

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

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
- Hospodářský cyklus ČR zahajuje fázi poklesu...
- ...ale stále zůstane vysoko nad svým potenciálem
- Nově přijatí pracovníci pochází z řad dlouhodobě nezaměstnaných a pracovní rezervy
- Nedostatek pracovní síly a posilující koruna přiškrcejí český export
- Začátek nového roku překonává i rekordně vysoké vánoční tržby
- Dočasně pomalejší růst spotřebitelských cen v létě dožene ztráty
- Státní rozpočet skončí v roce 2018 ve větším deficitu, než byl schválen
- Zklidnění měnové politiky ČNB a přestávka ve zvyšování úrokových sazeb
- Koruna vůči euru znovu posílí, její posilování ale ve druhé polovině roku zpomalí
- Postupný nárůst dluhopisových výnosů a zploštění celé výnosové křivky

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2017e	2018f	2019f
Polsko	2,0	2,2	2,6
Maďarsko	2,4	2,4	2,8
ČR	2,5	2,2	2,1
Slovensko	1,3	2,1	2,0
Slovinsko	1,6	2,0	2,3
SE	1,6	3,2	2,9
Rumunsko	1,3	4,4	3,3
Bulharsko	2,1	2,6	3,1
Chorvatsko	1,1	1,4	2,0
Srbsko	3,2	2,2	2,9
Bosna a Her.	1,3	1,8	2,0
Albánie	2,0	2,4	2,8
Kosovo	1,5	1,0	1,5
JVE	1,6	3,2	2,9
Rusko	3,4	2,9	4,2
Ukrajina	14,4	12,0	9,0
Bělorusko	6,0	6,0	6,5
SNS	4,2	3,6	4,6
SVE	3,1	3,1	3,6
Turecko	11,1	9,9	8,0
Německo	1,7	1,9	2,2
eurozóna	1,5	1,5	1,7
USA	2,1	2,7	2,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Makroekonomická predikce

	2015	2016	2017e	2018f	2019f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 773	5 062	5 328	5 611
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	2,5	4,6	3,5	3,2
HDP na hlavu v EUR podle PPS	25 254	25 544	27 382	28 943	30 480
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	3,6	3,7
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,6	3,8	7,0	8,2	6,6
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,8	3,0	2,8
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,2	2,1
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,4	2,1	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	-1,4	1,3	0,0	-0,7	-0,4
Vládní dluh, % HDP	40,3	36,8	34,7	33,1	31,8
Obchodní bilance, mld. Kč	131,0	163,7	145,3	100,0	50,0
Běžný účet, % HDP	0,2	1,1	1,1	0,8	0,4
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	-0,6	0,4	2,7	1,7	1,2
EUR/CZK, průměr	27,3	27,0	26,3	25,1	24,6
USD/CZK, průměr	24,6	24,4	23,4	20,0	18,5
Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	0,94	1,56
3M PRIBOR, průměr	0,31	0,29	0,41	1,08	1,75

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí – globální ekonomika na vrcholu

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-18	IX-18	XII-18
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	0,75	0,75	1,00	1,25
Rumunsko	2,25	2,75	3,00	3,00
Bulharsko	0,00	1,25	1,50	1,75
Rusko	7,25	7,00	6,75	6,75
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	1,75	2,00	2,25	2,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	VI-18	IX-18	XII-18
Polsko	1,70	1,73	1,73	1,98
Maďarsko*	0,03	0,05	0,05	0,20
ČR	0,90	1,00	1,25	1,50
Rumunsko	2,09	2,50	3,00	3,00
Chorvatsko	0,49	0,50	0,50	0,60
Rusko	7,29	7,40	7,15	7,15
eurozóna	-0,33	-0,35	-0,35	-0,30
USA	2,32	2,50	2,75	3,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* ask

EUR/Národní měna (průměr)

země	2017e	2018f	2019f
Polsko	4,26	4,17	4,13
Maďarsko	309,3	311,9	315,0
ČR	26,3	25,1	24,6
Rumunsko	4,57	4,67	4,68
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,46	7,44	7,48
Srbsko	121,3	118,8	120,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	134,2	130,8	132,4
Rusko	65,9	73,1	79,9
Ukrajina	30,0	34,0	37,7
Bělorusko	2,18	2,52	2,86
Turecko	4,12	4,81	5,18
USA	1,13	1,26	1,33

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

USA a blok zemí evropské měnové unie zaznamenaly v minulém roce vysoká tempa růstu. Eurozóna dokonce nejvyšší za poslední desetiletí. V tomto roce bude svižná expanze pokračovat, přičemž tým RBI odhaduje růst 2,5 % pro měnovou unii. Růst ekonomiky USA by dokonce mohl dosáhnout 2,8 % r/r, což by bylo nejvyšší tempo od roku 2015. Předstihové indikátory na začátku tohoto roku prošly korekcí z předchozích nebeských hodnot a naznačují, že rok 2018 bude na nějakou dobu posledním, kdy vidíme takto našlápnutou globální ekonomiku. V roce 2019 tempo růstu eurozóny ztlačí na 1,7 % r/r a v roce 2020 tým RBI očekává pouze 1,3 % r/r. USA čeká také zhoršení ekonomického růstu na 2,0 % r/r v příštím roce a 1,5 % r/r v roce 2020.

Spotřebitelská inflace v eurozóně je i nadále daleko od dvouprocentního cíle ECB. V prvním čtvrtletí inflace zřejmě zpomalí na 1,3 % r/r kvůli vyšší srovnávací základně cen energií, která přetlačí nárůst cen ropy. Poté se velmi pozvolným a nerovnoměrným tempem bude zespolu přibližovat k hranici dvou procent, které dosáhne až v roce 2020. Od toho se bude odvíjet velmi pozvolné utahování měnové politiky. ECB na svém posledním zasedání v březnu odstranila ze své zprávy výrok o připravenosti nakupovat větší objem finančních aktiv nebo prodloužit jeho trvání v případě, že si to situace bude vyžadovat. Udělala tak další krůček k ukončení programu kvantitativního uvolňování, které by mělo nastat v druhé polovině tohoto roku. Velkou neznámou však je, kdy nastane první zvýšení úrokových sazeb. Tým RBI vidí jako reálný termín přelom prvního a druhého čtvrtletí, zatímco trh počítá nejdříve s druhým čtvrtletím. Navzdory ukončení programu kvantitativního uvolňování se mezibankovní sazby (Euribor 3M) budou v tomto roce stále pohybovat okolo -0,3 % v důsledku přebytečné likvidity. Do kladných hodnot se dostanou až ve druhém čtvrtletí příštího roku.

Velkým problémem, který trh prozatím příliš neregistruje, se může stát Itálie. Ta v současnosti dluží více než 130 % svého HDP a zvyšování sazeb ECB bude mít za následek i růst výnosů státních dluhopisů Itálie a tedy dražší obsluhu dluhu. Vzhledem k tomu, že země A. Vivaldiho trápí více než 11% nezaměstnanost, strukturální problémy a nízký ekonomický růst (1,5 % v minulém roce), lze očekávat, že přijde výrazné zhoršení vyhlídek tamní ekonomiky v letech následujících. Ani poslední parlamentní volby Itálii nepřidaly na důvěře, jelikož žádná ze zvolených politických stran nemá plán na vyřešení ekonomických a sociálních problémů.

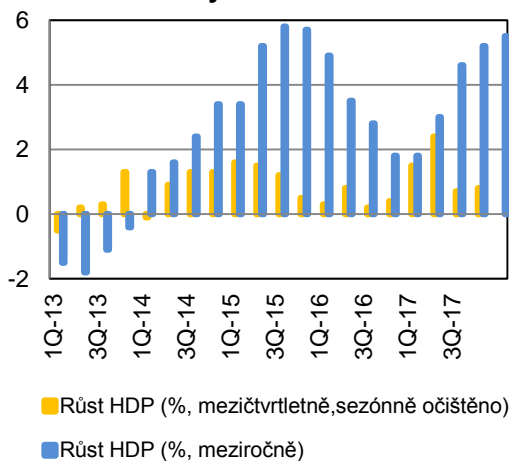
Ve Spojených státech amerických je v centru pozornosti politika presidenta D. Trumpa. Po barvitých vyjádřeních na adresu Severokorejského vůdce Kim Čong-una, se kterým je nyní ochoten jednat a má dojít k vůbec prvnímu osobnímu setkání presidenta USA a vůdce Severní Koreje, se president USA zaměřil na dovoz oceli, hliníku a čínských výrobků. Na první dvě zmíněné uvalil clo ve výši 25 % a 10 %. Výjimku dostalo Mexiko s Kanadou a na poslední chvíli také EU, Argentina, Austrálie, Brazílie a Jižní Korea. Čínu však Trump nešetřil a podepsal memorandum, které povoluje uvalit cla ve výši 60 mld. dolarů na čínský import.

D. Trumpovi se podařilo nakonec prosadit i daňovou reformu, která výrazně pomůže americké ekonomice v růstu v tomto a příštím roce. Na druhou stranu rozpočtový plán americké administrativy v následujících deseti letech bude výrazně zatížen schodkem, což může USA přivést do svízelné situace během další krize. Tým RBI odhaduje deficit rozpočtu ve výši 5 % - 6 % HDP v tomto roce.

Mnoho pozornosti také přitahuje americká centrální banka. Ta na svém březnovém měnověpolitickém jednání zvýšila úrokové sazby do pásma 1,5 % - 1,75 %. Ve své prognóze Fed počítá s dalšími dvěma zvýšeními sazeb v tomto roce a s relativně nízkou spotřebitelskou inflací. Trh odhaduje vyšší tempo růstu spotřebitelských cen a podobně je na tom prognóza týmu RBI, která počítá v letních měsících s růstem inflace až ke 3,0 %. Z toho plyne i přesvědčení, že počet zvýšení úrokových sazeb bude v tomto roce o jedno vyšší, než v současnosti tvrdí Fed. S normalizací měnové politiky rostou výnosy amerických státních dluhopisů. Ke konci března se výnosy desetiletých státních dluhopisů pohybovaly okolo 2,9 %, přičemž hrozí, že jakmile se výnosy dluhopisů dostanou na 3,0 %, nastane výprodej na akciových trzích a část investorů se přesune právě do dluhopisů.

Eurodolar v lednu znepokojil trh. Zatímco hráči na trhu včetně týmu RBI přisuzovali euru velmi pozvolné posilování, již ke konci ledna se kurz dostal přes EUR/USD 1,24, což byla hodnota, kterou euro mělo dosáhnout až ke konci tohoto roku. Podle nově nastolené trajektorie tým RBI počítá na konci druhého čtvrtletí s kurzem EUR/USD 1,26 a ke konci toho roku by euro mohlo dosáhnout až EUR/USD 1,30. Ve světle posledních několika měsíců je však třeba počítat s krátkodobými šoky plynoucí z nestabilní geopolitické situace, která by znamenala podporu pro euro.

Růst ekonomiky



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

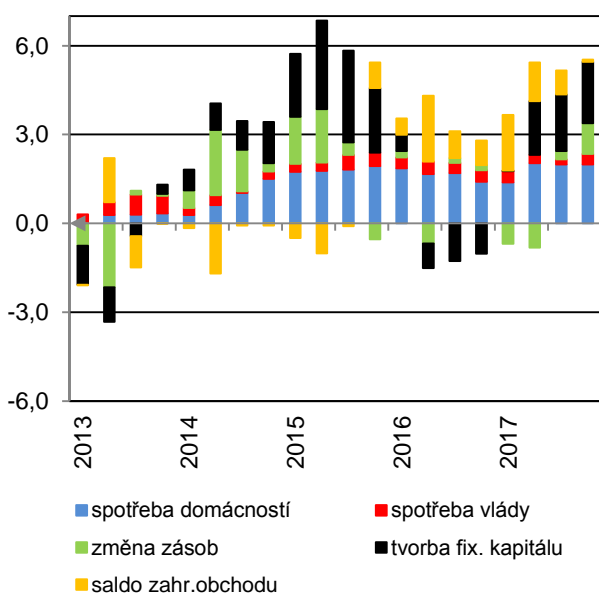
Pomalý sestup z vrcholu konjunktury

Česká ekonomika je ve velmi dobré kondici, což bylo potvrzeno revizí růstu HDP směrem nahoru na 0,8 % č/č a 5,5 % r/r v posledním čtvrtletí loňského roku. Průměrný růst HDP v roce 2017 dosáhl 4,6 %, což byl druhý nejvyšší roční růst od roku 2008.

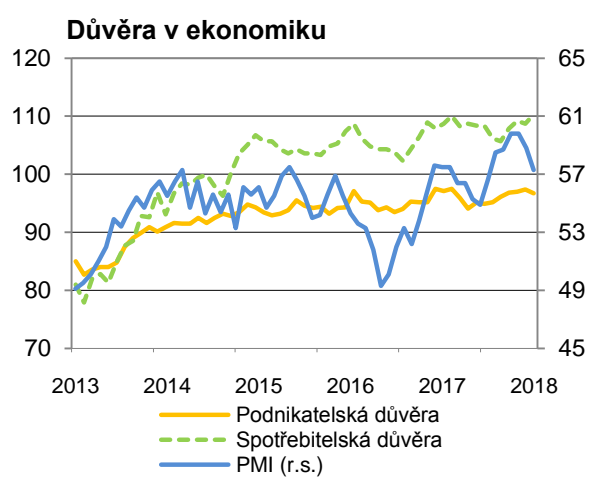
Na straně poptávky byly investice stejně jako ve třetím čtvrtletí hlavní složkou růstu. Investiční výdaje meziročně vzrostly o 8,4 % a k celkovému růstu HDP přispěly 2,1 p.b. Vysoká míra podnikatelského optimismu se promítla zejména do nákupu strojů a stavebních investic. Chybějící pracovní síla nutí podnikatele rozšiřovat objem výroby zvyšováním produktivity zaměstnanců.

Achillovou patou rychlé ekonomické expanze je, že růst mezd zatím více než dvakrát přesahuje růst produktivity práce. Zaměstnancům i obchodům vyšší výplaty samozřejmě vyhovují: spotřeba domácností na zboží a služby vzrostla meziročně o 4,3 % a přispěla k hospodářskému růstu 2,0 p.b. Firmy ale riskují ztrátu konkurenceschopnosti, pokud růst produktivity nedožene růst mzdových nákladů. Dlouho odkládané modernizace výrobních kapacit dominují investičním plánům většiny firem a tak lze očekávat, že v letošním roce budou investice spolu se spotřebou hlavními motory ekonomické expanze.

HDP příspěvky k růstu (p.b.)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

V celoroční bilanci HDP za minulý rok patřil hlavní vděk rostoucí zahraniční poptávce. Ekonomické oživení, které pozorujeme v celé EU, se tak přelilo i přes naše hranice. Nicméně v poslední fázi roku začal růst zahraniční poptávky zaostávat a pozorujeme pokles významu zahraničního obchodu na růstu HDP. Čeští exportéři dosáhli výrobních limitů a nedokážou držet krok s tempem růstu objednávek ze zahraničí. Data z posledního čtvrtletí poukazují na pomalejší růst vývozu než dovozu.

Tradičním tahounem české ekonomiky je zpracovatelský průmysl, jehož výkonnost vzrostla meziročně o 7,6 %. Dařilo se hlavně výrobě motorových vozidel, elektroniky a chemických produktů. Růst v sektoru financí a pojišťovnictví nadále vede s 9,2 % r/r (ve stálých cenách).

V rámci středoevropského regionu se nám růstem HDP loni vyrovnalo jen Polsko. Slovenská ekonomika rostla 3,4 %, rakouská 2,9 %, německá 2,5 %. Jen naši vzdálenější bratraci na jihu ve Slovinsku nás překonali ročním růstem HDP na úrovni 5 %. Ekonomika eurozóny kopírovala německou expanzi růstem 2,5 %.

V roce 2018 růst HDP podle našeho modelu dosáhne 3,5 %. Růst HDP tak jen lehce zpomalí. Naše ekonomika sice začala pomalu sestupovat z vrcholu konjunktury, nicméně příštích několik let se udrží nad svým dlouhodobým potenciálem růstu, který je přibližně 3 %.

Rok plný výzev pro tuzemský průmysl

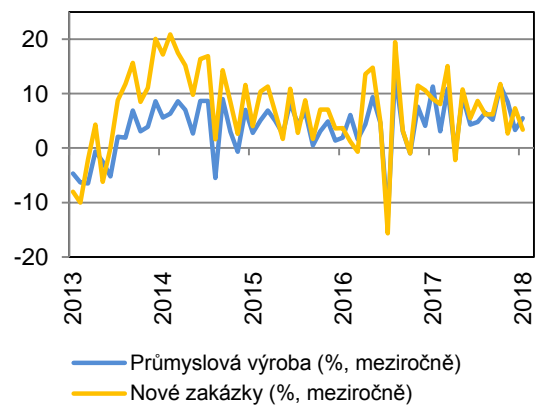
Tuzemská průmyslová produkce v roce 2017 vzrostla o 5,7 %. K meziročnímu růstu standardně nejvíce přispěla odvětví výroby motorových vozidel a elektroniky a energetický sektor. Nové zakázky ve vybraných odvětvích v roce 2017 meziročně vzrostly o 6,6 %, přičemž domácí zakázky rostly téměř dvojnásobným tempem než ty zahraniční. Průmysl je stále hlavním tahounem ekonomiky s téměř třicetiprocentním podílem na HDP. Zpracovatelský průmysl, který tvoří přes 80 % celého sektoru, rostl ve stejném období meziročně o 9,6 %. Naopak dlouhodobou černou ovčí průmyslu je stále těžební odvětví, které pokračuje v útlumu.

I tento rok tuzemský průmysl započal solidním meziročním tempem růstu 5,5 % shodně s poslední statistikou HDP z konce minulého roku. V následujících měsících očekáváme, že si průmysl solidní výkon udrží. Odhadujeme, 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 lednové statistiky vzrostla meziročně průměrná měsíční mzda v podnicích s více než 50 zaměstnanci o 9,6 % na 31 946 Kč. Podle posledních průzkumů PMI několik respondentů uvedlo, že nemohou najít schopné zaměstnance na nově vytvořená pracovní místa. Kvůli tomu výrazně vzrostl i objem nedodělků v ekonomice.

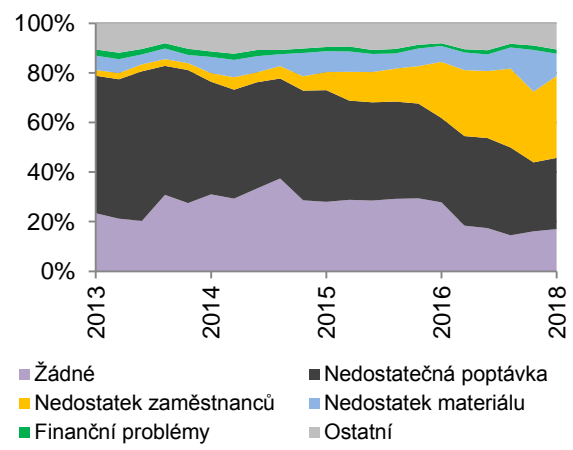
Největší výzvou pro průmysl v tomto roce bude udržení konkurenceschopnosti v prostředí nejrychleji rostoucích mezd od roku 2008, pokračujícího nedostatku zaměstnanců a dalšího posilování koruny. K tomu se přidává postupný nástup nových technologií a to hlavně v automobilovém průmyslu, který je pro tuzemskou ekonomiku klíčový. Pokud by místní automobilky nestihaly světový

Průmyslová výroba a zakázky



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Bariéry v průmyslu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

trend elektrifikace, silně by to zasáhlo celou ekonomiku. I proto bude jejich situace v tomto roce ztížená ve srovnání s rokem předchozím.

Situace na trhu nemovitostí v posledních čtvrtletích naznačuje známky uklidnění. Ačkoli pomalý růst nabídky vlastního bydlení na trhu nemovitostí stojí za dvouciferným růstem cen bytů už sedmé čtvrtletí v řadě a zároveň za nejrychlejším růstem v rámci zemí Evropské unie, z posledních statistik vyplývá postupné zpomalování růstu těchto cen. Nicméně v mezinárodním srovnání Česká republika pouze dohání dlouhodobý růst cenových úrovní evropských zemí.

Kde jde dno trhu práce?

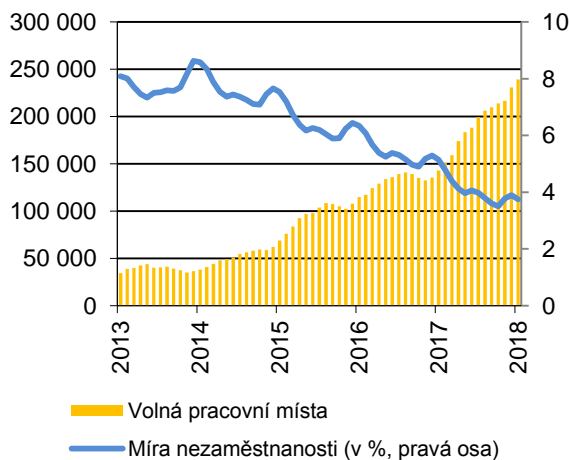
Trh práce nepřestává překvapovat a v únoru stanovil nový rekord – počet volných pracovních míst na jednoho nezaměstnaného klesl na 1,17. Úřady práce zaregistrovaly nárůst na necelých 240 tisíc pracovních nabídek, zatímco počet nezaměstnaných klesl na 281 tisíc. Lidé bez práce tak tvoří 3,75 % práceschopné populace. Nižší než současná míra nezaměstnanosti byla naposledy na konci roku 1996 (3,5 %). Podle přísnější metodologie ILO v lednu počet lidí aktivně hledajících práci bylo dokonce pouhých 141 tisíc. Velice příznivá situace na trhu práce je způsobena několika faktory, které se vzácně objevily ve stejný čas. Po finanční a ekonomické krizi se objevila bezprecedentně volná měnová politika centrálních bank včetně ČNB. Ty reagovaly na hlubokou recesi a nebezpečně nízkou spotřebitelskou inflaci, u které hrozilo, že se převrátí do deflace. Ačkoliv ekonomický růst se postupně vrátil a roky 2016 and 2017 byly z globálního pohledu velmi úspěšné, spotřebitelská inflace se velmi pozvolna vracela zpátky. Za nízkým růstem cen stály i velmi pomalu rostoucí mzdy, což dále umožňovalo firmám investovat a navyšovat objem produkce. Česká republika navíc dohání to, co ztratila zbytečnou recesí v roce 2012. Tento paradox vysokého růstu HDP, ale vytrvale nízké inflace a pomalého růstu mezd vyústil v rekordně napjatý trh práce v ČR. Podle našich propočetů míra nezaměstnanosti poklesne k 3,3 % během podzimních měsíců a napjatost trhu práce v tomto roce vygraduje. Celkově v tomto roce odhadujeme průměrnou míru nezaměstnanosti 3,6 %, v roce příštím pak 3,7 %.

Trend poklesu dlouhodobé nezaměstnanosti pokračuje, což má výrazný pozitivní efekt v sociální rovině, jelikož se lidé mají šanci dostat zpět do běžného denního režimu. Pro porovnání - před dvěma lety bylo na úřadu práce registrováno přes 230 tis. dlouhodobě nezaměstnaných. V únoru tohoto roku jich bylo necelých 90 tis.

Mzdy minulý rok začaly rychle akcelarovat, přičemž poslední čtvrtletí roku 2017 zakončily růstem ve výši 8,0 % r/r nominálně a 5,3 % r/r reálně, což je nejvyšší tempo od začátku roku 2008. Tlačeny nahoru jsou nejen výbornou kondicí tuzemské ekonomiky a eurozóny, ale i navýšením platů ve veřejném sektoru, opětovným zvýšením minimální mzdy a výše zmíněným napjatým trhem práce.

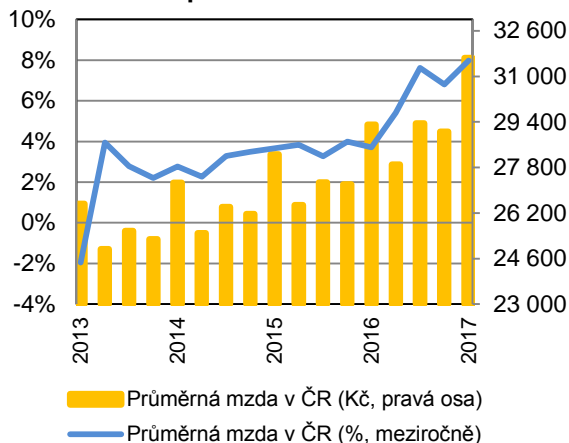
Nadprůměrný růst mezd proto bude pokračovat i v prvních dvou až třech čtvrtletích tohoto roku, a poté mírně zpomalí kvůli vyšší srovnávací základně. K tomu musíme připočítat omezené možnosti firem navyšovat mzdové náklady,

Nezaměstnanost a volná místa



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nominální průměrná mzda



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

jelikož si potřebují zachovat konkurenceschopnost. Mediánová mzda činila 27 320 v posledním čtvrtletí minulého roku a nabízí se otázka, jestli pokoří hranici 30 tisíc již příští rok. Odpověď zní: velmi pravděpodobně ne. Mzdy jsou v posledním čtvrtletí každého roku výrazně vyšší než v nadcházejícím, jelikož se vyplácí bonusy. Hodně také mediánový výdělek v průběhu minulého roku výrazně navýšila vláda skrze vyšší platy státních zaměstnanců a prozatím není známo, zda-li vláda počítá s podobně rychlým růstem mezd ve státní správě i pro příští rok. Na třicetitisícovou hranici si tak budeme muset počkat až na druhou polovinu roku 2019. Růst průměrných nominálních mezd očekáváme ve výši 7,4 % a pro rok příští 6,0 %.

Překvapivý útlum inflace

Spotřebitelská inflace ke konci loňského roku rychle zeslábla a v únoru dokonce prolomila dvouprocentní hranici poklesem na 1,8 % r/r. Za poklesem stálo především zpomalení růstu cen potravin.

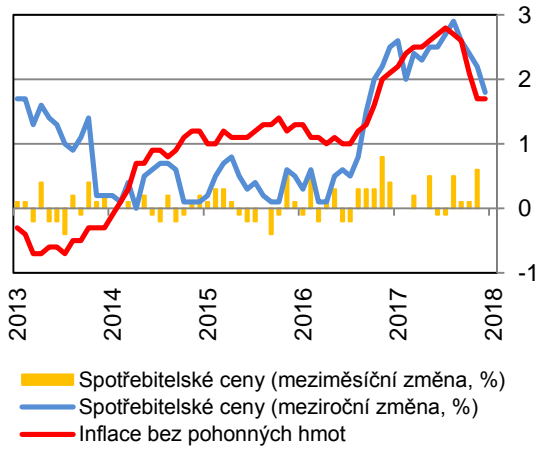
Nižší ceny některých potravin zřejmě vedly k pomalejší inflaci i v březnu, ale v dalších měsících očekáváme, že se inflace znovu dostane nad svůj dvouprocentní cíl hlavně z důvodu silného růstu mezd. Podle našeho odhadu by průměrná výplata měla za celý letošní rok narůst o 7,2 % r/r a to se projeví v růstu spotřeby domácností. Růst mezd, nízká nezaměstnanost a v důsledku toho utrácivá nálada spotřebitelů budou tlačit na růst cen. V příštím čtvrtletí inflace podle našeho modelu dosáhne na svůj letošní vrchol (2,4 % r/r). Poté růst spotřebitelských cen začne brzdit posilující koruna a utahování měnové politiky centrální banky. Do konce roku 2018 inflace spadne zpět k inflačnímu cíli ČNB. V příštím roce pak spotřebitelská inflace bude stabilnější na úrovni, nebo jen těsně nad 2 %.

K tlumenému růstu spotřebitelských cen napomohl i zpomalující růst cen průmyslových výrobců. V únoru průmyslové ceny dokonce poklesly o 0,3 %, poprvé od roku 2016. Hlavním faktorem byl pokles cen dopravních prostředků. Nicméně podobně jako spotřebitelské i průmyslové ceny se v příštích měsících vrátí k růstu a za celý letošní rok podle odhadu narostou o 3 %.

Maloobchodní tržby dosahují rekordních výšin

Loňský rok se s jistotou zapíše jako zatím ten neúspěšnější co do objemu tržeb v maloobchodu. Celkové tržby rostly v průměru 4,5 %, maloobchodní tržby kromě prodeje aut dosáhly růstu 5,5 %. Nejvýraznější růst prodeje měl obchod přes internet a zásilkovou službu a to 20,8 %. Podobně úspěšný rok měly i obchodníci s počítačovou a komunikační elektronikou, kterým prodeje rostly 12,4 %. Výrazný růst tržeb přišel zejména v posledním čtvrtletí a na přelomu roku. Prosincové prodeje mnohých obchodníků dosáhly rekordních výsledků, přesto někteří očekávali ještě vyšší tržby. Mnozí spotřebitelé zřejmě nakupovali s předstihem, aby se tak vyhnuli tradiční nákupní horečce a kolapsu zásilkových služeb. Obchodníci si tak nejlepší období předvánočních tržeb odbyli už v listopadu. Přes všechny rekordy růst tržeb o Vánocích nevyrovnal velice

Míra inflace

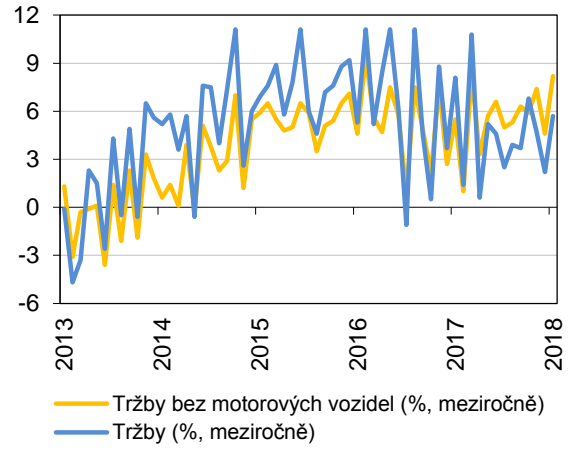


■ Spotřebitelské ceny (meziměsíční změna, %)

— Spotřebitelské ceny (meziroční změna, %)

— Inflace bez pohonných hmot

Maloobchodní tržby



— Tržby bez motorových vozidel (% , meziročně)

— Tržby (% , meziročně)

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

optimistické prognózy trhu. Jelikož objem předchozích vánočních tržeb z roku 2016 tvořil vysokou srovnávací základnu, růst prosincových tržeb v roce 2017 se na první pohled jevil poněkud slabší. Lednové výprodeje naopak obchodníkům umožnily vánoční tržby ještě překonat.

Nízká nezaměstnanost, solidní růst reálných mezd a dobrá nálada spotřebitelů budou nadále silnými podněty k utrácení. Sezónní obměna šatníku donutí spotřebitele k brzkému návratu do obchodů a obchodníci se s příchodem jara mohou těšit na ještě vyšší tržby. Pro letošní rok předpokládáme průměrný růst tržeb kolem 7 %. Rostoucí spotřeba domácností tak bude nadále hlavním tahounem české ekonomiky.

Export nestíhá zahraniční poptávce

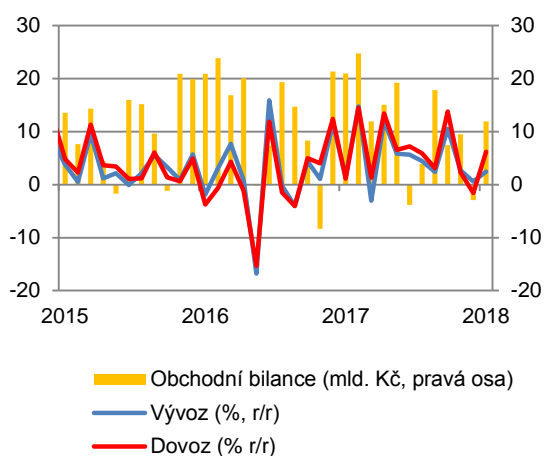
Loni dosáhl přebytek obchodní bilance 152,6 mld. Kč a jednalo se tak o druhou nejvyšší obchodní bilanci v historii měření ČR (v národním pojetí). Za celý rok vývoz rostl průměrně 5,6 % a dovoz narostl o 6,3 %. Čeští exportéři loni dosáhli velice slušných výsledků, i když v posledních měsících růst vývozu začal zpomalovat, zatímco ho doháněl růst dovozu. Ve vánočním období Česká republika dokonce obchodovala s negativní bilancí. Na přelomu roku mezitím oslabil vývoz motorových vozidel, na druhou stranu vzrostl vývoz počítačů a dalších elektronických zařízení. Na straně dovozu se prohloubil schodek obchodu se základními surovinami, především s kovy. Čeští těžaři již nestíhají naplňovat potřeby expandujícího domácího průmyslu.

Za rok 2017 se kumulovaná bilance se státy EU mezitím zlepšila o 51,3 mld. Kč. Z našich sousedů jsme si obchodně nejvíce polepšili s Německem o 21,9 mld. Kč a následně s Polskem o 17,6 mld. Kč. V ročních statistikách je patrný rostoucí trend koncentrace českého exportu na evropské trhy. Se státy mimo unii se naše obchodní bilance zhoršila o 71,7 mld. Kč.

Podle Indexu Exportu tempo růstu vývozu v prvním čtvrtletí zvolnilo a ve stejném duchu se ponese i začátek druhého čtvrtletí. Český průmysl naráží na nedostatečné výrobní kapacity, spojené hlavně s nedostatkem lidí na trhu práce. Další překážkou je posilující koruna, která exportérům stlačuje mezní zisky. Posilování kurzu pod 25 korun, které může přijít již v létě, se v budoucnu může ukázat jako brzda v expanzi našeho exportu. V neposlední řadě se nad hlavami vývozců vznáší hrozba obchodní války se Spojenými státy. Za letošní rok by přebytek obchodní bilance podle našeho odhadu měl poklesnout k 100 mld. Kč.

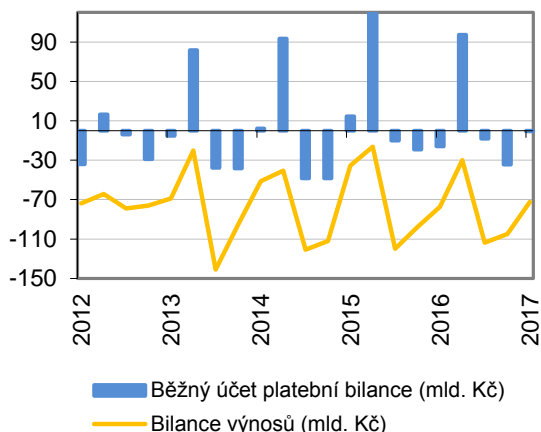
Běžný účet platební bilance byl loňský rok v přebytku 63,4 mld. Kč, což bylo o téměř 11 mld. více než v roce předchozím. Nový rok zahájil běžný účet v tradičním přebytku, ve kterém se pravděpodobně udrží až do jarní sezóny odlivu dividend. Do konce letošního roku ale očekáváme pokles přebytku běžného účtu na 40 mld. Kč, hlavně kvůli zhoršující se bilanci zahraničního obchodu, mezitím vyšších dividend a posilující koruně.

Zahraněční obchod



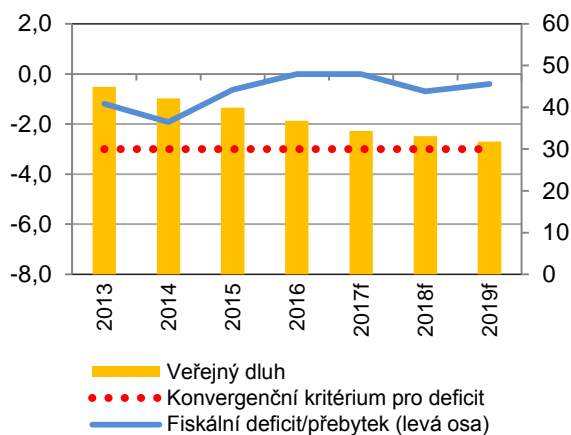
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Běžný účet a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Veřejný rozpočet a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Stát hospodařil v počátku roku s přebytkem

Státní rozpočet v minulém roce skončil v mírném deficitu. Od ledna do prosince činily příjmy státu 1 273,6 mld. Kč. Oproti stejnému období loňského roku se tak příjmy snížily o 8 mld. Kč. Celkové výdaje v tomto období vzrostly meziročně o téměř 60 mld. Kč na 1 279,8 mld. Kč. Oproti schválenému deficitu 60 mld. bylo hospodaření státu o 53,8 mld. lepší. Za celý rok 2017 byl rozpočet v nevýhodě především díky nižším příjmům z fondů Evropské unie, které byly o 81,9 mld. Kč nižší než v roce 2016. Solidní výkon ekonomiky podpořil vyšší výběr daní, na kterých stát vybral o 82,4 mld. Kč více než v roce 2016. Nejvíce narostl výběr pojistného na sociální zabezpečení a daně z přidané hodnoty. Běžné výdaje státu vzrostly ve stejném období o 62,6 mld. Kč a to především z důvodu vyšších plateb na důchody a transferům samosprávním celkům zejména v důsledku zvyšování platů státních zaměstnanců, které se naplno projevilo v posledních dvou měsících roku. Výdaje na investice, které jdou ruku v ruce s čerpáním fondů z EU, klesly meziročně o 2,7 mld. Kč.

V prvních třech měsících tohoto roku stát prozatím hospodaří se solidním přebytkem ve výši 16,3 mld. Kč. Ve stejném období předchozího roku to bylo pouze 4,7 mld. Kč. Relativně vysoký přebytek rozpočtu však je výrazně ovlivněn vysokými transfery z rozpočtu EU. Po očištění o tyto platby by byl přebytek pouze 4,6 mld. Kč (tj. zhruba jako loni). Do hospodaření se tak pozitivně promítá vyšší přebytek prostředků přijatých z fondů EU, které byly meziročně o 17,4 mld. vyšší. Státní rozpočet se tak vymanol z vysoké srovnávací základny z roku 2016, kdy byly příjmy státu vysoce ovlivněny právě prostředky EU.

Meziročně také rostou běžné výdaje státu, které jsou silně ovlivněny loňským zvýšením platů státních zaměstnanců schváleným v závěru minulého roku. V březnu také stát doháněl investiční výdaje, které ještě v únoru byly na úrovni necelých čtyř procent z celoročního plánovaného rozpočtu. I přes zrychlení investic je stát stále výrazně pozadu ve srovnání s plánem, což stojí i za vyšším přebytkem státního rozpočtu.

Pro rok 2018 byl schválen rozpočet s deficitem 50 mld. Nicméně očekáváme, že stát bude v tomto roce hospodařit s mírně vyšším deficitem, než bylo schváleno. Odhadujeme, že stát bude muset vynaložit vyšší výdaje mimo jiné v souvislosti s vyššími investicemi díky nutnosti dočerpání cca 40 mld. Kč z fondů EU do konce tohoto roku. Snazšímu čerpání by měla pomoci změna pravidel ze strany EU v určení účelu dotace. Negativně se na hospodaření také promítanou vyšší výdaje na dluhovou službu způsobené růstem úrokových sazeb na trhu. Dále také očekáváme, že bude pokračovat tlak na vyšší růst platů některých státních zaměstnanců a navyšování starobních důchodů.

Přestávka v „normalizaci“ měnové politiky ČNB

Česká národní banka (ČNB) 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. V únoru tohoto roku jsme

se dočkali třetího zvýšení úrokových sazeb v rámci současného měnověpolitického cyklu.

Přesně po roce od ukončení kurzového závazku se však situace uklidnila, když únorová inflace překvapivě sklouzla pod dvouprocentní inflační cíl centrální banky. Podle vyjádření členů bankovní rady by tento jednorázový výkyv neměl vést k přehodnocení celé prognózy. Přesto to byl hlavní důvod, proč se centrální banka zatím nechce připustit rychlejší nebo alespoň dřívější růst sazeb. Většina centrálních bankéřů mluví o zvyšování úrokových sazeb v druhé polovině roku, resp. na jeho konci. Rychlejšímu zvyšování brání, podle slov bankovní rady, stále extrémně uvolněná měnová politika ECB a nevole rozšiřovat už tak vysoký úrokový diferenciál mezi naší ekonomikou a eurozónou. Zbytek utahování měnových podmínek by tak podle ČNB mělo probíhat skrze silné posilování koruny.

Podle našeho názoru však přehřívající se ekonomika, svižný růst mezd, dvouciferný růst cen nemovitostí, nedostatečně posilující koruna a stále hluboce záporné reálné úrokové sazby dotlačí ČNB k rychlejšímu zvyšování úrokových sazeb, než o kterém v současnosti mluví bankovní rada. Naše prognóza počítá s dvěma zvýšeními úrokových sazeb ve třetím a čtvrtém čtvrtletí tohoto roku vždy s novou makroekonomickou prognózou centrální banky.

Korunu čeká další zajímavý rok

Poté, co se koruna stala nejnóvnější měnou roku 2017, výrazně zpomalila své tempo posilování. Hlavní motor posilování - utahování měnové politiky ČNB vyhasl a zastavil korunu na úrovních EUR/CZK 25,40. V následujících měsících očekáváme, že začne opět posilovat, ale výrazně pomalejším tempem, než jsme byly svědky v minulém roce.

Hlavní riziko naší prognózy vývoje koruny zůstává stále stejné a tím je náhlý odliv zahraničních investorů, který může způsobit její prudké oslabení. I po roce od ukončení kurzového závazku ČNB zůstává v ekonomice velký objem zahraničních prostředků čekajících na další posilování koruny. Na dluhopisovém trhu drželi v únoru nerezidenti 37,7 % objemu korunových státních dluhopisů. Od září, kdy tento ukazatel dosáhl svého maxima 51,3 %, postupně klesá, ale stále nedosahuje hodnot před zavedením kurzového závazku, kdy bylo v zahraničním držení jen něco málo přes 10 % korunových státních dluhopisů. Spouštěčem můžou být podle našeho názoru tři události: pokračování holubičí politiky a komunikace bankovní rady ČNB, obrat v měnové politice ECB nebo významný růst rizikové averze na globálních trzích.

Současná prognóza centrální banky počítá s prudkým posilováním koruny a maximálně jedním zvýšením úrokových sazeb v tomto roce. ČNB spoléhá právě na korunu, že zastoupí úrokové sazby v utahování měnových podmínek v ekonomice. Podle našeho názoru jsou však oba tyto kanály měnové politiky spojenými nádobami. Koruna tak nebude posilovat, jak si ČNB představuje, pokud trhu nedodá potřebné zvýšení úrokových sazeb. Z toho vyplývá i riziko korekce koruny. V případě, kdy bankovní rada bude příliš dlouho otálet s dalším zvýšením sazeb, hrozí, že si to trh vysvětlí jako přestávku v „normalizaci“

Kurz koruny

	aktuální	VI-18	IX-18	XII-18
EUR/CZK	25,32	25,00	24,80	24,70
USD/CZK	20,51	19,84	19,38	19,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

měnové politiky a opustí korunové pozice, což by vyvolalo pravý opak, toho, co ČNB chce – oslabení koruny.

Dalším spouštěčem korekce koruny může být obrat v měnové politice ECB. Prognóza týmu RBI počítá s koncem kvantitativního uvolňování ECB v září nebo nejpozději do konce tohoto roku. Očekáváme tak, že v polovině roku bankovní rada rozhodne o definitivním datu a strategii exitu. S tím by mohl přijít přesun zahraničních investorů z korunového trhu do eura, které v současné době nabízí vůči dolaru větší potenciál posílení v případě, že ČNB neposkytne trhu rychlejší zvyšování úrokových sazeb.

Poslední riziko pro korunu vidíme v rostoucí nervozitě na globálních trzích. Koruna stále patří do koše rozvíjejících se ekonomik a v případě růstu rizikové averze na trhu investoři stahují své pozice z těchto měn. Malou ukázkou bylo mírné oslabení koruny na začátku února, kdy akciové trhy zaznamenaly korekci, po které následovalo oslabení všech měn v regionu střední a východní Evropy.

Každoročním rizikem koruny je také jarní výplata dividend spojená s odlivem finančních prostředků do zahraničí. V předchozích letech jsme byly svědky zdržování zisku zahraničních firem v tuzemsku. Spekulovaly tak na posilování koruny po opuštění kurzového závazku. V tomto roce už však nejsou vyhlídky koruny tak zlaté jako v minulém roce a krátkodobé oslabení koruny může být o to silnější. Koncem roku také opět počítáme s dočasným oslabením koruny spojeným s odvodem příspěvků bank do rezolučního fondu a nesouladem nabídky a poptávky na korunovém trhu. Výsledný efekt se však nepodepíše na závěrečné hodnotě koruny na konci roku (24,70 za euro).

Postupný nárůst po celé výnosové křivce

Výnosy státních dluhopisů se bezpečně dostaly ze záporných hodnot a ve spojitosti s klesající zahraniční poptávkou po státních pokladničních poukázkách, očekáváme, že se ministerstvo financí zaměří v tomto roce na státní dluhopisy s delší splatností. Hlavní emisní aktivitu očekáváme v druhém a třetím čtvrtletí tohoto roku, kdy maturují největší objemy stávajících pokladničních poukázek a dluhopisů, které musí ministerstvo refinancovat.

Předpokládáme, že v nadcházejících čtvrtletích bude docházet k dalšímu postupnému nárůstu úrokových sazeb státních dluhopisů všech splatností v souladu s naší prognózou měnové politiky ČNB. Kratší konec výnosové křivky poroste rychleji, zejména pak v roce 2019, a bude tak docházet k jejímu celkovému mírnému 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 uzavíráním těchto pozic nejčastěji v souvislosti se splatností držaných cenných papírů. Podle posledních únorových čísel podíl nerezidentů, kteří drží české státní dluhopisy, poklesl na 37,7 % (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

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	VI-18	IX-18	XII-18
2 roky	0,62	0,60	0,90	1,15
5 let	1,06	1,20	1,45	1,60
10 let	1,86	2,05	2,20	2,35

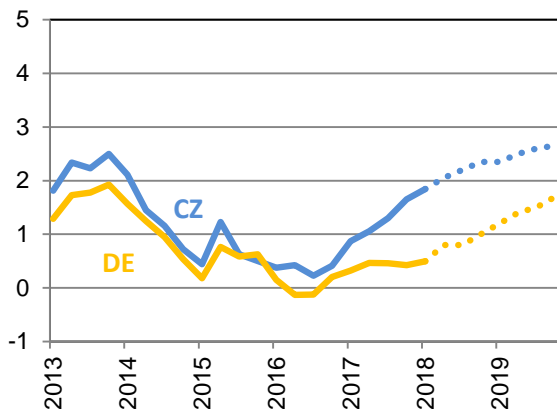
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	VI-18	IX-18	XII-18
Polsko	3,19	3,30	3,40	3,60
Maďarsko*	2,42	2,64	2,75	2,80
ČR	1,86	2,05	2,20	2,35
Rumunsko	4,44	4,60	4,80	5,00
Chorvatsko	2,17	2,30	2,30	2,30
Rusko	7,05	6,70	6,60	6,70
eurozóna	0,50	0,80	0,80	1,00
USA	2,78	3,20	3,00	3,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-leté výnosy státních dluhopisů (%)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

utahování měnové politiky již postupně opadáva. 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.

Klidné vody bankovního sektoru

Z dosavadního vývoje bankovního trhu na počátku letošního roku a z předpokládaného makroekonomického vývoje lze usuzovat, že bankovní sektor čeká poklidný rok bez extrémních výkyvů. Celková bilanční suma roste zdravým tempem a podílí se na tom jak úvěrová aktivita bank, tak navyšování zdrojů ve formě klientských vkladů. Díky postupnému zvyšování úrokových sazeb mají i termínované vklady šanci stát se opět smysluplnou formou finanční investice, i když mohutný náskok vkladů na požádání budou dohánět jistě dlouho. Vždyť na netermínovaných vkladech je stále drženo téměř 77 % veškerých finančních prostředků klientů českých bank. Rostoucí sazby na druhou stranu mohou postupně tlumit poptávku po úvěrech, avšak to až v dlouhodobějším horizontu. Zatím se jejich úroveň pohybuje na přijatelné výši a očekávání jejich dalšího zvyšování aktuálně spíše motivuje k úvěrovému financování potřeb klientů. Můžeme tak vidět stále vysokou poptávku po hypotečních úvěrech, kterou nijak zvlášť nezasáhla ani opatření ČNB stanovená s cílem omezit jejich dynamiku a potenciální rizikovitost. V minulém roce, kdy opatření vstoupila v platnost, bylo poskytnuto 216,7 mld. Kč nových hypoték, což bylo jen o 0,7 % méně nežli v předchozím roce, který byl nazýván rekordním. Pro letošní rok však již očekáváme mírný útlum hypotečního boomu. Příznivá situace na trhu práce s pozitivním výhledem podporuje ochotu klientů financovat své nákupy prostřednictvím úvěru, a tak spotřebitelské úvěry udržují trend růstu z minulého roku. V oblasti firemního financování je situace trochu jiná. Firmy v minulém roce více než v předchozích letech využívaly alternativních zdrojů financování, jako jsou nebankovní půjčky a emise dluhových cenných papírů, proto poptávka po bankovních úvěrech nebyla příliš silná. Přesto jejich objem v loňském roce meziročně vzrostl o 4,8 %. Pro letošní rok očekáváme jen mírné zpomalení jejich růstu.

Souhrnně lze český bankovní sektor označit za stabilní, ziskový, likvidní a kapitálově dostatečně vybavený. Podíl ztrátových úvěrů na celkových úvěrech již dlouho dosahuje velmi nízkých úrovní, míra tvorby opravných položek dlouhodobě klesá a banky vykazují minimální rizikové náklady. Vzhledem k pokračování růstu české ekonomiky, očekáváme, že kvalita úvěrového portfolia zůstane i v následujících měsících vysoká.

Helena Horská, Milan Frydrych, František Táborský, Jakub Červenka, Lenka Kalivodová

*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

Nemovitosti a Projektové financování

Jan Rýdl
 Martin Hofmeister
 Soumar Radek
 Renata Dlesková

Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler
 Karel Vlasák
 Martin Matoušek

Private Banking

Jan Remr
 Michal Špírek
 Pavel Ráž
 Pavel Pikna
 Lena Krejnická

Faktoring

Petr Fiala
 Petr Bútora
 Daniel Markalous
 Oldřich Šrůta

Financování obchodu

Ivan Chleboun

Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová
 Adam Zilvar
 Jana Novotná
 Kateřina Škutová
 Andrea Balková
 Kateřina Kárníková Novák

Treasury – Trading

Milan Fischer
 Eva Bobeničová
 Roman Fol
 Jozef Božek
 Milan Fajkus
 Ivo Prokop

Treasury - Sales

Pavel Křivonožka
 Žaneta Chudá
 Michal Michalov
 Martin Bárta
 Pavel Křištof
 Jakub Skotnica
 Soňa Fenclová
 Martin Skoumal
 Robert Schwanzer
 Pavel Bors
 Ondřej Chládek
 Slavomír Kovalč

Corporate Finance

Marek Tichý
 Jakub Hamr
 Pavel Plánička
 Ondřej Hájek
 Jana Kůrečková

Treasury – Equities

Richard Skácel
 Eva Polánová
 Jakub Veselský
 Jakub Schermer
Ekonomický výzkum
 Helena Horská
 Jakub Červenka
 Milan Frydrych
 František Táborský
 Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 3. dubna 2018, 17:00h

Publikace byla vydána 4. dubna 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 strategií 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. Případně 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_doporuceni.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 mimojiné 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_RBBroker.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. Případně 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 uvedené 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 spolamanažer 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 povětrné 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, lze-li tyto části upozornění oddělit 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.