

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ECB na cestě k prvnímu zvýšení úrokových sazeb v závěru roku
- Fed zvýší sazby ještě alespoň dvakrát v první polovině roku
- Tuzemská ekonomika pokračuje ve zpomalování
- Přehřátý trh práce bude i nadále generovat další proinflační tlaky
- Inflaci vytáhne ke třem procentům rychlý růst mezd a vyšší ceny energií
- Automobilový sektor ztrácí pod tlakem regulace
- Na výsluní vychází nové hvězdy tuzemského průmyslu
- Maloobchodní tržby podporuje vysoká spotřebitelská důvěra
- Export zaostává za rychlým tempem růstu importu
- Veřejné finance zůstanou vyrovnané i v roce 2019
- Sázíme na rychlejší zvyšování úrokových sazeb než sama ČNB
- Koruna dosáhne nejsilnějších hodnot letošního roku v prvním čtvrtletí
- Inverzní výnosová křivka jako nový normál

Makroekonomická predikce	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 768	5 045	5 302	5 584	5 846	6 051
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	2,4	4,5	2,9	2,7	2,5	1,7
HDP na hlavu v PPS	25 254,3	25 516,1	26 388,6	28 293,0	29 756,2	31 119,6	32 208,7
Průmyslová výroba, r/r %	4,3	3,4	6,5	3,3	3,0	2,9	2,5
Míra nezaměstnanosti MPSV	6,5	5,5	4,2	3,2	3,3	4,2	5,0
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	3,2	4,4	6,2	8,4	7,8	5,0	4,1
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,2	1,5	1,0
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,2	2,6	2,2	1,5
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,4	2,4	2,4	2,0	1,4
Saldo vládních financí, % HDP	-0,6	0,7	1,6	0,5	0,0	-0,7	-0,9
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	40,0	36,8	34,7	33,6	32,5	31,7	31,5
Obchodní bilance, mld. Kč	131,0	163,6	163,5	120,0	80,0	40,0	0,0
Běžný účet, % HDP	0,2	1,6	1,1	0,9	0,5	0,3	0,0
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	-0,6	0,4	2,7	1,1	0,7	0,4	0,2
CZK/EUR, průměr	27,3	27,0	26,3	25,6	25,5	25,9	26,0
CZK/USD, průměr	24,6	24,4	23,4	21,7	21,9	20,7	19,8
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	1,07	2,28	2,50	2,31
3M PRIBOR, průměr	0,31	0,29	0,41	1,27	2,50	2,68	2,48
2letý výnos, průměr	-0,07	-0,29	-0,13	1,09	2,08	2,34	2,08
5letý výnos, průměr	0,14	-0,02	0,21	1,50	2,28	2,53	2,36
10letý výnos, průměr	0,72	0,46	1,01	2,00	2,49	2,73	2,60

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2017	2018f	2019f	2020f
Polsko	4,8	5,0	3,6	2,9
Maďarsko	4,1	4,6	3,4	2,2
ČR	4,5	2,9	2,7	2,5
Slovensko	3,2	4,4	4,0	2,8
Slovinsko	4,9	4,6	3,2	2,3
SE	5,1	3,7	3,3	2,8
Rumunsko	7,0	4,1	3,5	3,0
Bulharsko	3,8	3,3	3,0	2,5
Chorvatsko	2,9	2,6	2,5	2,0
Srbsko	2,0	4,0	3,5	3,5
Bosna a Her.	3,2	2,8	2,8	2,5
Albánie	3,8	4,0	3,8	2,5
Kosovo	4,5	4,2	4,0	3,0
JVE	5,1	3,7	3,3	2,8
Rusko	1,5	1,5	1,5	1,5
Ukrajina	2,5	3,2	2,7	3,1
Bělorusko	2,5	3,5	2,5	2,0
SNS	1,6	1,7	1,6	1,6
SVE	3,0	2,8	2,4	2,1
Turecko	7,4	3,0	-1,0	3,5
Německo	2,5	1,7	1,3	1,0
eurozóna	2,5	1,9	1,5	1,3
USA	2,2	2,9	2,3	0,5
Čína	6,9	6,6	6,4	6,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2017	2018f	2019f	2020f
Polsko	2,0	1,7	2,3	2,6
Maďarsko	2,4	2,9	3,0	2,8
ČR	2,5	2,2	2,6	2,2
Slovensko	1,3	2,6	2,8	2,0
Slovinsko	1,6	2,0	2,2	2,4
SE	1,6	3,4	2,7	2,7
Rumunsko	1,3	4,6	3,1	2,9
Bulharsko	2,1	2,8	3,1	3,4
Chorvatsko	1,1	1,6	1,4	1,9
Srbsko	3,2	2,2	2,4	2,8
Bosna a Her.	1,3	1,5	1,5	1,3
Albánie	2,0	2,1	2,5	2,8
Kosovo	1,5	1,0	1,5	1,7
JVE	1,6	3,4	2,7	2,7
Rusko	3,4	3,0	4,7	4,1
Ukrajina	14,5	11,1	9,5	8,0
Bělorusko	6,0	5,5	6,0	6,0
SNS	4,2	3,6	5,0	4,4
SVE	3,2	3,1	3,9	3,6
Turecko	11,1	16,5	18,5	11,0
Německo	1,7	1,9	2,2	1,7
eurozóna	1,5	1,8	1,5	1,7
USA	2,1	2,5	2,5	2,3
Čína	1,6	2,2	2,5	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2017	2018f	2019f	2020f
Polsko	4,26	4,26	4,17	4,18
Maďarsko	309,3	318,8	320,0	320,0
ČR	26,33	25,65	25,54	25,92
Rumunsko	4,57	4,65	4,68	4,65
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,46	7,42	7,42	7,43
Srbsko	121,3	118,2	119,0	120,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	134,2	127,6	124,5	126,0
Rusko	65,92	74,04	82,64	88,75
Ukrajina	30,04	32,10	33,64	37,13
Bělorusko	2,18	2,41	2,56	2,88
Turecko	4,12	5,70	6,53	7,45
USA	1,13	1,18	1,16	1,25
Čína	7,63	7,81	7,94	8,29
Švýcarsko	1,11	1,16	1,18	1,16

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	1,05
ČR	1,75	2,25	2,25	2,50
Rumunsko	2,50	2,50	2,50	2,75
Rusko	7,75	8,00	8,00	8,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,50	2,75	3,00	3,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	1,72	1,73	1,73	1,73
Maďarsko	0,13	0,70	0,85	1,05
ČR	2,01	2,48	2,47	2,71
Rumunsko	2,81	3,20	3,25	3,50
Chorvatsko	0,25	0,50	0,50	0,50
Rusko	7,70	8,50	8,50	8,50
eurozóna	-0,31	-0,30	-0,20	-0,05
USA	2,80	3,05	3,30	3,30

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	2,81	3,15	3,20	3,30
Maďarsko	2,82	3,80	3,90	3,95
ČR	1,78	2,40	2,50	2,60
Rumunsko	4,65	5,00	5,10	5,20
Chorvatsko	2,46	2,30	2,30	2,30
Rusko	8,68	9,20	9,20	9,20
eurozóna	0,21	0,50	0,70	0,90
USA	2,66	3,20	3,30	3,30

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí

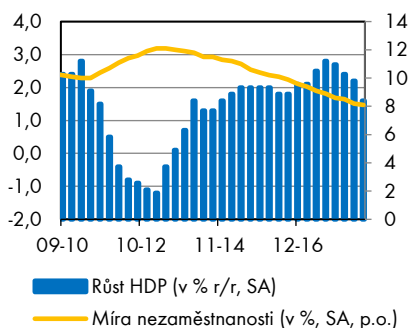
Ekonomika eurozóny v posledních čtvrtletích ztlačila. Za tím vidíme dva hlavní faktory: jednorázové efekty, jako byly problémy s novými homologačními emisními testy automobilek nebo chřipková epidemie, a strukturální problémy v kombinaci se slabou zahraniční poptávkou. V tomto roce tým RBI očekává mírné oživení růstu ekonomiky, který by měl být podpořen domácími faktory. Eurozóna zaznamenává dobré podmínky pro další růst soukromé spotřeby a investic. Domácnosti profitují z postupného růstu zaměstnanosti a reálných mezd. Na druhou stranu trh práce i nadále nedosahuje předkrizových úrovní. S intenzivnějším využitím dostupných kapacit roste tlak na firmy více investovat do zvyšování produktivity práce a výrobních kapacit, čemuž nahrává i nadále extrémně uvolněná měnová politika a nízké úrokové sazby. Na druhou stranu také vidíme pro tento rok několik rizik a to zejména na politickém poli. Tým RBI v základním scénáři své prognózy očekává, že Velká Británie neopustí Evropskou unii bez dohody a neočekáváme ani, že by italský spor s Evropskou komisí ohledně veřejných financí měl vyústit v další krizi eura tak, jak jsme tomu byli svědky před několika lety v případě Řecka. Naopak riziko spatřujeme v dalším vývoji obchodního sporu vedeném Spojenými státy. Nicméně ekonomika eurozóny v nejbližších letech zpomalí nezávisle na těchto událostech.

V druhé polovině roku 2018 se spotřebitelská inflace v eurozóně dostala v průměru ke dvěma procentům zejména díky prudkému nárůstu cen energií a potravin. Po očištění o tyto vlivy však jádrová inflace zůstává u jednoho procenta. V tomto roce pak očekáváme, že efekt vyšších cen ropy a potravin odezní a ke slovu se dostanou mzdové tlaky promítající se do celkové inflace. Z pohledu měnové politiky bylo ukončení kvantitativního uvolňování ECB s koncem minulého roku bodem obratu. Nicméně měnové podmínky zůstanou dále uvolněné minimálně do zří, kdy očekáváme, že centrální banka zvýší svou depozitní sazbu, která je v současnosti v záporných hodnotách. Do konce roku by pak podle prognózy RBI mělo dojít ještě k jednomu zvýšení, které by se mělo dotknout už i hlavní sazby ECB. Nicméně očekáváme, že tlak na růst tržních sazeb se projeví už na jaře, vlivem zintenzivnění komunikace centrální banky spojené s tímto krokem.

Americká ekonomika má naopak za sebou velmi úspěšný rok. V následujících čtvrtletích sice očekáváme mírné zpomalení, ale dynamika bude stále vysoko nad potenciálem. Míra přehřívání americké ekonomiky pohledem mezery výstupu, tedy rozdílem mezi potenciálním výkonem ekonomiky a skutečností, bude v polovině tohoto roku druhá nejvyšší za posledních 65 let. Tomu odpovídá i délka expanze, která je v současnosti druhá nejdelší v historii. Podle prognózy týmu RBI je zpomalení ekonomiky na přelomu příštího roku nevyhnutelné. K tomu nás přivádí i odeznění bezprecedentního fiskálního stimulu z počátku minulého roku v podobě navýšení státních výdajů a daňové reformy. Vrcholu hospodářského cyklu odpovídá i americký trh práce. Míra nezaměstnanosti poklesla v listopadu na 3,7 %, což je nejnižší hodnota od prosince 1969 a očekáváme, že v polovině tohoto roku dosáhne 3,3 %.

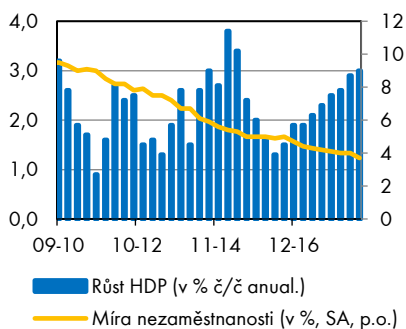
Na druhou stranu spotřebitelská inflace v závěru minulého roku přibrzdila na 2,5 % a v nejbližší době by měla dále zpomalit. Pokud se naplní předpoklad týmu RBI pro vývoj ceny ropy, která by se měla většinu roku udržet nad 70 dolary za barel, tak by ani tempo růstu cen nemělo spadnout pod dvě procenta. V souladu s tímto vývojem očekáváme, že americký Fed ještě dvakrát zvýší své úrokové sazby v první polovině tohoto roku. Nicméně další rozhodování centrálních bankéřů bude daleko více záviset na vývoji makroekonomických ukazatelů ve srovnání s předchozím rokem. Ačkoli se základní úroková sazba Fedu blíží ke svým neutrálním hodnotám, riziko pro naši prognózu vidíme spíše směrem nahoru a to hlavně z důvodu potenciálně vyšší mzdové inflace.

Eurozóna



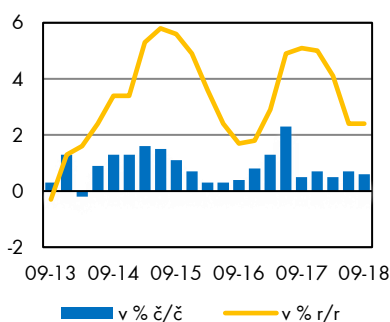
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

USA



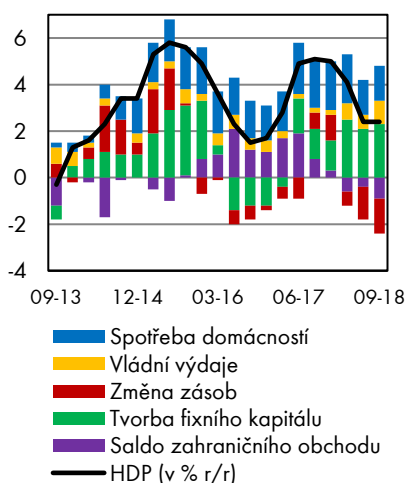
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Růst HDP



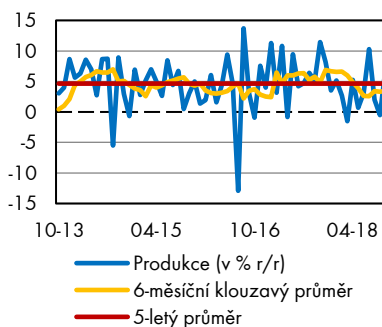
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Další zpomalování ekonomiky na obzoru

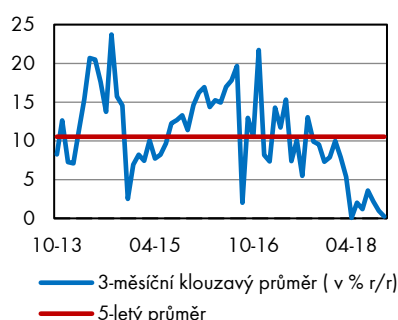
Podle druhého odhadu ČSÚ vzrostla česká ekonomika ve třetím čtvrtletí loňského roku mezičtvrtletně o 0,6 %, což znamená zpomalení o jednu desetinu ve srovnání s předchozím obdobím. Meziroční tempo se udrželo na 2,4 %. Výkonost ekonomiky přináší tak spíše zklamání, ačkoli se stále jedná o solidní tempo růstu. Nicméně kvůli vysoké srovnávací základně nad míru povedeného roku 2017 a nedostatku volných kapacit došlo k další ztrátě dynamiky. Hlavním tahounem růstu byly investice a spotřeba domácností. Dlouhodobě přehřátý trh práce a nedostatek volných zaměstnanců nutí firmy k dlouho odkládaným investicím do modernizace produkčních kapacit za účelem zvýšení produktivity práce. To je v situaci nedostatku lidských zdrojů na trhu práce a klesající produktivní populace jediné dlouhodobé řešení, jak navýšit výrobní kapacitu. Zároveň roste domácí spotřeba, která je poháněná rekordním růstem mezd a vysokými výdaji státu, které rostly nejrychleji od roku 2003. Na druhou stranu zahraniční obchod přispěl k růstu opět negativně, což je dáno rychlejším růstem importu než exportu. Český exportní průmysl se potýká nejenom s nedostatkem zaměstnanců, ale i rostoucím rizikem poklesu zahraniční poptávky kvůli zpomalování ekonomik hlavních obchodních partnerů a geopolitickým hrozbám. Ke zpomalování ekonomiky také bez pochyby přispívá zvyšování úrokových sazeb ze strany centrální banky, čímž se zvyšují náklady firem na obsluhu dluhů. Podstatným faktorem zpomalení ve třetím čtvrtletí 2018 byla ale také výrazně negativní změna zásob, za kterou stojí dokončování výroby a investic z roku minulého, kdy firmy nestíhaly realizovat všechny zakázky. Následující čtvrtletí tak nemusí být nutně tak negativní, jak se tváří aktuální statistika. V každém případě lze současný růst stále považovat za solidní. Na druhou stranu viditelnější zpomalování tuzemské ekonomiky nás donutilo snížit náš odhad růstu HDP pro rok 2018 na 2,9 % a pro rok 2019 na 2,7 %.

Nové hvězdy tuzemského průmyslu

Průmysl, jakožto zdroj třetiny tuzemského produktu, ruku v ruce s celkovým HDP ve třetím čtvrtletí minulého roku dále zpomalil. Za první tři čtvrtletí průměrný meziroční růst klesl na 3,3 %, tedy na poloviční tempo než ve stejném období předchozího roku. I nadále se projevuje slabší poptávka po nových automobilech, ke kterým se nově přidaly i celoevropské problémy s novými emisními pravidly. Navíc třetí čtvrtletí bylo poznamenáno plánovanými i neplánovanými výpadky výroby v chemickém průmyslu. Na druhou stranu nejvýkonnějším odvětvím zůstává výroba počítačů a elektroniky. Jen za poslední dva roky vzrostla produkce v tomto odvětví o necelých třicet procent. Daří se ale také kovodělné výrobě a strojírenství, které jsou svou vysokou váhou největším současným tahounem celého tuzemského průmyslu.

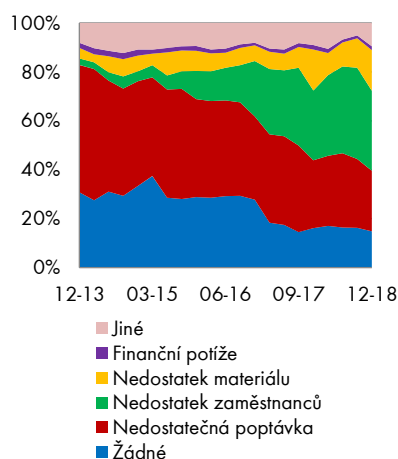
Poslední statistiky nových zakázek však naznačují, že by na závěr minulého roku mohl průmysl vykázat slušný výkon. Trochu rozporupně naopak budoucí vývoj signalizují předstihové ukazatele. Zatímco PMI ve výrobě setrvale klesá a kopíruje vývoj u našich sousedů v čele s Německem, podnikatelská důvěra z dílny ČSÚ zůstává nadále vysoká. I to lze považovat za důkaz vrcholu hospodářského cyklu. Hlavní bariérou růstu tuzemského průmyslu zůstává již druhým rokem nedostatek zaměstnanců. V posledním průzkumu to uvedlo téměř 33 % dotázaných firem. Poprvé za posledních pět čtvrtletí však tento poměr klesl. Naopak vzrostl nedostatek materiálů, který společně s prodlužujícími se dodacími lhůtami je nejčastěji zmiňován i ve zprávách předstihového ukazatele PMI. Dalším rizikovým faktorem je také slábnoucí zahraniční poptávka, která by podle našich prognóz měla v následujících letech dále zpomalit. K tomu se přidává další růst úrokových sazeb a mzdových nákladů na rekordně utaženém trhu práce. Dále se tak snižuje prostor pro firmy s nižší přidanou hodnotou. Za celý rok 2018 očekáváme průměrný růst průmyslové výroby o 3,3 %. Letos pak růst dále zpomalí na 3,0 %.

Produkce automobilů



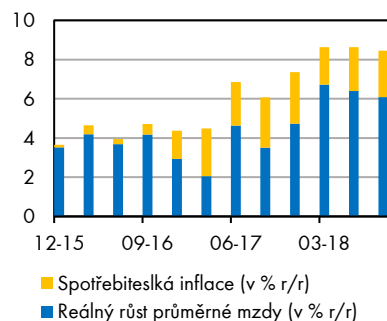
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Bariéry expanze v průmyslu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Tuzemské stavebnictví zažívá rekordní výsledky a blíží se k předkrizovým úrovním, nicméně na ty už pravděpodobně v tomto cyklu nedosáhne. Celý sektor za prvních deset měsíců loňského roku vzrostl meziročně v průměru o 10,1 %. Velký rozdíl je však vidět mezi pozemním a inženýrským stavitelstvím. Zatímco výstavba budov v posledních letech zaznamenává překotný růst, inženýrské stavby stále zaostávají zejména vlivem nízkých investic ze strany státu a viditelné oživení pozorujeme až v posledních obdobích. Za rekordní stavební produkci v loňském roce stojí několik faktorů. Tuzemská ekonomika v předchozím roce dosáhla svého vrcholu a od začátku loňského roku začala prudce zpomalovat, což negativně reflektuje většina sektorů ekonomiky s výjimkou stavebnictví. To tradičně reaguje na hospodářský cyklus se zpožděním a naopak v tuto chvíli zažívá svůj vrchol. Dalším faktorem bylo samotné počasí, které je ve srovnání s předchozím rokem výrazně přívetivější a stavební práce tak mohly začít už v lednu a pokračovaly i v závěru roku. Pomohla i nutnost dočerpat prostředky z fondů EU alokovaných pro toto období, které nastartovaly potřebné investice do budov a infrastruktury. S vidinou zlepšujícího se legislativního prostředí očekáváme, že dobrý výkon stavebnictví bude pokračovat i v tomto roce.

Rekordní růst mezd nepoleví ani v tomto roce

Historicky nízká nezaměstnanost se stala bariérou růstu české ekonomiky. Intervence ČNB, která byla ukončena na jaře roku 2017, podnítila extenzivní růst ekonomiky. Firmy začaly využívat dostupné zdroje a levnou pracovní sílu, což vyústilo v extrémně nízkou nezaměstnanost – nejnižší v EU. Počet nezaměstnaných osob v listopadu klesl až na 215 tis., naopak počet volných pracovních míst nadále stoupá. Poslední čísla hovoří o 323,5 tis. volných pracovních míst. V průměru tak připadá pouze 0,66 nezaměstnaného na jednu volnou pracovní pozici. Této situace využily odbory a začaly stupňovat požadavky na navýšení mezd. Navíc nízká nezaměstnanost začala vytvářet tlak na mzdy ze strany zaměstnanců, ale i zaměstnavatelů, kteří si vyšší mzdou snaží udržet kvalitní zaměstnance. Loňský růst tuzemských jednotkových mzdových nákladů patří mezi jeden z nejrychlejších v Evropě. Odhadujeme, že v roce 2018 mzdy rostly tempem 8,4 %. Pro tento rok pak růst jen mírně zpomalí na 7,8 %, především zásluhou dalšího zvýšení minimální mzdy o 1 150 Kč s platností od ledna 2019 a dále zásluhou navyšování platů státních úředníků, s čímž počítá státní rozpočet pro daný rok.

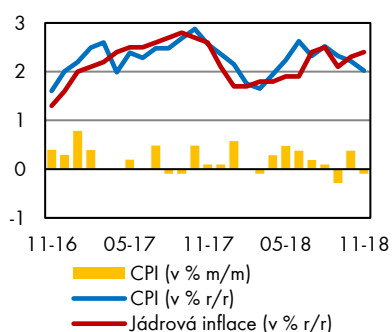
S růstem mezd však nepřichází ekvivalentní nárůst produktivity, což v důsledku snižuje ziskovost firem. Extrémně nízká nezaměstnanost spolu s nedostatečnou produktivitou se stávají hlavními faktory, které zpomalují ekonomický růst. Do pracovního procesu se zapojují i „pracovní rezervy“. Matky se vrací z mateřských dovolených, důchodci pracují na částečné úvazky a studenti mají mnoho možností přivýdělků. Navíc klesá počet absolventů vstupující na trh práce.

Podle dotazníku Českého statistického úřadu již více než třetina výrobců označuje nedostatek pracovníků za hlavní překážku k dalšímu růstu. Podle našeho očekávání nezaměstnanost právě dosáhla svého minima. V následujícím období očekáváme její mírné zvýšení. To však bude způsobeno pouze sezónními faktory, situace na trhu práce zůstane vyostřena ještě minimálně první půlku roku. Pro rok 2018 odhadujeme průměrnou nezaměstnanost 3,2 %, pro rok následující pak 3,3 %.

Energie jako tahoun inflace

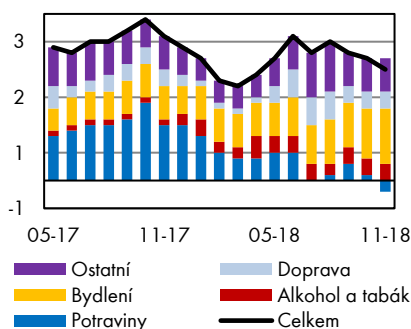
Spotřebitelská inflace se v závěru minulého roku vrátila ke dvouprocentnímu cíli centrální banky. Na zpomalení se nejvíce podílel pokles cen potravin. Postupně se ale také promítají nižší ceny ropy na globálních trzích do tuzemských cen pohonných hmot. V opačném směru však působí růst cen energií, které reflektují vyšší ceny na komoditních burzách a postupně přečeňování zafixovaných cen pro konečné spotřebitele. To by však mělo vygradovat s lednovou inflací, kdy dojde k přecenění největšího balíku klientských smluv pro elektřinu

Vývoj CPI a jádrové inflace



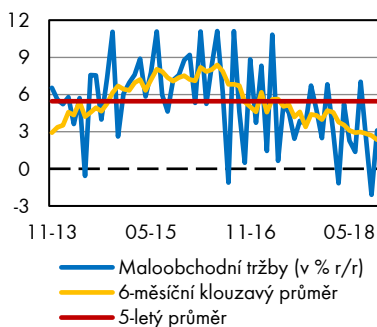
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

a plyn. K tomu se přidává i zvýšení regulované složky ceny elektřiny, za kterou je odpovědný ERÚ. Na druhou stranu byla snížena regulovaná složka ceny plynu. Také daňové změny přináší s lednem dopad na spotřebitelskou inflaci. Vybrané služby budou od nového roku přeřazeny do jedné ze snížených sazeb DPH. Současně také očekáváme pokračující trend rostoucí jádrové inflace, která odráží rekordní růst mezd v minulém roce, snižování marží firm a pokračující převádění nákladů na konečného zákazníka. Tento jev už v současnosti dokazují ceny služeb, které v listopadu vzrostly meziročně o 3,3 %. Podle našich odhadů tak vygraduje spotřebitelská inflace v prvním čtvrtletí letošního roku, kdy se přiblíží ke třem procentům. Následně pak bude vlivem zpomalování ekonomiky, pomalejšího růstu mezd a pokračujícího utahování měnové politiky postupně zpomalovat ke dvouprocentnímu cíli centrální banky. V průměru by pak měla inflace v tomto roce dosáhnout 2,6 % a v roce příštím 2,2 %.

Ceny průmyslových výrobců v minulém roce zaznamenaly překotný nárůst dynamiky, přičemž v závěru roku se stabilizovaly nad třemi procenty meziročního růstu. Hlavním důvodem byl vývoj cen koxu a rafinovaných ropných výrobků. Nárůst ceny ropy na globálních trzích se postupně propal téměř do všech sektorů zpracovatelského průmyslu. Na zrychlení růstu cen se také podílelo již zmíněné zvýšení cen energií, které se u výrobců tradičně projevuje s předstihem před domácnostmi kvůli omezené možnosti fixace cen. Cena ropy však v závěru minulého roku opět poklesla, nicméně podle prognózy týmu RBI by se měla stabilizovat na úrovni 70 dolarů za barel. Společně s naší prognózou koruny by tak mělo dojít i ke stabilizaci růstu tuzemských cen v průběhu tohoto roku. V průměru by pak ceny průmyslových výrobců měly letos vzrůst o 2,2 % a v roce příštím o 1,5 %.

Automobilový sektor i nadále snižuje tržby obchodníků

Maloobchodní tržby i nadále výrazně ovlivňují výrazný pokles prodeje aut, který je připisován zejména problémům s homologací. Prodeje automobilů meziročně poklesly o více než tři procenta. Na podzim tak došlo k výraznému propadu tržeb, poslední říjnová čísla však vykazovala zlepšení a navrátila se k solidním výsledkům z první poloviny roku. Tržby bez započtení prodeje automobilů rostly za prvních deset měsíců průměrně téměř o pět procent, celkové tržby tedy vzrostly průměrně o 2,8 %. Ve srovnání se stejným obdobím roku 2017 došlo ke zhoršení o 0,4 respektive o téměř dva procentní body. Situace na trhu práce a s tím související růst mezd a spotřebitelská důvěra zůstávají hlavními tahouny maloobchodních tržeb. I nadále se daří především internetovým prodejem a zásilkovým službám.

I pro rok 2019 očekáváme, že si maloobchodní tržby udrží solidní růst především zásluhou pokračujícího růstu platů, což i nadále podníká chuť spotřebitelů utrácet. Pro rok 2018 odhadujeme průměrný nárůst tržeb obchodníků bez započtení automobilů o 4,8 %, pro tento rok pak očekáváme zpomalení na 4,6 %. Celkové tržby rostly loni podle našich odhadů tempem 2,8 % a letos očekáváme opět mírné zpomalení na 2,7 %.

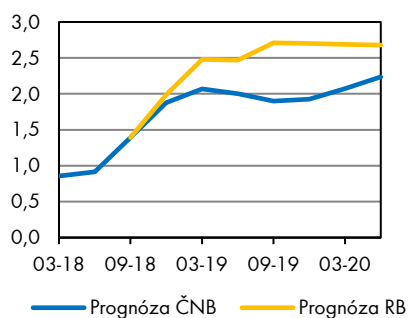
Rychle rostoucí dovoz i nadále táhne saldo obchodu dolu

Přebytek obchodní bilance v národním pojetí v roce 2018 bez započtení posledních dvou měsíců dosáhl 116,2 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 39,6 mld. Kč a to především v důsledku rychle rostoucího dovozu. Vývoz za prvních deset měsíců meziročně vzrostl o 2,8 %, zároveň však výrazně vzrostl i dovoz a to o 4,4 %. Vývoz táhnou především automobily, které tvoří více než čtvrtinu exportu. Oproti stejnému období loňského roku se však vývoz automobilů snížil zhruba o 2,5 %. Oslabení automobilového vývozu zapříčinila nová emisní regulace, jejíž zásluhou se již vyrobené vozy nemohly prodat, jelikož čekaly na potřebné testy a schválení. To mělo velký dopad na maloobchodní tržby, ale i na vývoz. Vývozu do budoucna nepomůže ani zpomalování ekonomik hlavních obchodních partnerů a rovněž tuzemské podmínky nejsou nejpříznivější. Nezaměstnanost je na dlouhodobém minimu a je nejnižší v EU. Většina výrobců nedostatek pracovní síly považuje za hlavní překážku dalšího růstu. Neočekáváme však, že by se situace na trhu práce měla v letošním

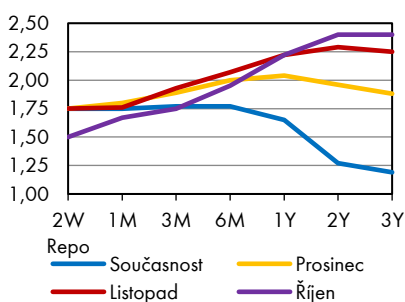
Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
3M	2,01	2,48	2,47	2,71
6M	2,07	2,55	2,54	2,79
12M	2,21	2,68	2,67	2,91

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

PRIBOR 3M (v %)


Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Vývoj tržních očekávání růstu úrokových sazeb ČNB


Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

roce změnit. Dále na celkovou bilanci měly neblahý vliv zvyšující se ceny ropy a slabší kurz koruny, které zvýšily korunovou hodnotu dovozu. Odhadujeme, že bilance zahraničního obchodu v roce 2018 dosáhla přebytku 120 mld. Kč, avšak letos očekáváme jeho snížení na 80 mld. Kč.

Veřejné finance na výsluní

Hospodaření státu skončilo v minulém roce v mírném přebytku 2,9 mld. Kč. Výsledek je tak druhý nejlepší od roku 1996. Po očistění o prostředky z Evropské unie by pak minulý rok skončil rozpočet v mírném deficitu. Za lepším hospodařením stojí hlavně vyšší výběr daní a právě příjmy z EU. Pro minulý rok byl schválen rozpočet s deficitem 50 mld. Kč. Nicméně, jak už průběžný vývoj napovídal, výsledek je výrazně optimističtější. Závěr roku bývá pro státní rozpočet tradičně horší, nicméně tento rok se podařilo státu tento jev potlačit vyšším výběrem daní. Nejvyšší nárůst ve výběru zaznamenalo pojistné na sociálním zabezpečení, DPH a daň z příjmu fyzických osob. Naopak zaostává výběr daně z příjmu právnických osob, která reflektuje snižující se marže firem a nárůst investic z důvodu nedostatečných kapacit a rostoucích mzdových nákladů.

Pro příští rok však očekáváme, že příjmová strana státního rozpočtu už nebude tak příznivá vzhledem ke zpomalující se ekonomice a rostoucím úrokovým sazbám. Na druhou stranu nepředpokládáme, že poleví tlak na další zvyšování platů státních zaměstnanců a očekáváme i vyšší výdaje na obranu. Státní rozpočet by tak měl v tomto roce skončit blíže původnímu plánu (40 mld. Kč), než jsme tomu byli svědky v posledních letech. V souladu s tímto vývojem očekáváme, že celé veřejné finance v tomto roce budou hospodařit přibližně s vyrovnaným rozpočtem a v roce příštím s mírným deficitem.

Zvyšování sazeb na dosah vrcholu

Bankovní rada ČNB v listopadu rozhodla počtvrté v řadě a popáté v loňském roce zvýšit své úrokové sazby. Dvoutýdenní repo sazba byla navýšena na úroveň 1,75 %, lombardní na 2,75 % a diskontní sazba na 0,75 %. V prosinci si bankovní rada pak vyžádala pauzu v dalším utahování úrokových sazeb, nicméně dva členové (V. Benda a A. Michl) i tehdy hlasovali pro další zvyšování. Jak napovídá prosincová rozpolcenost bankovní rady a záznam z tohoto jednání další zvyšování úrokových sazeb bude následovat. Jako nejbližší příležitost se nabízí únorové jednání, kdy bude zveřejněna i nová makroekonomická prognóza centrální banky. Následně pak očekáváme, že ještě rábí naladění rady bude pokračovat a další zvýšení bude následovat hned záhy v březnu. Nahrává tomu naše prognóza vrcholu spotřebitelské inflace v prvním čtvrtletí tohoto roku z důvodu vyšších cen energií ale i poptávkových tlaků pramenících z pokračujícího rekordního růstu mezd. Zároveň také neočekáváme, že koruna posílí tak prudce, jak předpokládá současná prognóza centrální banky (na 25,1 v průměru pro první čtvrtletí). V následujících čtvrtletích však podle naší prognózy potřeba dalšího utahování měnové politiky poklesne. Ekonomika dále zpomalí a postupně i ustoupí růst mezd potažmo inflace. Další potenciál pro zvyšování úrokových sazeb vidíme v blízkém se zvyšování sazeb v eurozóně. Tým RBI očekává zvýšení depozitní sazby ve třetím čtvrtletí tohoto roku a následně i zvýšení hlavní sazby ve čtvrtém čtvrtletí. To by mohlo poskytnout ČNB prostor pro třetí zvýšení úrokových sazeb v tomto roce. Dvoutýdenní repo sazba by se tak dostala na konci tohoto roku na hodnotu 2,50 %, což odpovídá i rovnovážným úrokovým sazbám tak, jak o tom hovoří bankovní rada.

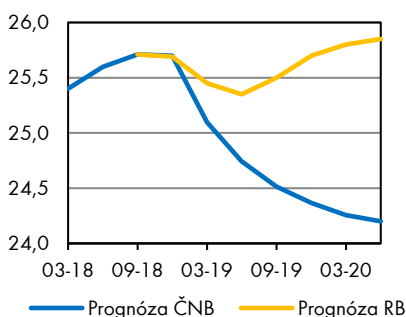
Koruna i nadále ve vleku globálního vývoje

Kurz koruny

	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
EUR/CZK	25,57	25,30	25,40	25,60
USD/CZK	22,43	22,39	22,09	21,51

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK



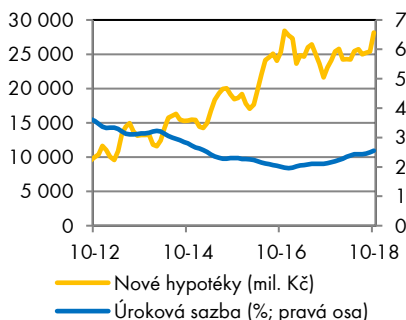
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	III-19	VI-19	IX-19
2 roky	1,70	1,95	2,10	2,25
5 let	1,72	2,20	2,30	2,40
10 let	1,78	2,40	2,50	2,60

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Nové hypoteční úvěry



Zdroj: Raiffeisenbank, MMR

Pokud abstrahujeme od mozambického meticalu, tak si česká koruna v roce 2017 s 5,7 % připsala titul nejméně posilující měny vůči euru. V minulém roce bylo však vše jinak a koruna skončila ve ztrátě -0,72 %. Na druhou stranu její regionální konkurenti si připsali větší ztrátu v řádu jednotek procent.

V tomto roce budou i nadále hrát zásadní roli geopolitické faktory. Zároveň také pozorujeme nízký efekt loňského agresivního zvyšování základních úrokových sazeb, které tak korunu příliš nepodpoří ani letos. V základním scénáři pokládáme situaci v Itálii za víceméně vyřešenou a ani neočekáváme katastrofický výsledek vyjednávání ohledně Brexitu. Nicméně hrozbou zůstává obchodní spor USA a Číny, ale i nedořešená dohoda s Evropskou unií. Prozatím se však všechno vyvíjí správným směrem a uklidnění těchto problémů by mělo přinést koruně dlouho očekávané posílení. I nadále předpokládáme letošní nejsilnější hodnotu koruny v prvním čtvrtletí. Následně však bude tuzemská ekonomika dále zpomalovat, s čímž poklesnou i proinflační tlaky a odhodlání ČNB dále utahovat měnovou politiku. Navíc do hry vstoupí první zvýšení úrokových sazeb ECB a předcházející tlak na růst tržních úrokových sazeb v eurozóně, což povede k přehodnocení pozic zahraničních investorů a oslabení koruny. Zároveň bude korunu v jejím případném posilování brzdit její „překoupenost“ zahraničními subjekty.

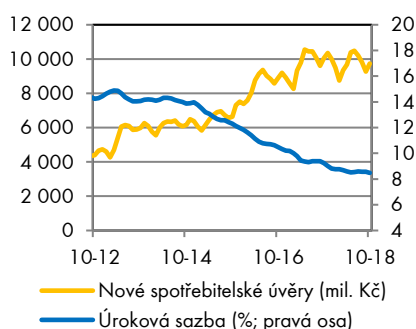
Nový normál výnosů

V posledních měsících minulého roku sazby úrokových swapů zaznamenaly prudký pokles a inverzi celé výnosové křivky. Za tím stojí zejména nečekané zpomalení inflace v kombinaci s nezamýšlenou holubičí rétorikou některých členů bankovní rady. Ke konci roku se k tomu přidala nízká likvidita na trhu a výsledkem byl dramatický pokles tržních očekávání dalšího růstu úrokových sazeb ČNB. Ještě v říjnu trh očekával růst úrokových sazeb ČNB téměř až na 2,5 % v horizontu dvou let. V současnosti však už nepočítá ani s jedním a naopak očekává pokles sazeb. Tento pokles se promítl i do výnosů státních dluhopisů, jejichž výnosová křivka se v posledních dnech v kratších splatnostech také invertovala. Předpokládáme, že tento stav je jen z výše zmíněných důvodů pouze dočasný a brzy se vrátí výnosy k předchozímu růstu v souladu s naší prognózou zvyšování sazeb ČNB. S tím očekáváme i nárůst sazeb na mezibankovním trhu. Nicméně plochý stav výnosové křivky, resp. její inverzní stav lze považovat za nový normál.

Na začátku minulého roku ministerstvo financí plánovalo potřebu financování státu ve výši 351,6 mld. Kč. Skutečnost však byla zhruba o sto miliard nižší díky lepšímu hospodaření a situaci na dluhopisovém trhu. Pro tento rok je naplánováno 331,2 mld., což bude daleko blíže realitě, než v roce předchozím. V příštím roce maturuje rekordní objem státních dluhopisů, který bude třeba pokrýt novou emisí na primárním trhu. Zároveň také předpokládáme, že hospodářský vývoj dovolí státnímu rozpočtu skončit s lepším než plánovaným výsledkem.

A opět ty hypotéky...

Zdá se, že v minulém roce neměl bankovní sektor zajímavější téma nežli hypotéky. A očekávání konečných výsledků se s blížícím se závěrem roku ještě stupňovalo. Předpokládali jsme skokový nárůst poptávky po hypotečních úvěrech těsně před platností nových regulačních opatření ČNB s prodloužením efektu do října a poté její ochlazení. A tak se skutečně stalo. Již letní měsíce zaznamenaly netypicky vysoké objemy nově poskytnutých hypoték, v září se pak objem nových obchodů zvýšil meziročně o 24 %. V říjnu bylo podle statistiky ČNB poskytnuto 30,4 mld. Kč nových hypoték, což je historicky druhá nejvyšší úroveň. Vyšší objem byl dosažen pouze v listopadu 2016. Od počátku letošního roku do konce října bylo v hypotékách načerpáno 256,7 mld. Kč, což je o 5,9 % více nežli ve stejném období roku 2017. Nyní zůstává poslední neznámou, jak hluboký bude propad

Nové spotřebitelské úvěry

Zdroj: Raiffeisenbank, MMR

poptávky po hypotékách v následujících měsících. Do vyrovnání celkového objemu roku 2017 ještě chybí trhu půjčit na hypotékách lehce přes 38 mld. Kč, což není nemožné. Podle Hypoindexu Fincentra, který zpracovává data hlavních hráčů bankovního trhu, dosáhl v listopadu objem nových hypoték 19 mld. Kč.

Dalším faktorem, který bude mnohem výrazněji než dosud ovlivňovat vývoj hypotečních úvěrů, jsou úrokové sazby. V zájmu prodejní strategie banky ještě dlouho po opakovaném zvýšení tržní úrokové sazby ponechávaly úrokovou sazbu svých úvěrových obchodů na nízkých úrovních. Poté, co se vyčerpal zvýšený zájem klientů, začala průměrná sazba hypotečních úvěrů dosti strmě růst, jen v listopadu o 12 bazických bodů na 2,78 %. První čtvrtletí a možná až první pololetí letošního roku ukáže skutečné dopady opatření ČNB na hypoteční trh, zda se naplní očekávání trhu o 15 až 20% propadu nových hypotečních obchodů a jak trvalý tento dopad bude.

Zajímavé je podívat se i na spotřebitelské úvěry. V posledních letech trvale klesá výše průměrné úrokové sazby nových spotřebitelských úvěrů, která nyní dosahuje doposud nejnižší úrovně 8,4 %. Logicky s tím roste objem čerpaných úvěrů. Zdá se, že spotřebitelské úvěry se po vyčerpání potenciálu hypoték mohou stát novým konkurenčním nástrojem bank v boji o klienta.

Helena Horská, František Táborský, Eliška Jelinková, Luboš Růžička, Lenka Kalivodová

Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.
economic.research@rb.cz

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



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 Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

Nemovitosti a Projektové financování

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Soumar Radek

Renata Dlesková

Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

Martin Matoušek

Private Banking

Pavel Ráž

Michal Špírek

Pavel Pikna

Lena Krejnická

Faktoring

Petr Fiala

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

Financování obchodu

Ivan Chleboun

Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová

Adam Zilvar

Jana Novotná

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Kárníková Novák

Jana Charvátová

Jana Buňková

Treasury – Trading

Milan Fischer

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Ivo Prokop

Treasury - Sales

Pavel Křivonožka

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Pavel Křištof

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Karel Hubička

Ondřej Chládek

Jan Gazsi

Corporate Finance

Marek Tichý

Jakub Hamr

Pavel Plánička

Petra Kubů

Treasury – Equities

Richard Skácel

Eva Polánová

Jakub Veselský

Jakub Schermer

Ekonomický výzkum

Helena Horská

František Táborský

Eliška Jelínková

Luboš Růžička

Lenka Kalivodová

23 44 01 362

23 44 05 228

603 808 512

603 808 035

602 172 573

23 44 01 133

23 44 01 330

23 44 05 691

23 44 01 857

23 44 01 215

23 44 01 308

23 44 01 545

23 44 01 574

23 44 01 437

24 24 32 437

23 30 63 280

23 44 05 468

23 44 01 374

23 44 01 191

23 44 01 455

23 44 01 461

23 44 05 253

23 44 01 802

23 44 01 877

23 44 05 551

23 44 05 656

23 44 05 656

23 44 01 802

23 44 01 145

23 44 01 316

23 44 01 144

23 44 05 509

23 44 01 821

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 01 953

23 44 01 868

23 44 01 255

23 44 01 822

23 44 01 827

23 44 01 803

23 44 01 819

23 44 01 838

23 44 01 413

23 44 05 685

23 44 01 413

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 4. ledna 2019, 16:00

Publikace byla vydána 10. ledna 2019

UPOZORNĚNÍ

Vydává či šíří: 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. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. 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 rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní 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 (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu a jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje výše zmíněných produktů může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neověřených informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete (https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

Investoři do finančních 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 cenných papírů/finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimo jiné i 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 zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktuálnosti. To však nezakládá povinnost aktualizovat příslušný dokument.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reputujícím 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. Tyto 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 (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního 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 finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či 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 („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA 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 finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spoluzájemce veřejné nabídky finančních 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. Dále 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 (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou pobočkou společnosti 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, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. 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 RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční 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 finančního 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.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizující situaci na Ukrajině

Výzkum a doporučení se týkají pouze finančních nástrojů, které nejsou přímo ovlivněny sankcemi přijatými Nařízením Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizující situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpnem 2014. Upozorňujeme, že nákup finančních instrumentů se platností delší než 30 dní a vydaných po 31. červenci 2014 je Nařízením včetně pozdějších rozšíření sankcí zakázán. Žádné názory týkající se těchto zakázaných finančních instrumentů nerozšiřujeme.

Informace týkající se Lichtenštejnského knížectví

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

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

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a sítích zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.