

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Klíčové centrální banky přistoupily ke snížení sazeb, ČNB nadále hlásí stabilitu
- Německo na pokraji recese, příští rok vyhlížíme ekonomické dno eurozóny
- Spotřeba domácností a vlády zatím izolují tuzemskou ekonomiku od evropského ochlazení
- Nezaměstnanost se příští rok lehce zvýší v reakci na zpomalující ekonomiku
- Inflace vysoko nad cílem ČNB, příští rok ji udrží nad 2 % vyšší spotřební daně
- Oživení automobilového sektoru bude pouze přechodné
- Nálada v průmyslu tažena dolů špatnými zprávami z německé ekonomiky
- Domácí vývoz navzdory zpomalení globálního obchodu stále velmi silný
- Rozpočet se potýká s výpadky na příjmové straně
- Koruna se pohybuje na prognóze, koncem roku oslabí vlivem rezolučního fondu
- Záporný výnos je ve světě stále běžnější, tuzemské výnosy nadále kladné, přesto nízké

Makroekonomická predikce	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 045	5 325	5 537	5 728	5 891	6 082
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	4,5	2,9	2,5	2,0	1,8	2,2
HDP na hlavu (EUR)	18 114,2	19 599,3	20 250,5	20 667,4	21 352,9	22 275,8
Průmyslová výroba, r/r %	6,5	3,0	1,5	0,8	1,2	1,8
Míra nezaměstnanosti MPSV	4,2	3,2	2,8	3,1	3,5	3,8
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	6,7	7,6	6,9	5,7	5,0	4,7
PPI, r/r %, průměr	1,8	2,0	2,8	1,5	1,7	2,0
CPI, r/r % průměr	2,5	2,1	2,8	2,3	1,9	2,0
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,0	2,7	2,2	1,8	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	1,6	0,9	0,0	0,2	-0,3	-0,4
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	34,7	31,1	30,9	30,5	30,4	30,0
Obchodní bilance, mld. Kč	164	98	120	81	80	100
Běžný účet, % HDP	1,1	0,3	0,5	0,2	0,0	0,5
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,7	1,7	0,9	1,0	1,0	1,2
CZK/EUR, průměr	26,3	25,6	25,8	26,1	26,0	25,7
CZK/USD, průměr	23,4	21,7	22,9	23,1	22,1	21,0
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,17	1,07	1,91	1,72	1,28	1,69
3M PRIBOR, průměr	0,4	1,3	2,1	1,8	1,4	2,0
2letý výnos, průměr	-0,1	1,1	1,4	0,8	0,9	1,2
5letý výnos, průměr	0,2	1,5	1,3	0,9	1,1	1,6
10letý výnos, průměr	1,0	2,0	1,4	1,0	1,3	1,8

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2018	2019e	2020f	2021f
Polsko	4,26	4,30	4,31	4,33
Maďarsko	318,8	323,9	327,8	330,0
ČR	25,6	25,8	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	117,9	118,0	118,4
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	127,6	123,0	124,6	127,0
Rusko	74,0	73,4	75,6	80,3
Ukrajina	32,1	29,5	29,8	32,5
Bělorusko	2,41	2,37	2,45	2,64
Turecko	5,70	6,40	6,85	7,71
USA	1,18	1,13	1,13	1,17
Čína	7,81	7,82	7,63	7,78
Švýcarsko	1,16	1,13	1,11	1,13

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuáln	XII-19	III-20	VI-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	7,00	7,00	6,75	6,50
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,00	1,50	1,25	1,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

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

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuáln	XII-19	III-20	VI-20
Polsko	2,0	2,1	2,0	2,1
Maďarsko	2,0	2,3	2,3	2,6
ČR	1,4	1,0	1,0	1,0
Rumunsko	4,1	4,1	4,3	4,3
Chorvatsko	0,6	0,4	0,4	0,4
Rusko	100,1	7,1	7,1	6,8
eurozóna	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
USA	1,7	1,6	1,5	1,4

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

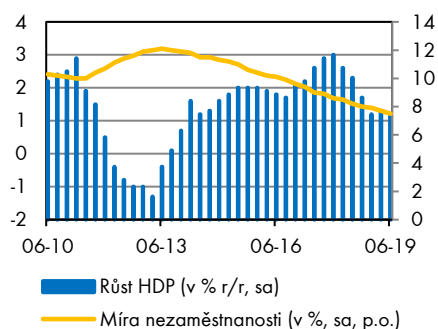
Vnější prostředí

Ekonomika eurozóny začala ztlačovat. Situace se ovšem výrazně liší napříč jednotlivými ekonomickými segmenty. Průmysl se propadl do pásma recese, jak napovídají nejen indikátory sentimentu, ale také samotné výsledky výkonnosti průmyslu. Na druhou stranu sektor služeb a stavebnictví se nadále vyvíjejí solidně. Nízká nezaměstnanost spolu se značně rostoucími mzdami podporují domácí poptávku, naopak vývoz a investice zaostávají vinou politických rizik (brexit, americký obchodní konflikt).

Politické napětí potrvá podle našeho očekávání delší dobu, proto nevyhlížíme ani výrazné zlepšení ekonomické situace především těch segmentů, které jsou vázány na politický vývoj. Navíc se zpomalení z průmyslu může rozšiřovat také do dalších částí ekonomiky. Předpokládáme kupříkladu, že v některých evropských zemích dojde v následujících měsících k nárůstu nezaměstnanosti vlivem ekonomického oslabení, což bude mít přirozeně negativní dopad do spotřeby domácností. Očekáváme, že si příští rok ekonomika eurozóny stěží udrží pozitivní růst. Průměrný HDP v roce 2020 podle našeho odhadu proto poroste okolo 0,5 %. V roce 2021 se však podle našeho základního scénáře eurozóna odrazí ode dna a zaznamená opět silnější růst na úrovni 1,2 %.

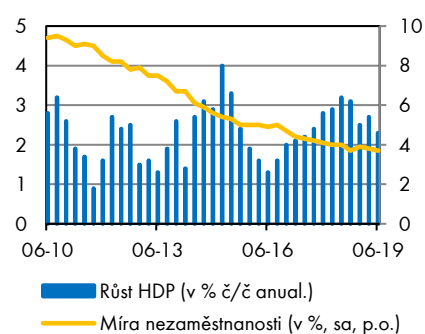
V souladu se slabším ekonomickým vývojem je konzistentní také utlumený cenový růst. Ten se v eurozóně pohybuje okolo jednoho procenta již zhruba rok a Evropské centrální bance se již delší dobu nedaří inflaci zvýšit. Cenový růst potravin by se i nadále měl, podobně jako uplynulé roky, držet pod jednoprocenní úrovní. Také ceny energií, které se běžně významnou měrou podílejí na volatilitě inflace, v následujícím období do cenového růstu výrazně nepřispějí. Domníváme se tak s ohledem pozvolné posilování eura vůči dolaru a s ohledem na relativní stabilitu ceny ropy Brent okolo 60 dolarů za barel. Pouze u inflace služeb může dojít k mírnému zrychlení zásluhou předchozího silného růstu mezd. Celkově proto tým RBI očekává, že by inflace v roce 2020 měla být o něco nižší v porovnání s letošním rokem, rychlejší dynamiku získá cenový růst až po roce 2021.

Eurozóna



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

USA



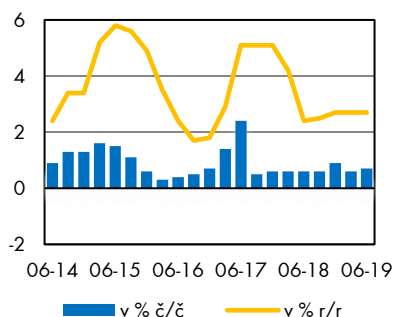
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Americká ekonomika se nachází v pozdější fázi své nejdelší expanze nedávné historie. To se typicky projevuje zpomalením růstu hrubého domácího produktu, nízkou nezaměstnaností a nevýrazným růstem ziskovosti firem. Celková výkonnost ekonomiky se drží na stále vysoké úrovni, jak ukazují data. Růst hrubého domácího produktu by měl v průměru tento rok jen nepatrně zpomalit na úroveň 2,3 %. Pro příští rok očekáváme, že se tempo růstu udrží na svém potenciálu, což je 1,5 %. Hlavními pilíři zůstávají i nadále spotřeba domácností a vlády, naopak investiční aktivita by měla být utlumená. Výše zmíněná prognóza růstu amerického HDP může být ohrožena, dojde-li k výraznému vyhrocení konfliktu s Čínou, nebo pokud by se klesající sentiment z výrobního sektoru rozšířil i do sektoru služeb.

Indikátory sentimentu ze sektoru služeb vykazují silné hodnoty a podobné výsledky vidíme i u spotřebitelské důvěry, která je poháněna nízkou nezaměstnaností a s tím souvisejícím růstem mezd. Hůře jsou na tom kapitálové výdaje zejména ve výrobě, které zaznamenávají pokles. Ten ovšem není dán horšími finančními podmínkami podniků, ale primárně nejistotou danou konfliktem mezi USA a Čínou. Velká míra nejistoty se propisuje i na finanční trhy, které nyní počítají s výrazně pesimističtější obrázkem, než jaký nám ukazují skutečná ekonomická data. V našem základním scénáři proto očekáváme, že zejména hrozba eskalujících sporů donutí americkou centrální banku do konce roku přistoupit k dalšímu snížení sazeb celkem o 50 bazických bodů a následně k jednomu dodatečnému (o 25 bazických bodů) v prvním čtvrtletí příštího roku.

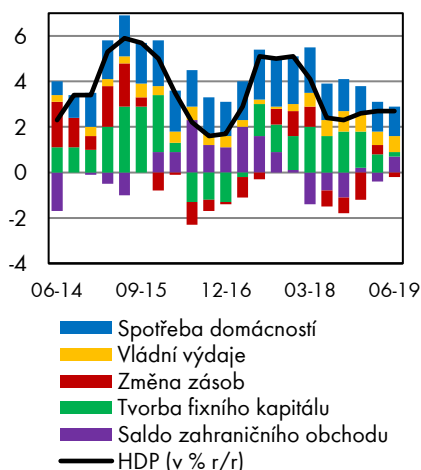
Utažený trh práce prozatím nevykazuje žádné známky blížícího se uvolnění. Nezaměstnanost se již tři měsíce v řadě pohybuje na úrovni 3,7 % a brzy dosáhne svého minima. Měsíční přírůstek nových pracovních míst by se v následujícím období měl stabilizovat na 100 tis., což je značně pod průměrem letošního roku, který doposud činí 166 tis. míst. Pro zaměstnavatele tak bude stále těžké sehnat na utaženém trhu práce kvalifikované pracovníky.

Růst HDP



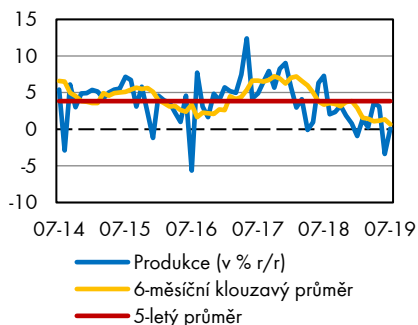
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Růst cen v letošním roce zpomalil na 1,7 %, příští rok by inflace měla nepatrně zrychlit na 2,0 %. V současné ekonomice nepřevládají výraznější inflační tlaky. Avšak u prognózy inflace vidíme riziko směrem nahoru zejména kvůli odvetným clům na čínský dovoz, což se následně odrazí v cenách zasaženého zboží.

Spotřeba domácností a vlády tahounem růstu

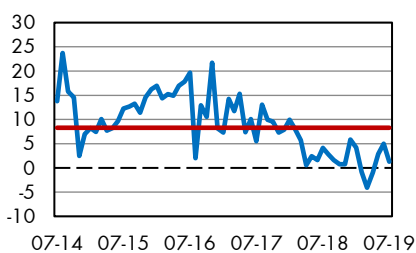
Podle odhadu ČSÚ meziroční růst české ekonomiky ve druhém letošním čtvrtletí jen nepatrně zvolnil na 2,7 %, mezičtvrtletně si české hospodářství polepšilo o stále solidních 0,7 %. Hlavním faktorem meziročního růstu byla domácí poptávka a v jejím rámci zejména spotřeba domácností a vlády. Naopak investiční aktivita firem, která ještě loni rostla o více než 7 %, mezičtvrtletně dvakrát v řadě poklesla. Firmy tak reagují na ochabující poptávku a nejisté vyhlídky. Současně jsou podniky nuceny pro udržení svých zaměstnanců rychle zvyšovat mzdy, což spolu s vyššími cenami energetických vstupů (elektřina) rovněž omezuje objem volných prostředků na investice. Rychlý mzdový růst na druhé straně zajišťuje spotřebitelům dostatek disponibilních prostředků a přispívá k rychlému růstu spotřeby domácností. Její dynamika se i přes zvolnění oproti loňsku stále udržuje poblíž tří procent (2,7 % v Q2). Navzdory utlumené zahraniční poptávce a poklesu HDP u našeho hlavního obchodního partnera Německa si zatím velmi dobře vede tuzemský export. Jeho dynamika značně předčila růst dovozů, což znamenalo výrazný kladný příspěvek čistých exportů k růstu HDP. Směrem do budoucna ovšem přetrvávají nejistoty spojené se zahraničním ekonomickým vývojem. Pokud by došlo k eskalaci obchodních sporů či neřízenému brexitu, znamenalo by to výraznější zásah do produkce zejména u exportně orientovaných podniků. Naopak sektory služeb a stavebnictví, které jsou navázány na domácí poptávku, by měly pokračovat ve svižném růstu, i když nižším oproti loňskému roku. Solidní dynamiku na úrovni 3 % by si však měla i v dalších letech udržet spotřeba vlády. Vlivem výše zmíněných faktorů tak odhadujeme, že letos by si ekonomika měla polepšit o 2,5 %, což i přes zpomalení oproti loňsku znamená stále solidní růst. Pro rok 2020 pak předpokládáme, zejména vlivem očekávaného nízkého růstu v eurozóně (jen o 0,5 %), další zpomalení dynamiky tuzemského HDP na 2,0 %.

Situace v zahraničí negativně ovlivňuje tuzemskou průmyslovou produkci

Průmyslová produkce si ve druhém čtvrtletí reálně lehce polepšila, když vzrostla o 0,7 % oproti Q1. Podle posledních údajů za červenec se výroba tuzemského průmyslu meziročně zvýšila o 0,1 % (po očistění o kalendářní vlivy). Dobrou zprávou je, že pozorujeme určité oživení produkce v automobilovém sektoru, stěžejního odvětví tuzemského zpracovatelského průmyslu. Vyšší produkce vozidel pravděpodobně souvisí s uvedením nových modelů Škody Auto na trh, tento vliv však může záhy odeznít. Podle posledních čísel rostla i produkce elektrických zařízení, počítačů, strojů a kovových konstrukcí. Nicméně poslední údaje nelze přeceňovat, průmyslový PMI index se i přes vyšší srpnovou hodnotu stále nachází hluboko v pásmu kontrakce a rovněž ekonomická situace u našich hlavních obchodních partnerů se stále zhoršuje. Lehký optimismus do budoucna vzbuzují nové zakázky měřené ČSÚ, které si v červenci poměrně výrazně polepšily. V průměru za druhé čtvrtletí se však meziročně zvýšily jen o 0,8 %.

Podle průzkumů uvádějí firmy jako největší překážku v dalším rozvoji nedostatečnou poptávku, rychleji se přitom snižuje poptávka ze zahraničí. Naopak bariéra nedostatku volných pracovních sil postupně ustupuje. Podle měsíčních údajů zaměstnanost v průmyslu od počátku roku postupně klesá. Tento vývoj koresponduje se zpomalující globální ekonomikou a klesající průmyslovou produkcí u našich západních sousedů. Pokud by v budoucnu došlo k další eskalaci protekcionistických opatření ve světovém obchodě, popřípadě uvalení cel Spojenými státy na dovážené evropské automobily, znamenalo by to další negativní zásah do průmyslové výroby.

Produkce automobilů

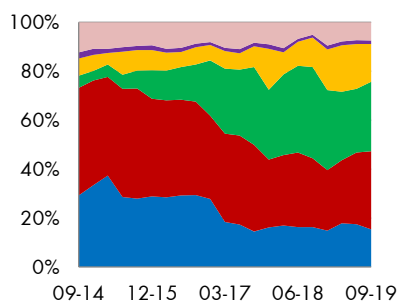


— 3-měsíční klouzavý průměr (v % r/r)

— 5-letý průměr

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

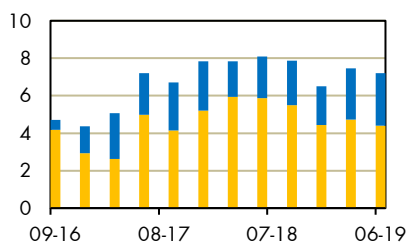
Bariéry expanze v průmyslu



■ Jiné
■ Finanční potíže
■ Nedostatek materiálu
■ Nedostatek zaměstnanců
■ Nedostatečná poptávka
■ Žádné

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nominální vývoj mezd a inflace



■ Spotřebitelská inflace (v % r/r)

■ Reálný růst průměrné mzdy (v % r/r)

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

V souhrnu tak předpokládáme, že růst tuzemské průmyslové produkce bude letos jen mírný. Očekáváme zvýšení o 1,5 %, což je zhruba poloviční tempo oproti loňskému roku. Vzhledem k předpokladu o slabém hospodářském růstu v eurozóně i v roce 2020 (pouze 0,5 %) pak očekáváme pro příští rok další pokles dynamiky na 0,8 %. Pokud však dojde k realizaci výše zmíněných hrozeb, může být výsledek ještě horší.

Naopak ve stavebnictví si na nedostatek poptávky zatím sžítovat nemohou. V tomto sektoru se aktuálně spíše nedostává volných kapacit. Loňský růst na hranici 10 % se letos zopakovat nepodaří, i tak má ale stavebnictví našlápnuto k solidnímu výsledku.

Růst mezd navzdory utaženému trhu práce zpomaluje

Nezaměstnanost zaznamenala v letošním roce historicky nejnižší hodnotu naměřenou současnou metodikou MPSV, když v květnu klesla až na 2,6 %. Celkově očekáváme, že v průměru letošní míra nezaměstnanosti dosáhne 2,8 %. Přitom mezi uchazeči o práci ubývá především těch dlouhodobě nezaměstnaných. Od roku 2018 je na trhu práce více krátkodobě nezaměstnaných (v srpnu 60 %), kteří hledající práci maximálně 6 měsíců, než dlouhodobě nezaměstnaných.

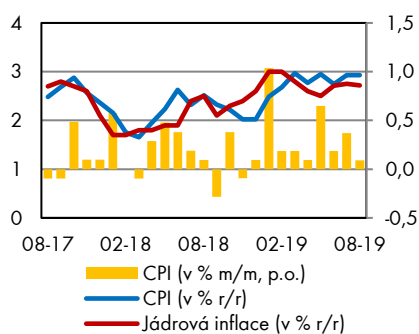
Přestože nezaměstnanost klesla historicky nízko a stále hledá nová minima, pozorujeme od začátku roku první známky poklesu zaměstnanosti a to konkrétně v průmyslu. To je první známka toho, že se hospodářský cyklus, na který nezaměstnanost reaguje se zpožděním, již začíná na trhu práce projevovat. Celková zaměstnanost je však nadále na vysokých úrovních jen s menšími sezónními výkyvy. Ani v následujícím období se nedá očekávat její výraznější pokles vzhledem k tomu, že na úřadech práce v srpnu zaznamenali rekordních 350 tis. volných pracovních pozic. Těch každým měsícem přibývá, s jedinou výjimkou a tou byl červen, kdy došlo poprvé od zimy 2016 k poklesu tohoto ukazatele. Následně jsme však mohli zaznamenat další nárůst počtu volných pracovních míst. Prozatím se tedy nepotvrdilo, že by šlo o nový trend, který by naznačoval, že by se globální nejistoty a riziko výraznějšího zpomalení Německa a potažmo Česka začalo propisovat do očekávání zaměstnavatelů.

Situace na trhu práce prospívá mzdám, které i v letošním roce porostou tempem blízkým 7 %. Velkou měrou se na tom ovšem podílí zvýšení minimální mzdy ze začátku roku spolu s poměrně výrazným nárůstem platů pracovníků ve veřejné správě. I v následujícím roce bude veřejný sektor hlavním tahounem růstu mezd. Již nyní se v rámci plánování rozpočtu jedná o nárůstu platů. Učitelé by si měli polepšit o 10 %, u nepedagogických pracovníků se počítá s přesunem do vyšší tarifní třídy a navíc by všem pracovníkům ve veřejné sféře mělo být přidáno plošně 1500 Kč. Naopak v soukromém sektoru již vidíme první známky zpomalení mzdového růstu a očekáváme, že do příštího roku ještě dále zpomalí pod 6 %.

Daňové dopady udrží inflaci nad dvěma procenty

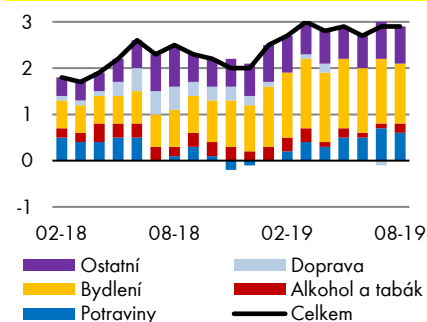
Inflace se i v průběhu třetího čtvrtletí pohybuje v blízkosti horní hranice pásma inflačního cíle ČNB. Hlavním zdrojem cenového růstu zůstávají ceny elektřiny spolu s cenami služeb. I přes mírné zvolnění růstu v červnu a srpnu si spotřebitelské ceny elektřiny udržely dynamiku na úrovni deseti procent. Současně přetrvává i vyšší růst cen dalších energií pro domácnosti, tedy plynu a tepla (o 3,6 % resp. 4,7 %). Rychlý růst cen služeb, daný mzdovým vývojem a vysokou úrovní spotřebitelského sentimentu, se pak rozhodující měrou podílel na vysokém růstu jádrové inflace. Naproti tomu ceny zboží v rámci jádrové inflace (bez potravin a pohonných hmot) se zvyšovaly jen slabě. Vyšší ceny agrárních komodit, dané do značné míry loňským suchem, v posledních měsících značně urychlují inflaci cen potravin. Naopak ceny pohonných hmot od června postupně klesají 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 směrem k dvouprocentnímu cíli. To bude dáno odezněním rychlého růstu

Vývoj CPI a jádrové inflace



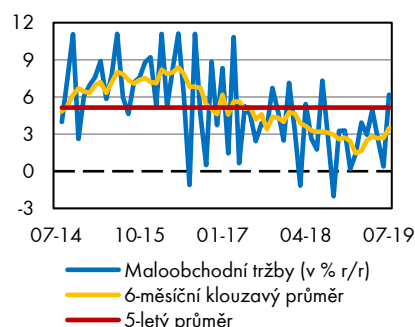
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

cen energií i slábnoucími inflačními tlaky z domácí ekonomiky. Na druhé straně bude inflace od ledna zvýšena vyššími spotřebními daněmi na alkohol a tabák. Souhrnný vliv tohoto administrativního opatření odhadujeme na 0,5 p.b. V rámci třetí a čtvrté vlny EET by pak ještě mělo dojít k přeřazení některých služeb do druhé snížené sazby DPH, což by naopak mělo růst cen snižovat. Ve své prognóze ale předpokládáme, že nižší danění si podnikatelé promítnou do svých marží a vliv na ceny pro spotřebitele tak bude jen minimální (-0,1 p.b.). K nižší inflaci by mělo přispívat i působení přísnější měnové politiky, ke které ČNB přistoupila, když v předstihu reagovala na očekávaný vyšší cenový růst. V průměru by tak spotřebitelská inflace měla v tomto roce dosáhnout 2,8 %, v roce 2020 by pak mělo dojít k jejímu zvolnění na 2,3 %.

Ceny průmyslových výrobců od dubna postupně ztrácejí dynamiku a v červenci a srpnu se jejich meziroční růst pohyboval jen na 2,1 %. Toto zpomalování do značné míry souviselo s průsakem nižších cen ropy na světových trzích do příslušných cenových okruhů. Naproti tomu k meziročnímu růstu nadále značně přispívají ceny ve skupině elektřiny, plynu a páry, které si nadále udržují růst na úrovni 8 % (ceny samotné elektřiny rostou nad 10 %). Vyšší ceny agrárních komodit se pak promítají i do cen výrobců v potravinářství. Nicméně v srpnu růst zemědělských cen výrazně zpomalil, což se s určitým zpožděním bude promítat i do potravinářských cen. Spolu s nízkou dynamikou cen výrobců v zahraničí to bude znamenat tlak na další zpomalování růstu produkčních cen. Růst cen elektřiny však bude i nadále výrazně přispívat k růstu cen výrobců a tento vliv odezní až na počátku příštího roku. V souhrnu tedy očekáváme inflaci cen výrobců v letošním roce mírně pod 3 %. V příštím roce by jejich dynamika měla poklesnout na 1,5 % zejména vlivem zmíněného odeznění vysokého růstu cen elektřiny i předpokladu o cenách ropy jen lehce nad 60 USD/barel.

Tržby obchodníků nadále svižně porostou

Maloobchodní tržby jsou i nadále negativně ovlivňovány klesajícími prodeji a opravami aut. V souhrnu za prvních sedm měsíců letošního roku tržby v automobilovém sektoru poklesly o 1,1 %, nicméně poslední údaj za červenec (+4,2 %) vzbudil naději, že by se situace mohla již konečně pomalu zlepšovat. Tržby bez započtení prodeje automobilů si naproti tomu letos v průměru stále udržují dynamiku lehce nad 5 %. V červenci pak vliv vyššího počtu pracovních dní přispěl k jejich zvýšení dokonce o 7 %. Nejvýrazněji přitom nadále rostly tržby z prodeje nepotravinářského zboží, které si v průměru polepšily o více než 8 %. Spotřebitelé utrácejí zejména za počítačové a telekomunikační vybavení a za výrobky pro kulturu, sport a rekreaci. Dynamicky se zvyšují prodeje přes internet a prostřednictvím zásilkových služeb (v červenci o více než 20 %). Naproti tomu tržby za potravinářské zboží a za pohonné hmoty se zvyšovaly podstatně méně (o 2,3 resp. 3,3 %). Hodnota indikátoru spotřebitelské důvěry během léta stagnovala, nicméně v září poklesla o téměř dva body. Z hlediska historických úrovní se však ukazatel i nadále pohybuje na poměrně vysokých hodnotách. To spolu s přetrvávajícím rychlým mzdovým růstem vytváří předpoklady pro pokračující svižný růst maloobchodních tržeb.

Proto očekáváme, že i přes mírné zpomalení ekonomiky by průměrný nárůst tržeb obchodníků bez započtení automobilů měl v letošním roce dosáhnout 5,2 %, pro rok příští předpokládáme mírné zpomalení na úroveň lehce nad 4 %. Na tom se bude podílet zpomalení ekonomického růstu na 2 % i slabší mzdová dynamika. Tržby za prodeje a opravy automobilů budou letos přinejlepším stagnovat. Celkové maloobchodní tržby včetně tohoto segmentu se tak letos meziročně zvednou zhruba o 3,4 %.

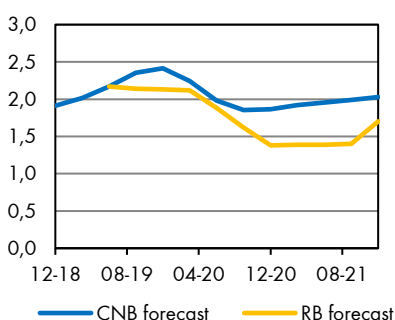
Rizika číhající v zahraničí prozatím na výkonnost exportu vliv nemají

Podle mnohých předstihových ukazatelů jako je Index nákupních manažerů či konjunkturální průzkum Českého statistického úřadu vnímají podnikatelé značné ochlazení zahraniční poptávky. Také zjištění Mezinárodního měnového fondu ukazuje, že globální

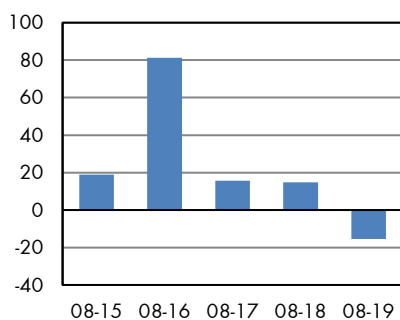
Sazby peněžního trhu ČR

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

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

PRIBOR 3M (%)


Source: CNB, Raiffeisenbank

Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

obchod zpomaluje a to především vlivem vyhrocených obchodních sporů. Ani vyhlídky přítom nejsou radostné. Již před půl rokem oznámil D. Trump, že zvažuje uvalení cel na evropský dovoz automobilů a během podzimu by se tato problematika měla znovu otevřít. Přímý dopad na českou ekonomiku by nebyl výrazný, do USA exportujeme jen zhruba 2,5 % tuzemského vývozu. Ovšem nesmíme zapomínat na fakt, že zhruba třetina našeho vývozu putuje do Německa a je tvořena především automobilovými součástkami. Z Německa je pak následně nemalé množství aut vyváženo právě do Ameriky.

Ani ze samotného Německa nepřichází dobré zprávy, když se negativním ekonomickým růstem za druhé čtvrtletí ocitlo na hranici recese. Vzhledem ke slábnoucím předstihovým ukazatelům to pro Německo nevypadá dobře ani ve třetím čtvrtletí. Propad Německa do technické recese je tak čím dál pravděpodobnější, což dopadne i na tuzemský vývoz.

Ačkoliv zahraniční obchod neměl prvních sedm měsíců roku na různých ustláno, výkonnost vývozu překonala loňský výsledek o 85 mld. Kč. Souhrnná bilance doposud dosáhla více než 100 mld. Kč, proto jsme naši prognózu revidovali směrem nahoru a za celý tento rok očekáváme přebytek obchodní bilance na úrovni 120 mld. Kč, což je zhruba o 20 mld. více než v loňském roce. Tento výsledek může být ohrožen výraznějším ekonomickým poklesem Německa či naplněním některých dalších vnějších rizik, jako je neřízený brexit či uvalení cel na evropské automobily.

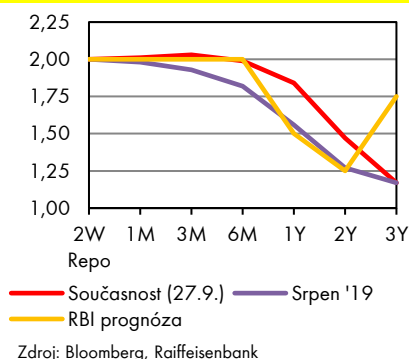
Příjmy státu již pokulhávají, a bude hůř

Český státní rozpočet pro rok 2019 počítá se schodkem ve výši 40 mld. Kč a dosavadní vývoj ukazuje, že nebude snadné jej udržet. Po uplynutí osmi měsíců lze konstatovat, že nejen oproti plánu, ale i oproti stavu běžnému v minulých letech, zdatně zaostávají rozpočtové příjmy, zatímco utrácet se daří dobře. Na příjmové straně se pro letošní rok v rozpočtu počítalo s meziročním navýšením o téměř 12 %, nicméně reálně se do konce srpna vybralo pouze o 7,7 % více. Ještě varovnější obrázek potom nabízí údaje o výběru daní, tedy té části příjmů, která tolik nepodléhá nepravidelným výkyvům. Zde momentálně evidujeme meziroční nárůst pouze o 6,3 % a oproti plánu tak chybí přes 37 mld. Kč, přičemž největší manko panuje ve výběru DPH (11,6 mld.) a daně z příjmu právnických osob (12,4 mld.). I z historického srovnání vyplývá, že takto výrazný rozdíl mezi plánovanými a skutečnými příjmy není obvyklý – pokud by byl plán naplňován stejnou měrou, jaké bylo průměrně dosahováno v předchozích pěti letech, ve státní kase by na konci srpna mělo být o 50 mld. Kč více. Rozpočet tak zřejmě počítal s vyšším tempem ekonomické aktivity, než jaké je dosahováno. Oproti tomu na straně výdajů rozpočet předpokládal meziroční navýšení o 10,7 % a toto tempo se do konce srpna podařilo dokonce předstihnout, když bylo utraceno o 11,2 % více než ve stejném období roku 2018. I zde byl dosavadní vývoj plnění rozpočtu horší, než v minulosti. Pokud by se tempo útrat drželo na průměrné úrovni z posledních pěti let, pak by na konci srpna mělo být utraceno o necelých 30 mld. Kč méně, než skutečně bylo. Dosavadní schodek hospodaření, který za osm měsíců činil 15,4 mld. Kč, se tak opticky jeví poněkud lepší, než skutečně je, jelikož jej zkreslují jednorázové faktory, jako je například využití 18 mld. Kč z Fondu národního majetku. Vzhledem k tomu, že česká ekonomika bude po zbytek roku pravděpodobně mírně zpomalovat, čímž se bude zvyšovat tlak na státní rozpočet, očekáváme, že konečný deficit bude činit spíše 45 mld. Kč. To ovšem platí pouze v případě, že se nenaplní zahraniční rizika (brexit, obchodní války, hlubší recese v Německu). Pro rok 2020 rozpočet opět počítá se schodkem ve výši 40 mld. Kč a i zde jsme spíše skeptičtí. Plán byl vytvořen na základě ekonomické prognózy, která je zatížena významnými riziky směrem ke zhoršení. Pro rok 2020 tak očekáváme schodek rozpočtu na úrovni 58 mld. Kč.

Český jestřáb sestřelen – sazby už výše nepůjdou

Česká národní banka od květnového zvýšení sazeb na 2,00 % během svých posledních tří měnověpolitických zasedání k další změně nesáhla a lze očekávat, že české sazby tak na

Tržní očekávání vývoje úrokových sazeb ČNB

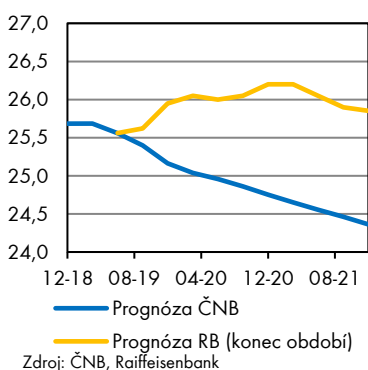


Kurz koruny

	aktuál.	XII-19	III-20	VI-20
EUR/CZK	25,8	26,1	26,0	26,0
USD/CZK	23,7	23,5	23,4	23,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK



nějaký čas dosáhly svého vrcholu. Česká inflace je nadále poháněna silnou domácí poptávkou, která těží z napjaté situace na trhu práce, nízké nezaměstnanosti a svižného růstu mezd v okolí 7 %. I přesto, že ceny rostou tempem blízkým 3 %, tedy na samém okraji tolerančního pásma ČNB, bankéři k dalšímu zvýšení sazeb podle nás nepřikročí a to hned ze dvou důvodů. V první řadě se zdá být pravděpodobné, že současný růst cen bude v nejbližší době zpomalovat i bez dalšího zásahu centrální banky. Z eurozóny, kde je inflace výrazně nižší, bude Česká republika tyto nízké ceny importovat. I pohonné hmoty a mnohé další statky navázané na ceny ropy budou zdražovat jen zvolna vlivem současných nízkých cen této komodity na světových trzích. V důsledku ekonomického ochlazení pozorovaného na českých vývozních trzích, primárně v Německu, bude klesat dynamika tuzemského exportu, což by se mělo projevit uvolněním na trhu práce a menším tlakem na růst mezd. Zároveň se s blízkou budoucností české ekonomiky nadále pojí významné nejistoty spojené hlavně s dosud nevyjasněnou podobou odchodu Spojeného království z Evropské unie a obchodními válkami mezi USA, Čínou a dalšími zeměmi. Tyto faktory mají potenciál v krajním případě dále zhoršit výhled světové a potažmo i české ekonomiky. Ačkoliv by tak současná kondice českého hospodářství zvýšení sazeb umožňovala, Česká národní banka se podle nás bude držet konzervativní strategie, která velí, že nežli sazby dočasně zvýší a s velkou pravděpodobností poté urychleně opět snižovat, bude jistější zachovat jejich stabilitu. Příští změnu v měnové politice tak očekáváme až ve druhém čtvrtletí roku 2020, kdy si podle nás posun v ekonomickém výhledu vynutí měnové uvolnění.

Zahraníční vývoj koruně nedovolí posílit

Česká koruna od začátku roku 2019 v souladu s naší předchozí predikcí mírně oslabila. Na rozdíl od České národní banky, která koruně opakovaně předpovídá pro blízkou budoucnost posilování, věříme, že se česká měna ocitne pod dalším tlakem. Pozitivní efekt kladného diferenciálu českých úrokových sazeb proti těm evropským se na kurzu koruny dlouhodobě příliš neprojevoval, a jelikož již nelze očekávat jeho další rozšiřování, koruně se z tohoto směru podpory nedostane. Naopak, ČNB zřejmě již dosáhla vrcholu svého úrokového cyklu a během příštího roku může začít zvažovat snižování sazeb. S pokračujícím oslabováním růstové dynamiky v Německu by měl slábnout i český export, což sníží poptávku po české měně. Ještě významnějšími riziky pro kurz koruny pak jsou pokračující světové obchodní války a možnost odchodu Spojeného království z Evropské unie bez dohody. I v případě, že nedojde v tomto ohledu k naplnění katastrofických alternativ, předpokládáme, že se kurz koruny dostane do konce letošního roku nad hranici EUR/CZK 26,00, a vlivem efektu rezolučního fondu krátkodobě i k EUR/CZK 26,10. Černé scénáře, zahrnující eskalaci obchodních sporů mezi USA a Evropskou unií, což prezident Trump nevyklučuje, či případně zcela neřízený brexit, pak mohou kurz koruny katapultovat dočasně až do blízkosti EUR/CZK 27,00. Je to dáno charakteristikou české ekonomiky, která vzhledem ke své velikosti a otevřenosti velmi citlivě reaguje na mezinárodní ekonomický vývoj.

Výnosy jsou nízké a budou ještě nižší

Česká výnosová křivka si nadále drží svůj netradiční tvar, kdy se výnosy pětiletých dluhopisů drží pod těmi dvouletými. Trhy tím jasně signalizují, že v příštích pěti letech očekávají proběhnutí cyklu snižování základní úrokové sazby centrální banky a investoři se tak po tuto dobu spokojí i s nižšími výnosy, než jaké by požadovali v případě pokračování aktuálního nastavení. Tento poněkud nestandardní stav by se měl narovnávat s tím, jak se bude blížit očekávané dno současného cyklu úrokových sazeb, které podle našeho názoru přijde na konci roku 2020. Přibližně do té doby předpokládáme setrvalý, i když mírný, pokles výnosů všech splatností. Na jejich další snižování bude působit i dlouhodobý nedostatek atraktivních a bezpečných investičních příležitostí v zahraničí. Většina evropských vládních dluhopisů momentálně nese záporný výnos a podle signálů z Evropské

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	XII-19	III-20	VI-20
2 roky	1,4	0,9	0,9	0,8
5 let	1,1	1,0	0,9	0,9
10 let	1,4	1,0	1,0	1,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

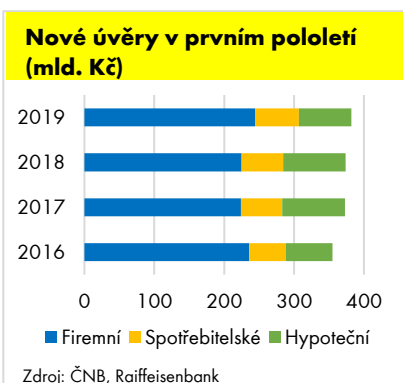
centrální banky zde v blízké době nelze očekávat obrat ke zvýšení. I ve Spojených státech postupně dochází k měnovému uvolnění a i toto povede k postupnému snižování tamních výnosů. Poptávka po českých dluhopisech zůstává relativně vysoká, jak ukazují výsledky posledních proběhlých aukcí. Navzdory tomu, že se schodek státního rozpočtu podle nás v letošním i příštím roce ukáže být vyšším, než bylo plánováno, a bude tedy nutné i zvýšit nabídku dluhopisů, jejich výnosy to podle nás v nejbližší době nezvýší.

Bankovnímu sektoru se zatím daří

Vývoj bankovního trhu plně koresponduje s dosavadním i očekávaným makroekonomickým vývojem. Doposud slušný výkon ekonomiky přináší firmám dostatek finančních prostředků, které však kvůli nejistému budoucímu vývoji nebývají využity pro nové investice, ale častěji slouží ke snížení dluhové zátěže firem. Proto také celkový objem firemních úvěrů zpomaluje své tempo růstu, přestože nové úvěry dosahují vyšších objemů než v roce předchozím. V první polovině letošního roku načerpaly nefinanční podniky o 8,6 % více nových úvěrů než ve stejném období roku 2018, avšak meziroční tempo růstu celkových úvěrů nefinančním podnikům zpomalilo z 5,7 % v závěru loňského roku na 3,5 % v první polovině roku letošního. Podobně i obyvatelstvo těží z velmi příznivé situace na trhu práce, spotřeba domácností zůstává vysoká a tlak na navyšování finančních rezerv mírně polevil. Celkové vklady obyvatelstva vzrostly v první polovině roku o 3,3 %, což je o jeden procentní bod pomalejší tempo ve srovnání s rokem 2018. Spotřebitelské úvěry vykazují podobný trend jako úvěry firemní. Spotřebitelské úvěry nově poskytnuté v první polovině letošního roku jsou v souhrnném objemu o 4,6 % vyšší než ve stejném období roku 2018, avšak tempo růstu celkového objemu zpomalilo z 8,3 % na 7,7 % meziročně. Podíl nesplacených spotřebitelských úvěrů se výrazně snížil ze 4,5 % na konci roku 2018 na 3,8 % na konci prvního pololetí 2019. Hypoteční úvěry se v závěru prvního pololetí stabilizovaly a dosahovaly hodnot srovnatelných s loňským rokem. Je jasné, že výpadek v objemech nových hypoték z počátku letošního roku již bankovní trh nedožene, a letošní nové prodeje tak zůstanou zhruba o 15 – 20 % pod loňskou produkci. Průměrné meziroční tempo růstu celkového objemu hypotečních úvěrů aktuálně dosahuje úrovně 10,3 %, avšak jen díky mimořádně vysokým přírůstkům v závěru minulého roku. Na konci letošního roku předpokládáme pomalejší výsledné tempo okolo 8 % meziročně. Do konce letošního roku neočekáváme změnu nastavených trendů. Tržní úrokové sazby zůstanou příznivě nízké, a tak dynamičtějšímu vývoji úvěrových obchodů brání jen vnější vlivy, jako například nejistota budoucí prosperity nebo vysoké ceny nemovitostí.

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

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



Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RALF

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

23 44 01 362 Milan Fischer 23 44 01 145

23 44 05 228 Eva Bobeničová 23 44 01 316

603 808 512 Roman Fol 23 44 01 144

603 808 035 Jozef Božek 23 44 05 509

724 163 275 Milan Fajkus 23 44 01 821

Ivo Prokop 23 44 01 826

Treasury - Sales

23 44 01 330 Pavel Křivonožka 23 44 05 995

23 44 05 691 Žaneta Chudá 23 44 01 195

23 44 01 857 Michal Michalov 23 44 01 830

Martin Bárta 23 44 05 510

23 44 01 215 Pavel Křištof 23 44 05 907

23 44 01 308 Jakub Skotnica 23 44 05 502

23 44 01 545 Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

23 44 01 039 Robert Schwanzer 23 44 01 130

23 44 01 574 Karel Hubička 23 44 01 885

23 44 01 437 Ondřej Chládek 23 44 05 357

24 24 32 437 Jan Gazsi 23 44 01 775

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Jakub Hamr 23 44 01 868

23 44 01 374 Pavel Plánička 23 44 01 255

23 44 01 191 Petra Kubů 23 44 01 822

Treasury – Equities

23 44 01 455 Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Ekonomický výzkum

23 44 01 877 Helena Horská 23 44 01 413

23 44 05 551 Eliška Jelínková 23 44 01 070

23 44 05 656 Luboš Růžička 23 44 01 402

23 44 01 802 Vít Hradil 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

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 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 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 spolupředseda 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 prospektu 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/>.