží Řecko (cca 170 %).

V letošním roce čerpání finančních prostředků fondů Evropské zpomaluje a s tím se snižuje i tempo růstu ekonomiky. Data z počátku roku ale ukazují, že toto do určité míry statistické zpomalení nebude nikterak dramatické. Přebytkové saldo finančních toků mezi rozpočtem ČR a EU v první polovině



Zdroj: MFČR, Macrobond, RB a.s.



### 10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
Polsko	2,90	3,0	3,2	3,5
Maďarsko	2,82	3,0	3,1	3,6
<b>ČR</b>	<b>0,41</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>
Rumunsko	3,50	3,6	3,8	4,1
Rusko	9,20	8,6	8,8	8,5
Turecko	9,11	9,0	8,9	8,5
<b>Německo</b>	<b>0,16</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>
<b>USA</b>	<b>1,78</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

roku kleslo na 67 mld Kč, což je zhruba polovina salda dosahovaného před rokem. To je sice výrazný pokles, ale v kontextu loňského urychleného čerpání to není až tak silné.

Ministerstvu financí by se tak mohlo letos podařit udržet deficit státního rozpočtu blízko stávajících úrovní, což by znamenalo mírné snížení poměru deficitu vůči HDP na 0,3 %. S mírným snižováním deficitu pak počítáme i v dalším roce. Klasickým rizikem této prognózy je fakt, že v roce 2016 proběhnou regionální volby a v roce 2017 volby do poslanecké sněmovny, což může zvýšit ochotu „pustit veřejným rozpočtům žilou“.

Pro letošek čekáme navýšení veřejného dluhu o 26 mld Kč na 1862 mld Kč. To by znamenalo pokles míry zadlužení vůči HDP na 39,5 % z loňských 40,3 %. Nižší bylo veřejné zadlužení ČR naposledy v roce 2010.

### Finanční trh – dluhopisové výnosy zpět dolů

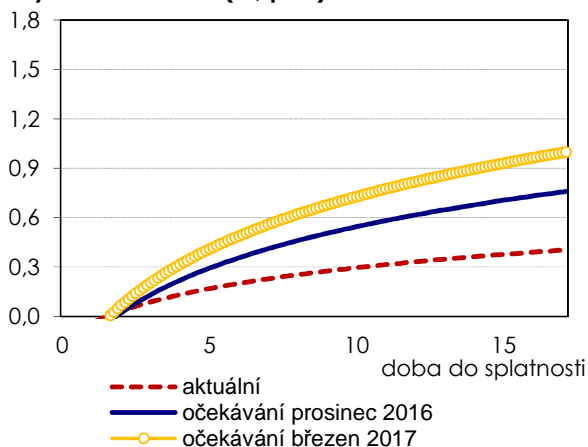
Výnosy českých vládních dluhopisů v letošním roce nedoznaly větších změn. V období po hlasování o brexitu následoval pokles výnosů německých vládních dluhopisů. To s sebou stáhlo částečně i výnosy dluhopisů ČR, nicméně především došlo k navýšení spreadu mezi českými a německými dluhopisy.

Výhled na vývoj výnosů vládních dluhopisů po referendu jsme ještě mírně snížili. Důvodem je jednak odklad očekávaného konce kurzového závazku o půl roku (viz další část) a konsistentně s tím i prodloužení období, po které bude ECB nakupovat vládní dluhopisy zemí eurozóny do své bilance. Toto chování ECB má dopad i na české dluhopisy.

Nadále očekáváme, že ve druhé polovině roku 2016 dojde k růstu inflace a dosažení inflačního cíle ČNB začátkem roku 2017. To je sice faktor podporující růst dluhopisových výnosů, ale politika ECB bude tento tlak tlumit.

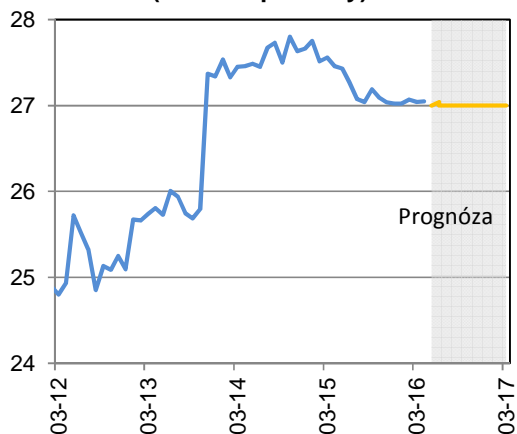
Především je otázkou, jak se budou dále vyvíjet inflační očekávání v eurozóně. Ta jsou aktuálně na nízkých úrovních poblíž 1,4 % (5-ti letý inflační swap). V tomto kontextu tak čekáme, že se výnos českého vládního dluhopisu se splatností deset let změní minimálně a koncem roku bude na úrovni 0,5 %, tedy velmi blízko současných úrovní. V horizontu 12 měsíců čekáme jeho mírné zvýšení na 0,7 %.

Výnosová křivka (% p.a.)



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### EUR/CZK (měsíční průměry)



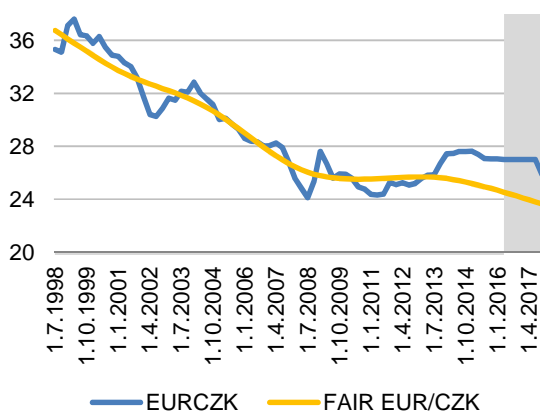
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

### Kurz koruny

	aktuální	IX-16	XII-16	VI-17
EUR/CZK	27,02	27,0	27,0	27,0
USD/CZK	24,40	24,6	25,7	27,3

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### EUR/CZK rovnovážný kurz



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

## Očekávaný vývoj české koruny

Kurz české koruny zůstává těsně přimknutý k hladině EUR/CZK 27,0. V první polovině roku ji na okamžik znervóznil pouze výsledek hlasování o brexitu. V té době koruna oslabila k úrovním lehce nad EUR/CZK 27,20, ale rychle se vracela zpět.

Samotný výsledek britského referenda posunul v čase námi očekávaný počátek konce kvantitativního uvolňování ECB do druhé poloviny roku 2017. Ačkoliv klíčovou proměnnou pro ČNB zůstává inflace, jejíž výhled se samotným brexitem nezměnil, posunuli jsme dobu, kdy očekáváme konec kurzového závazku ČNB o 6 měsíců na druhou polovinu roku 2017. Hlavním důvodem tohoto posunutí tedy není výhled na inflaci, ale odsunutí počátku konce programů kvantitativního uvolňování ECB do druhé poloviny roku 2017. Situace silně expanzivní měnové politiky ECB a záporných úrokových sazeb ECB by proces exitu z kurzového závazku mohla značně znesnadnit.

Na období konce intervenčního režimu především varujeme před zvýšenou volatilitou. Nečekáme vyhlášení nové intervenční hladiny. Větším krátkodobým pohybům nemusí ČNB bránit. Nicméně trvalejšímu posílení o více než 5 % by ČNB pravděpodobně bránila tak, aby neohrozila inflační cíl. Případná snaha spekulantů rychle uzavírat své pozice může vést naopak korunu k oslabení. Větší oslabení by pak mohlo ČNB vést k rozpouštění části devizových rezerv (intervence proti oslabení). Hlavním sledovaným cílem pro ČNB zůstává inflace. Přiložený graf ukazuje náš odhad vývoje rovnovážného kurzu (fair EUR/CZK). Nicméně na takové úrovni se pravděpodobně kurz koruny delší dobu po exitu nedostane, neboť trh stále bude ovlivněn intervencemi ČNB.

Autoři: Helena Horská, Michal Brožka, Raiffeisenbank a.s.  
 economic.research@rb.cz

**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](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](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 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 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 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 4. 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 4. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.