

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ECB odložila první zvýšení sazeb za horizont tohoto roku
- Fed si letos od zvyšování sazeb odpočine
- Tuzemská ekonomika má silný růst za sebou a čeká ji další zpomalení
- Extrémně utažený trh práce se ani tento rok nedočká zlepšení
- Inflace zaznamená nejvyšší hodnoty z kraje roku
- Automobilovému sektoru se nedaří návrat k silným číslům
- Silný růst mezd a vysoká spotřebitelská důvěra zajistí pokračující růst maloobchodních tržeb
- Import i nadále předhání export a táhne zahraniční obchod dolů
- Veřejné finance zůstanou vyrovnané i v roce 2019
- Tuzemské sazby se nachází blízko svého vrcholu
- Koruna má nejsilnější hodnoty letos za sebou a bude dále oslabovat
- Česko úspěšně emitovalo první dluhopisy denominované v eurech

Makroekonomická predikce	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 768	5 045	5 277	5 479	5 679	5 834
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	2,5	4,5	3,0	2,4	2,2	1,7
HDP na hlavu v PPS	25 253,9	25 516,1	26 388,6	28 346,8	29 897,7	31 267,6	32 208,7
Průmyslová výroba, r/r %	4,3	3,4	6,5	3,0	1,8	2,0	2,1
Míra nezaměstnanosti MPSV	6,5	5,5	4,2	3,2	3,3	3,8	4,5
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	3,2	4,4	6,2	8,1	6,9	4,9	4,1
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,8	2,0	3,1	1,7	1,5
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,1	2,3	1,6	1,3
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,4	2,0	2,2	1,5	1,3
Saldo vládních financí, % HDP	-0,6	0,7	1,6	1,4	0,0	-0,6	-0,9
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	40,0	36,8	34,7	31,1	30,4	30,0	29,8
Obchodní bilance, mld. Kč	131,0	163,6	163,5	122,3	80,0	50,0	20,0
Běžný účet, % HDP	0,2	1,6	1,1	0,3	0,0	-0,3	-0,5
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	-0,6	0,4	2,7	1,7	1,1	0,9	0,9
CZK/EUR, průměr	27,3	27,0	26,3	25,6	25,9	26,4	26,4
CZK/USD, průměr	24,6	24,4	23,4	21,7	22,6	21,9	20,5
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	1,07	1,97	1,59	1,25
3M PRIBOR, průměr	0,3	0,3	0,4	1,3	2,2	1,8	1,5
2letý výnos, průměr	-0,1	-0,3	-0,1	1,1	1,9	1,6	1,3
5letý výnos, průměr	0,1	0,0	0,2	1,5	2,0	1,8	1,6
10letý výnos, průměr	0,72	0,46	1,01	2,00	2,03	1,99	1,86

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2017	2018	2019e	2020f
Polsko	2,0	1,7	1,8	2,4
Maďarsko	2,4	2,8	2,7	2,2
ČR	2,5	2,1	2,3	1,6
Slovensko	1,3	2,5	2,3	2,0
Slovinsko	1,6	1,9	1,7	1,7
SE	2,1	2,0	2,1	2,1
Rumunsko	1,3	4,6	3,6	2,9
Bulharsko	2,1	2,8	3,1	3,4
Chorvatsko	1,1	1,5	1,0	1,5
Srbsko	3,2	2,0	2,2	2,4
Bosna a Her.	1,3	1,4	1,3	1,1
Albánie	2,0	2,0	2,0	2,8
Kosovo	1,5	1,0	1,5	1,7
JVE	1,6	3,4	2,8	2,6
Rusko	3,4	3,0	4,7	4,1
Ukrajina	14,4	10,9	8,3	7,7
Bělorusko	6,0	4,9	5,7	6,0
SNS	4,3	3,6	5,0	4,4
SVE	3,2	3,1	3,7	3,4
Turecko	11,1	16,3	15,0	11,0
Německo	1,7	1,9	1,5	1,7
eurozóna	1,5	1,8	1,3	1,3
USA	2,1	2,5	2,2	2,3
Čína	1,6	2,1	1,7	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2017	2018	2019e	2020f
Polsko	4,26	4,26	4,31	4,30
Maďarsko	309,3	318,8	320,2	320,0
ČR	26,3	25,6	25,9	26,4
Rumunsko	4,57	4,65	4,76	4,85
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,5	7,4	7,4	7,4
Srbsko	121,3	118,2	118,8	120,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	134,2	127,6	124,5	126,0
Rusko	65,9	74,0	76,6	82,3
Ukrajina	30,0	32,1	32,0	34,5
Bělorusko	2,18	2,41	2,47	2,68
Turecko	4,12	5,70	6,38	7,21
USA	1,13	1,18	1,14	1,21
Čína	7,63	7,81	7,81	8,02
Švýcarsko	1,11	1,16	1,14	1,15

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-19	IX-19	XII-19
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	1,05	1,30
ČR	1,75	2,00	2,00	2,00
Rumunsko	2,50	2,50	2,50	2,50
Rusko	7,75	8,00	8,00	8,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,50	2,50	2,50	2,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	VI-19	IX-19	XII-19
Polsko	1,7	1,7	1,7	1,7
Maďarsko	0,2	0,6	0,8	1,1
ČR	2,0	2,3	2,3	2,3
Rumunsko	3,1	3,1	3,1	3,1
Chorvatsko	0,3	0,5	0,5	0,5
Rusko	7,9	8,6	8,5	8,5
eurozóna	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
USA	2,6	2,6	2,6	2,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	VI-19	IX-19	XII-19
Polsko	2,8	3,0	3,2	2,9
Maďarsko	2,9	3,4	3,5	3,4
ČR	1,9	2,1	2,1	2,0
Rumunsko	4,8	5,0	5,2	5,2
Chorvatsko	1,9	2,0	2,0	2,0
Rusko	91,2	8,9	8,9	8,9
eurozóna	-0,1	0,4	0,4	0,2
USA	2,4	2,6	2,6	2,3

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí

Ekonomika eurozóny ztrácí svou dynamiku od poloviny loňského roku. O tom vypovídají i předstihové ukazatele, kdy index nákupních manažerů (PMI) ve výrobě dlouhodobě klesá a v únoru se dokonce propadl pod hranici padesáti bodů, tedy do pásma poklesu. Obavy z recese jsou však předčasné, jelikož PMI ve službách se drží stabilně nad touto úrovní, tedy v pásmu expanze. Záleží tedy především na tom, jak se tato mezera mezi sektorem služeb a výrobním sektorem uzavře. Očekáváme, že se průmyslový sektor časem odrazí ode dna a přidá se ke stále prosperujícímu sektoru služeb. Ve prospěch sektoru služeb hovoří silná čísla jednotlivých ekonomik, jako je stále velmi nízká míra nezaměstnanosti, rychle rostoucí mzdy, nízká inflace či příznivé finanční podmínky v čele se stále nízkými sazbami. Příznivé domácí faktory jsou částečně vyrušeny nepříznivým zahraničním vývojem především ochabující zahraniční poptávkou, což má neblahý vliv především na exportně orientované země. Tým RBI očekává, že nadále bude oslabovat vývoz do Turecka či Británie. Naopak vývoz do Číny by se měl v následujícím období zlepšit především zásluhou pozitivního ekonomického stimulu z Pekingu. Kromě zahraničního sektoru by i oslabení průmyslu mělo být pouze dočasně způsobené jednorázovými faktory, jako je nová emisní regulace automobilů. Poslední čísla z průmyslu napovídají, že tyto faktory již polevily a dojde tak k jeho oživení. Nedávné zpomalení ekonomiky eurozóny bylo jen dočasné a nepromění se v dlouhodobý trend.

Inflace eurozóny klesla v březnu na 1,4 %, což je výrazně pod cílem Evropské centrální banky. I jádrová inflace, tedy inflace bez volatilních složek jako jsou energie a potraviny, se v posledních několika letech drží v blízkosti jednoho procenta a dlouhodobě nevykazuje tendenci stoupat. V polovině roku očekáváme, že ani energie nebudou na inflaci vytvářet tlak, takže celková inflace se začne přibližovat k jádrové. Zásluhou rostoucí inflace sektoru služeb jádrová inflace dokonce předežene v druhé polovině roku inflaci celkovou.

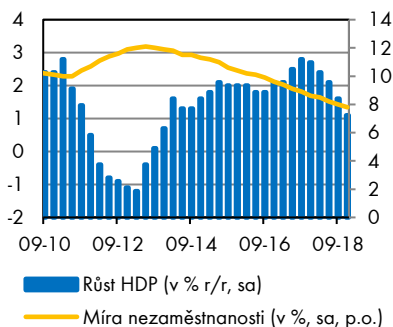
Na druhém měnověpolitickém zasedání tohoto roku ohlásila ECB úmysl odložit první zvýšení úrokových sazeb za horizont roku 2019. Když vezmeme v potaz, že se mnoho ekonomik eurozóny nachází v pokročilé fázi hospodářského cyklu, ECB se tak zřejmě k prvnímu zvýšení sazeb v tomto cyklu vůbec nedostane. Tým RBI očekává, že k prvnímu zvýšení depozitní sazby dojde až v polovině roku 2021 a první zvýšení úrokové sazby bude následovat až v roce 2022.

Americká ekonomika se i nadále pevně drží v pásmu expanze, na což poukazuje několik předstihových ukazatelů v čele s PMI ve výrobě, které, na rozdíl od jeho evropských protějšků, neskouzlo do pásma poklesu a nadále tak stabilně setrvává nad hranicí padesáti bodů. Výsledek americké ekonomiky za první čtvrtletí tohoto roku však přinese spíše zklamání a to především zásluhou amerického „shutdownu“, kdy vládní instituce neměly finance na provoz. Anualizovaná hodnota kvartálního růstu by se v tomto období měla pohybovat okolo jednoho procenta. V dalším čtvrtletí americkou ekonomiku čeká návrat k silnému růstu, který očekáváme výrazně nad potenciálem.

O rozkvětu americké ekonomiky svědčí také nadále snižující se míra nezaměstnanosti. Zaměstnanost v posledních šesti měsících rostla v průměru o 190 000 měsíčně, přitom k udržení klesajícího trendu míry nezaměstnanosti by stačilo poloviční číslo. Očekáváme proto, že nezaměstnanost bude i nadále klesat a dosáhne své nejnižší hodnoty 3,5 % v létě, což by byla nejnižší hodnota za téměř šedesát let. Extrémně utažený trh práce podporuje kvapný růst mezd, který se v únoru pohyboval okolo 3,4 %, což je nejvyšší hodnota za posledních deset let. Mzdy by přitom měly růst i nadále. Jejich tempo by v následujících měsících mělo dosáhnout až hodnoty 4 %.

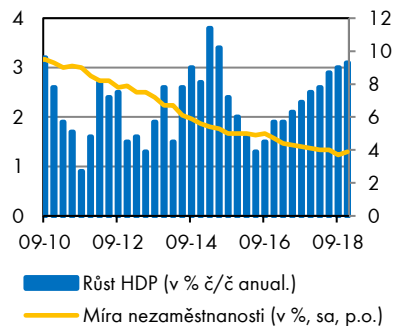
Americká inflace v únoru klesla na hodnotu 1,5 %, především zásluhou snižujících se cen energií ke konci minulého roku. Na druhou stranu inflace sektoru služeb hnaná rychlým růstem mezd zůstává blízko pod úrovní tří procent. Neočekáváme proto, že by inflace v následujících měsících klesala, naopak by se měla znovu zakotvit na úrovni dvou procent v meziročním

Eurozóna



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

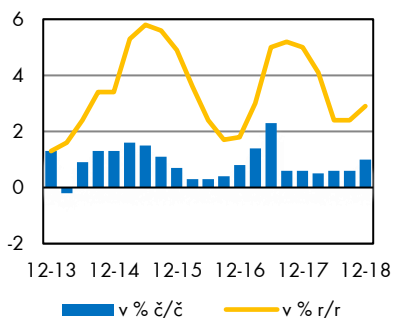
USA



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

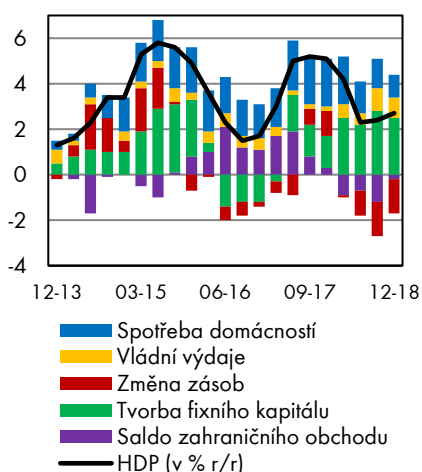
srovnání. Právě nízká inflace byla jedním z faktorů ukončení utahování americké měnové politiky pro tento rok. Tým RBl očekává, že sazby zůstanou na současné úrovni 2,50 % až do poloviny roku 2020, kdy očekáváme první snížení. Americká centrální banka se podle našeho mínění k tomuto kroku uchýlí, aby podpořila zpomalující ekonomiku, která by podle našich odhadů měla v příštím roce dosáhnout růstu pouhého 0,5 %.

Růst HDP



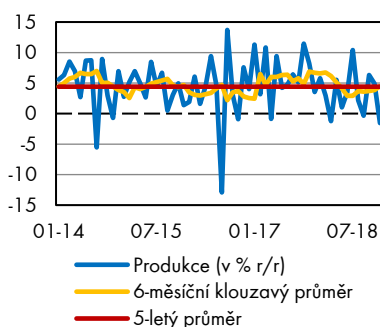
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nižší zahraniční růst se postupně projeví i v tuzemsku

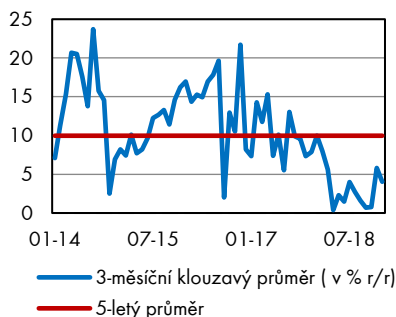
Podle odhadu ČSÚ růst české ekonomiky překvapivě zrychlil v posledních třech měsících loňského roku na 0,9 % mezičtvrtletně. Vyšší oproti předchozím čtvrtletím byl i meziroční růst, který dosáhl 2,8 %, v souhrnu za celý rok si české hospodářství polepšilo o 3 %. I přes zpomalení oproti extrémně příznivému roku 2017 tak výkonnost ekonomiky v loňském roce pozitivně překvapila. Hlavním faktorem meziročního růstu byla domácí poptávka a v jejím rámci zejména investiční aktivita. Dlouhodobý nedostatek volných pracovníků na trhu práce i rychle rostoucí platové ohodnocení zaměstnanců nutí firmy stále častěji k investicím do nových strojních technologií. Vyšší automatizace výroby by měla zároveň přispět i ke kýženému růstu produktivity práce, která v posledním období spíše zaostávala. Vysoký mzdový růst současně podporuje i spotřebu domácností, která, i přes zvolnění dynamiky v závěru roku, vzrostla v loňském roce o výrazných 3,4 %. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo k podstatnému snížení záporného příspěvku salda zahraničního obchodu vlivem zlepšení na straně vývozu, což byl hlavní důvod pro zrychlení růstu HDP v závěru roku. Ve směru nižšího růstu působila i přetrvávající negativní změna stavu zásob, za kterou stojí dokončování výroby a investic z předchozích období i přizpůsobování úrovně zásob očekávané nižší poptávce. Vliv zpomalování ekonomik hlavních obchodních partnerů (zejména Německa) se postupně začíná projevovat i v tuzemské výrobě. Očekáváme proto, že zejména exportní výkonnost bude postupně ochabovat. Neustále rostoucí náklady firem na mzdy i vyšší náklady na energetické vstupy budou v letošním roce limitovat množství prostředků na investice. Jejich růst by tak už neměl být dvouciferný jako loni, ale očekáváme jeho podstatné snížení. Solidní tempo růstu, i když nižší oproti loňskému roku, by si měla udržet spotřeba domácností nadále podporovaná přetrvávajícím rychlým mzdovým růstem a rovněž i spotřeba vlády. V souhrnu tedy snižujeme výhled růstu ekonomiky pro letošní rok na 2,4 % a pro rok 2020 pak předpokládáme další mírné zpomalení na 2,2 %.

Tuzemský průmysl čekají horší časy

Průmyslová produkce se v loňském roce zvýšila oproti roku 2017 o 3,2 %. Průměrný meziroční růst byl sice zhruba poloviční oproti výjimečně příznivému roku 2017, i přesto si produkce v průmyslu udržela solidní dynamiku v souladu s celkovým růstem ekonomiky. Na rozdíl od předchozích let, kdy byl nárůst průmyslové produkce tažen především výrobou motorových vozidel a strojů a zařízení, zaostala tato odvětví v roce 2018 za očekáváním. Ochabnutí jejich růstu bylo však nahrazeno dynamicky rostoucí výrobou počítačů, optických přístrojů a elektrických zařízení. Výrazně si však loni polepšila i výroba ostatních dopravních prostředků, uspokojivě se zvýšila i produkce konstrukcí a kovodělných výrobků.

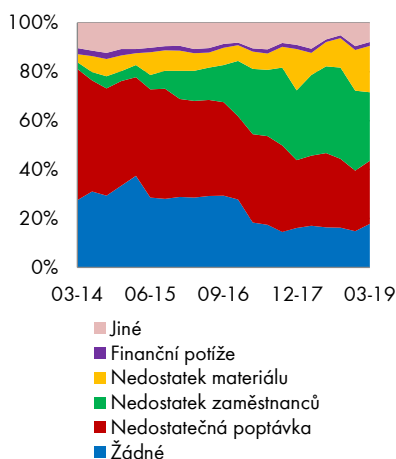
Poslední předstihové statistiky z průmyslu i negativní signály o nižší produkci v zemích našich hlavních obchodních partnerů však naznačují, že průmysl čekají v letošním roce horší časy. PMI ve výrobě setrvale klesá a kopíruje vývoj u našich sousedů v čele s Německem, kam směřuje zhruba třetina našeho exportu. Index podnikatelské důvěry v průmyslu z dílny ČSÚ se začal mírně snižovat již před rokem, v posledním období se však jeho poklesy více prohlubují. To lze považovat za důkaz, že vrchol hospodářského cyklu už máme za sebou a čeká nás další postupné zpomalování. Hlavní bariérou růstu tuzemského průmyslu zůstává již druhým rokem nedostatek zaměstnanců, nicméně podle posledního lednového průzkumu se tato bariéra výrazně snížila. Naopak vzrostl podíl firem uvádějící jako překážku podnikání nedostatek materiálů a mírně vzrostl i ukazatel nedostatečné poptávky. Tyto překážky jsou, společně s prodlužujícími se dodacími lhůtami, nejčastěji zmiňovány i ve zprávách

Produkce automobilů



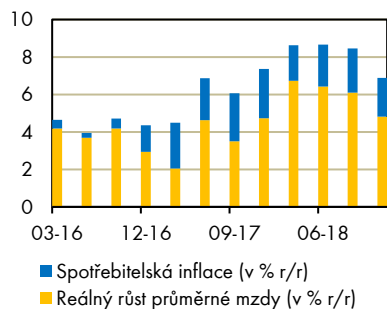
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Bariéry expanze v průmyslu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

předstihového ukazatele PMI. Rovněž překotně se zvyšující mzdové náklady i dražší financování, vlivem vyšších úrokových sazeb, postupně snižují ziskovost firem a vytváří tlak především na společnosti s nižší přidanou hodnotou. Pro letošní rok proto odhadujeme další snížení tempa růstu průmyslové produkce na 1,8 %, obdobný růst by se měl udržet i v roce následujícím.

Tuzemské stavebnictví si vedlo v loňském roce nadmíru dobře. Stavební produkce v souhrnu vzrostla meziročně reálně o 8,4 %, přitom vysokou dynamiku růstu zaznamenalo pozemní i inženýrské stavitelství. Zatímco produkce v pozemním stavitelství dynamicky rostla v průběhu posledních několika let, inženýrské stavebnictví v uplynulých letech spíše klesalo a jeho produkce se výrazně zvýšila až v loňském roce. I přes zaznamenaný nárůst stavební produkce však odvětví jako celek ve svých výkonech stále zaostává za rekordními úrovněmi z let 2007-2008. Za zlepšením stavební produkce v loňském roce stojí několik faktorů. V tuzemské ekonomice vrcholil hospodářský cyklus a některá odvětví již začala zpomalovat. Cyklus ve stavebnictví je ovšem zpožděný a svým vrcholem prochází až v současném období. Dalším faktorem, který působil ve prospěch vyšší stavební produkce, bylo i počasí. Teplejší loňský leden umožnil začít se stavebními pracemi již v předstihu a neodkládat je až na jaro. Zejména v inženýrském stavebnictví se pak projevila i nutnost dočerpat prostředky z fondů EU, které se realizovaly především v tolik potřebných investicích do infrastruktury. I v letošním roce by si stavební výroba měla udržet slušnou dynamiku, což naznačují i předstihové indikátory z počátku roku.

Utaženému trhu práce jen tak nebude svítat na lepší časy

Tuzemský trh práce si v loňském roce sáhl na své dno, když nezaměstnanost klesla až na 2,8 % a v průměru za celý rok dosáhla hodnoty pouhých 3,2 %. Ani tento rok by se situace na utaženém trhu práce neměla příliš změnit. Nárůst nezaměstnanosti očekáváme jen v řádu desetin procentních bodů a měl by se projevit až ve druhé polovině roku v reakci na zpomalující ekonomiku. I nadále více než čtvrtina dotazovaných průmyslníků uvádí nedostatek zaměstnanců jako hlavní bariéru expanze průmyslu, a to by se v následujících měsících nemělo dramaticky změnit. Na druhou stranu se mnozí z nich rozhodli investovat do přístrojů a technologií zlepšujících produktivitu. Tyto investice by již mohly nést své ovoce.

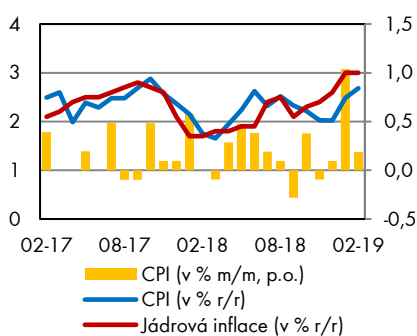
Právě nízká nezaměstnanost nastartovala kvapný růst mezd, který však není doprovázen odpovídajícím růstem produktivity. V loňském roce dosáhl růst mezd tempa 8,1 %, v tomto roce nepatrně zpomalí. Avšak tempo blízké 7 % bude stále solidní. Poháněno bude nejenom vyššími mzdami v soukromém sektoru, ale především nárůstem platů státních zaměstnanců. Například učitelům bylo přislíbeno až o 15 % více, bezpečnostní složky si polepší až o 8 % a lékařům by mělo být přidáno až 7 %. Zároveň na růst mezd bude mít výrazný dopad navýšení minimální mzdy o 1 150 Kč, zásluhou kterého vzroste nejen minimální mzda, ale i mzda vyšších platových tříd (tzv. zaručená mzda).

Mzdy i nezaměstnanost na zpomalující ekonomiku reagují se zpožděním, proto se ještě v tomto roce obě statistiky udrží v příznivých číslech. V druhé polovině roku se začne zpomalení ekonomiky propisovat i do výsledku nezaměstnanosti. Ta začne postupně a pozvolna mířit vzhůru. Pro přehřátý trh práce to však bude spíše návrat k normálu.

Ceny energií a služeb táhnou růst spotřebitelských cen

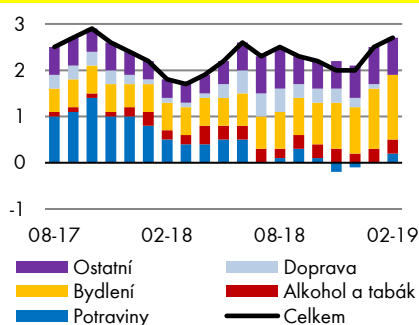
Spotřebitelská inflace se v lednu skokově zvýšila zejména vlivem zdražení cen elektřiny. V únoru pak došlo k dalšímu zrychlení meziročního cenového růstu až na 2,7 %. Za skokovým zdražením cen elektřiny na počátku ledna bylo další promítání vyšších cen silové elektřiny z komoditních burz do spotřebitelských cen, vzrostla však i část ceny, za kterou je odpovědný ERÚ. Současně s cenami elektřiny se zvýšily i ceny dalších energií pro domácnosti, tedy plynu a tepla. I na počátku letošního roku pokračoval trend růstu jadrové inflace. Její vyšší dynamika

Vývoj CPI a jádrové inflace



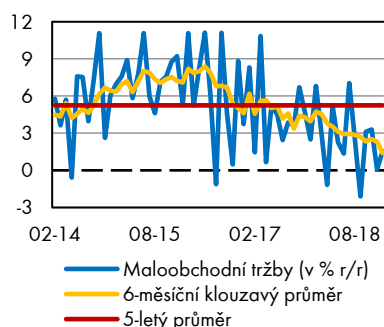
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

odráží přetrvávající vysoký růst mezd i přetrvávající vysokou úroveň spotřebitelského sentimentu. Dostatek disponibilních prostředků v kapsách spotřebitelů pak působí zejména na vyšší ceny služeb, které v lednu i únoru meziročně vzrostly téměř o čtyři procenta. Naproti tomu se ceny zboží v rámci jádrové inflace zvyšovaly jen slabě. Ceny potravin (včetně alkoholu a tabáku), které v podzimních měsících víceméně meziročně stagnovaly, začaly od počátku roku rovněž zrychlovat růst. Jedinou položkou, která tak brzdila cenový růst, byly pohonné hmoty. Do jejich cen se s malým zpožděním promítalo snížení ceny ropy na globálních trzích v závěru loňského roku. Podle našich odhadů dosáhne spotřebitelská inflace nejvyšších hodnot na přelomu prvního a druhého čtvrtletí, kdy očekáváme její kulminaci na úrovni 2,8 % a poté se bude ve zbytku roku postupně navracet k dvouprocentnímu inflačnímu cíli centrální banky. Návrat inflace k nižším hodnotám bude ovlivněn postupným zpomalováním hospodářského růstu, ochabnutím růstu mezd i vlivem působení přísnější měnové politiky, ke které národní banka přistoupila v průběhu loňského roku, když v předstihu reagovala na očekávaný vyšší cenový růst. V průměru by spotřebitelská inflace měla v tomto roce dosáhnout 2,3 %. V roce 2020 by pak mělo dojít k jejímu zvolnění na 1,6 %.

Ceny průmyslových výrobců se po prudkém propadu dynamiky v závěru loňského roku, daného listopadovým výrazným poklesem cen ropy na světových trzích, začaly v lednu a únoru opět zvyšovat. Hlavním důvodem byl nárůst cen výrobců ve skupině elektřiny, plynu a páry, které se v prvních měsících roku zvýšily meziročně o více než 7 % (samotná elektřina dokonce téměř o 10 %). Na zrychlení růstu cen výrobců v lednu a únoru se podílely i ceny v potravinářství, v únoru se přidaly i ceny v odvětví koxu a rafinérských ropných produktů, které tak reagovaly na opět se postupně zvyšující komoditní ceny ropy. Její cena by se však podle prognózy týmu RBI měla letos stabilizovat na úrovni těsně pod 70 USD za barel, tedy k dalšímu výraznému zvyšování cen v této skupině by už nemělo docházet. Nicméně lednový skokový nárůst cen elektřiny bude přispívat k růstu cen výrobců i nadále. Spolu s předpokladem o mírném oslabování kurzu koruny ve zbytku roku to bude znamenat růst cen výrobců v letošním roce lehce nad 3 %. V příštím roce by jejich dynamika měla poklesnout na 1,7 % zejména vlivem odeznění vysokého růstu cen elektřiny i předpokladu nižších cen ropy.

Auta i nadále snižují tržby obchodníků

Maloobchodní tržby jsou i na počátku letošního roku nadále negativně ovlivňovány klesajícími prodeji aut. Lednové tržby za prodej a opravy automobilů se meziročně snížily o více než pět procent. Tržby bez započtení prodeje automobilů však reálně vzrostly o 4,7 % a jejich dynamika se tak udržela zhruba na úrovni průměru roku 2018. Nejrychleji přitom nadále rostly tržby z prodeje nepotravinářského zboží, které se zvýšily meziročně o více než 7 %. V této kategorii si nejvíce polepšily tržby za počítačové a telekomunikační vybavení a za výrobky pro kulturu a rekreaci. Nadále si výraznou dynamiku udržely i tržby v internetových a zásilkových službách. Naproti tomu se tržby za potravinářské zboží v loňském roce zvýšily pouze o necelá dvě procenta. Přetrvávající spotřebitelská důvěra by měla i nadále působit ve směru zvyšování tržeb. Současně bude jejich růst podporovat i pokračující napjatá situace na trhu práce, která působí na rychlý mzdový růst a zvyšování disponibilních prostředků spotřebitelů.

Proto očekáváme, že i přes prognózované zpomalení ekonomiky, by průměrný nárůst tržeb obchodníků bez započtení automobilů měl přesáhnout 4 %, pro rok následující pak předpokládáme zpomalení na 3,3 %. To bude dáno zejména oslabením mzdové dynamiky při pokračujícím ochabování ekonomického růstu. Celkové maloobchodní tržby by se vlivem předpokládaných slabých prodejů aut měly letos meziročně zvýšit zhruba o 2 %.

Oslabující zahraniční poptávka táhne zahraniční obchod dolů

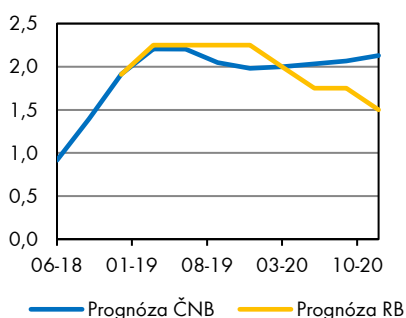
Obchodní bilance se v roce 2018 vyšplhala na hodnotu 122,3 mld. Kč, což je o téměř 38 mld. méně oproti roku 2017. Vývoz loni vzrostl o 3,5 % a zaznamenal rekordní hodnotu 3,6 bilionu korun. Avšak výrazně vzrostl i dovoz a to o 4,6 %. Pro tento rok očekáváme zpomalení růstu jak dovozu, tak především vývozu. Právě zpomalení vývozu jsme mohli pozorovat hned zkraje roku, kdy obchodní bilance zaznamenala svůj nejhorší lednový výsledek od roku 2013. Důvodem je především oslabování ekonomik hlavních obchodních partnerů v čele s Německem. Zpomalení může být výraznější v případě, že by došlo k naplnění současných globálních hrozeb, jako je neřízený odchod Británie z EU, propad německé ekonomiky do recese či uvalení amerických cel na evropský dovoz automobilů. Právě americká cla by měla nemalý dopad na tuzemskou ekonomiku, kde automobily a jejich součástky tvoří více než čtvrtinu tuzemského vývozu. Avšak velká část tohoto vývozu míří do Německa, kde jsou součástky dále zpracovávány. Mnohem významněji by se cla dotkla právě Německa, které je hlavním evropským vývozcem automobilů do USA. Nižší poptávka po německých autech by znamenala oslabení německé poptávky po českých automobilových součástkách, čímž by tuzemský vývoz značně utrpěl. Pokud by se však výše zmíněné hrozby nenaplnily, očekáváme přebytek zahraničního obchodu na úrovni 80 mld. Kč.

Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	VI-19	IX-19	XII-19
3M	2,0	2,3	2,3	2,3
6M	2,1	2,3	2,3	2,3
12M	2,2	2,4	2,4	2,4

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

PRIBOR 3M (v %)

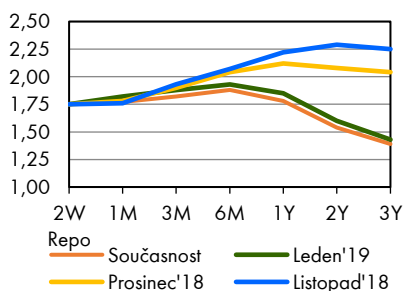


Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Třetí nejhorší začátek roku v historii státního rozpočtu

Hospodaření státu skončilo v minulém roce v mírném přebytku 2,9 mld. Kč. Výsledek je tak druhý nejlepší od roku 1996. Tento rok však podle prvních tří měsíců naznačuje, že výsledek bude daleko horší, než na co jsme byli zvyklí v posledních letech. Za leden a únor skončil státní rozpočet v deficitu 19,9 mld. Kč, což je naopak třetí nejhorší výsledek za uvedené období v historii. Na příjmové straně silně zaostává výběr daně z příjmu právnických osob, což reflektuje klesající ziskovost tuzemských firem, které zatěžuje mzdový nárůst, silnější koruna a vyšší úrokové sazby. Ostatní hlavní daňové položky odpovídají přibližně rozpočtovému plánu, ačkoli např. DPH už nevykazuje nárůst jako v minulém roce. Na straně výdajů zaujmou meziročně vyšší investice v řádu desítek procent. V měřítku plánovaných výdajů pro tento rok však investice dosahují pouze třetiny předpokládané částky a v meziročním srovnání je zachraňuje jen zoufale nízká srovnávací základna. Pro tento rok očekáváme, že příjmová strana státního rozpočtu už nebude tak příznivá jako v roce předchozím vzhledem ke zpomalující ekonomice. Na výdajové straně bude pokračovat tlak na růst sociálních výdajů a platů státních zaměstnanců nebo výdajů na obranu. Na druhé straně viditelně slábne růst výběru hlavních daňových položek, což odpovídá sestupnému trendu tuzemské ekonomiky. Státní rozpočet by měl v tomto roce skončit blíže původnímu plánu, tj. deficitem 40 mld. Kč, než jsme tomu byli svědky v posledních letech. Mírně horší přesto přebytkové by mělo být i hospodaření krajů a obcí, čímž by se mělo dostat hospodaření vlády v tomto roce k vyrovnanému rozpočtu. Pro rok příští očekáváme deficit ve výši 0,6 % HDP.

Vývoj tržních očekávání růstu úrokových sazeb ČNB



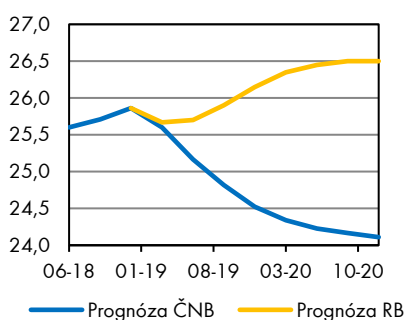
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Vrchol cyklu měnové politiky

Česká národní banka v minulém roce zvýšila své úrokové sazby hned pětkrát. Dvoutýdenní repo sazba se tak dostala na úroveň 1,75 %. Na posledních třech jednáních však bankovní rada vyhlásila přestávku ve zvyšování po smrti čtyř zvýšení v řadě. Podle většiny členů bankovní rady však potřeba dále zvyšovat úrokové sazby přetrvává a někteří jedinci dokonce očekávají až trojí zvýšení úrokových sazeb v tomto roce. Nicméně prozatím převládají negativní faktory plynoucí jak ze zahraničního, tak z domácího vývoje, které podle slov bankovní rady brání v dalším zvyšování. Podle našeho názoru však ani tuzemská ekonomika současné tempo neudrží příliš dlouho a prostor pro zvyšování sazeb se postupně uzavírá. Pokud bankovní rada chce pokračovat v „normalizaci“ měnové politiky ČNB, musí tak podle našeho názoru učinit v první polovině roku. Následně očekáváme značné zpomalení inflace, růstu mezd i celkové ekonomiky, které nedovolí bankovní radě dále zvyšovat úrokové sazby.

Cyklus měnové politiky se tak dostal ke svému vrcholu a je nutné začít počítat i s jeho obratem. Vzhledem k odkladu prvního zvýšení úrokových sazeb ECB až na konec roku 2021 v prognóze týmu RBI nově očekáváme první snižování sazeb ČNB už v první polovině roku 2020. To je v souladu s očekávaným prudkým zpomalením americké ekonomiky v příštím roce a pokračujícím zpomalením ekonomiky eurozóny a našeho hlavního obchodního partnera Německa. ECB tak podle našeho názoru promarnila příležitost vytáhnout úrokové sazby z nulového, resp. záporného pásma a obdobně se uzavírá okno pro další zvyšování sazeb i ČNB.

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Kurz koruny

	aktuál.	VI-19	IX-19	XII-19
EUR/CZK	25,8	25,8	26,0	26,3
USD/CZK	23,0	22,8	22,6	22,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	VI-19	IX-19	XII-19
2 roky	1,8	2,0	2,0	1,9
5 let	1,8	2,1	2,1	2,0
10 let	1,9	2,1	2,1	2,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Silná koruna ve zpětném zrcátku

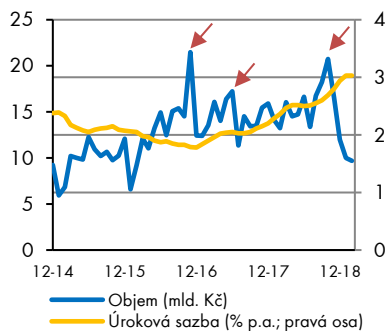
V předchozích prognózách jsme očekávali, že koruna dosáhne nejsilnějších hodnot v prvním čtvrtletí tohoto roku. Skutečnost naznačuje, že tento předpoklad byl správný, nicméně její úroveň je o několik desetníků výše. I nadále však předpokládáme, že ve zbytku roku si koruna už výrazně nepolepší. Potenciál podpory z titulu měnové politiky se vyčerpá, což už naznačovala slabá nebo dokonce žádná reakce koruny na sadu zvýšení úrokových sazeb v závěru minulého roku. Zároveň také klesá přirozená poptávka po koruně od tuzemských exportérů. Přebytek zahraničního obchodu postupně klesá a s ním i přebytek běžného účtu. Ve zbytku roku se k tomu přidá tradiční odliv dividend a zhoršující se výhled tuzemské ekonomiky a vnějšího prostředí. V případě materializace některých z politických rizik nebo dramatického zhoršení hospodářské situace v eurozóně lze také počítat s uzavíráním zahraničních pozic v korunách a rychlejším odlivem spekulativního kapitálu, což by oslabení koruny jen podpořilo. I po téměř dvou letech od konce kurzového závazku ČNB v tuzemské ekonomice zůstává obrovské množství zahraničního kapitálu, který je i jedním z důvodů, proč koruna nemůže v dohledné době udržitelně posílit. Každý její pohyb by totiž byl následován uzavíráním těchto pozic a realizováním zisků zahraničními subjekty.

Strmější výnosová křivka v horizontu jednoho roku

Po relativně divokém vývoji výnosů tuzemských státních dluhopisů na přelomu roku se situace stabilizovala. Přispěl k tomu i vývoj swapové křivky, která ale i nadále zůstává inverzní. Zploštění výnosové křivky státních dluhopisů reflektuje blížící se konec cyklu zpříšňování měnové politiky ČNB. V případě námi očekávaného jednoho zvýšení úrokových sazeb ČNB by výnosy měly ještě mírně růst, nicméně na těchto úrovních zůstanou až do konce roku. V roce příštím očekáváme, že se zhoršujícím se vývojem tuzemské a vnější ekonomiky a holubičí rétorikou centrální banky začnou výnosy opět klesat a celá výnosová křivka začne opět nabývat strmější tvar. Z pohledu emise státních dluhopisů očekáváme, že tento rok bude co do množství nových dluhopisů rekordní. V nejbližších čtvrtletích maturuje velké množství cenných papírů a zároveň se také viditelně zhoršuje hospodaření státu, který bude muset případný deficit státního rozpočtu financovat vyšší emisí dluhopisů. Zároveň také ministerstvo financí úspěšně otestovalo emisi českých státních dluhopisů denominovaných v eurech, ale spadající pod český právní řád. Jedná se tak o novou možnost, jak může stát pokrývat své devizové potřeby s nižšími úrokovými i administrativními náklady. Pravděpodobně se tak v dohledné době dočkáme dalších emisí tohoto typu. Současně také bude pokračovat prodlužování průměrné splatnosti vydaných státních dluhopisů.

Hypoteční krize se nekoná

Současná situace na hypotečním trhu odpovídá běžnému vývoji a zatím nic nenasvědčuje tolikrát veřejně zmiňované krizi. Po zavedení limitů DTI a DSTI jsme zaregistrovali velmi podobný průběh, jako v případě všech dosavadních regulatorních zásahů. V měsících bezprostředně před a po vstupu opatření v platnost rapidně vzrostl objem nových hypotečních úvěrů, aby v následujícím období opět rapidně poklesl. Tento jev tzv. předzásobením je jasně

Nové hypoteční úvěry

Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

patrný na přiloženém grafu. Již v únorových statistikách jsme viděli výrazné zpomalení propadu hypotečních úvěrů. V čistě nových hypotékách bez refinancovaných obchodů bylo poskytnuto 9,7 mld. Kč, což je jen o 3,1 % méně než v lednu. Po dosavadních meziměsíčních poklesech v průměru okolo 20 %, které jsme zaznamenali na přelomu roku, můžeme směle hovořit o stabilizaci bouřlivé situace. Ano, oproti hypotečním žním v minulých třech letech vypadají aktuálně dosahované hodnoty nových obchodů mírně řečeno nepříznivě, ale stále se pohybujeme na relativně vysoké hladině 10 mld. Kč měsíčně, a to není málo. Stablnímu vývoji hypotečních úvěrů v letošním roce navíc nahrává i vývoj úrokových sazeb. Po smršti zvyšování tržní úrokové sazby v minulém roce očekáváme letos jednoznačně zklidnění situace, takže ani úrokové sazby hypoték neporostou tak rychle. Hypotéky tak nadále zůstanou klíčovým produktem retailového bankovníctví, který pro banku představuje dlouhodobý a poměrně stabilní zdroj příjmů. Do toho by ale mohla citelně zasáhnout poslední zákonná úprava, která umožňuje klientům předčasné splacení úvěru v podstatě bez sankčních poplatků. To značně narušuje stabilitu smluvního vztahu klient - banka a bankám mimořádně zvyšuje rizikovitost hypotečních obchodů. Aktuálním tématem tedy je, jak se s tím trh vyrovná, v jaké míře se zrušení sankčních poplatků promítne do cen hypoték.

Helena Horská, František Táborský, Eliška Jelínková, 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 bankovnictví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štětina

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Petr Novotný

Nemovitosti a Projektové financování

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Radek Soumar

Renata Dlesková

Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

Martin Matoušek

Private Banking

Jiří Zelinka

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

Kateřina Škutová

Andrea Balková

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

Eliška Jelínková

Luboš Růžička

Lenka Kalivodová

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 01 070

23 44 01 402

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 29. března 2019, 14:00

Publikace byla vydána 3. dubna 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 neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádná 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 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. 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 splatností 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 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 pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování sítí zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

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 a Raiffeisen Centrobank 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/>.