

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ECB se připravuje na další snížení již nyní záporné depozitní sazby
- Fed obrací kormidlo a do konce roku půjde se sazbami dolů
- Tuzemskou ekonomiku v blízkosti potenciálu podrží spotřeba domácností
- Historicky nízká nezaměstnanost i nadále táhne mzdy nahoru
- Inflační tlaky v ekonomice přetrvávají, růst cen se ještě několik měsíců udrží nad 2 %
- Automobilový průmysl zaznamenává oživení, prodeje aut se odrazily ode dna
- Spotřebitelská důvěra i nadále na vysokých úrovních, nálada v průmyslu ale klesá
- Zahraniční obchod zpomalován protekcionistickými opatřeními
- Plánovaný deficit státního rozpočtu se zřejmě nepodaří dodržet
- Tuzemské sazby se nestihly normalizovat, trh už vyhlíží měnové uvolnění
- Překvapivě silná koruna své zisky neudrží
- Výnosy tuzemských dluhopisů jsou spolu s německými taženy dolů

Makroekonomická predikce	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 768	5 045	5 273	5 478	5 677	5 835
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	2,5	4,5	2,9	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	32 305,4
Průmyslová výroba, r/r %	4,3	3,4	6,5	3,2	1,3	1,2	1,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	6,5	5,5	4,2	3,2	3,1	3,5	4,0
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	3,2	4,4	6,2	7,6	7,3	5,8	5,0
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,8	2,0	3,3	1,7	1,5
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,1	2,7	1,8	1,4
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,4	2,0	2,4	1,4	1,4
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	164	164	122	100	70	50
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	26,1	26,0
CZK/USD, průměr	24,6	24,4	23,4	21,7	22,8	22,8	21,6
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	1,07	1,91	1,59	1,28
3M PRIBOR, průměr	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	1,7	1,5
2letý výnos, průměr	-0,1	-0,3	-0,1	1,1	1,6	1,4	1,2
5letý výnos, průměr	0,1	0,0	0,2	1,5	1,5	1,4	1,5
10letý výnos, průměr	0,7	0,5	1,0	2,0	1,6	1,6	1,8

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2018	2019e	2020f	2021f
Polsko	5,2	4,4	3,3	2,3
Maďarsko	4,9	4,2	3,1	2,5
ČR	2,9	2,4	2,2	1,7
Slovensko	4,1	3,5	2,8	1,9
Slovinsko	4,5	3,3	2,3	1,0
SE	4,5	3,8	2,9	2,1
Rumunsko	4,1	3,5	3,0	2,0
Bulharsko	3,1	3,0	2,5	1,9
Chorvatsko	2,6	2,8	2,5	1,8
Srbsko	4,3	3,0	2,5	2,0
Bosna a Her.	3,1	2,7	2,5	2,0
Albánie	4,1	3,6	2,5	2,0
Kosovo	4,1	4,0	3,0	2,0
JVE	3,7	3,3	2,8	2,0
Rusko	2,3	1,5	1,5	1,3
Ukrajina	3,3	2,7	3,1	2,5
Bělorusko	3,1	2,5	2,0	1,5
SNS	2,4	1,6	1,6	1,4
SVE	3,3	2,6	2,2	1,7
Turecko	2,6	-1,0	2,5	3,5
Německo	1,5	1,0	1,0	0,5
eurozóna	1,9	1,1	1,0	0,6
USA	2,9	2,3	1,5	1,0
Čína	6,6	6,2	6,2	6,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2018	2019e	2020f	2021f
Polsko	1,7	1,8	2,4	2,1
Maďarsko	2,8	3,4	2,6	2,3
ČR	2,1	2,7	1,8	1,4
Slovensko	2,5	2,3	2,0	1,5
Slovinsko	1,9	1,5	1,8	1,4
SE	2,0	2,2	2,2	1,9
Rumunsko	4,6	4,0	3,2	2,8
Bulharsko	2,8	3,9	3,4	3,7
Chorvatsko	1,5	0,8	1,4	1,8
Srbsko	2,0	2,2	2,4	2,8
Bosna a Her.	1,4	1,3	1,1	1,3
Albánie	2,0	1,8	2,2	2,3
Kosovo	1,0	2,7	1,7	1,9
JVE	3,4	3,2	2,8	2,7
Rusko	3,0	4,7	4,1	3,8
Ukrajina	10,9	8,3	7,7	6,9
Bělorusko	4,9	5,7	6,0	6,0
SNS	3,6	5,0	4,4	4,0
SVE	3,1	3,8	3,5	3,1
Turecko	16,3	15,0	11,0	10,0
Německo	1,9	1,7	1,7	1,7
eurozóna	1,8	1,3	1,4	1,3
USA	2,5	1,7	2,0	1,3
Čína	2,1	2,2	2,0	1,8

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2018	2019e	2020f	2021f
Polsko	4,26	4,28	4,27	4,33
Maďarsko	318,8	319,9	320,0	325,0
ČR	25,6	25,9	26,1	26,0
Rumunsko	4,65	4,75	4,85	4,93
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,4	7,4	7,4	7,4
Srbsko	118,2	118,0	118,3	119,5
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	127,6	124,6	124,6	127,0
Rusko	74,0	73,8	76,7	82,2
Ukrajina	32,1	31,1	32,7	36,3
Bělorusko	2,41	2,44	2,48	2,71
Turecko	5,70	6,56	6,95	7,89
USA	1,18	1,14	1,15	1,20
Čína	7,81	7,78	7,74	7,97
Švýcarsko	1,16	1,13	1,14	1,13

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuál	IX-19	XII-19	III-20
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	2,00	2,00	2,00	1,75
Rumunsko	2,50	2,50	2,50	2,50
Rusko	7,50	7,25	7,25	7,25
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,50	2,25	2,00	1,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuál	IX-19	XII-19	III-20
Polsko	1,7	1,7	1,7	1,7
Maďarsko	0,3	0,3	0,3	0,3
ČR	2,2	2,1	2,0	1,9
Rumunsko	3,1	3,3	3,3	3,3
Chorvatsko	0,2	0,5	0,5	0,5
Rusko	7,5	7,8	7,8	7,8
eurozóna	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
USA	2,3	2,2	1,9	1,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuál	IX-19	XII-19	III-20
Polsko	2,3	2,4	2,1	2,0
Maďarsko	2,5	2,8	2,5	2,3
ČR	1,5	1,5	1,5	1,6
Rumunsko	4,6	4,5	4,8	5,0
Chorvatsko	1,2	1,2	1,2	1,2
Rusko	97,4	7,8	7,9	8,1
eurozóna	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
USA	2,0	2,0	1,8	1,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí

Ekonomika eurozóny si v prvním čtvrtletí vedla překvapivě dobře, když zaznamenala mezičtvrtletní nárůst o 0,4 %. Příznivě se na výsledku podepsalo jak stavebnictví, kde zásluhou příznivého počasí mohly stavební práce pokračovat i přes zimní měsíce, tak celkový průmysl, který, navzdory klesajícím indikátorům důvěry, zaznamenal mírné odražení ode dna. V druhém čtvrtletí se začne negativní nálada průmyslníků propisovat do výsledků a ty už nebudou tak příznivé. Naopak sektor služeb zůstává i nadále silný a bude to právě tento sektor, který podrží ekonomiku v následujících čtvrtletích. Celkový výkon ekonomiky bude v druhém kvartálu nižší v porovnání s prvním, přesto by se měl udržet v kladných hodnotách.

Ohledně budoucího vývoje ekonomiky eurozóny vládne mnoho nejistot. Otázkou zůstává, zda si sektor služeb a stavebnictví i nadále udrží silný růst či zda se vydají po vzoru výrobního sektoru do pásma recese. V pozitivním scénáři by ovšem průmysl mohl potvrdit odražení ode dna a naopak se připojit ke službám a stavebnictví. Ovšem největší nejistotu a s tím spojené riziko představuje především současné politické prostředí. Pro eurozónu bude klíčový především způsob odchodu Velké Británie z EU, avšak nebezpečí číhá také za oceánem, kde americký prezident i nadále hrozí uvalením cel na evropský dovoz automobilů. To by byla velká rána především pro Německo, které je hlavním vývozcem automobilů do USA a pro které je právě automobilový průmysl klíčový. Naplnění jednotlivých hrozeb nemusí být pro vývoj eurozóny kritický, ovšem pokud se sejde vícero menších negativních šoků, mohlo by dojít k překlapaní do recese. Nejistota, která nyní vládne celou Evropou má ovšem za následek, že nedojde k opětovnému výraznějšímu nastartování ekonomiky a svižnější dynamika růstu je tak v nedohledu. Proto očekáváme, že celkově se ekonomický růst v tomto roce udrží pod dlouhodobým průměrem, tj. těsně nad jedním procentem. V roce příštím by si eurozóna měla udržet jednocentní tempo růstu.

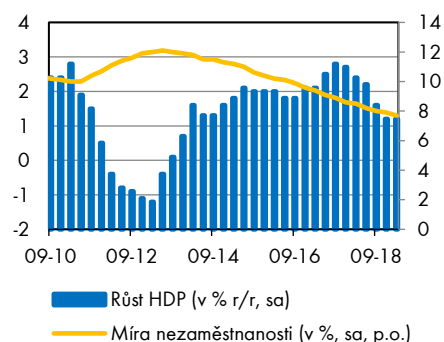
Růst cen se drží dlouhodobě na nízké úrovni a vyhlídky do budoucna nejsou příznivější. Přestože nezaměstnanost se drží na velmi nízkých úrovních a tlak na růst mezd je proto velký, samotnou inflaci tyto faktory nebyly schopné vyhnat blíž inflačnímu cíli Evropské centrální banky (ECB). Navíc v následujících měsících očekáváme, že efekt inflačního působení cen energií postupně odezní. Růst cen tak předpokládáme okolo jednoho procenta. S koncem roku by se do inflace mohl začít propisovat rychlejší růst cen služeb, který by měl být hnán právě výraznějším růstem mezd. Navíc ECB se v posledních dnech nechala slyšet, že je ochotná přijmout jakékoliv opatření, ať už mluvíme o snížení již nyní záporných sazeb, či o dalším kole kvantitativního uvolnění, aby vytáhla inflaci ke kýženému cíli. Očekáváme shodně s trhem, že na podzim dojde ke snížení depozitní sazby na -0,6 %. První zvýšení evropských sazeb předpokládáme až koncem roku 2021.

Americká ekonomika zaznamenává první projevy ochlazení, které v Evropě již nějakou dobu přetrvává. Současná data z tamní ekonomiky nám ukazují rozporuplný obrázek. ISM index ve výrobě, zaměstnanost, inflace, tvorba pracovních míst či Empire state index spíše zklamaly, naopak spotřebitelská důvěra, nahlášená nová pracovní místa či nevýrobní ISM index se drží stále silných hodnot. Trh proto již začal sázet na první snížení úrokových sazeb v tomto hospodářském cyklu. První snížení očekává již na červencovém zasedání a do konce roku předpokládá další dvě.

Podle našeho názoru je reakce trhu přemrštěná, jelikož některá data z ekonomiky ještě na tak velké zpomalení neukazují. Příkladem může být zaměstnanost, jejíž růst začal teprve zpomalovat. To však může být následek velmi utaženého trhu práce, který komplikuje zaměstnavatelům nalézt vhodné zaměstnance. Naopak nezaměstnanost se drží na nejnižší hodnotě od pozdních šedesátých let a vidíme zde potenciál pro další pokles v druhé polovině roku. Předpokládáme proto, že dojde ke snížení sazeb tento rok pouze dvakrát a to až v druhé polovině roku.

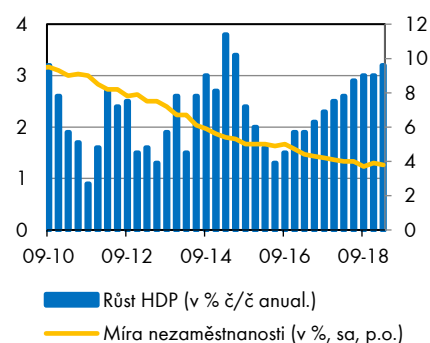
Za zpomalením americké ekonomiky můžeme hledat celní války, které USA vede proti zbytku světa, především však proti Číně. Obnovená vyjednávání s Čínou mohou, ale nemusí

Eurozóna



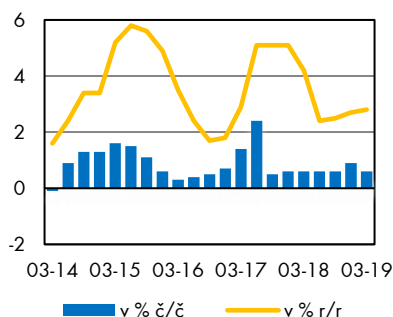
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

USA



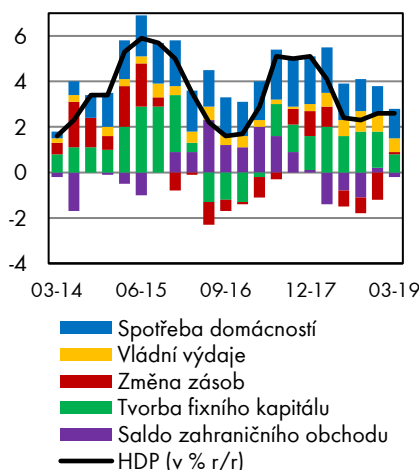
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Růst HDP



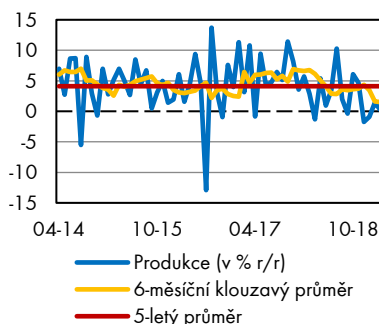
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

přinést částečnou úlevu. Právě výhled dalšího vyostření tohoto konfliktu může mít za následek propad sentimentu a to především podnikatelského. Naopak spotřebitelé dobrá nálada ani nadále neopouští, čemuž nasvědčují indikátory spotřebitelské důvěry, které jsou v blízkosti historických maxim.

Očekáváme, že americká ekonomika v druhém čtvrtletí tohoto roku vzroste mezičtvrtletně anualizovaně o 2 %, čemuž napovídají již zveřejněné dílčí statistiky. Tamní ekonomika by měla být nadále silně podporována jak spotřebou domácností, tak vládní spotřebou. Naopak změna zásob stáhne HDP dolů a investice přispějí jen nepatrně. Spotřeba domácností by měla ekonomiku podporovat i ve zbytku roku. Celkově očekáváme, že reálný americký HDP v tomto roce poroste tempem okolo 2,25-2,5 %, pro rok 2020 očekáváme zpomalení na 1,5 %.

Inflace v květnu zpomalila na 1,8 %. V ekonomice se nevytváří výraznější inflační tlaky, které by inflaci posunuly blíže k inflačnímu cíli dvou procent. V průměru tak inflace tento rok dosáhne pouze 1,7 %. Příští rok by však inflace měla zrychlit až na 2 %.

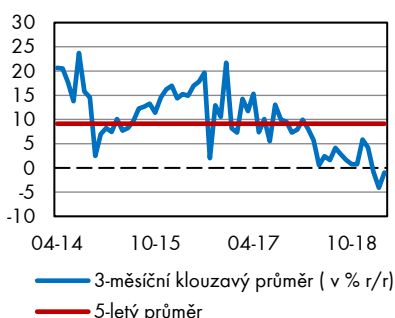
Domácí poptávka nadále robustní

Podle odhadu ČSÚ meziroční růst české ekonomiky v prvním letošním čtvrtletí překvapivě zrychlil na 2,8 % a udržel se tak zhruba na průměru za celý loňský rok. Mezičtvrtletně si české hospodářství polepšilo o solidních 0,6 %. Hlavním faktorem meziročního růstu byla domácí poptávka a v jejím rámci zejména spotřeba domácností a investiční aktivita. Dlouhodobý nedostatek volných pracovníků na trhu práce i rychle rostoucí platové ohodnocení zaměstnanců (celkové mzdové náklady nefinančních podniků vzrostly meziročně o 7,7 %) volají po vyšší investiční aktivitě firem. Nicméně v důsledku snižující se zahraniční poptávky tempo růstu investic v prvním čtvrtletí výrazně zvolnilo ke třem procentům. Rychlý mzdový růst současně zajišťuje spotřebitelům dostatek disponibilních prostředků a podporuje tak spotřebu domácností. Naopak firmám ukrájí ze zisků. Dynamika spotřeby domácností se i přes zvolnění nadále udržuje na úrovni tří procent, což znamená téměř poloviční podíl na růstu HDP. Vlivem klesající zahraniční poptávky a naopak svižným růstem domácí byl příspěvek zahraničního obchodu v prvním čtvrtletí opět negativní. V podmínkách klesající průmyslové produkce a snižujícího se objemu zakázek překvapila pozitivní změna stavu zásob. Nejistoty spojené s protekcionistickými opatřeními, Brexit a slabý růst hospodářství hlavních obchodních partnerů (zejména Německo) se budou dále projevovat v tuzemském průmyslu, zejména u exportně orientovaných podniků. Naopak stavebnictví i sektoru služeb, které jsou navázány především na domácí poptávku, by se mělo vést podstatně lépe. Rostoucí mzdové náklady i dražší energetické vstupy budou dále omezovat množství prostředků na podnikové investice. Spotřeba domácností by si ale měla i nadále udržet solidní dynamiku, pokračovat by měl i rychlý růst spotřeby vlády. Vlivem výše zmíněných faktorů tak odhadujeme, že letos by si ekonomika měla polepšit o 2,4 %, což i přes zpomalení stále znamená solidní růst poblíž dlouhodobého průměru. Pro rok 2020 pak předpokládáme další mírné zpomalení na 2,2 %.

Mírné oživení automobilového sektoru průmysl příliš nepozvedne

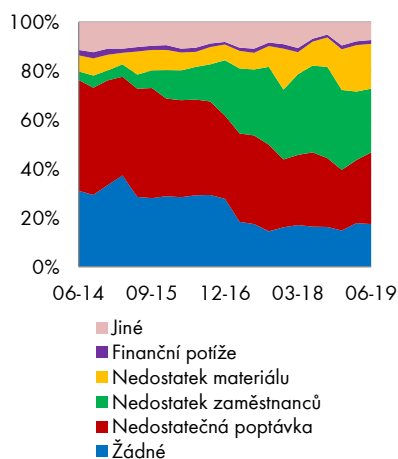
V průmyslu jsme zaznamenali značně nevyvážený začátek roku. První tři měsíce se jeho růst pohyboval v blízkosti nuly, v dubnu ovšem překvapil meziročním nárůstem o 3,3 %. Dobrou zprávou přitom bylo především to, že po delší době došlo k oživení v automobilovém sektoru. Ten zaznamenával od podzimu značný propad, který byl zapříčiněn novou emisní regulací, která na jeden měsíc de facto zastavila výrobu. Ačkoliv se původně zdálo, že se automobilky z nové regulace záhy vzpamatují, návrat k průměrným hodnotám jsme mohli zaznamenat teprve v dubnu. Nad automobilovým průmyslem však i nadále visí černý mrak v podobě rizika uvalení cel na dovoz aut do USA. To by znamenalo výrazné omezení poptávky, a tedy i snížení výroby. Ekonomiky, které již nyní prochází značným ochlazením,

Produkce automobilů



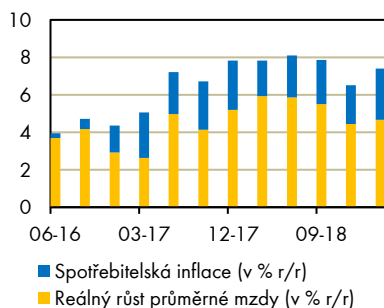
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Bariéry expanze v průmyslu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

by tak zpomalily ještě více a hrozil by propad do recese. Americký prezident odložil toto rozhodnutí na podzimní měsíce.

Doposud průmyslníci uváděli jako největší překážku v rozvoji nedostatek pracovní síly. Když další podporu produkce nebyli schopni nalézt na trhu práce, zaměřili se na modernizaci výrobních kapacit. Právě investice do strojů, zařízení a ICT zvyšující produktivitu měly zefektivnit výrobu. Avšak v posledních měsících prvenství v žebříčku největších bariér expanze obsadila nedostatečná poptávka a chybějící zaměstnanci obsadili až druhou příčku a to i přesto, že tuzemský trh práce je i nadále velmi utažený a nezaměstnanost klesla na historicky nejnižší hodnotu. Právě zpomalující globální ekonomika má za následek nižší poptávku především ze zahraničí, avšak průmyslníci si stěžují i na snižující se domácí poptávku. Podle indexu nákupních manažerů klesl v červnu objem nových objednávek nejvíce za posledních deset let a zahraniční objednávky klesly nejrychleji od velké finanční krize (2009).

Oproti tomu stavebnictví, které reaguje na hospodářský cyklus se zpožděním, se bude i letos dařit. Neočekáváme růst dvouciferným tempem, jako jsme mohli vidět v loňském roce, bude se však i nadále jednat o solidní výsledky.

Celkově předpokládáme, že růst v průmyslu bude jen mírný. Vzhledem k nepřesvědčivým výsledkům ze začátku roku a ochlazení globální ekonomiky očekáváme, že průmysl zpomalí na 1,3 % a okolo jednoho procenta by se měl držet i následující dva roky. Oproti loňsku, kdy dosáhl hodnoty 3,2 %, či v roce 2017, kdy jsme zaznamenali úctyhodný výsledek 6,5 %, tak budou ztráty pro celou ekonomiku, která je ze zhruba 25 % tvořena právě průmyslem, zásadní.

Mzdy bude táhnout nahoru veřejný sektor

Přestože je tuzemský trh práce i nadále velmi utažený, ukazuje se, že nezaměstnanost ještě nedosáhla svého dna. Poslední čísla uvádí hodnotu 2,6 %. Lze tedy říct, že pracuje každý, kdo má zájem zapojit se do pracovního procesu. S počátkem prázdnin na trh vstoupí noví absolventi a nezaměstnanost nepatrně stoupne, avšak žádoucího uvolnění trhu práce se ještě několik čtvrtletí nedočkáme. Teprve v letech 2021-22 očekáváme, že se nezaměstnanost vyhoupne nad 4 %, což bude i tak velmi nízká hodnota.

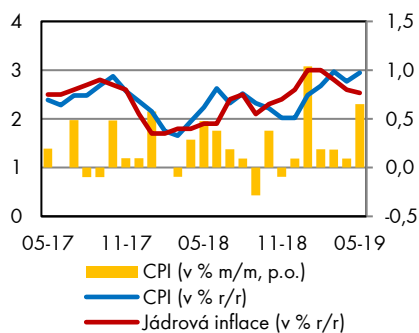
Přestože ve výrobním sektoru i nadále chybí více než 70 tis. pracovníků, zaměstnanost v průmyslu se začala snižovat. Avšak nově se ukazuje, že větší překážkou rozvoje je nedostatečná poptávka a to především ta zahraniční. To souvisí i s dalším úskalím. Nízká nezaměstnanost i nadále vytváří výrazný tlak na růst mezd, jelikož obojí reaguje na hospodářský cyklus se zpožděním. Firmy čelí nižší poptávce a jsou nuceny omezovat produkci. Avšak zaměstnanci i nadále kladou větší nároky na mzdové ohodnocení, kterému se zaměstnavatelé snaží vyhovět, aby si zaměstnance udrželi, případně aby zaujali zaměstnance nové. Rostoucí mzdové náklady, které nejsou kompenzovány odpovídajícím nárůstem produktivity, mají za následek snižující se ziskovost firem.

Naopak příjmy zaměstnanců nadále budou růst solidním tempem, tento rok ještě nad hranicí sedmi procent, pro roky následující růst začne zpomalovat k pěti procentům. Hlavním tahounem růstu příjmů přitom bude veřejná správa, kde je v plánu další nárůst platů učitelů a ostatních pracovníků. Soukromý sektor však už začne reflektovat zpomalující hospodářský cyklus, mzdy zde tedy porostou pomalejším tempem.

Ceny energií a služeb táhnou růst spotřebitelských cen

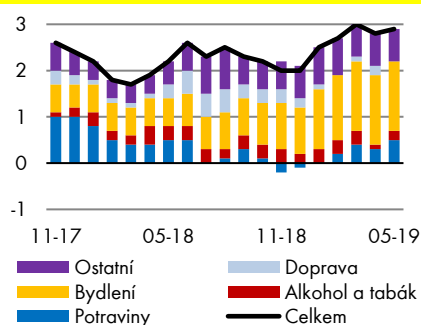
Inflace se i ve druhém čtvrtletí pohybuje v horní polovině pásma inflačního cíle ČNB. Hlavním zdrojem cenového růstu zůstávají energie spolu s cenami služeb. Spotřebitelské ceny elektřiny v květnu dále zrychlily na 12,4 %, což bylo dáno dalším promítnutím vyšších cen silové elektřiny z komoditních burz do koncových zákaznických cen některými menšími dodavateli. Současně rostly i ceny dalších energií pro domácnosti, tedy plynu a tepla. Rychlý růst cen služeb, daný mzdovým vývojem a vysokou úrovní spotřebitelského

Vývoj CPI a jádrové inflace



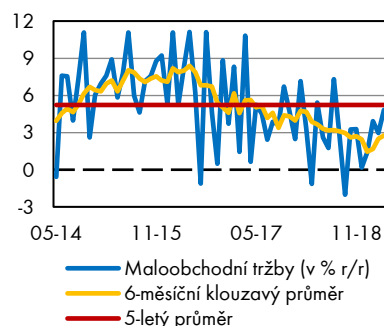
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

sentimentu, se pak rozhodující měrou podílel na vysokém růstu jádrové inflace. Naproti tomu se ceny zboží v rámci jádrové inflace zvyšovaly jen slabě. Výrazně rostoucí ceny agrárních komodit se začaly v posledních měsících promítat i do cen potravin pro spotřebitele. Ceny pohonných hmot by měly začít postupně klesat vlivem nižších cen ropy na světových trzích. Podle našich odhadů se bude spotřebitelská inflace i ve zbytku letošního roku pohybovat v horní polovině pásma inflačního cíle. Na počátku příštího roku pak inflace začne zpomalovat, postupně se navrátí k dvouprocentnímu cíli a posléze i pod něj. To bude dáno odezněním rychlého růstu cen energií i slabšími inflačními tlaky z domácí ekonomiky v důsledku zpomalování hospodářského a mzdového růstu. Vlivem zpoždění v transmissi začne inflaci tlumit i přísněji nastavená měnová politika, ke které národní banka přistoupila, když v předstihu reagovala na očekávaný vyšší cenový růst. V průměru by tak spotřebitelská inflace měla v tomto roce dosáhnout 2,7 %, v roce 2020 by pak mělo dojít k jejímu zvolnění na 1,8 %.

Ceny průmyslových výrobců od počátku letošního roku postupně zrychlovaly růst, což bylo dáno zejména vyššími cenami elektřiny, plynu a páry. Ty se v květnu zvýšily o 8 %, přitom ceny samotné elektřiny dokonce o téměř 12 %. Vyšší ceny agrárních komodit se pak postupně promítaly i do cen výrobců v potravinářství. Vyšší komoditní ceny ropy pak zvyšovaly i ceny v odvětví koxu a rafinérských ropných produktů. Na přelomu května a června však cena ropy Brent poklesla až k úrovni 60 USD za barel, což by se mělo záhy projevit i poklesem příslušných produkčních cen. Spolu s promítáním postupně zpomalujících zahraničních výrobních cen to bude znamenat pozvolný pokles dynamiky z aktuálních hodnot poblíž 4 %. Nicméně rychlý růst cen elektřiny odezní až na počátku příštího roku a letos bude i nadále působit na vyšší inflaci cen producentů. V souhrnu 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 zmíněného odeznění vysokého růstu cen elektřiny i předpokladu o cenách ropy Brent okolo 67 USD/barel.

Vysoké příjmy spotřebitelů se odrážejí v tržbách obchodníků

Maloobchodní tržby byly i na počátku letošního roku výrazně negativně ovlivňovány klesajícími prodeji aut. Tyto poklesy se postupně zmírňovaly a v dubnu již automobilový sektor přispíval k celkovým tržbám kladně. Tržby bez započtení prodeje automobilů si naproti tomu stále udržují dynamiku na úrovni 5 %, v dubnu pak mimořádný vliv Velikonoc urychlil jejich růst až téměř na 7 %. Nejrychleji přitom nadále rostly tržby z prodeje nepotravinářského zboží, které se v průměru za první 4 měsíce zvýšily o více než 8 %. Spotřebitelé nejvíce utrácely za počítačové a telekomunikační vybavení a za výrobky pro kulturu a rekreaci. Rychlý růst si i nadále udržují prodeje přes internet a prostřednictvím zásilkových služeb. Naproti tomu tržby za potravinářské zboží v prvním čtvrtletí meziročně zhruba stagnovaly, v dubnu se pak v jejich dynamice pozitivně projevil kalendářní posun velikonočních svátků. I přes pokles v posledních měsících se spotřebitelská důvěra nadále udržuje na poměrně vysokých hodnotách, což by spolu s přetrvávajícím rychlým mzdovým růstem mělo nadále podporovat vyšší maloobchodní tržby.

Proto očekáváme, že i přes prognózované zpomalení ekonomiky, by průměrný nárůst tržeb obchodníků bez započtení automobilů měl v letošním roce dosáhnout 5 %, pro rok příští pak předpokládáme zpomalení na úroveň okolo 4 %. To bude dáno zejména oslabením mzdové dynamiky při zpomalování ekonomického růstu. Tržby za prodeje a opravy automobilů by se letos měly zvýšit jen slabě, proto předpokládáme růst celkových maloobchodních tržeb včetně tohoto segmentu meziročně zhruba o 3 %.

Obchodní války brzdou světového obchodu

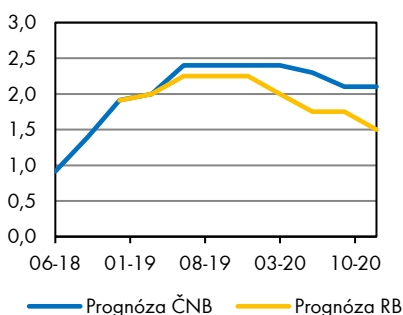
Pro Česko, jakožto vysoce exportně orientovanou zemi, je vývoz klíčový. Výrazné zpomalení světové ekonomiky a především hlavních obchodních partnerů má tak významný

Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	IX-19	XII-19	III-20
3M	2,2	2,1	2,0	1,9
6M	2,2	2,2	2,1	2,0
12M	2,3	2,2	2,2	2,0

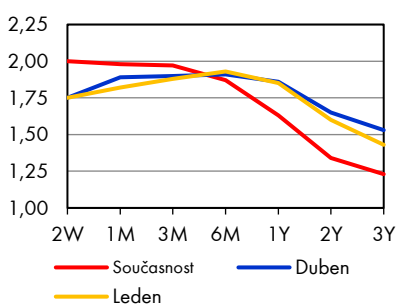
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

PRIBOR 3M (v %)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Vývoj tržních očekávání růstu úrokových sazeb ČNB



Source: Bloomberg, Raiffeisenbank

vliv na výsledek celé ekonomiky. Přitom rizik, která mohou světový obchod ještě více oslabit, číhá i nadále nemálo. Spory mezi USA a Čínou mají za následek zpomalení globálního obchodu. Podle odhadu mezinárodního měnového fondu (IMF) zpomalí světový obchod do roku 2022 o 1,6 procentního bodu a to z velké části kvůli panující nejistotě, kterou celní opatření přináší, byť se přímo týkají pouze dvou zemí. Navíc USA svá cla nemíří pouze na Čínu, ale hrozí zavedením cel také na evropský dovoz. Největší hrozbou nadále zůstává uvalení cel na dovoz evropských automobilů. Německo, jako hlavní evropský vývozce automobilů, by bylo dotčené nejvíc. Avšak znamenalo by to poměrně významnou ránu také pro tuzemskou ekonomiku, jelikož velkou část součástek do Německa dodáváme právě my. Mezi další rizika přinášející velkou míru nejistoty na globální trh patří způsob a načasování odchodu Velké Británie z EU. Tato hrozba je prozatím odložena do konce října a další vývoj významně ovlivní aktuální volba nového lídra britské konzervativní strany, a tedy i nového premiéra.

Celkově si zahraniční obchod v prvních měsících vedl nad očekávání dobře. V porovnání se stejným obdobím loňského roku dosáhla bilance za první čtyři měsíce roku téměř shodného výsledku. Neočekáváme, že by se takto příznivá situace vzhledem ke zpomalení globální ekonomiky udržela i ve zbytku roku, avšak s ohledem na dosavadní pozitivní výsledky jsme upravili roční odhad směrem nahoru. Pro tento rok předpokládáme, že se bilance zahraničního obchodu udrží nadále na vysoké úrovni 100 mld. Kč, pro rok příští očekáváme pokles na 70 mld. Kč.

Rozpočet se vrací do červených čísel

Oproti loňskému roku, kdy státní hospodaření skončilo místo plánovaného deficitu 50 mld. Kč v nepatrném přebytku, v roce letošním podobně příjemné překvapení neočekáváme. Česká vláda si za cíl vytkla převis útrat nad příjmy státního rozpočtu v objemu 40 mld. Kč a podle dosavadního vývoje se zdá, že se ještě bude muset snažit, aby nebyl i vyšší.

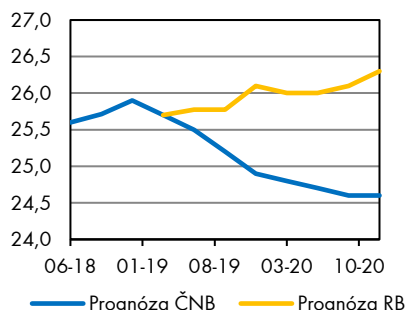
Za první polovinu roku skončilo hospodaření státu schodkem 20,7 mld. Kč. Oproti květnu, kdy rozpočet skončil ve schodku převyšujícím 50 mld. Kč, došlo v červnu k narovnání některých položek jak na straně příjmů tak výdajů. V loňském roce činil schodek za prvních šest měsíců jen 5,9 miliard korun. Oproti plánu zaostávají příjmy do rozpočtu z DPH, z daní z příjmů fyzických osob a sociálního pojištění, naopak daně z příjmů právnických osob jsou výrazně nad alikvótou. Výdajová strana rozpočtu je zhruba v souladu s plánem, nadále je však nedostatečné čerpání prostředků na investice. Běžné výdaje celkem oproti loňskému roku narostly o 8,8 %, na čemž se mimo jiné podepsalo zvyšování důchodů i ostatních sociálních dávek. Investiční výdaje státu meziročně vzrostly o 37,4 %, ovšem to je z velké části dáno nízkou srovnávací základnou loňského roku. Oproti plánu pro letošní rok investice stále zaostávají, když na ně za první pololetí bylo vynaloženo pouze 35,5 % prostředků alokovaných pro celý rok.

Do hospodaření státu se tak pomalu promítá zpomalování ekonomiky, která si sice stále drží rekordně nízkou nezaměstnanost, nicméně tempo růstu mezd oproti loňskému roku mírně zpomaluje a nálada spotřebitelů se zhoršuje. Očekáváme, že se plánovaný deficit 40 mld. nepodaří udržet a za reálnější považujeme úroveň 55 mld. Kč. Rozpočty samosprávních celků by i letos měly vykázat mírný přebytek a celkově by tak hospodaření vládního sektoru mělo být přibližně vyrovnané.

ČNB přešlapuje na rozcestí

Po bezmála pětiletém období, kdy byla základní úroková sazba České národní banky prakticky na nule, počali bankéři koncem roku 2017 proces „normalizace“ měnové politiky, který ovšem nestihli a již pravděpodobně ani nestihnou dokončit. Navzdory svižnému zvyšování sazeb v průběhu roku 2018 se je podařilo vytlačit jen na úroveň 1,75 % a posun na 2 % na začátku letošního května byl zřejmě na nějaký čas poslední. Do „normálního“ pásma mezi 2,5 a 3 % tak základní úroková sazba během let dynamického

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Kurz koruny

	aktuál.	IX-19	XII-19	III-20
EUR/CZK	25,5	25,8	26,1	26,0
USD/CZK	22,5	22,8	22,7	23,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	IX-19	XII-19	III-20
2 roky	1,6	1,5	1,4	1,4
5 let	1,5	1,5	1,5	1,5
10 let	1,5	1,5	1,5	1,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

ekonomického růstu nevyšplhala. Svou neochotu pokračovat v utahování politiky potvrdila bankovní rada ČNB na svém červnovém zasedání, kdy navzdory inflaci na samém horním okraji tolerančního pásma 6 členů ze 7 hlasovalo pro setrvání na 2 % a pouze jeden projevil odhodlání ke zvýšení o dalších 25 bazických bodů. Guvernér Rusnok tento krok zdůvodnil přesvědčením bankéřů, že česká inflace byla krátkodobě vychýlena směrem nahoru vlivem volatilních složek spotřebního koše a při rozhodování tak převážila opatrnost z budoucího globálního vývoje. Růst spotřebitelských cen skutečně i podle nás po zbytek roku bude zpomalovat a to mimo jiné kvůli průsaku zpomalující inflace v zemích eurozóny. Zde se inflace pohybuje hluboko pod cílem Evropské centrální banky, která dokonce již sama ohlásila připravenost svou politiku dále uvolnit. I americký Fed se podle slov Jeroma Powella nebrání možnosti snížení úroků v nejbližších měsících. ČNB tak podle nás k dalšímu zpříšňování již v tomto cyklu nepřistoupí a naopak začátkem roku 2020 otočí kormidlem směrem dolů.

Korunu podírají Fed a ECB

Česká měna se nachází ve vleku globálních událostí, jak dokumentuje mimo jiné silná korelace mezi kurzem koruny a polského zlotého. Trhy v poslední době mezi měnami středoevropských zemí příliš nerozlišují a reagují primárně na vývoj v eurozóně a USA. Pozornost se upíná z velké části k rozepřím nad nastavením mezinárodních obchodních vztahů, kde prezident USA Donald Trump střídavě Číně, EU a dalším zemím vyhrožuje uvalením cel na jejich výrobky. Česká republika je vzhledem ke své velikosti a proexportní orientaci závislá na plynulém mezinárodním obchodu a podobné nejistoty tak působí proti koruně. Analogický efekt mají i neustálé nejasnosti ohledně termínu a podoby odchodu Velké Británie z EU. K dočasnému obratu v tomto trendu došlo v poslední době v důsledku vyjádření světových centrálních bankéřů. Prezident ECB Draghi nevyločil další uvolnění měnové politiky již v horizontu nejbližších měsíců. Evropským bankéřům se nedaří vytlačit inflaci k cílové hodnotě a podle Draghiho by se tak nebránili snížení depozitní sazby o dalších 20 bazických bodů, čímž by dosáhla hodnoty -0,60 %. Překvapivější bylo pak vystoupení šéfa amerického Fedu Powella, který navzdory nadále solidní kondici tamní ekonomiky nevyločil možnost snížení sazeb již na nejbližším červencovém zasedání. Vzhledem k posunu rétoriky Fedu holubičím směrem došlo jen v průběhu června k poklesu tržních očekávání na tříměsíční výhled amerických úrokových sazeb o 28 bazických bodů. V tuto chvíli tak česká koruna oproti hlavním světovým měnám nabízí podle vnímání trhu pro nadcházející měsíce lákavý úrokový diferencál, díky čemuž dočasně posílila. Vše se může snadno změnit, jakmile i ČNB připustí ve své prognóze pokles sazeb. Koruně tak nadále předpovídáme vůči euru stagnaci následovanou mírným oslabením.

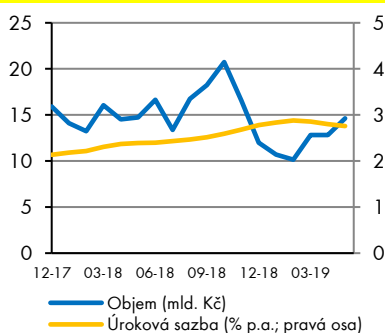
Holubičí očekávání stahují výnosy ke dnu

Výnosová křivka českých dluhopisů svým tvarem momentálně reflektuje spekulaci trhů na blížící se uvolnění měnové politiky. Výnosy dvouletých dluhopisů překonaly ty pětileté již počátkem roku 2019 a v červnu dokonce i desetileté. Investoři si snaží „uzamykat“ současné úroky na období jejich snížení, což se projevovalo zřetelně na příkladu desetiletých dluhopisů, jejichž výnosy jen za poslední dva měsíce klesly o půl procentního bodu. V souvislosti s nedávnou změnou očekávaných kroků ECB směrem k dalšímu uvolňování pak razantně poklesly výnosy německých a tím pádem i českých dluhopisů všech splatností. V nejbližších měsících očekáváme další pokles českých výnosů navzdory solidní nabídce ze strany českého státu, který v tomto roce bude muset přerolovat významné množství maturujících cenných papírů a zároveň plánuje hospodařit se schodkem 40 mld., který podle našeho názoru nakonec bude i vyšší. Klesající trend výnosů se pak bude podle nás držet až zhruba do první poloviny roku 2021, kdy se cyklus měnové politiky bude pravděpodobně pomalu otáčet opět směrem ke zvyšování úroků. Zároveň tou dobou začne výnosová křivka nabývat strmějšího sklonu a vracet se tak ke svému tradičnímu tvaru.

Růst hypotečního trhu pokračuje

Je již naprosto jisté, že ani poslední regulatorní doporučení ze strany ČNB český hypoteční trh neochromilo. Poptávka po hypotékách sice ochladla, přesto zůstává stále dost aktivní, aby se objemy nově poskytnutých hypoték postupně zvyšovaly. Podle poslední dostupné statistiky ČNB bylo v květnu letošního roku poskytnuto 14,6 mld. Kč nových hypoték bez refinancovaných úvěrů, což je o 14,2 % více nežli v dubnu a pouze o 0,7 % méně ve srovnání s květnem 2018. Jedná se o příznivý výsledek, neboť spolehlivě převyšuje hodnotu pětiletého měsíčního průměru 12,5 mld. Kč. Aktuálnímu oživení hypotečního trhu nahrává jak dosavadní, tak i očekávaný vývoj tržních úrokových sazeb. Ani ve fázi jejich růstu v loňském roce banky nereagovaly dramatickým navýšováním úrokových sazeb svých úvěrových obchodů. Proto není třeba se obávat zvýšení úročení hypoték ani v následujícím období stability úrokových sazeb a následně očekávaného budoucího poklesu. Od února letošního roku, kdy jsme zaznamenali doposud nejvyšší úroveň od podzimu 2014, poklesla hodnota průměrné úrokové sazby nových hypoték na 2,76 %. Hlavní překážkou v silnějším růstu hypotečního trhu tak zůstává neúměrně vysoká hladina cen nemovitostí, kterou regulace ČNB v oblasti hypoték nijak neovlivnila. V dalším období bude důležité také rozhodnutí Parlamentu o novele zákona o ČNB, která je již schválena vládou. ČNB se v ní snaží získat zákonnou pravomoc k regulaci hypotečního trhu, která je doposud postavena na víceméně dobrovolném dodržování doporučení ČNB a v podstatě se netýká nebankovních poskytovatelů půjček. Novela zahrnuje mimo jiné i mírnější podmínky hypoték pro mladé do 36 let, kterým by umožnila až 100% hypotéku a vyšší míru zatížení příjmů splátkami dluhu.

Nové hypoteční úvěry



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Helena Horská, Vít Hradil, Eliška Jelínková, Lenka Kalivodová, Luboš Růžička

*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>

Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štěfina

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

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>

Treasury – Trading

Milan Fischer 23 44 01 145

Eva Bobeničová 23 44 01 316

Roman Fol 23 44 01 144

Jozef Božek 23 44 05 509

Milan Fajkus 23 44 01 821

Ivo Prokop 23 44 01 826

Treasury - Sales

Pavel Křivonožka 23 44 05 995

Žaneta Chudá 23 44 01 195

Michal Michalov 23 44 01 830

Martin Bárta 23 44 05 510

Pavel Křištof 23 44 05 907

Jakub Skotnica 23 44 05 502

Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

Robert Schwanzer 23 44 01 130

Karel Hubička 23 44 01 885

Ondřej Chládek 23 44 05 357

Jan Gazsi 23 44 01 775

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Jakub Hamr 23 44 01 868

Pavel Plánička 23 44 01 255

Petra Kubů 23 44 01 822

Treasury – Equities

Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Eliška Jelínková 23 44 01 070

Luboš Růžička 23 44 01 402

Vít Hradil 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 3. července 2019, 14:00

Publikace byla vydána 4. července 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 sířety zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracovaná 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 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 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 RB a 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 mohou jednat a mohou jednat jako manažer nebo spoluzároveň 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 popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 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 přidruženi 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 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 činnostem Ruska destabilizujícím 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 činnostem Ruska destabilizujícím 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 střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisů 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 střetech 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/>.