

Reálný HDP (mezir, změna, %)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „Ochutnávka“

- Finanční trhy se z Breferenda rychle vzpamatovaly
- Politiky ECB a Fedu se v prosinci ještě více rozejdou
- Růst úrokových sazeb ECB nepříjde před polovinou roku 2018
- Navzdory zpomalování česká ekonomika roste z pevných základů
- Závislost na automobilovém sektoru rozkmitává ekonomiku
- Firmy bojují s nedostatkem kvalifikovaných technických pracovníků
- Inflace do konce roku zrychlí nad 1 %
- Utahování trhu práce tlačí na růst mezd a podporuje inflaci
- Intenzita spekulací na posílení koruny roste
- Zvyšuje se poptávka po českých vládních dluhopisech
- Posílení koruny čekáme v druhé polovině 2017

Spotřebitelské ceny (prům., mezir, %)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	-0,9	-0,6	1,3
Maďarsko	0,0	0,3	1,8
ČR	0,3	0,6	1,7
Slovensko	-0,3	-0,5	1,1
Slovinsko	-0,8	-0,2	1,3
SE	-0,5	-0,2	1,4
Rumunsko	-0,6	-1,6	1,2
Bulharsko	-0,1	0,0	1,6
Chorvatsko	-0,5	-1,2	1,3
Srbsko	1,4	1,2	2,5
Bosna a Her,	-1,0	-0,9	1,5
Albánie	1,8	1,3	2,2
Kosovo	-0,5	0,0	1,0
JVE	-0,2	-0,9	1,5
Rusko	15,6	7,4	6,1
Ukrajina	48,7	13,3	10,7
Bělorusko	13,5	14,0	12,0
SNS	17,5	9,0	8,5
SVE	10,5	5,6	5,9
Turecko	7,7	8,0	7,6
Německo	0,1	0,7	2,7
eurozóna	0,0	0,3	1,3
USA	0,1	1,4	2,7

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Makroekonomická predikce

	2013	2014	2015	2016f	2017f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 077	4 313	4 557	4 717	4 922
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-0,5	2,7	4,6	2,5	2,7
HDP na hlavu v EUR podle PPS	21 850	22 916	24 091	24 917	25 983
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	5,0	4,6	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	-3,4	1,9
CPI, r/r % průměr	1,4	0,4	0,3	0,6	1,7
CPI, r/r %, konec období	1,4	0,1	0,1	1,5	1,9
Saldo vládních financí, % HDP	-1,2	-1,9	-0,6	-0,2	-0,2
Vládní dluh, % HDP	44,9	42,2	40,3	39,4	38,4
Obchodní bilance, mld. Kč	106,5	146,0	131,0	142,6	138,6
Běžný účet, % HDP	-0,5	0,2	0,9	2,0	1,3
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	24,4	25,6
Reposazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
3M Pribor, průměr	0,49	0,36	0,30	0,30	0,31

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Ekonomický výzkum RB

EUR/Národní měna (průměr)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	4,18	4,35	4,29
Maďarsko	310	312	309
ČR	27,3	27,0	26,9
Rumunsko	4,45	4,49	4,47
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,61	7,55	7,57
Srbsko	121	123	124
Bosna a Her,	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	138	138
Rusko	68,0	74,7	65,5
Ukrajina	24,3	28,8	30,8
Bělorusko	1,77	2,25	2,40
Turecko	3,02	3,27	3,23
USA	1,11	1,11	1,05

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	aktuální	XII-16	III-17	IX-17
Polsko	1,62	1,65	1,65	1,85
Maďarsko	0,90	0,85	0,80	0,80
ČR	0,29	0,30	0,30	0,30
Chorvatsko	0,63	0,89	0,90	0,90
Rumunsko	0,64	0,70	0,85	1,15
Rusko	10,10	10,80	10,10	9,10
Turecko	8,80	9,80	9,20	8,00
eurozóna	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30
USA	0,88	1,15	1,15	1,40

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	XII-16	III-17	IX-17
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,75
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusko	10,00	10,00	9,50	8,50
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	0,50	0,75	0,75	1,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – politiky ECB a Fed se opět rozejdou

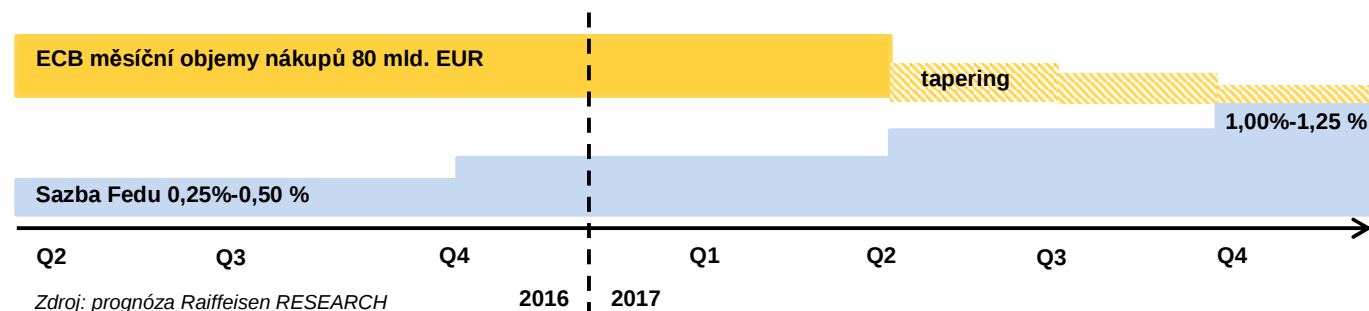
Uklidnění na finančních trzích přišlo po britském referendu relativně rychle. Evropské i americké akciové trhy brzy smazaly ztráty, které utržily bezprostředně po výsledku britského referenda. Volatilita na britské libře se znatelně snížila, měkké indikátory se po propadu obrátily vzhůru a tvrdá data prozatím neukazují na strmý pád britské ekonomiky do hospodářské recese v tomto nebo příštím roce.

Britská premiérka T. May plánuje spustit oficiální proces vystoupení z Evropské unie koncem března 2017 a její postoj ve vyjednáváních bude tvrdý. T. May nehodlá brát ohled nebo poskytnout nějaké úlevy ani londýnské City – teprně britského hospodářství a světového finančnictví. Ani její protistrana, zejména pak Francie, nebude dle vyjádření jednat v rukavičkách. První pololetí příštího roku se tak bude točit kolem počátečních vyjednávání o brexitu. Nejistota spojená s prvotními výsledky jednání bude pravděpodobně zvyšovat volatilitu na finančních trzích spolu s indikátory rizika. Oslabování libry proto zřejmě ještě není u konce, ale EUR/GBP pravděpodobně dle kolegů v RBI neprolomí paritu.

Přestože vyjednávání s Británií započnou až v příštím roce, nebude do konce letošního roku nouze o události, které finanční trhy budou muset vstřebat. V listopadu upoutají pozornost trhů zejména americké prezidentské volby (8. 11. 2016). Podle posledních průzkumů získala kandidátka H. Clintonová v posledních týdnech solidní náskok před kandidátem D. Trumpem. Klíčem k vítězství celých voleb bude vítězství kandidátů v tzv. swing states (např. Florida) - tedy státech, kde v minulosti zvítězili jak demokraté, tak republikáni.

Prosinec bude měsícem, kdy se pravděpodobně opět rozejdou měnové politiky Fedu a ECB.

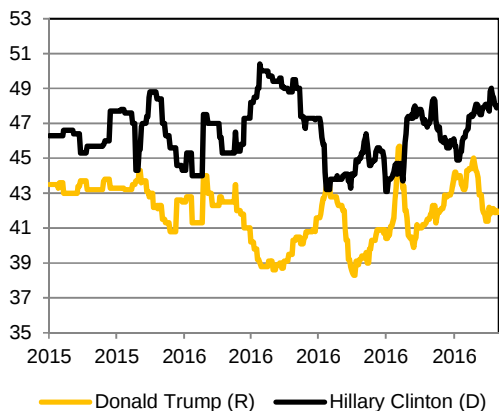
RaiffeisenBank International (RBI) se domnívá, že americká centrální banka v prosinci zvýší úrokové sazby o 0,25pb do pásma 0,25 % až 0,50 %. Poslední vývoj dat z americké ekonomiky mluví ve prospěch utahení měnové politiky Fedu - nezaměstnanost je na úrovni přirozené míry, inflace v říjnu zrychlila na 1,5 % a do konce roku by měla každý měsíc vzrůst o 0,25 pb. Peněžní trh z velké části již počítá se zvýšením úrokových sazeb Fedu. Implikovaná pravděpodobnost počítaná pomocí Fed funds futures činí 71 %, což je jen nepatrně níž, než kolik činila implikovaná pravděpodobnost v loňském prosinci, kdy Fed poprvé po devíti letech zvedl úrokové sazby. Zvýšení úrokových sazeb Fedu by mělo podpořit dolar a vést k růstu amerických dluhopisových výnosů.



Zdroj: prognóza Raiffeisen RESEARCH

Pozn.: tapering = postupné snižování objemů měsíčních nákupů

H. Clintonová vede v průzkumech



Zdroj: Real Clear Politics, Bloomberg, Oct 18 2016.

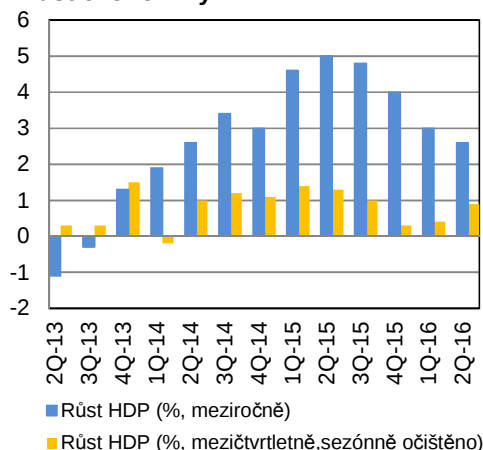
Naopak evropský protějšek Evropská centrální banka (ECB) v prosinci pravděpodobně oznámí prodloužení programu kvantitativního uvolňování (QE) za březen 2017 ve stávajících objemech nákupů aktiv ve výši 80 mld. EUR měsíčně. Podle prognózy RBI začne ECB od poloviny roku 2017 s postupným snižováním objemů měsíčních nákupů (tzv. tapering). Po ukončení QE programu ECB pravděpodobně nějakou dobu vyčká, než začne zvyšovat úrokové sazby. S růstem úrokových sazeb ECB počítáme proto od poloviny roku 2018. Depozitní sazba ECB by se měla dostat na nulu koncem roku 2018.

Vliv amerických prezidentských voleb na finanční trhy

	H. Clintonová	D. Trump
obchodní politika	pokračování v politice B. Obamy	více protekcionistická zahraniční politika (zavedení dovozních cel, zrušení smluv NAFTA a TTP) silná protiimigrační politika (negativní dopad na mexické a čínské trhy)
finanční sektor	ponechání Dodd-Frank aktu regulujícího finanční sektor případné rozšíření regulací mimo bankovní sektor (např. na hedgové fondy)	téměř úplné zrušení Dodd-Frank aktu
farmaceutický sektor	vyšší slevy v Medicare, vyšší investice do výzkumu	zrušení Obamacare
domácnosti	oba kandidáti kritizují vysoké ceny léků, Trump méně otevřeně	
technologie	oba kandidáti jsou nakloněni větším úlevám nízkopříjmovým skupinám (např. zvýšení minimální mzdy). Pozitivní a negativní efekty navrhovaných změn Clintonové i Trumpa jsou téměř vyrovnané H. Clintonová je víc nakloněná technologiím (např. rychlé zavedení 5G sítě, podpora techn. start-upů, IT tréninky ve školách)	
celkem	H. Clintonová je pro finanční trhy víc čitelná. Její výhra by měla na finanční trhy omezený krátkodobý dopad.	Pro finanční trhy představuje D. Trump větší nejistotu. Akciové trhy by na jeho vítězství pravděpodobně reagovaly negativněji nežli v případě výhry Clintonové. Mexické peso by zřejmě opět oslabilo. Ve střednědobém horizontu by víc protekcionistická obchodní politika mohla vést k rychlému růstu dovozních cen a následně prudkému růstu inflace. Fed by na přehřívání americké ekonomiky pravděpodobně reagoval rychlejším zvyšováním úrokových sazeb. Dluhopisové výnosy by v reakci na růst úrokových sazeb prudce rostly a dolar by citelně posiloval.

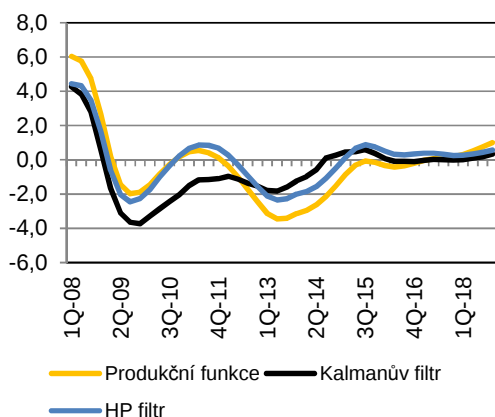
Zdroj: analýza Raiffeisen RESEARCH

Růst ekonomiky



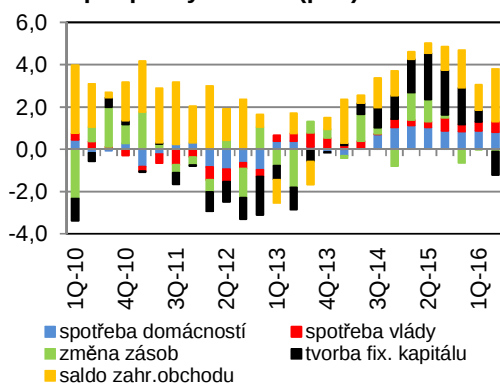
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Mezera výstupu



Zdroj: prognóza ČNB

HDP příspěvky k růstu (p.b.)



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank a.s.

Ekonomika na dosah svého potenciálu

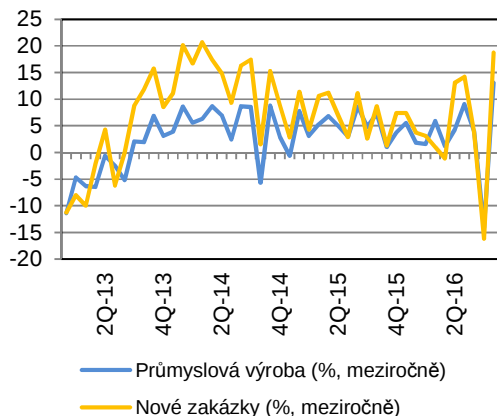
Loňský rok byl pro českou ekonomiku výjimečný a vesměs reflektoval příznivou shodu několika prorůstových faktorů, kde největší roli sehrálo urychlené čerpání finančních prostředků z Evropských fondů. Jelikož překlápění z jednoho programovacího období EU do druhého určitou dobu trvá, počítalo se v letošním roce s poklesem veřejných investic a tudíž i se zpomalením růstu české ekonomiky. V prvním pololetí se ale české ekonomice dařilo lépe, než se čekalo, a **proto jsme zvýšili náš odhad růstu HDP o 0,2 procentního bodu**. V letošním roce by česká ekonomika měla vzrůst o 2,5 % meziročně a v příštím roce zrychlit své tempo růstu na 2,7 %.

Zatímco loni byly klíčem k růstu české ekonomiky veřejné investice, letos ji potáhnou zejména domácnosti, jejichž spotřeba stabilně roste. Pokles investic byl zřetelný již ve druhém čtvrtletí, kdy tvorba hrubého fixního kapitálu poprvé od roku 2013 negativně přispěla k růstu HDP (-1,2pb.). Regionální sousedé se letos také potýkají se sníženou investiční aktivitou ze strany vlády (vliv EU fondů). Co do růstu HDP předběhnou letos českou ekonomiku Polsko a Slovensko. Naopak Německo, eurozóna i americká ekonomika porostou letos tempem pod 2 %. Tempo růstu světové ekonomiky zřejmě zpomalí k 3 % vlivem nových globálních rizik (např. brexit).

Navzdory zpomalení zůstává česká ekonomika ve velmi solidní kondici. Česká ekonomika se nachází téměř na svém potenciálu a jeho překročení bude působit proinflačně. Důvěra v ekonomiku (spotřebitelská i podnikatelská) je vysoká, zaměstnanost rekordní a příjmová stránka českých domácností se znatelně zlepšuje. Letos by tempo růstu průměrné nominální mzdy mělo překročit 4 %, a to nejen díky samotné prosperitě české ekonomiky, ale i snahám odborů a rozhodnutím vlády zvýšit minimální mzdu a mzdy ve veřejné sféře. Ultra-expanzivní měnová politika s rekordně nízkými sazbami a uměle oslabenou korunou přispívá ke zrychlování růstu úvěrové aktivity domácností a nefinančních podniků. Průmysl, jakožto hnací motor české ekonomiky, je po letošním „letním zakopnutí“ zpátky na vzestupném trendu. Díky silné exportní výkonnosti české ekonomiky a růstu zahraničních zakázek se daří také zahraničnímu obchodu.

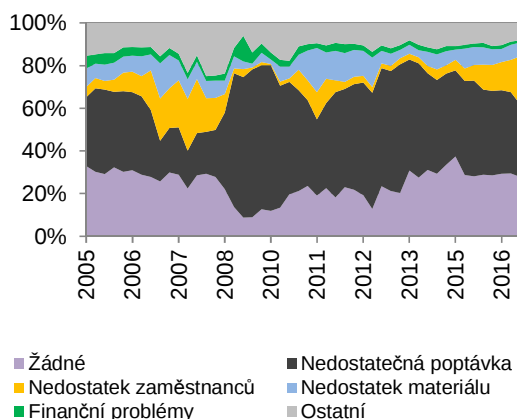
Kombinace těchto pozitivních ekonomických faktorů pomáhá zvyšovat atraktivitu české ekonomiky pro zahraniční investory. Nicméně ti se soustředí více nato, kdy Česká národní banka (ČNB) opustí kurzový závazek. Spekulace ohledně načasování tzv. CZKExitu (opuštění kurzového závazku ČNB) vytváří tlaky na kurzový závazek, v důsledku čehož ČNB musela v druhé polovině roku masivněji intervenovat. Snižují se také EUR/CZK forwardové body, čímž se zajištění na několik měsíců dopředu stává pro investory čím dál dražším. Načasování samotného CZKExitu bude záviset nejen na inflačním výhledu doma a v eurozóně, ale také na politice Evropské centrální banky.

Průmyslová výroba a zakázky



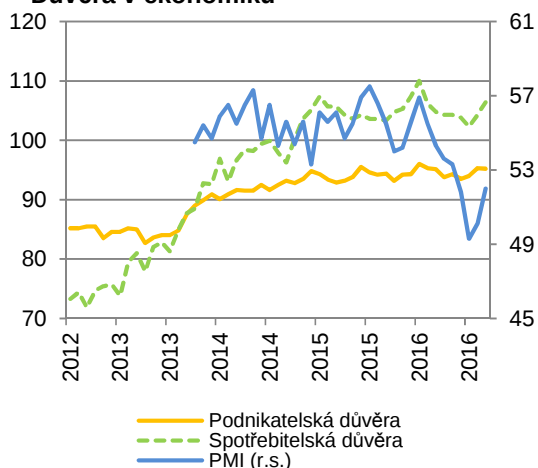
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank a.s.

Důvěra v ekonomiku



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Léto potvrdilo silnou závislost průmyslu na automobilkách

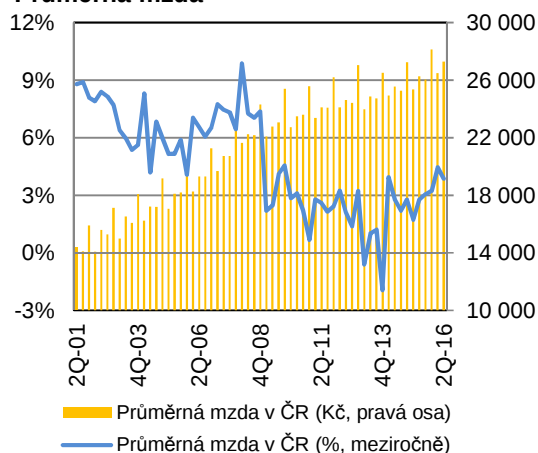
„Tradičním tahounem českého průmyslu zůstává výroba automobilů.“ Tato věta nebo její parafráze jsou velmi často zmiňované v komentářích o vývoji českého průmyslu. Význam automobilového průmyslu ještě více narůstá. Největšímu českému výrobci automobilů totiž daří lámat rekordy v prodeji a meziročně navyšovat prodej některých modelů například i o 100 %. Jenomže silná závislost českého průmyslu na výkonnosti automobilového sektoru má i svou stinnou stránku. Celozávodní dovolené ve velkých automobilkách jsou jevem, který tradičně v létě utlumuje celkovou průmyslovou produkci. V tomto období nejen velké závody ale i s nimi provázaní subdodavatelé adekvátně upravují svou produkci. Letos se k tomuto každoročnímu fenoménu přidala ještě nepřítel kalendáře, která červenec ochudila o 3 pracovní dny. Výsledkem byl prudký pokles průmyslové produkce v červenci o 14,1 % meziročně a o 9,7 % meziměsíčně tažený zejména propadem produkce v odvětví s motorovými vozidly (-34 % r/r). Nicméně v srpnu následovala velmi rychlá korekce průmyslové výroby (+13,1 % r/r a 12,1 % m/m), ke které téměř ze dvou třetin přispěla výroba motorových vozidel, přívěsů a návěsů. Domníváme se, že červencový prudký propad průmyslové výroby byl jenom jednorázový výkyv.

Technické odstávky v petrochemickém průmyslu, které letos nedovolují průmyslu šlapat naplno, by měly do konce letošního roku postupně končit. Jak naznačuje předstihový PMI indikátor, průmysl by v nadcházejících měsících měl dál růst podpořen obnoveným růstem nových zakázek (v srpnu nárůst zakázek 18,7 % r/r). Pro letošní rok očekáváme meziroční tempo růstu průmyslu 3,3 % a v příštím roce mírné zrychlení na 3,5 %.

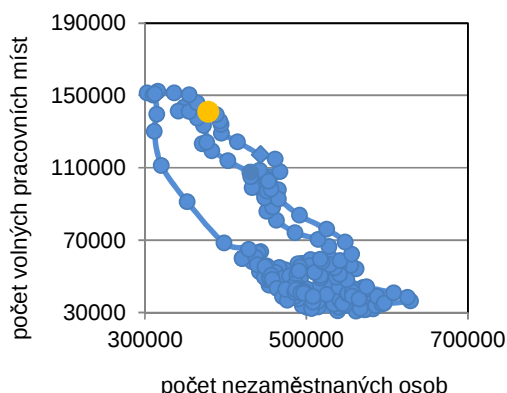
Počet nových zaměstnanců v průmyslu v srpnu vzrostl meziročně o 2,6 %. Průměrná hrubá měsíční nominální mzda vzrostla oproti loňskému srpnu o silných 6,9 %. Kvůli utaženým podmínkám na místním trhu práce čím dál víc podniků hlásí nedostatek domácí kvalifikované pracovní síly. To jednak podniky limituje v plánech na rozšiřování produkce a také to vede ke zvýšené poptávce po pracovnících ze zahraničí.

Využití průmyslových kapacit ve zpracovatelském průmyslu se v říjnu zvýšilo na 84,7 % oproti červencové hodnotě 84,4 %. V loňském roce bylo využití kapacit v průměru nepatrně vyšší (84,9 %). Pro připomenutí: využití kapacit před finanční krizí se pohybovalo nad 90 %.

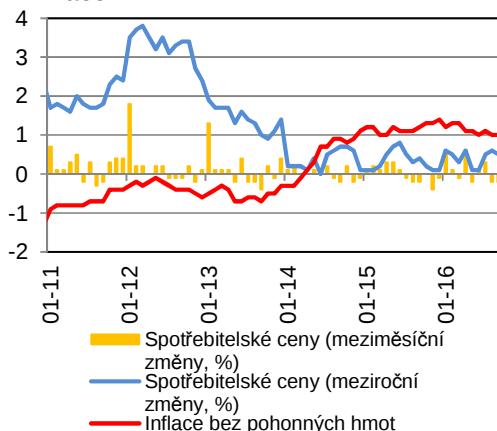
Stavebnictví zažilo v loňském roce nejrychlejší růst produkce od roku 2004 (5,4 % r/r), čemuž z velké části vděčí urychlenému čerpání evropských peněz z končícího EU programu. Překlápění mezi dvěma programovacími obdobími spolu s novelou zákona EIA (Vyhodnocení vlivů na životní prostředí) znesnadňují stavebním firmám práci, což se projevuje také ve zhoršeném sentimentu ve stavebnictví. Největší bariérou růstu stavební produkce je dlouhodobě nedostatečná poptávka. Letos čekáme pokles stavební produkce o 1,6 % meziročně. V příštím roce očekáváme zvýšení stavební produkce o 3,0 % meziročně.

Průměrná mzda

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Beveridgeova křivka v ČR

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Inflace

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Trh práce jede na maximum

Optimisticky vyznívá také statistika z českých úřadů práce. Od února 2014, kdy nezaměstnanost dosáhla 8,6 %, podíl nezaměstnaných na populaci klesá. Přes letní měsíce nezaměstnanost mírně vzrostla oproti červnu, kdy byla na své nejnižší hodnotě 5,2 % od června 2008. Na tuto hodnotu se vrátila zpět v září. Očekáváme, že s ohledem na sezónní vlivy by podíl nezaměstnaných měl ke konci roku mírně vzrůst.

Také co do počtu volných pracovních míst si vede český pracovní trh víc než dobře. Se současnými 141 tisíci volných pracovních míst chybí k překonání maxima z června 2008 jenom 10 tisíc míst. Protože velmi dobré výsledky dlouhodobě vykazují jak průmysl, tak i maloobchod, předpokládáme, že by počet volných míst mohl i nadále stoupat.

Také v evropském srovnání si Česká republika vede velice dobře, pravidelně totiž spolu s Německem a Maltou obsazuje přední místa v nejnižší míře nezaměstnanosti. V srpnu obhájila pomyslnou zlatou medaili, kdy podle statistiky Eurostatu byla míra nezaměstnanosti v ČR 3,9 %, což je o 4,7 procentního bodu méně, než je průměr EU28.

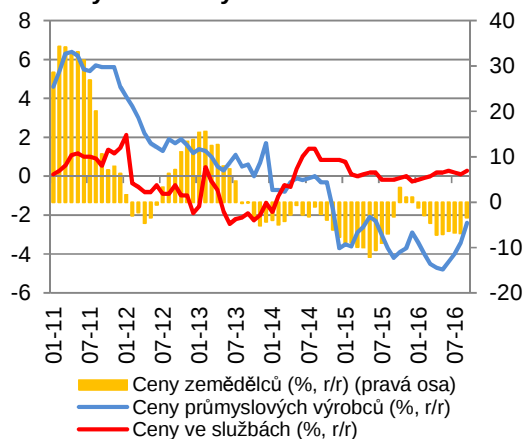
Při tak dobrých výsledcích trhu práce je pro firmy čím dál obtížnější najít vhodného kandidáta na volnou pozici. Poslední statistika ukazuje, že na jedno volné pracovní místo tak připadají v průměru méně než 3 uchazeči. Podle posledního konjunkturálního průzkumu Českého statistického úřadu vidí až 22 % výrobců jako bariéru růstu své firmy nedostatečnou nabídku kvalifikovaných kandidátů na trhu práce. Z toho vyplývá, že tlaky na zvyšování mezd jsou značné. Nominální mzda ve druhém čtvrtletí tohoto roku vzrostla meziročně o 3,9 %, což odpovídá reálnému nárůstu 3,7%. Nejvíce mzda rostla v podnikatelské sféře, především z důvodu kombinace vzrůstající poptávky a slabší nabídky na trhu práce. Celkově očekáváme, že nominální mzdy tento rok porostou o 4,2 % r/r.

Inflace se odlepjuje od nuly, inflační očekávání rostou

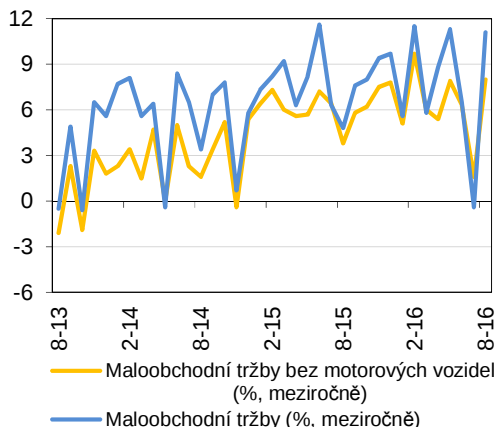
V druhé polovině roku se inflace v ČR, eurozóně i USA začíná vzdalovat od nuly. Souběžně s růstem inflace se zvyšují také inflační očekávání investorů v Evropě i USA. Inflační swapy nyní započítávají průměrnou míru inflace v eurozóně za 5 let na dalších 5 let na 1,4 % a v USA na 2,1 %. Ještě před měsícem byly eurové i dolarové swapy přibližně o 10bp niž.

V září zpomalilo meziroční tempo růstu spotřebitelských cen v ČR na 0,5 % z předchozího tempa 0,6 %. V eurozóně se inflace v září pohybovala o desetinku níž a naopak v USA zrychlila na 1,5 %.

Prudce klesající srovnávací základna z loňského roku a pokračující růst české ekonomiky by měly zaručit, že inflace v ČR bude v druhém pololetí zrychlovat. Naše základní prognóza počítá s růstem ceny ropy Brent k 60 USD/barel do konce příštího roku. Meziročně vyšší ceny energií, utahování na trhu práce, vysoká zaměstnanost a s tím spojený další růst mezd – to vše tlačí spotřebitelské ceny nahoru. Ke konci letošního roku by se meziroční míra inflace měla vyšplhat přes 1 %. Růst cen ropy na přelomu září a října by mohl popohnat inflaci nahoru ještě o něco rychleji. V příštím roce by se meziroční

Průmyslové ceny

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Maloobchod

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

tempo růstu spotřebitelských cen mělo držet velmi blízko inflačního cíle ČNB. Dopad poklesu cen energií, který loni vyvolal v eurozóně deflaci, by v těchto měsících měl již úplně vyprchat. Navzdory tomu se inflace v eurozóně ani v příštím roce nedostane na inflační cíl Evropské centrální banky a pravděpodobně se bude pohybovat v rozmezí 1,0 % až 1,5 %.

Struktura inflace: V září se prohloubil meziroční pokles cen potravin a nealkoholických nápojů. Naopak na zvyšování cenové hladiny působily meziročně vyšší ceny alkoholu, tabáku a bydlení. Ceny energií, které loni stahovaly spotřebitelské ceny dolů, by v dalších měsících měly přispívat k růstu inflace. Potraviny, které jsou celkem volatlní složkou spotřebitelského koše, budou spíše pozitivně než negativně ovlivňovat inflaci. Korigovaná inflace bez pohonných hmot (očištěná také o ceny potravin, změny nepřímých daní či regulované ceny) se zatím dostává přes 1 % jen pomalu.

To, že ceny komodit začínají pozitivně přispívat k růstu spotřebitelských cen, dokládá také vývoj průmyslových cen. Ceny českých průmyslových výrobců v září vzrostly o 0,3 % m/m tažené zejména růstem cen v oddílu koksu a ropných produktů. Meziroční tempo poklesu průmyslových cen se v září zmírnilo na -2,4 % z předchozí úrovně -3,4 %. Vzhledem k námi předpokládanému vývoji cen ropy by průmyslové ceny v meziročním vyjádření měly od začátku příštího roku začít růst.

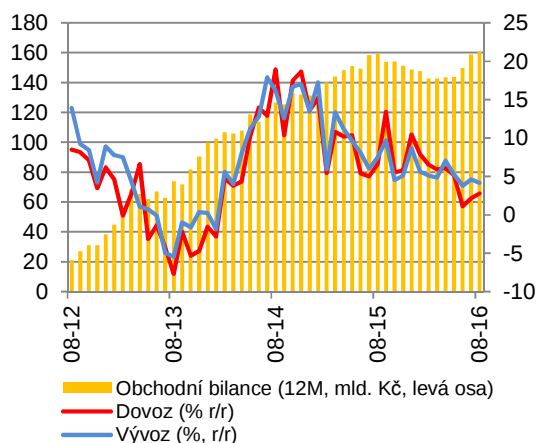
Tahounem maloobchodních tržeb je internetový prodej

Ve třetím čtvrtletí se také dařilo maloobchodníkům. Tržby z maloobchodu si v průměru udržely své solidní tempo růstu z první poloviny roku, ve které vzrostly v průměru o 6,7 %. V červenci tempo růstu sice zpomalilo na 1,6 % meziročně, což bylo způsobeno jak nižším počtem pracovních dní, tak větším čerpáním dovolených. V srpnu tržby naopak vzrostly o 8 % meziročně.

Tržby z prodeje motorových vozidel byly ještě volatlnější poté, co v červenci meziročně klesly o -4,8 % a v srpnu zaznamenaly opět nárůst o 18,8 %. Nejlépe se daří internetovým obchodům, jejichž tržby dlouhodobě vykazují dvouciferná tempa růstu. V červenci vzrostly o téměř 20% r/r a v srpnu o více než 31 % r/r. Přes léto se také dařilo obchodníkům v oblasti rekreací a kultury, jejichž tržby vzrostly meziročně během prázdninových měsíců v průměru o 10 %.

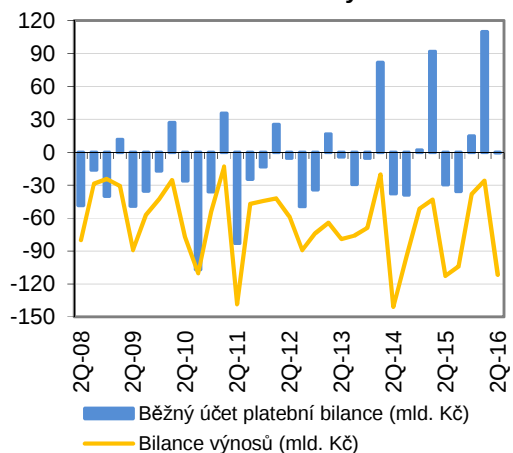
Dobrý výsledek maloobchodu také očekáváme i v druhé polovině roku a to hned z několika důvodů. Za prvé domácnosti mají stále vysokou důvěru v českou ekonomiku, která v září byla nejvyšší za posledních devět měsíců a velmi těsně pod historickým maximem. Spotřebitelé zejména oceňují situaci na pracovním trhu, obavy ze zvýšení nezaměstnanosti se snížily. Trh práce vykazuje historicky nejvyšší míru zaměstnanosti, která podle našich odhadů vzroste v roce 2016 o 0,9 % meziročně a bude růst i v příštím roce, i když pomalejším tempem. Spotřeba je dále podpořena reálným růstem mezd a jenom mírně rostoucími spotřebitelskými cenami, stejně jako stabilní korunou. Celkově očekáváme v roce 2016 průměrný meziroční růst maloobchodních tržeb o 4,4 %. Příští rok by pak tržby měly růst o něco pomaleji, v průměru o 3,5 % r/r.

Zahraníční obchod



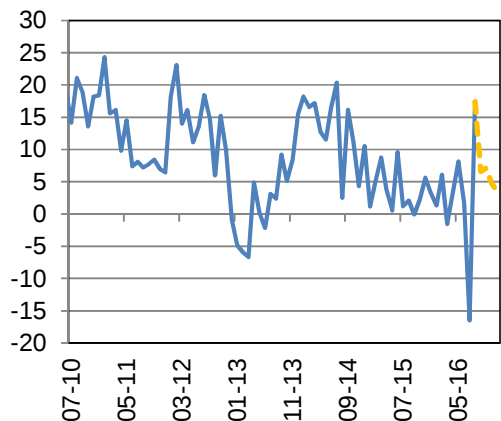
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Index exportu



Zdroj: Asociace exportérů, Raiffeisenbank a.s.

Rekordní přebytky zahraničního obchodu

Velice dobře si v statistice české ekonomiky vede i zahraniční obchod, který od začátku roku 2016 nepřetržitě vykazuje přebytky. V období od ledna do září činil přebytek zahraničního obchodu podle národního pojetí 146 mld. Kč, což je o 55 mld. více než za srovnatelné období v roce 2015. Zatím nejmenší pozitivní saldo vykázal zahraniční obchod v červenci a to 0,6 mld. Kč. Naopak v srpnu si zahraniční obchod meziročně polepšil o téměř 15,5 mld. Kč, když skončil s přebytkem 13,7 mld. Kč.

Český vývoz tak jasně dominuje dovozu ze zahraničí, přičemž je i nadále podporován stabilní a relativně slabou českou měnou. Naopak brzdou vývozu je celkem rychlý růst tuzemských reálných mezd. V průměru v období od ledna do srpna vzrostl vývoz meziročně o 2,4 %, přičemž největší propad (o -16,7 %) jsme zaznamenali v červenci. Nešlo ale o nic jiného než výjimku z řady. To dokazují i čísla ze srpna, kdy vývoz opětovně vzrostl meziročně o 17,5 %. A další růst vývozu očekáváme i v závěru roku. Podle předstihového ukazatele Indexu exportu, který tým Raiffeisenbank sestavuje společně s Asociací exportérů, by však mělo tempo růstu českého vývozu v příštích měsících pohybovat v jednotkách procent. Průměrný roční růst exportu odhadujeme tento rok na 6 %.

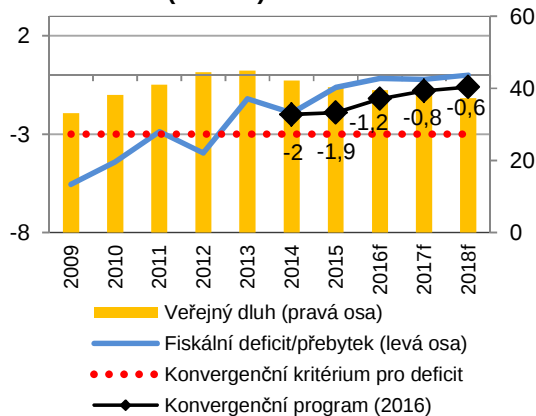
Největší propad v letních měsících (červen až srpen) zaznamenal vývoz na Slovensko, který meziročně klesl o víc než 10 %. Naopak u vývozu do Velké Británie po Breferendu jsme oproti srovnatelnému období loňského roku nezaznamenali žádnou změnu. Vývoz do Německa pak vzrostl ve stejném období o 1,2 %. Na českém vývozu se nejvíce podílí stroje a dopravní prostředky, které tvoří přes 50 % celkového vývozu.

Naopak **běžný účet platební bilance** vykazuje od června do srpna tohoto roku negativní saldo v kumulované výši 34,5 mld. Kč. To je způsobeno především standardním odlivem dividend v celkové výši téměř 100 mld. Kč. Po skončení hlavní dividendové sezóny očekáváme návrat bilance běžného účtu do kladných čísel. Výhledově na tento rok by měla platební bilance skončit s přebytkem v rekordní výši 92 mld. Kč.

Veřejné finance – vyrovnaný rozpočet na dosah

Hospodaření vládních institucí se v letošním roce dál zlepšuje. V druhém čtvrtletí byl dosažen přebytek sektoru vládních institucí ve výši 1,83 % HDP, což je v meziročním srovnání zlepšení téměř o jeden procentní bod. Dosavadní hospodaření státu dává šanci na dosažení vyrovnaného rozpočtu. Ovšem rozhodující bude poslední čtvrtletí, kdy vládní výdaje cyklicky rostou. Podle našich odhadů skončí letos rozpočet vlády v nepatrném deficitu ve výši 8 miliard korun (cca -0,2 % HDP), což je zlepšení přibližně o 20 mld. Kč oproti loňskému roku. Kvůli nadcházejícím parlamentním volbám jsou šance na dosažení vyrovnaného rozpočtu nebo přebytku vlády v příštím roce nižší než letos.

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: MFČR, Raiffeisenbank a.s.

Sazby peněžního trhu ČR (ask)

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

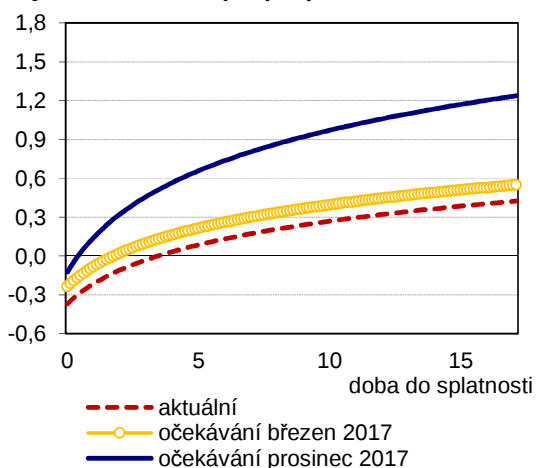
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	XII-16	III-17	IX-17
2 roky	-0,89	-0,50	-0,30	-0,60
5 let	-0,10	-0,30	-0,10	-0,40
10 let	0,40	0,30	0,50	0,40
15 let	0,67	0,70	0,90	1,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosová křivka (% p.a.)



Zdroj: Raiffeisenbank a.s.

Podíl dluhu vládních institucí na hrubém domácím produktu klesl ve druhém čtvrtletí na 39,76 % oproti 40,41 % v prvním čtvrtletí. Veřejný dluh vzrostl v roce 2015 na 1836 miliard korun a letos počítáme s jeho dalším navýšením na 1861 miliard Kč. Nicméně v podílu na HDP to znamená snížení míry zadlužení na 39,4 % HDP, což je nejnižší od roku 2010. V příštím roce by míra zadlužení mohla klesnout pod 39 %.

Roste apetit po českých dluhopisech

Český dluhopisový trh zůstává i nadále významně podporovaný. Výnosy českých vládních dluhopisů se splatností 10 let v průběhu třetího čtvrtletí mírně klesly, ale v průběhu října s růstem evropských protějšků vzrostly zpět k 0,4 %. Spread tohoto instrumentu nad německým benchmarkem se zúžil na 40bp. Významnější pohyby ovšem zaznamenaly výnosy dluhopisů s kratšími splatnostmi. Výnos CZGB2Y klesl na -0,8 % a na okamžik se nacházel níž než švýcarský protějšek. Důvodem takového poklesu je rostoucí poptávka zahraničních investorů po aktivech denominovaných v korunách. Za poslední rok vzrostl objem držby českých vládních dluhopisů nerezidenty na cca 370 mld. Kč. Za jeden rok je to nárůst o 50 %. Před začátkem intervencí činil tento objem méně než 170 mld. Kč. Očekávání konce intervencí a výhodné úrovně tzv. cross currency swapů zřejmě budou udržovat vysoký apetit po českých vládních dluhopisech až do doby uvolnění kurzového závazku ČNB. Vývoj na dluhopisovém trhu je velmi příznivý z hlediska hospodaření ministerstva financí, které záporných výnosů využívá k navýšení emisí korunových dluhopisů. RBI očekává, že Evropská centrální banka prodlouží program nákupu vládních dluhopisů do druhé poloviny roku 2017. Tento výhled vedl ke sníženému výhledu na výnosy vládních dluhopisů v eurozóně. Pokles tohoto výhledu vedl i ke snížení výhledu na výnosy českých vládních dluhopisů. V průběhu roku 2017 očekáváme jejich velmi pomalý růst s tím, jak se bude zvyšovat inflace. Uvolnění kurzového závazku ČNB pak pravděpodobně povede na českém dluhopisovém trhu k výrazným pohybům a ve výsledku k posunům dluhopisových výnosů vzhůru.

Měnová politika a vývoj české koruny

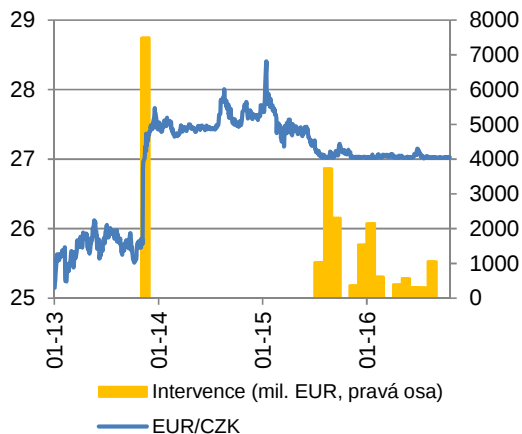
Kurz české koruny zůstává těsně přimknutý k hladině EUR/CZK 27,0. Zvýšené spekulace na posílení české koruny a zajišťovací operace vedou k posilování koruny na forwardovém trhu. 12-ti měsíční forwardový kurz EUR/CZK se dostal až k 26,60. Spekulace byly nejspíše přizívány komunikací ČNB, ale do určité míry souvisí i s operacemi před blížícím se koncem roku (platby do resolučního fondu). Začátkem roku by tlak na forwardovém trhu mohl polevit, nicméně je zjevné, že finanční trh i podniky stále více věří tomu, že kurzový závazek ČNB bude v příštím roce skutečně opuštěn. ČNB nyní uvádí, že neopustí současný režim kontroly kurzu do druhého čtvrtletí roku 2017. Jako nejpravděpodobnější datum ukončení závazku uvádí i nadále polovinu roku 2017.

Kurz koruny

	aktuální	XII-16	III-17	IX-17
EUR/CZK	27,03	27,0	27,0	27,0
USD/CZK	24,57	25,0	25,2	25,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK a ČNB intervence



Zdroj: ČNB, Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

ČNB tak nadále pokračuje v provádění devizových intervencí, jak ukazuje přiložený graf. Objem devizových rezerv vystoupal přes 70 mld. EUR, což odpovídá více než 40 % HDP. Samotný vývoj devizových rezerv prozatím není důvodem, proč kurzový závazek rychle ukončovat. Pro srovnání švýcarská centrální banka v době opouštění intervenčního režimu měla devizové rezervy v objemu přes 80 % HDP.

My i nadále čekáme konec kurzového závazku ve druhé polovině roku 2017, nejpravděpodobněji v listopadu. Hlavními proměnnými v otázce načasování bude inflace a ECB. Od ECB čekáme začátek konce kvantitativního uvolňování právě ve druhé polovině roku. Inflace v ČR má šanci dosáhnout 2 % už v první polovině roku, ale klíčový bude delší výhled.

Na období konce intervenčního režimu varujeme především před zvýšenou volatilitou kurzu. Guvernér Rusnok uvedl, že pohyby kurzu kolem 10 % by nás neměly vzrušovat. Je ale pravděpodobné, že trvalejšímu posílení o více než 4 % by ČNB pravděpodobně bránila tak, aby neohrozila inflační cíl. Snaha spekulantů rychle uzavírat své dlouhé pozice v koruně (viz odstavec o vládních dluhopisech) může vést naopak korunu k oslabení. Oslabení koruny by pak mohlo ČNB vést k rozpouštění části devizových rezerv (intervence proti oslabení). Výsledkem turbulentního vývoje české koruny by pak mělo být posílení dle naší prognózy v řádu 3-5 %. Významným rizikem před a v průběhu opouštění kurzového závazku je zavedení selektivní záporné úrokové sazby na vklady bank na účty centrální banky.

Autoři: Michal Brožka, Daniela Milučká, Monika Junicke

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

Firmy: Václav Štětina

Firmy: region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Praha: Robert Chudoba

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

Projektové financování

Tomáš Gürtler

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Soumar Radek

Renata Dlesková

Strukturované financování

Karel Vlasák

Martin Matoušek

Private Banking

Jan Remr

Richard Tykal

Roman Randák

Lenka Gvuzdová

Petr Mašek

Marko Stojanić

Alexandra Hřebíková

Alexandr Sarnavský

Petr Nimeřický

Jakub Hlaváček

Pavel Ráž

Jakub Šoltys

David Žák

Ivan Džaja

Ivana Jakubcová

Tomáš Crhák

Vít Richterek

Radovan Křen

Petr Váně

Ivo Stavěl

Alexandra Dujičková

Roman Boháček

Roman Zvára

Treasury – Trading

Milan Fischer

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Tomáš Kreml

Ivo Prokop

Treasury - Sales

Pavel Křivonožka

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Pavel Křištof

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Pavel Bors

Ondřej Chládek

Slavomír Koval'

Michal Brožka

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák

Petra Drncová

Kateřina Kárníková

Jana Šebestíková

59 61 28 868

59 69 66 432

58 52 06 931

23 44 01 577

23 44 01 738

23 44 01 565

23 44 01 145

23 44 01 316

23 44 01 144

23 44 05 509

23 44 01 821

23 44 01 274

23 44 01 826

23 44 05 995

23 44 01 195

23 44 01 830

23 44 05 510

23 44 05 907

23 44 05 502

23 44 01 346

23 44 05 351

23 44 01 130

23 44 01 885

23 44 05 357

23 44 01 775

23 44 01 498

23 44 01 481

23 44 01 461

23 44 05 656

23 44 01 802

Kateřina Škutová	23 44 01 877	Corporate Finance	
Adam Zilvar	23 44 05 253	Marek Tichý	23 44 01 953
Treasury – Equities		Jakub Hamr	23 44 01 868
Richard Skácel	23 44 01 827	Pavel Plánička	23 44 01 255
Eva Polánová	23 44 01 803	Jana Kůrečková	23 44 01 822
Jakub Veselský	23 44 01 819	Ekonomický výzkum	
Jakub Schermer	23 44 01 838	Helena Horská	23 44 01 413
Factoring		Daniela Milučká	23 44 05 685
Petr Bútora	23 44 01 925	Monika Junicke	23 44 01 070
Tomáš Filípek	23 44 01 946	Lenka Kalivodová	
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		

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 18. října 2016, 10:00h.

Publikace byla vydána 31. října 2016.

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

Raiffeisenbank a.s. v souladu s právními předpisy, zejména Vyhláškou č. 114/2006 Sb., o povité prezentaci investičních doporučení („Vyhláška“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována 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 nebo 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 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. Případné 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 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 Lichtenštejského knížectví:

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22.prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povité předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22.prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povité předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.