

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Pokračování utahování americké měnové politiky v roce 2018 a 2019
- Obrat v nastavení měnové politiky ECB v druhé polovině roku
- Budoucí růst ČR je podmíněn investicemi do produktivity
- Solidnímu výkonu českého průmyslu bude pomáhat i zahraničí
- Stavebnictví se blýská na lepší časy
- Nedostatek pracovní síly brzdí další růst
- Inlace v polovině roku znovu vzroste na své loňské maximum
- Vyšší platy a silná koruna umožní spotřebitelům více utrácet
- Tempo růstu dovozu bude stabilně převyšovat růst vývozu
- Státní rozpočet skončí v roce 2018 ve větším deficitu, než byl schválen
- Druhá fáze „normalizace“ měnové politiky ČNB
- Koruna vůči euru zpomalí své tempo posilování
- Postupný nárůst dluhopisových výnosů a zploštění celé výnosové křivky

Makroekonomická predikce

	2015	2016	2017e	2018f	2019f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 773	5 103	5 404	5 690
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,3	2,6	4,4	3,3	3,2
HDP na hlavu v EUR podle PPS	24 172	25 302	27 104	28 569	30 080
Průmyslová výroba, r/r %	4,6	3,4	5,7	4,0	3,2
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let	6,5	5,5	4,2	3,8	4,0
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,6	3,8	7,5	8,2	6,6
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,9	3,0	2,8
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,6	2,1
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,7	2,1	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	-0,6	0,7	0,0	-0,7	-0,4
Vládní dluh, % HDP	40,0	36,8	34,3	33,1	31,8
Obchodní bilance, mld. Kč	130,6	162,1	150,0	100,0	50,0
Běžný účet, % HDP	0,2	1,1	1,1	0,7	0,4
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	0,6	-0,4	2,4	1,7	1,2
EUR/CZK, průměr	27,3	27,0	26,4	25,2	24,9
USD/CZK, průměr	24,6	24,4	23,1	21,0	19,5
Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	1,06	1,69
3M PRIBOR, průměr	0,31	0,29	0,41	1,35	1,94

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – globální ekonomika poblíž svého cyklického vrcholu

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	III-18	VI-18	IX-18
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,75
Maďarsko*	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	0,50	0,75	1,00	1,25
Rumunsko	1,75	2,25	2,50	2,75
Bulharsko	0,00	1,00	1,25	1,50
Rusko	7,75	7,50	7,00	6,75
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	1,50	1,50	1,75	2,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	III-18	VI-18	IX-18
Polsko	1,72	1,73	1,90	2,15
Maďarsko*	0,03	0,05	0,05	0,05
ČR	0,76	1,10	1,25	1,45
Rumunsko	2,05	2,50	2,75	3,00
Chorvatsko	0,55	0,55	0,55	0,55
Rusko	7,88	7,62	7,40	7,15
eurozóna	-0,33	-0,35	-0,35	-0,35
USA	1,70	1,60	1,85	2,10

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* ask

EUR/Národní měna (průměr)

země	2017e	2018f	2019f
Polsko	4,26	4,16	4,20
Maďarsko	309,5	316,8	320,0
ČR	26,37	25,16	24,94
Rumunsko	4,57	4,67	4,68
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,46	7,46	7,48
Srbsko	121,4	121,2	123,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	134,2	134,6	135,9
Rusko	66,4	73,6	81,8
Ukrajina	30,3	33,3	37,0
Bělorusko	2,20	2,51	2,88
Turecko	4,13	4,68	5,29
USA	1,14	1,20	1,28

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Čtvrté čtvrtletí roku 2017 bylo ve znamení souboje měnověpolitických událostí s těmi geopolitickými. Celosvětová ekonomika opět překvapila svým růstem a trhy dosáhly nových maxim. Za poslední čtyři čtvrtletí vzrostla ekonomika eurozóny meziročně v průměru o 2,3 %. Takový růst byl dosažen pouze v předkrizových letech a na přelomu milénia. Předstihové ukazatele napříč evropskými zeměmi neustále překonávají svá historická maxima a současný růst je podle našich odhadů poblíž svému cyklickému vrcholu. S ohledem na míru využití produkčních kapacit a očekávaný růst poptávky bude soukromý sektor i nadále zvyšovat svou investiční aktivitu a zaměstnanost. Rostoucí zaměstnanost a s ní spojený tlak na růst mezd tak nadále podporuje spotřebu domácností a tržby firem. Takto robustní růst je odolný i vůči výrazným šokům (např. Brexit). Pro celý rok 2017 a 2018 tým RBI zvýšil svou prognózu HDP na 2,4 % resp. 2,5 %. Pro rok 2019 očekáváme mírné zpomalení tempa růstu k 1,7 %. I tak se bude jednat o nadprůměrný výkon ekonomiky eurozóny. Míra spotřebitelské inflace v eurozóně v nejbližších měsících opět poklesne k jednoprocenní hranici díky odeznění proinflačních tlaků vyvolaných cenami energií, které si v listopadu připsaly až 5 % r/r. V roce 2018 tým RBI očekává spotřebitelskou inflaci v průměru 1,3 %, což je výrazně pod cílem ECB. Nicméně po očištění o ceny energií lze pozorovat jasný trend inflace k dvěma procentům, na která se podle našich odhadů dostane až v roce 2019.

Měnová politika ECB pro rok 2018 byla jasně narysována bankovní radou již na konci října. Od začátku ledna bude postupně snižován měsíční objem nákupů v rámci kvantitativního uvolňování až k 30 mld. eur do září 2018, kdy bude pravděpodobně celý program ukončen. Následné zvyšování úrokových sazeb však pravděpodobně neproběhne ještě ve stejném roce, ale až v roce následujícím. Nicméně očekáváme, že se v průběhu roku holubičí tón bankovní rady ECB změní a trh se začne připravovat na začátek utahování měnové politiky eurozóny.

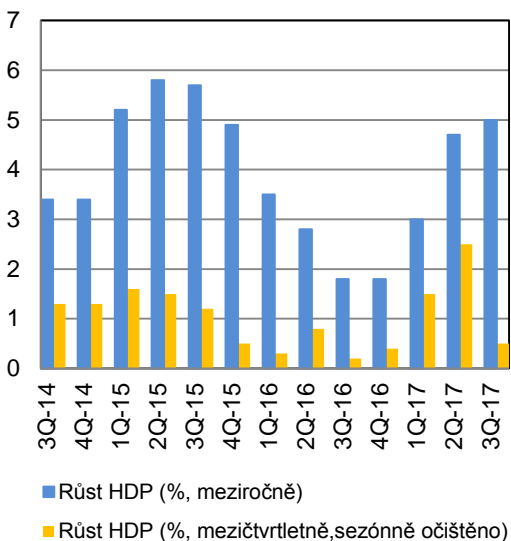
Americká ekonomika je ve svém hospodářském cyklu o krok dále. HDP za třetí čtvrtletí vzrostlo meziročně o 2,3 % a podle doposud zveřejněných statistik se bude růst ekonomiky v posledním čtvrtletí 2017 pohybovat mírně pod třemi procenty. V kontextu schválené daňové reformy tým RBI zvýšil odhad pro rok 2018 o 0,3 p.b. na 2,5 %. Reforma pravděpodobně poskytne ekonomice určitý fiskální stimul, který prodlouží dosavadní ekonomickou expanzi. Ta má ambice stát se nejdelší v historii USA. Nicméně po odeznění tohoto dočasného stimulu bude ekonomika zranitelnější než kdy jindy. Pro rok 2019 odhadujeme zpomalení tempa růstu ke 2 %. Míra spotřebitelské inflace byla v listopadu 2,2 % r/r a vzhledem k odeznění růstu cen ropy opět poklesne v prvním čtvrtletí 2018 pod dvouprocentní cíl centrální banky a po zbytek roku se bude pohybovat v jeho tolerančním pásmu – v průměru dosáhne 2,3 %. Míra nezaměstnanosti bude pokračovat v poklesu a v polovině tohoto roku

se dostane k 3,8 % a na konci roku až k 3,6 %, což bude nejnižší hodnota od konce šedesátých let.

Na prosincovém měnověpolitickém jednání Fedu bankovní rada rozhodla o třetím zvýšení úrokových sazeb v roce 2017 do pásma 1,25 % - 1,50 %. Centrální banka už dříve rozhodla o začátku snižování své bilanční sumy, která narostla po třech kolech kvantitativního uvolňování až na astronomických 4,5 bln. dolarů. Bilanční suma bude snižována o 20 mld. dolarů měsíčně s účinností od ledna 2018 a s následným postupným navyšováním. Podle poslední prognózy Fedu bankovní rada počítá v mediánu se třemi zvýšeními úrokových sazeb v roce 2018 a s dalšími dvěma nebo třemi v roce 2019, což je i v souladu s očekáváním týmu RBI. Trh prozatím však zůstává holubičí a nevěří centrální bance její jestřábí tón. Nicméně věříme, že si americká ekonomika v průběhu roku vyžádá další zchlazení v podobě vyšších úrokových sazeb hned ze tří důvodů: (1) schválená daňová reforma dodá ekonomice dodatečné zrychlení, (2) míra inflace se dostane v průběhu roku konzistentně přes dvě procenta, (3) vzhledem k personálním změnám ve vedení regionálních poboček Fedu očekáváme posun k „jestřábímu“ nastavení bankovní rady v měnověpolitických otázkách.

V nejbližším čtvrtletí vidíme vzhledem k harmonogramu měnových politik ECB a Fedu více podpory pro americký dolar. Vzhledem k tomu, že trh očekává o jedno zvýšení amerických sazeb více, než indikuje bankovní rada, je zde prostor pro posilování dolaru. Nicméně v polovině roku 2018 se do hry dostane blížící se obrat měnové politiky ECB a euro se může dostat až k EUR/USD 1,24 ke konci roku 2018. V roce 2019 by se měnový pár měl pohybovat v průměru na úrovni EUR/USD 1,30. Nicméně i nadále je nutné počítat s krátkodobými šoky způsobenými geopolitickými událostmi na obou stranách atlantického oceánu, které doposud měly krátkodobě větší vliv na devizové trhy než makroekonomické fundamenty.

Růst ekonomiky



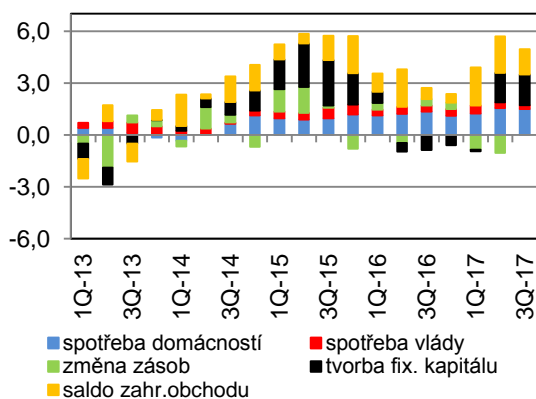
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Česká ekonomika na svém cyklickém vrcholu

Po velice dobré první polovině roku 2017 růst českého HDP ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně polevil na 0,5 %. I tak meziroční tempo ekonomického růstu zrychlilo na 5,0 %, čímž Česká republika potvrdila své místo v první čtvrtině nejrychleji rostoucích států EU.

Ve třetím čtvrtletí k růstu HDP přispěly všechny hlavní složky poptávky přibližně stejnou měrou. Dobrou zprávou je celkem slušný, 7,5% meziroční růst investic, který k růstu HDP přispěl 1,6 p.b. Obnovená investiční aktivita byla do jisté míry způsobena efektivnějším čerpáním EU dotací, ale také nejvyšší úroveň podnikatelského optimismu od roku 2011. Nedostatek pracovní síly na trhu spolu s růstem nejen zahraničních objednávek vytváří silný tlak na rozšiřování či modernizaci výrobních kapacit a z toho důvodu lze očekávat, že si firmy vysoký objem investičních výdajů ještě udrží. Přehřívání pracovního trhu a v jeho důsledku výrazný růst platů příznivě ovlivňují domácí spotřebu. Reálná domácí spotřeba vzrostla o 4,4 % meziročně s příspěvkem k růstu 1,5 p.b. Zlepšující se ekonomická situace v eurozóně byla spojena s markantním

HDP příspěvky k růstu (p.b.)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

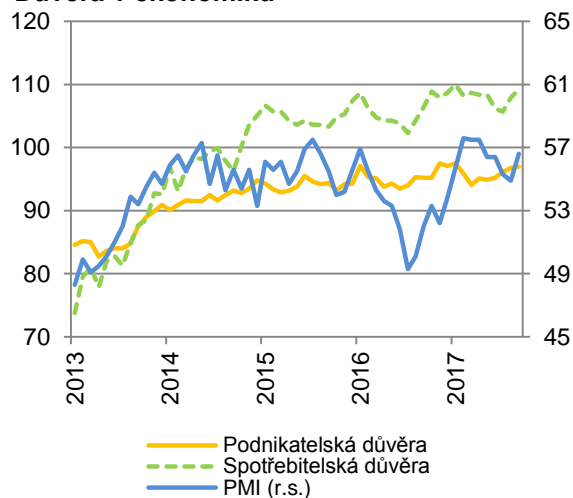
nárůstem zahraniční poptávky. Díky tomu vývozy do zahraničí ve třetím čtvrtletí reálně meziročně vzrostly o 7,2 % a udržely si slušný náskok nad dovozy. Pozitivní saldo zahraničního obchodu tak přispělo k růstu HDP 1,5 p.b.

Na straně výroby je expanze tradičně vedena zpracovatelským průmyslem, který rostl bezmála 8% tempem, i když solidní růst zaznamenaly všechny sektory. Pro výrobce bude hlavní bariérou budoucího růstu nedostatek pracovní síly na trhu práce a více než dvojnásobný růst mezd v porovnání s růstem produktivity práce. Pro udržitelnou a dlouhodobou ekonomickou expanzi je teď velmi důležité, aby firmy intenzivně investovaly do vyšší produktivity práce.

Pro celý rok 2017 odhadujeme růst HDP 4,4 % a již teď lze očekávat, že Česká ekonomika v roce 2017 zaznamená nejsilnější růst za poslední dva roky. Zatímco v roce 2015 vysoký růst HDP způsobilo kvapné dočerpávání fondů EU, v roce 2017 byl růst postaven na širším a udržitelnějším základu. Současný výkon české ekonomiky vyniká i v porovnání s ostatními středoevropskými ekonomikami. Na stejné, nebo vyšší tempo růstu se dostane jen Polsko a Slovinsko. Rakouská a slovenská ekonomika porostou tempem mírně nad 3 %, zatímco Německo dosáhne o něco nižšího růstu kolem 2,5 %. Eurozóna podle odhadu RBI poroste meziročně kolem 2,4 %.

Nicméně je nutno podotknout, že průměrná délka konjunktury v ČR trvá pět let a letos to bude již pět let od konce recese v roce 2013. Vzhledem k současnému vysokému růstu lze předpokládat, že na přelomu roku 2017 dosáhla česká ekonomika svého cyklického maxima a v příštích letech přijde pozvolné zpomalení.

Důvěra v ekonomiku



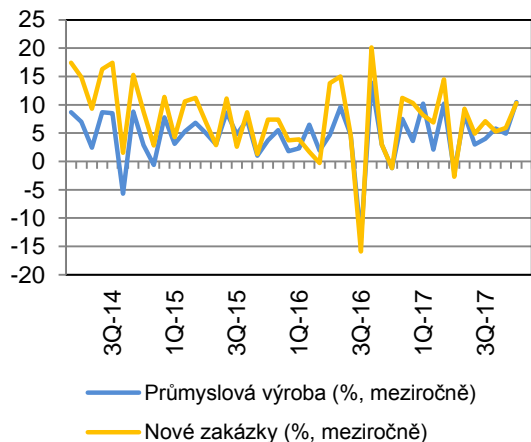
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

... zatímco průmysl za svým cyklickým vrcholem

Tuzemský průmysl rostl od ledna do října 2017 průměrným meziročním tempem 5,7 % v situaci, kdy hrubý domácí produkt vzrostl v prvních třech čtvrtletí v průměru „pouze“ o 4,2 %. Průmysl je stále hlavním tahounem ekonomiky s téměř třicetiprocentním podílem na HDP. Zpracovatelský průmysl, který tvoří přes 80 % celého sektoru, vzrostl ve stejném období v průměru meziročně o 6,1 %. Naopak černou ovcí průmyslu je stále těžební odvětví, které pokračuje v útlumu (pokles o 7,1 %) a to díky pokračujícímu uzavírání černouhelných dolů na našem území. Za tím stojí mimo jiné příliš drahá tuzemská těžba a levnější dovoz ze zahraničí. V posledních dvou měsících uplynulého roku očekáváme, že si průmysl solidní výkon udrží a bude v něm pokračovat i v roce 2018. Navzdor tomu i stav nových průmyslových zakázek, které od počátku roku 2017 do října vzrostly o 6,9 %. Domácí zakázky rostly od začátku roku rychleji (9 %) ve srovnání se zahraničními (5,9 %). Navíc domácí a zahraniční předstihové indikátory v eurozóně, Německu nebo Polsku neustále navyšují svá maxima. Celkově očekáváme, že za celý rok 2018 průmyslová výroba mírně zpomalí své tempo růstu na stále solidní 4 %.

V průmyslu se nejvíce promítá silně utažený trh práce. Podle říjnové statistiky vzrostla meziročně průměrná měsíční mzda v podnicích nad 50 zaměstnanců o 7,1 % na 31 211 Kč a pro celý rok 2017 odhadujeme růst mezd 7,5 %. Nicméně podle posledních průzkumů PMI několik respondentů uvedlo,

Průmyslová výroba a zakázky



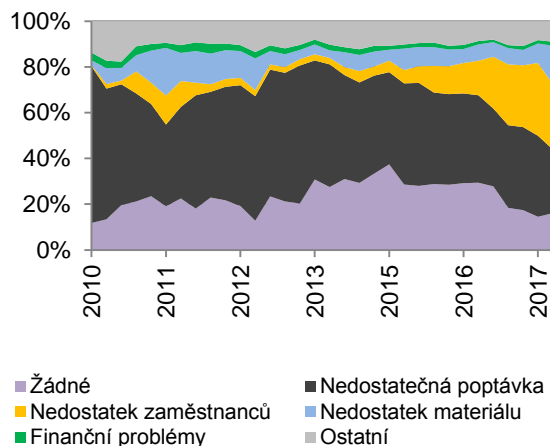
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

že po dlouhé době se jim podařilo zaplnit dlouhodobě volná pracovní místa. Na druhou stranu průmyslníci stále větší měrou vnímají jako bariéru k růstu nedostatek materiálů a zařízení. V roce 2018 očekáváme mírné zrychlení nominálního růstu mezd v průmyslu na 8,2 %.

Největší riziko pro průmysl vidíme v postupném nástupu nových technologií a to hlavně v automobilovém průmyslu, na kterém je tuzemská ekonomika silně závislá. Pokud by místní automobilky nestíhaly světový trend elektrifikace, silně by to zasáhlo ekonomiku. K tomu počítáme s dalším posilováním české koruny, která bude místní výrobce tlačit ke zvyšování konkurenceschopnosti.

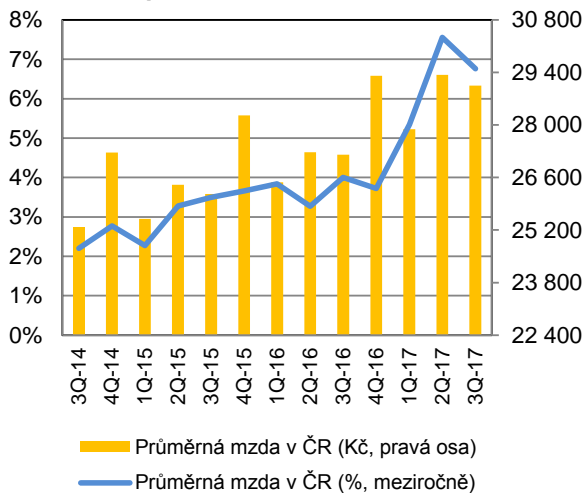
Tuzemská stavební produkce stále dohání pomalým tempem své předkrizové úrovně, na které se ale pravděpodobně už nikdy nedostane. Za prvních deset měsíců roku 2017 vzrostlo stavebnictví meziročně v průměru o 2,3 %. V mezinárodním srovnání se sousedními zeměmi je na tom hůře pouze Slovensko. Velký rozdíl je však vidět mezi oblastmi pozemního a inženýrského stavitelství. Zatímco výstavba bytů a domů vzrostla ve stejném období o 6 %, stavba silnic, telekomunikací a dalších staveb průmyslového účelu naopak poklesla o 6,2 %. Za tímto poklesem stojí především nedostatek státních zakázek a to hlavně v oblasti infrastruktury. Staveb rodinných domů bylo zahájeno o 20 % více než ve stejném období předchozího roku a bytových domů dokonce o 50 %. Nicméně nárůst dokončených domů a bytů se pohybuje pouze v jednotkách procent. Malý přísun nabídky vlastního bydlení na trh nemovitostí stojí za dvoucifurním růstem cen bytů šesté čtvrtletí v řadě a navíc nejrychlejším růstem v rámci zemí Evropské unie. Nicméně v mezinárodním srovnání Česká republika pouze dohání dlouhodobý růst cenových úrovní evropských zemí. Situaci by částečně mohla pomoci novela stavebního zákona platná od začátku roku 2018, která se snaží odbourat byrokracii spojenou se schvalovacím procesem stavebních povolení. Novela však spíše pomůže pozemnímu stavitelství. Pro usnadnění inženýrských staveb plánuje ministerstvo dopravy v nejbližších měsících představit další novelu stavebního zákona, která má zjednodušit proces vykupování pozemků potřebných pro stavbu. Ve spojení s nutností dočerpat dílčí alokaci evropských fondů v tomto roce (více v kapitole státního rozpočtu) se stavebnictví blýská na lepší rok, než byl ten uplynulý.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nominální průměrná mzda

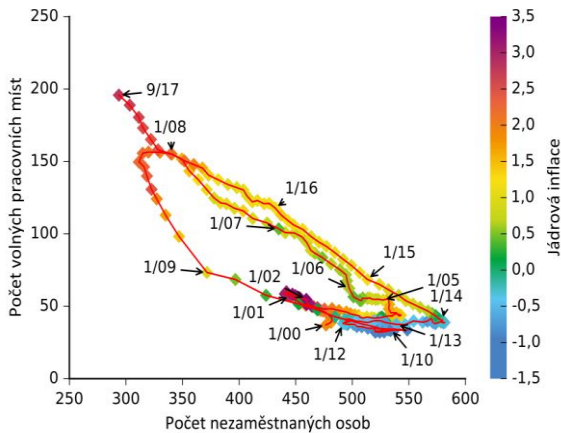


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nejtuženější trh práce v historii

Ruku v ruce se svižně rostoucí ekonomikou klesá míra nezaměstnanosti. Ta v listopadu spadla na 3,5 %, nejnižší od prosince 1996 a podle našich odhadů dosáhla svého cyklického minima. Na úřadech práce bylo zaregistrováno přes 265 tisíc obyvatel. Poměr uchazečů o práci k počtu volných pracovních míst klesl na 1,24, tedy na jednu pracovní pozici připadá něco málo přes jednoho uchazeče. Jedná se o nejnižší hodnotu v historii měření. Podle metodiky Mezinárodní organizace práce ILO je počet nezaměstnaných aktivně hledajících práci dokonce jen 140 tisíc. Poslední dostupná data poukazují, že největší bariéra ke zvýšení výroby je právě nedostatek (kvalifikované) pracovní síly. Vše tak napovídá, že došlo k aktivaci části pracovních rezerv. V prosinci odhadujeme zvýšení míry nezaměstnanosti o 0,2 p.b. na 3,7 %, která

Beveridgeova křivka



Zdroj: ČNB

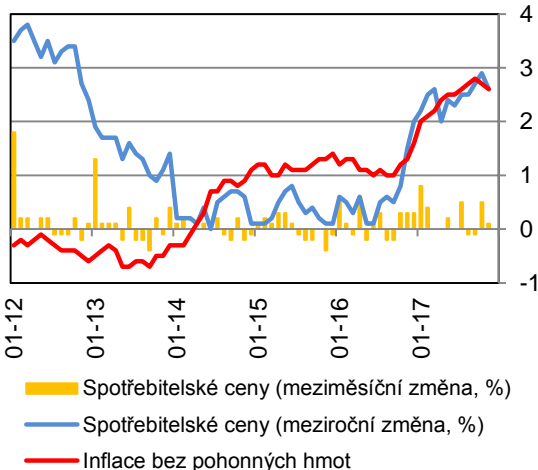
poroste i v 1. čtvrtletí tohoto roku a opět poklesne během letních měsíců. Vzhledem ke zpomalování růstu ekonomiky, zvyšování úrokových sazeb a silící koruně neočekáváme v tomto roce tak významné snižování nezaměstnanosti v podzimních měsících jako tomu bylo minulý rok a průměrnou míru nezaměstnanosti odhadujeme na 3,8 %. V dalších letech počet nezaměstnaných poroste. V dlouhodobém horizontu pak počítáme s mírou nezaměstnanosti okolo 4,5 %.

Nejvýrazněji klesla krátkodobá nezaměstnanost (do 6 měsíců) o necelých 51 tisíc oproti prosinci 2016, dlouhodobá nezaměstnanost (12+ měsíců) klesla o téměř 48 tisíc. Nezaměstnanost také klesla napříč vzdělanostní strukturou vyjma uchazečů o práci bez vzdělání, jejichž počet oproti prosinci 2016 vzrostl o necelé 2 tisíce. Průměrný věk nezaměstnaných se i nadále zvyšuje a v současné době činí 42,9 let. Není tedy překvapující, že věková skupina 50-59 let tvoří 27 % všech nezaměstnaných.

Mzdy se v minulém roce odrazily k rychlému růstu tlačené utaženým trhem práce a celoevropským silným ekonomickým růstem. V nominálním vyjádření ve třetím čtvrtletí rostly pod očekávání o 6,8 % r/r, reálně pak o 4,2 % r/r. Ve světle posledních několika let se však jedná o mimořádný nárůst, který bude pokračovat i v dalších několika čtvrtletích. Týkat se to bude zejména průmyslu a IT, ve kterých je chronický nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Ke zvýšení mezd ale dojde napříč odvětvími i díky zvýšení minimální mzdy o 1 100 Kč na 12 200 Kč od 1. ledna 2018. Očekáváme, že růst nominálních mezd v posledním čtvrtletí roku 2017 zrychlí nad 7,0 % r/r. Vrcholu dosáhne ve druhém čtvrtletí tohoto roku a poté mírně zpomalí v důsledku vyšší srovnávací základny a zchlazení české ekonomiky.

Úplný sestup k inflačnímu cíli zatím v nedohlednu

Míra inflace



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Spotřebitelská inflace se již od začátku roku 2017 pohybuje v horní polovině tolerančního pásma ČNB. V momentě ukončení intervenčního programu ČNB v dubnu byla sice inflace přesně na svém dvouprocentním cíli, od té doby ale postupně narůstala. V říjnu růst spotřebitelských cen dosáhl 2,9 %, což byla nejvyšší míra od roku 2011. Podle poslední známé hodnoty z listopadu inflace již poklesla ke 2,6 %. Největší vliv na meziroční růst cen v listopadu měly ceny potravin, bydlení, dopravy a rekreace. Za dražšími potravinami stál růst zemědělských cen, který v listopadu dosáhl meziročního tempa 10,1 %. Za celý rok 2017 odhadujeme průměrnou míru inflace 2,5 %.

Hlavním proinflačním tahounem v roce 2018 bude růst mezd (o 7,4 % r/r v nominálním vyjádření). Spolu s nízkou nezaměstnaností a obecně optimistickým naladěním budou mzdy pozitivně ovlivňovat spotřebu domácností, což podpoří růst spotřebitelských cen. Zejména na konci první poloviny roku 2018 bude vysoký růst mezd a efekt nízké srovnávací základny z minulého roku tlačit spotřebitelskou inflaci směrem nahoru, zpět ke 2,9 %. Podle našeho odhadu se bude jednat o krátkodobý výkyv a v následujících měsících se vlivem utahování monetární politiky a posilování koruny bude

inflace pozvolně shora vracet k inflačnímu cíli centrální banky. V roce 2019 odhadujeme průměrnou míru inflace na 2,1 %.

Předpokládáme, že vyšší ceny materiálů a ostatních vstupů způsobí pozvolný nárůst cen průmyslových výrobců, který letos podle našeho odhadu dosáhne 3 %, což přidá na proinflačním tlaku.

Maloobchodní tržby o Vánocích prolomily rekordy

Bezprecedentní výše spotřebitelské důvěry, minimální nezaměstnanost a výrazný nárůst platů se promítají do silné chutě domácností utrácet, což pocítili i tuzemští obchodníci. Bezmála sedmiprocentní průměrný růst nominálních mezd ve třetím čtvrtletí zatím pohodlně přesahuje současný růst cen. Češi si tak mohou dovolit více utrácet i přes to, že jim z vyšších platů ukrajuje inflace. Reálný růst platů také umožňuje českých spotřebitelům kupovat dražší a kvalitnější zboží. Navíc silnější koruna stlačuje cenu dováženého zboží dolů a zákazníci si tak mohou dovolit za stejné peníze pořídit více, nebo kvalitnější zboží ze zahraničí. Nejvíce toho využily tuzemské zásilkové obchody a e-shopy jejichž tržby vzrostly ve třetím čtvrtletí meziročně o více než 20 %. Celkem slušný, 12% nárůst zaznamenal i obchod s oděvy. Tržby z prodeje motorových vozidel ve třetím čtvrtletí prohloubily pokles na -2 % r/r, což je ale korekční následek více než 8% růstu z počátku roku.

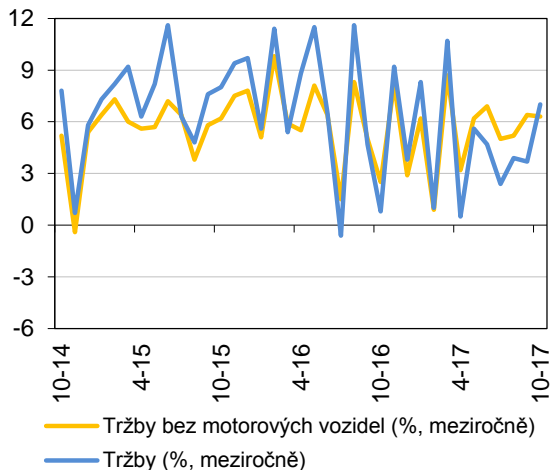
Předstihové indikátory naznačují, že letošní vánoční tržby byly pro většinu obchodníků rekordní. Těžít z toho bude zejména internetový a zásilkový prodej, i když nárůst tržeb bude zřejmě zaznamenán napříč všemi odvětvími. Růst maloobchodních tržeb za celý rok 2017 podle našeho odhadu přesáhne 6 %. Nicméně v první čtvrtině roku 2018 lze očekávat jisté sezónní zvolnění. Prostor pro další růst tržeb v dalších měsících příštího roku je pořád značný, ale jenom pokud nepoleví současné tempo růstu platů.

Silná koruna a napjatý pracovní trh tlumí export

Podle nejnovějších údajů zahraniční obchod v ČR zatím zřetelně zaostává v porovnání s předchozím rokem. Za prvních deset měsíců tohoto roku dosáhl kumulovaný přebytek obchodní bilance 144,7 mld. Kč, o 19,0 mld. Kč méně než za stejné období loňského roku zejména kvůli pomalejšímu růstu vývozu a vyššímu dovozu. Vývoz v tomto období průměrně meziročně rostl o 6,4 %, zatímco dovoz rostl o 7,5 %. Českému exportu tradičně dominuje průmysl, což lze pozorovat na vývozech strojů, elektrických zařízení i motorových vozidel, které rostly meziročně přibližně stejným tempem okolo 8 %. Expandující průmysl ale hladoví po surovinách a ČR dováží mnohem více nerostného bohatství ze zahraničí. Kvůli náhlým potřebám českého průmyslu i rostoucím celosvětovým cenám vzrostla hodnota objemu dovozené ropy o 46 %. Letošní posilování koruny českému exportu zatím příliš neuškodilo a pro celý rok 2017 očekáváme přebytek zahraničního obchodu mírně pod 160 mld.

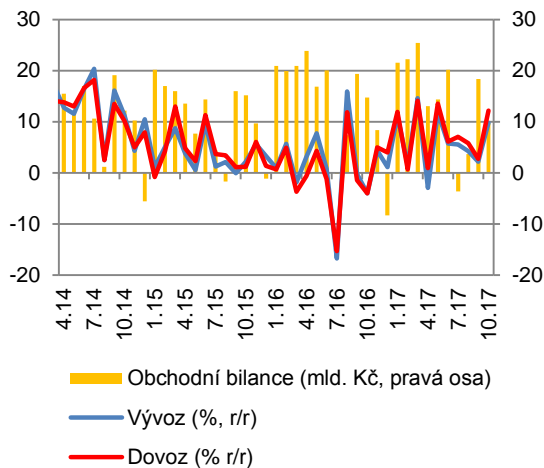
Za prvních deset měsíců roku 2017 se meziročně zlepšila kumulovaná bilance se státy EU o 47 mld. Kč. Více vyvážíme i k našim sousedům: obchodní bilance

Maloobchodní tržby



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

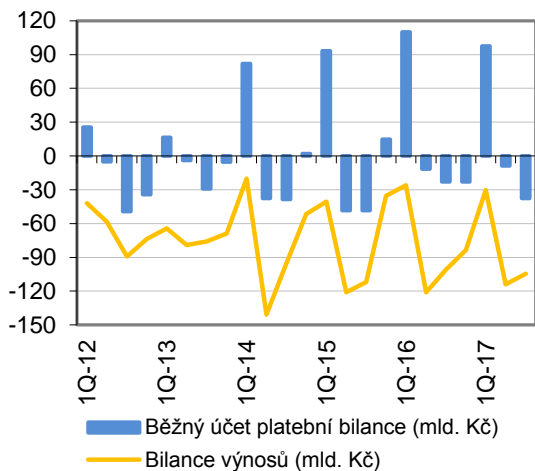
Zahraněční obchod



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

s Německem je lepší o 21,7 mld. Kč a s Polskem o 13,7 mld. Kč. Nicméně se státy mimo EU jsme si pohoršili o 68,3 mld. Kč, zejména pak s Ruskem o 27,3 mld. Kč.

Běžný účet a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Index exportu, který Raiffeisenbank sestavuje společně s Asociací exportérů, předpokládá zpomalení růstu vývozu v příštím roce. Přestože byli tuzemští producenti na konec intervenčního programu ČNB dobře připraveni a posilování koruny zatím exportu neškodí, hlavním problémem exportérů je nedostatek lidí na trhu práce a silný růst mezd. Pokud je do indexu započteno dlouhodobější pokračování rekordně nízké nezaměstnanosti, odhadovaný růst exportu vychází pro letošní rok přibližně poloviční.

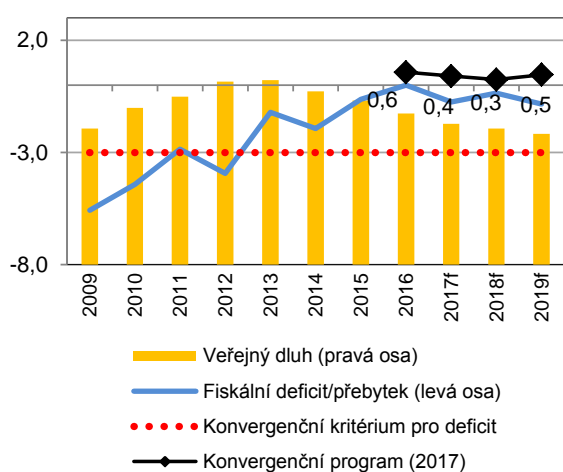
Běžný účet platební bilance ČR se v říjnu vrátil do černých čísel přebytkem ve výši 14,9 mld. korun. Za prvních deset měsíců roku 2017 dosáhl běžný účet přebytku 66,2 mld. Kč, tedy o 13,2 mld. méně než za stejné období loňského roku. Předchozích pět měsíců trvajících deficit byl způsoben zejména letním odlivem dividend. Tento efekt již z velké míry ustal a na konci roku 2017 by podle našich odhadů mělo dojít ke zlepšení bilance běžného účtu mimo jiné díky pozitivnímu výsledku zahraničního obchodu. Běžný účet by tedy za celý rok 2017 mohl dosáhnout kumulovaného přebytku přes 50 mld., tedy přibližně stejné výše jako loni.

Vyrovnaný státní rozpočet v nedohlednu

V roce 2017 dosáhl státní rozpočet deficitu 6,2 mld. Kč, ačkoli byl původně schválen s deficitem 60 mld. Lepšímu výsledku napomáhá překvapivě vysoký růst HDP zvláště ve srovnání s prognózou ministerstva financí, které bývá ve svých odhadech tradičně konzervativní a snižuje tak očekávané příjmy rozpočtu. Největší vliv na růst příjmů má standardně tahoun ekonomiky spotřeba domácností, která napomáhá vyššímu výběru daní. U téměř většiny typů daní lze pozorovat meziroční zvýšení inkasa, a to hlavně v případě příjmů z pojistného na sociálním zabezpečení. Na straně výdajů vzrostly meziročně běžné výdaje státu a to hlavně díky navyšování důchodů a vyšším neinvestičním transferům samosprávním celkům (zejména vlivem vyšších platů ve školství). Výrazně vzrostly také výdaje na platby státu za tzv. státní pojištění vlivem zvýšení těchto plateb s platností od začátku roku 2017. Kapitálové výdaje jsou naopak meziročně nižší. To je způsobeno nadprůměrnou srovnávací základnou z předchozího roku způsobenou proplácením velkého objemu prostředků z EU, které souvisely s výdaji předfinancovanými ze státního rozpočtu v předchozích letech. To by se však v budoucnu mělo změnit. V rámci dílčí alokace pro rok 2015 s celkovým limitem přibližně 3,8 mld. EUR, který je nutno vyčerpat do konce roku 2018, zbývalo ke konci třetího čtvrtletí přibližně 1,9 mld. EUR (tedy asi 50 % alokace). Lze tedy očekávat, že se v nadcházejícím roce zvýší využívání finančních prostředků z evropských fondů. Jinak by totiž mohlo dojít k propadnutí nevyčerpaných prostředků v rámci této dílčí alokace.

Pro rok 2018 byl schválen návrh státního rozpočtu, který počítá s příjmy ve výši 1 314,5 mld. Kč (meziročně o 65,2 mld. více) a výdaji ve výši 1 364,5 mld. Kč

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

(meziročně o 55,2 mld. více). Plánovaný deficit státního rozpočtu by tak byl 50 mld. Kč, což je oproti schválenému rozpočtu pro rok 2017 o 10 mld. Kč méně. Jedná se tak po roce 2017 o druhé nejvyšší meziroční zvýšení plánovaných výdajů za posledních deset let. Do tohoto rozpočtu se naplno promítne zvýšení sociálních výdajů a platů státních zaměstnanců schválené v předchozím roce. Nicméně očekáváme, že státní rozpočet skončí v roce 2018 ve větším deficitu mimo jiné právě díky vyšším kapitálovým výdajům nebo vyšším výdajům na obsluhu dluhu způsobeným rostoucími úrokovými sazbami.

Zklidnění měnové politiky a návrat k novému normálu

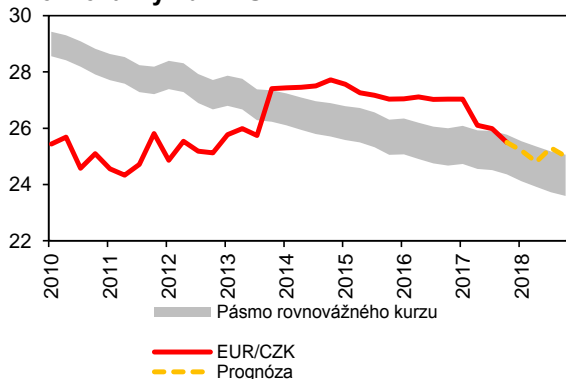
Česká národní banka v dubnu 2017 opustila po necelých čtyřech letech svůj kurzových závazek; v srpnu po téměř pěti letech zvýšila úrokové sazby z nulových úrovní. Ačkoli tehdy hovořila o izolované události, učinila tak v souladu s naší prognózou v listopadu podruhé. Rok 2018 by měl být výrazně klidnější z pohledu tuzemské měnové politiky. V prosinci ještě svým rozhodnutím nezvýšit úrokové sazby napotřetí ve stejném roce zklamala část trhu, ale začátkem února 2018 by však měla pokračovat v procesu „normalizace“ své měnové politiky. V současné době centrální banka počítá s utahováním měnové politiky primárně skrze přirozené posilování koruny a až v situaci nedostatečného zhodnocování koruny přistoupit k dalšímu zvyšování úrokových sazeb. ČNB se tak snaží vyhnout dalšímu rozšiřování rozdílu úrokových sazeb se zahraničím. Nicméně i přesto, že bankovní rada podle své poslední prognózy počítá pouze s jedním, maximálně dvěma zvýšeními sazeb, podle našeho názoru k tomuto kroku přistoupí rovnou třikrát v tomto roce, a to vždy se zveřejněním nové makroekonomické prognózy. Nelze však vyloučit, že depozitní sazbu bude ČNB zvyšovat pomaleji nebo ji ponechá ještě nějakou dobu na nulové hodnotě. Bude tak pokračovat v rozšiřování rozdílu mezi jednotlivými sazbami tak, jak tomu bylo v předkrizovém období (± 1 p. b.).

Podle prosincové situační zprávy bankovní rady jsou rizika stávající prognózy ČNB vyrovnaná a nevýrazná a současný vývoj kurzu koruny je v koridoru neveřejné prognózy centrální banky. Tu počátkem února začne ČNB opět zveřejňovat.

Koruna ve vleku měnové politiky ECB

Ve čtvrtém čtvrtletí uplynulého roku koruna zrychlila své tempo posilování v očekávání rychlejšího utahování měnové politiky ČNB a postupně tak uzavírá rozdíl mezi svou nominální a dlouhodobě rovnovážnou hodnotou. Z původně plánovaného izolovaného srpnového zvýšení úrokových sazeb se stal začátek postupného navyšování sazeb, což udělalo z koruny měnovou investicí roku nejen v regionu střední a východní Evropy, ale i mezi světovými měnami. Hromadný odchod spekulativního kapitálu se nekonal a naopak příliv ještě nějakou dobu pokračoval. Rok 2017 koruna uzavřela vítězně a s posílením o 5,7 % vůči euru za sebou nechala všechny měny včetně polského zlotého s 5,5 %.

Rovnovážený kurz EUR/CZK



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Kurz koruny

	aktuální	III-18	VI-18	IX-18
EUR/CZK	25,50	25,20	24,80	25,30
USD/CZK	21,17	21,91	20,67	20,74

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Ještě pár dní před koncem roku však koruna zaznamenala prudké oslabení z důvodu kombinace několika událostí. Závěrečné úpravy finálních účtů a vybírání zisků z korunových pozic, zklamání části trhu z prosincového rozhodnutí ČNB nezvýšit znovu úrokové sazby a každoroční odvody příspěvků bank do tzv. rezolučního fondu vytvořily ohromný nesoulad nabídky a poptávky na devizovém trhu a poslaly korunu ke slabším hodnotám z konce září. Nicméně ještě před uzavřením roku se situace vrátila k normálu a koruna skončila rok podle našeho očekávání na hodnotě EUR/CZK 25,507.

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	III-18	VI-18	IX-18
2 roky	0,50	0,50	0,80	1,15
5 let	0,82	1,05	1,30	1,60
10 let	1,77	1,85	2,00	2,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	III-18	VI-18	IX-18
Polsko	3,31	3,40	3,40	3,50
Maďarsko*	2,04	2,15	2,25	2,35
ČR	1,77	1,85	2,00	2,20
Rumunsko	4,31	4,60	4,80	4,90
Chorvatsko	2,47	2,50	2,50	2,50
Rusko	7,50	7,55	7,54	7,44
eurozóna	0,46	0,50	0,80	0,80
USA	2,46	2,50	2,80	2,90

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

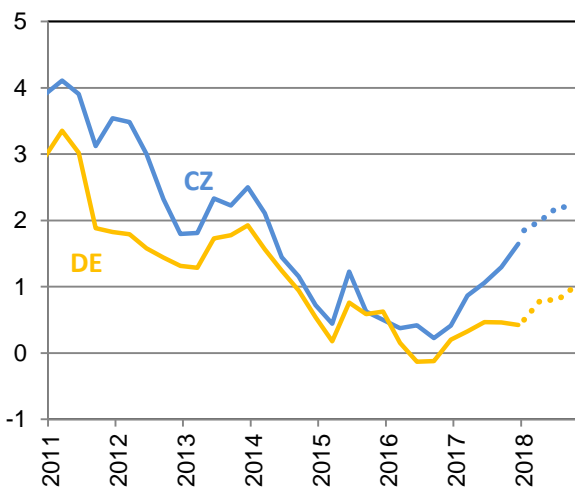
V roce 2018 očekáváme pokračování pozvolného posilování koruny s narůstajícím rozdílem úrokových sazeb v tuzemsku a eurozóně. Do konce první poloviny roku by koruna měla dosáhnout své nejsilnější úrovně v rámci naší prognózy EUR/CZK 24,80. Nicméně ve třetím čtvrtletí zasáhne korunu plánovaný konec kvantitativního uvolňování ECB a s ním spojený obrát v měnové politice eurozóny. Koruna tak podle naší prognózy oslabí k EUR/CZK 25,30. Poté se však vrátí k posilování, ale výrazně pomalejším tempem. Rok 2018 by měla zakončit na úrovni 25 korun za euro. Začátkem roku 2019 by se měl začít snižovat úrokový rozdíl a koruna by se měla stabilizovat, což je i v souladu s naší prognózou zahraničního obchodu potažmo běžného účtu, který postupem času bude stále méně tlačit na posilování české koruny. S vyprchávacím potenciálem pro růst amerických úrokových sazeb a začátkem utahování měnové politiky eurozóny se postupem času do výhody dostane euro a koruna tak posílí vůči dolaru až k USD/CZK 20,20 ke konci roku 2018. V prosinci 2019 by nás měl stát jeden americký dolar 19,20 korun.

Ve srovnání se současnými forwardovými sazbami je naše prognóza kurzu koruny výrazně odvážnější v míře posilování. I ve srovnání s ostatními subjekty na trhu počítáme se silnější korunou v první polovině roku. Na druhou stranu díky zmiňované korekci způsobené obrátem v politice ECB se s trhem shodujeme na odhadu kurzu koruny ke konci 2018.

Postupný nárůst po celé výnosové křivce

Změna názoru ČNB ohledně rychlosti zvyšování úrokových sazeb se dotklo nejen hodnoty koruny, ale i úrokových sazeb napříč celou výnosovou křivkou. Úrokové sazby všech splatností rostly do konce listopadu, kdy vyjádření bankovní rady vyvolala změnu nálady na trhu a zmírnila očekávání ohledně dalšího zvyšování sazeb centrální banky. Peněžní i dluhopisový trh zaznamenaly krátkodobý pokles sazeb. Již zmiňovaný efekt „konce roku“ se projevil i na těchto trzích a to hlavně v podobě skokového nárůstu úrokových sazeb dvouletých státních dluhopisů na sekundárním trhu. Nicméně tento efekt již odezněl a dvouleté státní dluhopisy se drží již stabilně nad nulovou úrovní. To se v tomto roce výrazně promítne do nákladů obsluhy státního dluhu. Podle ministerstva financí je pro rok 2018 plánovaná potřeba financování ve výši 351,6 mld. Kč, což je přesně o 61 mld. více, než bylo původně plánováno pro rok 2017 v situaci, kdy plánovaný deficit státního rozpočtu byl o 10 mld. nižší. Ministerstvo se v tomto roce již nebude moci v takové míře spoléhat na zahraniční poptávku po pokladničních poukázkách se záporným výnosem

10-leté výnosy státních dluhopisů (%)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

a bude se muset opět více soustředit na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy.

Očekáváme, že v nadcházejících čtvrtletích bude docházet k dalšímu postupnému nárůstu úrokových sazeb státních dluhopisů všech splatností v souladu s „normalizací“ měnové politiky ČNB. Kratší konec výnosové křivky poroste rychleji a bude tak docházet k jejímu celkovému zploštění. Rozdíl mezi německými a tuzemskými sazbami dosáhne vrcholu ve třetím čtvrtletí roku 2018 a s příchodem plánovaného konce kvantitativního uvolňování ECB začne docházet k postupnému snižování tohoto rozdílu. Hlavním rizikem zůstává hromadný odchod zahraničních investorů, kteří si stále ponechávají státní cenné papíry ve svých portfoliích. Nicméně toto riziko od září klesá postupným opouštěním těchto pozic. Podle posledních listopadových čísel podíl nerezidentních držitelů státních dluhopisů v listopadu poklesl pod 42 % (v září 51 %). Je tak patrné, že náhlý zájem zahraničních investorů o české státní dluhopisy v souvislosti s dubnovým ukončením kurzového závazku ČNB a začátkem utahování měnové politiky již postupně opadá.

V případě peněžního trhu očekáváme pozvolný nárůst mezibankovních sazeb v souladu s naší prognózou měnové politiky ČNB. Postupně bude také docházet ke konvergenci úrokových swapů a výnosů státních dluhopisů.

*Helena Horská, Milan Frydrych, František Táborský, Jakub Červenka
Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.
economic.research@rb.cz*

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4
tel.: 234 401 111
ID datové schránky: **skzfs6u**
SWIFT kód: RZBC CZ PP
Reuters Dealing kód: RAIF
jmeno.prijmeni@rb.cz
http://www.rb.cz

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz
Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900
(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).
Business linka: 841 164 164
Seznam poboček:
<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass
Firmy: Václav Štětina
Firmy - region Severozápad: Robert Kott
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

Projektové financování

Tomáš Gürtler 23 44 01 215
Jan Rýdl 23 44 01 133
Martin Hofmeister 23 44 01 330
Soumar Radek 23 44 05 691
Renata Dlesková 23 44 01 857

Strukturované financování

Karel Vlasák 23 44 01 308
Martin Matoušek 23 44 01 545

Private Banking

Jan Remr 23 44 01 039
Pavel Ráž 23 44 01 574
Pavel Pikna 24 24 32 437
Lena Krejnická 23 30 63 280

Faktoring

Petr Bútora 23 44 01 925
Tomáš Filípek 23 44 01 946
Daniel Markalous 23 44 01 374
Oldřich Šrůta 23 44 01 191

Financování obchodu

Ivan Chleboun 23 44 01 455

Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová 23 44 01 461
Adam Zilvar 23 44 05 253
Jana Šebestíková 23 44 01 802
Kateřina Škutová 23 44 01 877
Andrea Balková 23 44 05 551
Kateřina Kárníková Novák 23 44 05 656

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
Pavel Bors 23 44 01 885
Ondřej Chládek 23 44 05 357
Slavomír Koval' 23 44 01 775

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953
Jakub Hamr 23 44 01 868
Pavel Plánička 23 44 01 255
Ondřej Hájek 23 44 05 167
Jana Kúrečková 23 44 01 822

Treasury – Equities

Richard Skácel 23 44 01 827
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
Jakub Červenka 23 44 01 070
Milan Frydrych 23 44 01 421
František Táborský 23 44 05 685
Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 3. ledna 2017, 17:00h

Publikace byla vydána 4. ledna 2018

UPOZORNĚNÍ

Vydává: 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. poskytuje 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 strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů („Nařízení“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetím 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 jiných příslušných zahraničních právních řádech. 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 historii naleznete (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam_doporučení.pdf).

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 tůrců 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 společností, 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, Severní Irsko (UK):

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spoluzákladatel 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 přidružení k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. 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 předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

RB je oprávněna rozšiřovat tento dokument.