

Reálný HDP (mezir. změna, %)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům.,mezir. %)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	-0,9	0,0	1,7
Maďarsko	0,0	0,9	2,8
ČR	0,3	0,7	1,7
Slovensko	-0,3	-0,1	2,2
Slovinsko	-0,5	0,2	0,9
SE	-0,5	0,3	1,9
Rumunsko	-0,6	-0,5	2,7
Bulharsko	-0,1	0,8	2,0
Chorvatsko	-0,5	0,0	1,5
Srbsko	1,4	2,1	2,5
Bosna a Her.	-1,0	0,5	1,5
Albánie	1,8	1,8	2,2
Kosovo	-0,5	1,0	2,0
JVE	-0,2	0,2	2,3
Rusko	15,6	8,4	7,9
Ukrajina	48,7	14,1	12,9
Bělorusko	13,5	16,0	16,0
SNS	17,5	9,0	8,5
SVE	10,5	5,6	5,9
Turecko	7,7	8,3	7,9
Německo	0,1	0,7	2,7
eurozóna	0,0	0,7	1,5
USA	0,1	1,4	2,7

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Pokles cen ropy se zastavil
- Fed vyčkává s růstem sazeb
- ECB stupňuje uvolnění měnové politiky
- Británie rozhoduje o setrvání v EU
- Statistická „brzda“ zpomalí letošní růst české ekonomiky
- Inflace je na dně a její vzestup bude pomalý
- Trh práce se začíná přehřívát, mzdové tlaky na zaměstnavatele sílí
- Vnější rovnováha láme rekordy a mluví pro posilování koruny
- Česká národní banka nadále intervenuje proti posilování koruny
- Naše prognóza počítá s pokračováním intervenčního režimu ČNB do první poloviny roku 2017
- Německé a potažmo české dluhopisy podporují opatření ECB
- Růst základních úrokových sazeb ČNB čekáme až v roce 2018

Makroekonomická predikce	2012	2013	2014	2015	2016f	2017f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 042	4 077	4 261	4 472	4 630	4 831
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-0,8	-0,5	2,0	4,3	2,0	2,9
HDP na hlavu v EUR podle PPS	22 305	21 850	22 916	24 036	24 861	25 925
Průmyslová výroba, r/r %	-0,8	-0,1	4,9	4,4	3,1	3,5
Podíl nezaměstnaní/populace 15-64 let (průměr)	6,8	7,7	7,7	6,5	5,9	5,7
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,2	1,0	2,9	3,0	4,1	4,0
PPI, r/r %, průměr	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-2,3	2,4
CPI, r/r % průměr	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	1,7
CPI, r/r %, konec období	2,4	1,4	0,1	0,1	1,8	1,5
Saldo vládních financí, % HDP	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4	-0,7	-0,8
Vládní dluh, % HDP	44,7	45,1	42,7	41,1	40,3	39,5
Obchodní bilance, mld. Kč	64,4	106,5	146,0	138,7	137,0	151,7
Běžný účet, % HDP	-1,6	-0,5	0,6	0,9	1,0	0,8
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	3,0	-0,2	3,1	0,2	1,8	1,5
CZK/EUR, průměr	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,4
CZK/USD, průměr	19,5	19,5	20,7	24,6	24,6	24,9
Reposazba ČNB, průměr	0,53	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
3M Pribor, průměr	1,00	0,49	0,36	0,30	0,30	0,34

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

EUR/Národní měna (průměr)

země	2015	2016f	2017f
Polsko	4,18	4,32	4,24
Maďarsko	310	314	317
ČR	27,3	27,0	26,4
Rumunsko	4,45	4,45	4,35
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,61	7,59	7,62
Srbsko	121	123	125
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	138	138
Rusko	68,0	77,8	70,0
Ukrajina	24,3	30,3	30,7
Bělorusko	17706	25627	28090
Turecko	3,02	3,22	3,17
USA	1,11	1,10	1,06

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-16	IX-16	III-17
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	1,20	1,00	1,00	1,00
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusko	11,00	11,00	10,50	9,00
eurozóna	0	0,00	0,00	0,00
USA	0,50	0,75	0,75	1,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	aktuální	VI-16	IX-16	III-17
Polsko	1,67	1,70	1,70	1,70
Maďarsko	1,20	1,05	1,05	1,10
ČR	0,29	0,30	0,30	0,30
Chorvatsko	0,33	0,85	0,90	1,00
Rumunsko	0,58	1,10	1,40	1,75
Rusko	11,00	11,70	11,30	9,80
Turecko	10,50	11,00	10,50	9,50
eurozóna	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
USA	0,63	0,70	0,70	1,35

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – pokles ropy zastaven, ECB přihazuje

Od léta 2015 prošla světová ekonomika a především světové finanční trhy poměrně turbulentním vývojem. Obavy ze zpomalení čínské ekonomiky poslaly koncem léta akciové trhy strmě dolů. Tento vývoj přiměl americkou centrální banku k odkladu zvýšení úrokových sazeb. Nicméně po určitém zklidnění akciových trhů na konci roku 2015 americký Fed nakonec ke zvýšení úrokových sazeb přece jen přistoupil. Začátek roku byl poté opět ve znamení propadu akciových trhů, růstu averze vůči riziku a pokračujícího propadu cen ropy. Propad cen ropy je obvykle pozitivní z hlediska budoucího růstu HDP ve vyspělých ekonomikách, které jsou čistým dovozcem této suroviny. Nicméně tentokrát byl propad cen komodit tak prudký, že ohrožuje vývoj řady rozvíjejících se ekonomik. Navíc pozitivní efekty propadu cen ropy se dostávají s určitým zpožděním, zatímco v současnosti převažují negativní dopady na producenty, dodavatele těžařských technologií a poskytovatele souvisejících služeb, například financování. Tento vývoj je patrný i na makroekonomických údajích. Například průmyslová výroba v USA v prvním čtvrtletí klesla anualizovaným tempem 2,2 % č/č. Za první čtvrtletí počítáme i s velmi pomalým růstem americké ekonomiky poblíž 0,3 % č/č anualizovaně.

V průběhu března se cena ropy odrazila ode dna a vzrostla nad 40 USD/barel. Ceny akcií výrazně vzrostly a averze vůči riziku se snížila. Ovšem finanční trh je nyní mnohem skeptičtější ohledně názoru na zvyšování úrokových sazeb Fedu. Do konce roku je peněžním trhem započítáno zvýšení hlavní úrokové sazby pouze o 0,12 procentního bodu. RBI očekává zvýšení o 0,50 procentního bodu, což by mělo vést k dalšímu posílení dolaru.

Naopak Evropská centrální banka pod vlivem opětovných obav z deflace rozšířila stávající program kvantitativního uvolňování o 20 mld EUR na 80 mld EUR měsíčně, přičemž oznámila, že do portfolia bude nakupovat i korporátní dluhopisy. K tomu mimojiné snížila depositní úrokovou sazbu na -0,4 % z předchozí úrovně -0,3 % (v prosinci sníženo z -0,2 %). Navíc ECB oznámila, že provede další dodávky dlouhodobé likvidity (LTRO), ve kterých bude úroková sazba klesat až k úrovni depositní sazby ECB tedy -0,4 %.

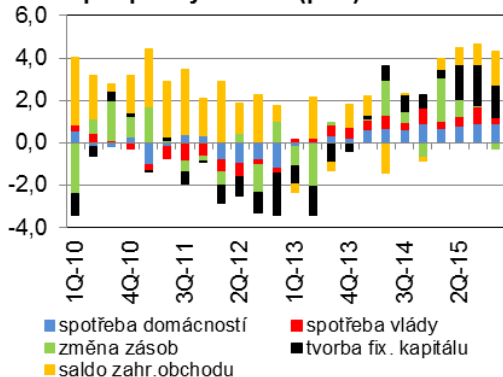
V našem hlavním scénáři počítáme pro letošek s růstem ekonomiky USA 2,5 % a eurozóny o 1,4 %. Nadále předpokládáme, že ekonomika Číny bude zpomalovat spíše pozvolna a letos čekáme její růst poblíž 6,5 %. Vývoj čínské, silně regulované ekonomiky je současně rizikem, které může vývoj globální ekonomiky a potažmo české ekonomiky citelně ovlivnit.

Dalším rizikem, které je těžké ohodnotit, je možnost Brexitu po referendu ve Velké Británii, které je plánované na 23. června. Předpokládáme, že k Brexitu nedojde, což by mělo podpořit libru vůči euru i dolaru. Avšak průzkumy jsou poměrně těsné a nejistota výsledku i následného procesu, který by se Brexitem spustil, je velmi vysoká.

Dalším potenciálním rizikem jsou ceny ropy. Koncem roku předpokládáme ceny ropy poblíž 50 USD barel. Nicméně pokud by došlo k dalšímu poklesu, byl by to neanticipovaný šok, který by vedl k opětovnému nárůstu „strachu“ na finančním trhu.

Statistika zbrzdí růst české ekonomiky

HDP příspěvky k růstu (p.b.)

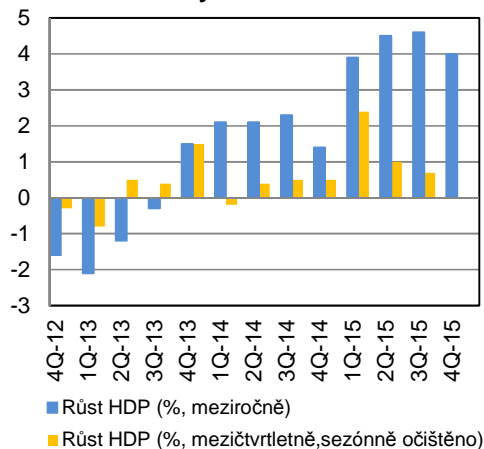


Zdroj: ČSÚ, RB a.s.

Česká ekonomika se v loňském roce stala jednou z top 3 nejrychleji rostoucích ekonomik Evropy. Z regionu střední a východní Evropy byla Česká republika se svým meziročním tempem růstu HDP 4,3 % dokonce jednoznačným ekonomickým premiantem. Loňský růst české ekonomiky byl ale neobyčejně vysoký a významným dílem se na něm podepsalo urychlené dočerpávání finančních prostředků z evropských fondů. V letošním roce Česká republika velmi pravděpodobně předá status nejrychleji rostoucí ekonomiky z Visegrádské čtyřky (V4) Polsku. Tempo růstu české ekonomiky by letos mělo zpomalit směrem ke 2 % a ČR se tak pravděpodobně stane nejpomaleji rostoucí ekonomikou z V4 zemí. Pořád ale poroste výrazně rychleji než německá ekonomika, Rakousko či celá eurozóna. Přestože se jedná o viditelně pomalejší tempo růstu české ekonomiky, svým dílem se na něm podepíše vysoká srovnávací základna z minulého roku a statisticky tak „zbrzdí“ letošní růst českého HDP.

Navzdory nižšímu růstu HDP zůstává ekonomický vývoj v České republice příznivý. Klesající nezaměstnanost, rostoucí počet volných pracovních míst, rekordní zaměstnanost a historicky nejvyšší míra ekonomické aktivity pracovníků způsobují, že český trh se dostává nejen do stavu před 2008, ale začíná se přibližovat k hranici svých kapacit. Zároveň nízký počet kvalifikovaných uchazečů o zaměstnání (v průměru 4 na jedno volné pracovní místo) ztěžuje českým firmám, zejména těm s technickým zaměřením, výběr vhodného zaměstnance, což následně zintenzivňuje tlaky na rychlejší růst mezd. I proto by dle našich odhadů měla průměrná nominální mzda růst nejrychleji od krize v roce 2008.

Růst ekonomiky

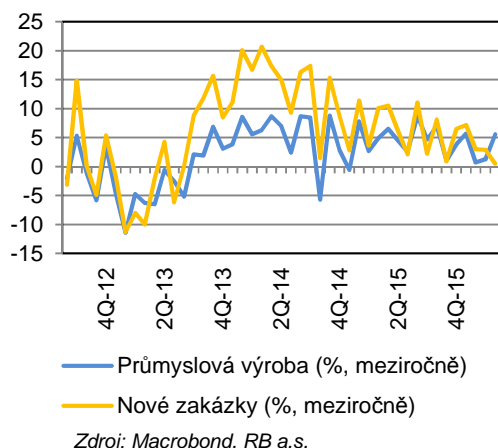


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Na rozdíl od svých východních sousedů (Polska a Slovenska) se česká ekonomika nebude letos potýkat se spotřebitelskou deflací. Potenciálně by česká ekonomika krátkodobě mohla pocítit deflací, pokud by se cena ropy pohybovala kolem 30 USD za barel. Ale jak je již evidentní ze začátku druhého čtvrtletí, cena ropy se pohybuje nad touto hranicí a do konce roku počítáme s jejím dalším růstem směrem k 50 USD za barel. Deflace v českém průmyslu by se v průběhu letošního roku měla vytrácet spolu s tím, jak budou zdražovat komodity (hlavně ropa) a meziroční tempo růstu průmyslových cen by se na konci roku mělo po 3 letech přehoupnout do kladných hodnot. Navzdory krátkodobým technickým odstávkám v chemickém a energetickém sektoru, kvůli kterým se průmyslová výroba ke konci loňského roku zadržela, zůstává trend vývoje českého průmyslu pozitivní a letos by jeho produkce měla vzrůst o 3 %.

Vnější bilance ČR se také vyvíjí velice příznivě, běžný účet platební bilance má letos nakročeno na dosažení rekordního přebytku (45 mld. Kč) a to zejména díky vysokým přebytkům obchodní bilance. Přestože vnější bilance a celkový stav české ekonomiky naznačují, že česká koruna by měla chuť posilovat, intervence České národní banky ji v tom budou letos pořád bránit, což povede k nárůstu devizových rezerv ČNB nad 50 % HDP do konce roku 2016.

Průmyslová výroba a zakázky



Průmysl: páteř české ekonomiky potrápily odstávky

V souhrnu lze říci, že se českému průmyslu stále dobře daří. Nicméně jeho výkon byl v posledním půlroce snížen technickými odstávkami v energetice a v chemickém odvětví. Od srpna minulého roku tak pozorujeme nadprůměrně rozkolísané výsledky průmyslové výroby. Nicméně již na začátku letošního roku zaznamenala průmyslová výroba meziměsíční nárůst o téměř 4 %.

V únoru činil meziroční růst průmyslové výroby 5,6 %. Nikoho dnes nepřekvapí, že největším tahounem vzhůru je výroba aut s meziročním nárůstem produkce o necelých 19 % a příspěvkem k meziročnímu růstu 3,5 procentního bodu. Průmysl rovněž slušně roste v segmentu kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (meziročně 9,9 %) a elektrických zařízení (6,4 %). Překvapením není naopak pokles v segmentu energetiky a výroby chemických látek, kde je v obou případech negativní vliv technických odstávek a klesajících cen energií a ropy.

Vliv zmíněných technických odstávek by měl v následujících měsících odeznívat. Předstihový index nákupních manažerů v průmyslu v ČR klesl v březnu na hodnotu 54,3 bodu a v eurozóně na 51,6 b. Takové hodnoty indikátorů PMI však stále ukazují na pokračování expanze, i když pomalejším tempem. Hlavní segment českého průmyslu – automobilová výroba, zdá se, má nakročeno k další expanzi. Dopad aféry Dieseltgate se zatím z pohledu českých producentů jeví jako relativně slabý s ohledem na to, jaké obavy panovaly při jejím vypuknutí. Na konečné hodnocení Dieseltgate je ale brzy.

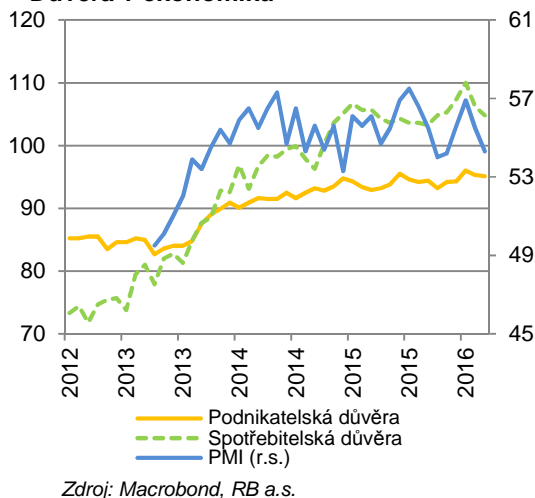
V roce 2015 činil růst průmyslové produkce 4,4 %, což je slušné, ale nebýt technických odstávek, růst by byl pravděpodobně nad 5 %. Technické odstávky ale zasahují i do letošního roku. Navíc PMI index značí expanzi pomalejším tempem. V souhrnu proto čekáme letos růst průmyslové výroby o 3,1 %.

Počet zaměstnanců v průmyslu se v únoru meziročně zvýšil o 3,6 % a jejich průměrná mzda se meziročně zvýšila o slušných 5,3 %. Růst průměrné mzdy je dobrou zprávou pro zaměstnance, nicméně rostoucí mzdy jsou známkou utahujícího se trhu práce. Najít vhodné zaměstnance bude pro podniky stále těžší a tedy dražší.

Využití průmyslových kapacit v dubnu vzrostlo na 85,2 % oproti lednové hodnotě 83,7 %. 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 %.

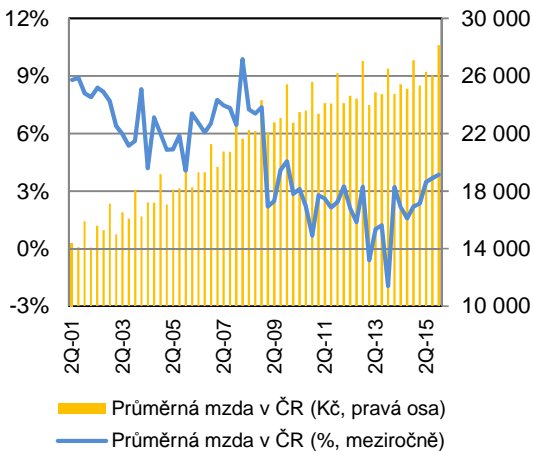
Stavebnictví prožívá oživení. V roce 2015 činil růst hrubé přidané hodnoty ve stavebnictví 3,0 % ve stálých cenách a 5,6 % v běžných cenách. Loňský růst stavebnictví byl tažen především veřejnými infrastrukturními investicemi, což je faktor, který letos zeslábně, a soukromé investice budou tento pokles kompenzovat jen částečně. Za celý rok 2016 tak čekáme růst stavebnictví o 1,8 %.

Důvěra v ekonomiku



Trh práce se přibližuje k svým kapacitám

Průměrná mzda

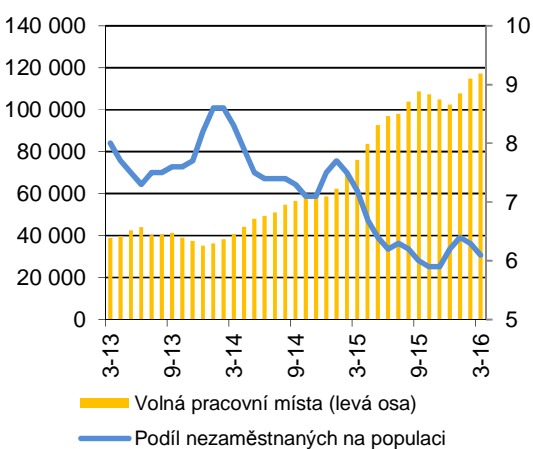


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

V loňském roce se nečekaně silný růst české ekonomiky výrazně promítal do vyšší poptávky firem po pracovních silách. Podle výběrového šetření pracovních sil se zaměstnanost v průběhu čtvrtého čtvrtletí vyšplhala na nejvyšší úroveň od vzniku samostatné České republiky (70,8 %). V loňském říjnu a listopadu podíl nezaměstnaných činil jen 5,9 % (nejnižší od 2009). Přetrvávající příznivou situaci na trhu práce dokresluje i počet volných pracovních míst, který se již 8 měsíců nachází nad hranicí 100 tisíc míst a v letošním březnu se dokonce vyšplhal na 117 300. Zbývá jen cca 35 000 míst k prolomení rekordu z dubna 2008. Problematickým nadále zůstávají statistiky dlouhodobě nezaměstnaných či mladých lidí bez práce. Nicméně dlouhodobá nezaměstnanost v ČR pozvolna klesá a je nižší než např. v Polsku, Maďarsku či Slovensku. U mladých lidí se výrazně liší jejich uplatnění na trhu podle dosaženého vzdělání, kde podle České statistického úřadu mladí s vysokoškolským titulem mají desetinásobně nižší míru nezaměstnanosti než osoby se základním vzděláním.

V letošním roce bude český trh práce nadále skvětat, ale jeho přibližování se k plné zaměstnanosti bude podporovat mzdové tlaky. Nyní připadají na jedno volné pracovní místo v průměru 4 uchazeči, v čase doposud historicky nejvyššího počtu volných pracovních míst to byli 2 uchazeči. Nezaměstnanost by dle našich odhadů měla v průměru klesnout na předkrizovou úroveň 5,9 %, ale tempo snižování podílu nezaměstnaných bude v letošním roce méně razantní než loni, kdy se tento podíl snížil z 7,7 % na 5,9 %. Nízký počet adekvátních kandidátů o zaměstnání (zejména v technických oborech) spolu s rostoucí domácí poptávkou bude nadále tlačit na zaměstnavatele, aby lépe finančně ohodnocovali své pracovníky. Již ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostla meziročně průměrná nominální mzda o 3,9 % a v letošním roce odhadujeme, že průměrné nominální mzdy porostou ještě rychleji a to tempem nad 4 %, tedy nejrychleji od roku 2008.

Nezaměstnanost a volná místa

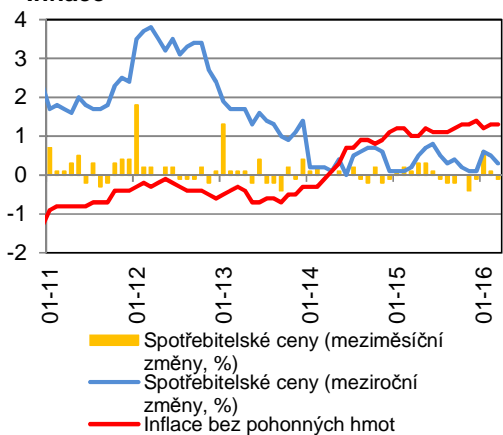


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Inflace na dně, cesta vzhůru chvíli potrvá

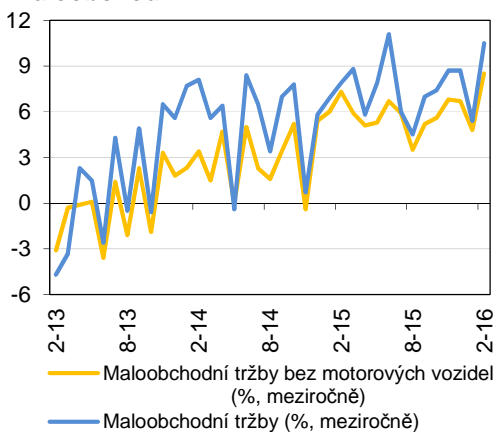
Spotřebitelská inflace v ČR začátkem roku v meziročním srovnání vzrostla na 0,6 %. Nicméně to bylo pouze výsledkem nízké srovnávací základny ze začátku minulého roku. Na počátku roku cena ropy klesala mnohem hlouběji, než se všeobecně čekalo. Proto se v březnu meziroční míra inflace v ČR nacházela ještě níže, na úrovni 0,3 %. Cena ropy ale v březnu již začala růst a tento růst pokračoval i v dubnu. Ekonomika navíc podává slušný výkon, míra nezaměstnanosti klesá na nízké úrovni a tlaky na růst mezd se zvyšují. V našem hlavním scénáři počítáme s tím, že cena ropy poroste k 50 USD/barel na konci roku. I s tímto scénářem ovšem meziroční míra inflace setrvá pod 1 % až cca do září. Dosažení 2 % míry inflace čekáme až v prvním čtvrtletí 2017. V první polovině roku 2017 čekáme posílení koruny vůči euru, což by v následných čtvrtletích pravděpodobně vedlo k opětovnému snížení míry inflace pod cílovaná 2 %. Klíčový však bude zejména vývoj inflace v eurozóně. Od té sice rovněž čekáme dosažení 2% inflačního cíle začátkem roku 2017, nicméně to bude do značné míry umožněno nízkou srovnávací základnou danou propadem cen ropy. Finanční trh nyní započítává průměrnou míru inflace v eurozóně za 5 let na dalších 5 let pouze

Inflace



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Maloobchod



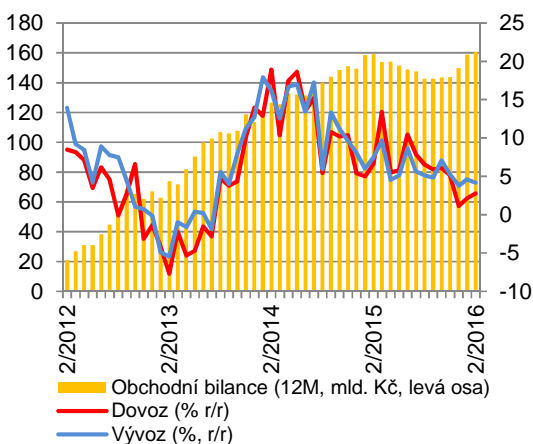
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

1,3 %. Pokud ceny ropy budou pokračovat vzhůru, je pravděpodobné, že ve druhé polovině roku se inflační očekávání zvýší.

Z hlediska struktury vývoje spotřebitelských cen jsou jednoznačně největším tahounem směrem dolů segment dopravy a také ceny potravin. Nebýt těchto dvou položek, které jsou obecně dost proměnlivé, byla by míra inflace poblíž 1 %. Takzvaná korigovaná inflace bez pohonných hmot (nezapočítává ani potraviny, změny nepřímých daní, ani regulované ceny) se nachází na 1,3 % a zvyšuje se také velmi neochotně.

Deflační prostředí je ovšem vidět při pohledu na ceny průmyslových výrobců, jejichž meziroční propad činí -4,5 % a pokles zde trvá již cca 3 roky. Ceny zemědělských výrobců opět sklouzly níž na -4,6 % meziročně. Naopak ceny stavebních prací jsou meziročně v plusu 1,3 %.

Zahraniční obchod



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

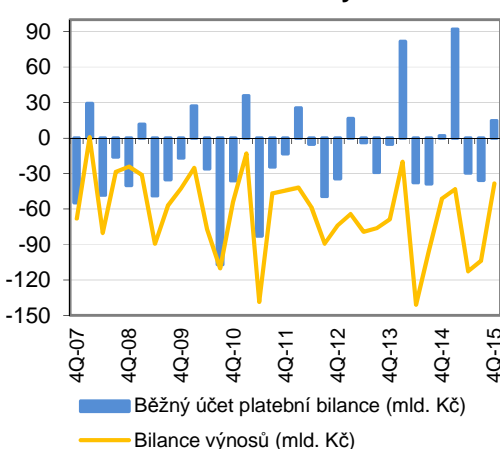
Internetový prodej a nová auta táhnou maloobchod

Vysoká důvěra domácností, razantně klesající nezaměstnanost, stabilní koruna a klesající ceny pohonných hmot podporovaly v loňském roce chuť českých spotřebitelů utrácet. Díky tomu tempo růstu tržeb českých maloobchodníků dosáhlo nejvyšší úrovně od roku 2007 (7,6 % r/r se započtením aut a 5,9 % r/r bez tržeb z prodeje aut). Jednoznačně nejvyšší tempa růstu tržeb (bez započtení aut) pořád zaznamenávají prodejci zboží přes internet (v únoru 19,7 %), na začátku roku překvapil slušný nárůst tržeb u obchodníků s rekreačním a kulturním zbožím (10,9 %). Naopak prodej počítačů a komunikačních zařízení letos slábne.

Začátkem roku klesly ceny pohonných hmot v ČR na 7leté minimum. Levné pohonné hmoty pomáhají zvyšovat zájem spotřebitelů o automobily (registrace aut se v lednu i v únoru zvýšily meziměsíčně o cca 13 %). Prodej automobilů, hlavního tahouna maloobchodních tržeb, podpoří letos navíc nové modely, které představí největší český výrobce aut a očekává se, že poptávka po nich bude vysoká.

V letošním roce očekáváme růst maloobchodních tržeb o 3,9 % a po započtení tržeb z prodeje aut o 5,1 %.

Platební bilance a bilance výnosů

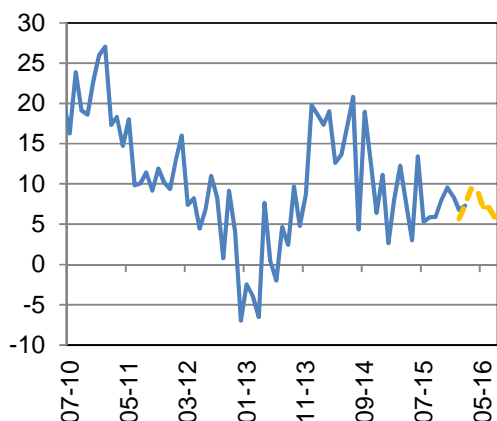


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Vnější rovnováha láme rekordy

Zahraniční obchod České republiky dle národního pojetí (zohlednění změny vlastnictví) skončil v loňském roce v přebytku 139 mld. Kč, což bylo o 7 miliard Kč méně než v roce 2014. Vývoz vzrostl o 5,9 % a dovoz o 6,5 %. Českým exportérům se v loňském roce dařilo, když vyvezli zboží v rekordní hodnotě 3335 mld. Kč. Zvýšil se export do Velké Británie a Slovenska. Naopak obchodování s Ruskem ke konci loňského a začátkem letošního roku ochladlo kvůli nepříznivému vývoji tamní ekonomiky (podíl Ruska na celkovém exportu klesl z 3 % na 1,9 %). Struktura českého vývozu zůstává stabilní – nejvíce se vyváží stroje a dopravní prostředky (cca 50 % exportu). Zrychluje tempo vývozu minerálních paliv a maziv (o cca 18 % meziročně) či živočišných a rostlinných olejů (cca 20 %).

Index exportu



Zdroj: Asociace exportérů, RB a.s.

V letošním roce by se českým exportérům mělo opět dařit a objem vyvezeného zboží by měl zlomit loňský rekord (odhadujeme vývoz v hodnotě cca 3500 mld. Kč). Současně by se měl zvýšit dovoz a celková obchodní bilance by tak měla vykázat přebytek (obdobně jako loni) necelých 140 mld. Kč. To, že má zahraniční obchod letos našlápnuto na velmi úspěšný rok, naznačují i data z ledna a února, kdy obchodní bilance vykázala rekordní přebytky. Podle Indexu exportu, který Raiffeisenbank sestavuje spolu s Asociací exportérů, by si český export měl v nadcházejících měsících udržet solidní tempo růstu. Přispěje k tomu očekávaný růst nových objednávek, uměle oslabená koruna, růst domácí poptávky v Německu a eurozóně a také zklidnění na finančních trzích.

Vysoké přebytky v zahraničním obchodě se pozitivně projevují na běžném účtu platební bilance, který v loňském roce dosáhl přebytku rekordních 41 mld. Kč. Na tomto historickém výsledku se příznivě podepsal také silný příliv finančních prostředků z EU fondů, který dopomohl k výraznému přebytku kapitálového účtu. Dočerpávání EU fondů spolu s obnovenými intervencemi ČNB na obranu kurzového závazku se promítly do nárůstu rezervních aktiv o 350 mld. Kč. V letošním roce by běžný účet měl vykázat nový rekordní přebytek kolem 45 mld. Kč. Vývoj vnější bilance ČR jednoznačně mluví ve prospěch posilování koruny, nicméně intervenční politika ČNB ji v tom i letos bude bránit. Očekávané další intervence ČNB by měly vést k nárůstu devizových rezerv ČNB k 2,4 bilionu Kč, tedy cca 52 % HDP do konce letošního roku.

Měnová politika – úrokové sazby vzhůru až v 2018

Česká národní banka (ČNB) setrvává v intervenčním režimu a udržuje kurz EUR/CZK lehce nad úrovní 27,0. S tím, jak v loňském roce česká ekonomika viditelně obnovila konvergenci vůči zemím eurozóny, obnovil se i tlak na posílení koruny. To znamená, že ČNB je nucena intervenovat. Hladina měsíčních intervencí v průměru poblíž 1,5 mld EUR není zas tak vysoká, aby přiměla ČNB ke změně politiky. Je pravděpodobné, že s tím, jak se bude blížit konec intervenčního režimu, objemy intervencí budou narůstat. Pokud by tlak na korunu byl v očích ČNB příliš vysoký (měsíční intervence v řádu 5-10 mld EUR) mohla by se ČNB rozhodnout zavést záporné úrokové sazby. V tom případě by pravděpodobně byly záporné úrokové sazby, tak jak předdeslal pravděpodobně příští guvernér ČNB J. Rusnok, uvaleny na nový příliv kapitálu a nikoliv na stávající deposita.

EUR/CZK 1-leté swapové body se koncem dubna nacházely poblíž -70 bb, koncem roku se nacházely poblíž -120 bb.

Úrokové sazby a výnosy vládních dluhopisů se splatností do pěti let jsou díky fixně drženému kurzu sníženy do záporu a lze tak říci, že ČR importuje uvolněnou měnovou politiku ECB.

Růst úrokových sazeb čekáme až se zpožděním po ukončení intervencí a také v závislosti na vývoji úrokových sazeb ECB. Z těchto důvodů čekáme zvyšování hlavní úrokové sazby ČNB z aktuální úrovně 0,05 % až začátkem roku 2018.

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	VI-16	IX-16	III-17
Polsko	2,97	2,9	3,0	3,3
Maďarsko	2,92	3,1	3,2	3,4
ČR	0,47	0,3	0,6	0,9
Rumunsko	3,50	3,5	3,6	3,9
Rusko	9,20	9,2	9,0	8,5
Turecko	9,11	10,7	10,3	9,5
Německo	0,16	0,3	0,5	0,8
USA	1,78	2,2	2,3	2,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Kurz koruny

	aktuální	VI-16	IX-16	III-17
EUR/CZK	27,02	27,0	27,0	27,0
USD/CZK	23,84	24,6	24,6	26,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

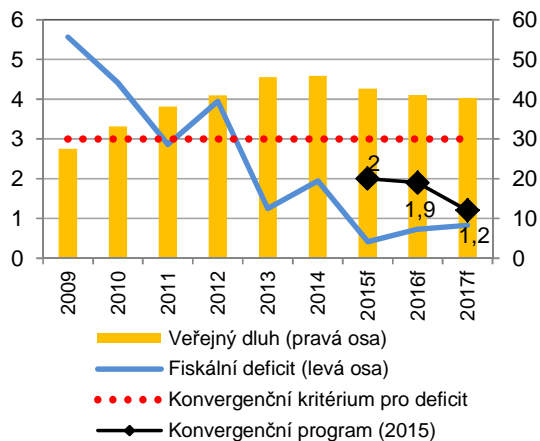
Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	VI-16	IX-16	III-17
2 roky	-0,07	-0,30	-0,30	-0,40
5 let	0,10	-0,10	-0,10	0,00
10 let	0,47	0,30	0,60	0,90
15 let	0,79	0,70	1,00	1,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EU investice přivedly veřejné finance k novému rekordu

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)



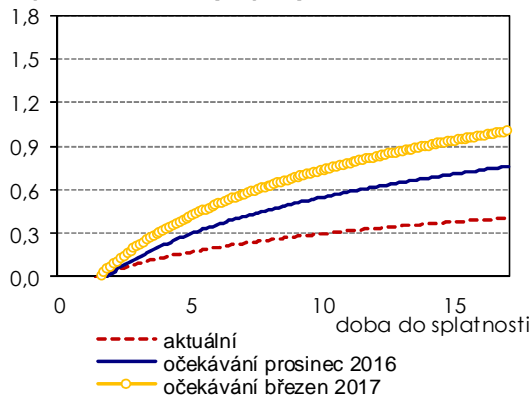
Zdroj: MFČR, RB a.s.

V roce 2015 deficit vládních institucí ve výši 18,7 miliardy korun (cca 0,42 % HDP) byl nejnižší od roku 1995. Příznivě se na něm podepsal hlavně boom české ekonomiky podpořený silným přílivem investičních prostředků z EU fondů. Pod maastrichtským kritériem 3 % HDP se deficit českých vládních institucí nachází již od roku 2013. Vládní příjmy meziročně vzrostly o 8,5 %, vedle vyšších příjmů z daní jim výrazně pomohl již zmiňovaný příliv investičních dotací z EU. Výdaje vzrostly o 4,6 % meziročně, přičemž se zvýšily výdaje na mzdy pracovníků ve veřejné sféře a na sociální dávky. Dluh vládních institucí se v roce 2015 v poměru k HDP snížil na 41 % z předchozích 42,7 %. Česká republika si tak drží sedmou příčku evropských mezi zeměmi s nejnižším dluhem. Předběhly ji např. pobaltské země či Lucembursko, naopak nejvyšší dluh vůči HDP si pořád drží Řecko (cca 170 %).

V letošním roce se intenzita čerpání finančních prostředků fondů Evropské unie citelně sníží, což se promítne nejen do pomalejšího růstu české ekonomiky, ale i do statistiky veřejných financí. Podle našich odhadů by deficit veřejných financí měl i letos zůstat pod 1 % HDP, nicméně na loňských 0,4 % nedosáhne. Meziroční růst vládních příjmů totiž nebude letos tak výrazný jak loni. Zadlužení České republiky by se letos mělo opět snížit a veřejný dluh by měl dosáhnout cca 40 % HDP (nejnižší od roku 2010).

Finanční trh – dluhopisové výnosy zpět dolů

Výnosová křivka (% p.a.)



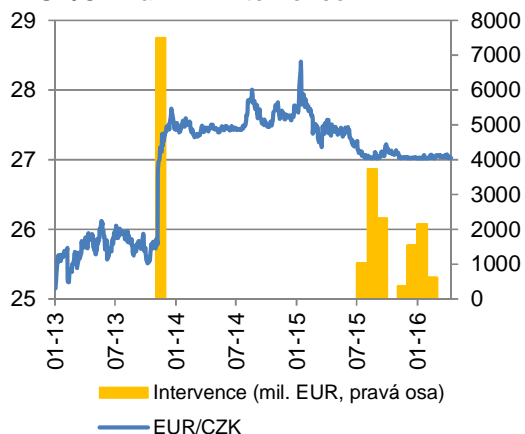
Zdroj: RB a.s.

Výnosy českých vládních dluhopisů v posledních měsících ještě mírně klesly, když sledovaly vývoj německých vládních dluhopisů. Jejich výnosy byly tlačeny dolů nízkou mírou inflace a expanzivní měnovou politikou, v rámci které ECB nakupuje dluhopisy zemí eurozóny do své bilance.

Očekáváme, že ve druhém čtvrtletí setrvají výnosy českých vládních dluhopisů blízko současných úrovní. Ve druhé polovině roku s očekávaným návratem inflace čekáme růst výnosů vládních dluhopisů Německa, což by mělo ve stejném směru působit i na zvyšování dluhopisových výnosů v ČR. Nicméně spekulace na budoucí posilování koruny by měly způsobit, že české dluhopisy budou na ceně ztrácet v tomto období pomaleji, nežli dluhopisy německé. Na konci roku čekáme výnos českého vládního dluhopisu se splatností 10 let 0,7 %, což by bylo 10 bb pod očekávanou úrovní německého protějšku. Po opuštění kurzového závazku by mělo dojít k eliminaci tohoto spreadu a zvýšení do mírně kladných hodnot.

Očekávaný vývoj české koruny

EUR/CZK a ČNB intervence



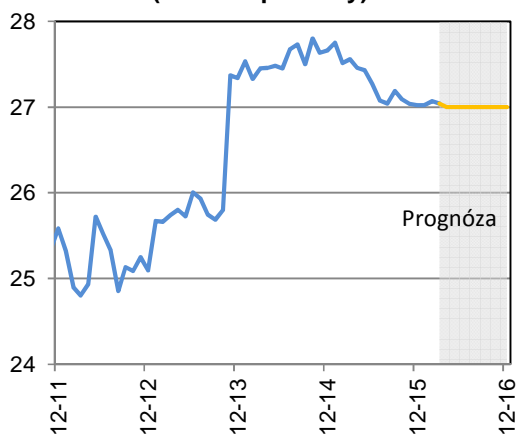
Zdroj: ČNB, Macrobond, RB a.s.

Kurz české koruny vůči euru zůstává od poloviny minulého roku většinu času těsně přimknutý k hladině EUR/CZK 27,0. Očekáváme, že ČNB bude udržovat intervenční hladinu EUR/CZK až do první poloviny roku 2017. ČNB bude především vyčkávat na dobu, kdy inflace bude udržitelně mířit k 2 % inflačnímu cíli.

To znamená, že ani jednorázový nárůst cen ropy nemusí jednoznačně vést k opuštění intervencí. Současně je pravděpodobné, že ČNB do určité míry trh překvapí a opustí intervenční režim dříve, než avizuje. V době po opuštění intervenčního režimu čekáme především silnou volatilitu kurzu. Paradoxem je, že čím více bude trh spekulovat na budoucí posílení, tím více bude trh s korunou deformován intervencemi ČNB a tím menší bude důvod k následnému posílení koruny.

V souhrnu se domníváme, že tento faktor způsobí, že posílení koruny bude spíše malé. Je reálné předpokládat, že silnějšímu posílení např. o více než 5 % by bránila ČNB. Ovšem pokud by takové posílení bylo pouze krátkodobé v řádu několika dnů, ČNB by takovému posílení bránit nemusela. V souhrnu lze říci, že doba, kdy ČNB bude opouštět intervence, bude spojena se značnou nejistotou.

EUR/CZK (měsíční průměry)



Zdroj: ČNB, Macrobond, RB a.s.

Michal Brožka, Daniela Milučká, Raiffeisenbank a.s.
+420 234 401 498, +420 724 119 739

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4
tel.: 234 401 111

ID datové schránky: skzfs6u

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

http://www.rb.cz

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček: <https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass 23 44 01 362

Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512

Firmy - region Praha: Robert Chudoba 603 808 013

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka 602 172 573

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

Katarina Boledovičová 23 44 01 735

Roman Randák 23 44 01 636

Richard Tyka 23 44 01 565

Lenka Gvuzdová 23 44 01 643

Petr Mašek 23 44 01 995

Marko Stojanić 23 44 01 522

Alexandra Hřebíková 23 44 01 120

Petr Nimeřický 23 44 01 855

Jakub Hlaváček 23 44 01 831

Pavel Ráž 23 44 01 574

Jakub Šoltys 23 44 01 844

David Žák 23 44 01 637

Ivan Džajja 23 44 05 453

Ivana Jakubcová 51 75 45 040

Tomáš Crhák 51 75 45 041

Vít Richterek 57 15 45 042

Treasury – Equity

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

Radovan Křen 59 61 28 868

Petr Váně 59 69 66 432

Ivo Stavěl 58 52 06 931

Financování obchodu

Miloš Večeřa 23 44 01 110

Martin Maar 23 44 01 455

Treasury – Trading

Milan Fischer 23 44 01 826

Eva Bobeničová 23 44 01 316

Roman Fol 23 44 01 144

Jozef Božek 23 44 05 509

Milan Fajkus 23 44 01 821

Tomáš Kreml 23 44 01 274

Ivo Prokop 23 44 01 145

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

Veronika Michlová 23 44 01 775

Ondřej Chládek 23 44 05 357

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák 23 44 01 481

Petra Drncová 23 44 01 461

Kateřina Kárníková 23 44 05 656

Jana Šebestíková 23 44 01 802

Kateřina Škutová 23 44 01 877

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Jakub Hamr 23 44 01 868

Pavel Plánička 23 44 01 255

Barbora Celmanová 23 44 05 167

Jakub Fajfr 23 43 96 721

Jana Kůrečková 23 44 01 822

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Michal Brožka 23 44 01 498

Daniela Milučká 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 19. duben 2016, 14:00h.

Publikace byla vydána 27. duben 2016.

Editoři: Michal Brožka a Daniela Milučká - analytici Raiffeisenbank a.s.

UPOZORNĚNÍ

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

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4, 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 zde: (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 nezbytně 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 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 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 poctivé 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.