

Reálný HDP (průměr, v %)

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

Spotřebitelské ceny (prům., v %)

země	2017	2018f	2019f
Polsko	2,0	1,8	2,6
Maďarsko	2,4	2,8	3,0
ČR	2,5	2,2	2,6
Slovensko	1,3	2,6	2,3
Slovinsko	1,6	1,9	2,1
SE	2,1	2,2	2,4
Rumunsko	1,3	4,6	3,2
Bulharsko	2,1	2,6	3,1
Chorvatsko	1,1	1,4	2,0
Srbsko	3,2	2,5	2,9
Bosna a Her.	1,3	1,5	2,0
Albánie	2,0	2,2	2,6
Kosovo	1,5	1,0	1,5
JVE	1,6	3,2	2,9
Rusko	3,4	3,0	4,7
Ukrajina	14,4	11,5	9,5
Bělorusko	6,0	6,0	6,0
SNS	4,2	3,6	5,0
SVE	3,2	3,1	4,0
Turecko	11,1	15,5	20,0
Německo	1,7	1,9	2,2
eurozóna	1,5	1,7	1,7
USA	2,1	2,7	2,5

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ECB zvýší své sazby až ve třetím čtvrtletí příštího roku
- Fed stihne celkem čtyři zvýšení sazeb tento rok
- Tuzemská ekonomika prudce zpomalila, zbytek roku však bude pozitivnější
- Růst mezd bude pokračovat i v roce příštím
- Inflaci vytáhne ke třem procentům rychlý růst mezd a vyšší ceny energií
- Výroba, prodej a export automobilů dále tlumí nasycená poptávka
- Maloobchodní tržby podporuje vysoká spotřebitelská důvěra
- Schopnost exportu dále přijímat nové zahraniční zakázky je téměř vyčerpaná
- Míra nezaměstnanosti klesne pod tříprocentní hranici
- Veřejné finance zůstanou vyrovnané i v příštím roce
- Sázíme na rychlejší zvyšování úrokových sazeb než samotná ČNB
- Koruna zůstává v zajištění globálních faktorů
- Další růst výnosů státních dluhopisů až v příštím roce

Makroekonomická predikce	2017	2018f	2019f	2020f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 062	5 292	5 550	5 768
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	4,5	3,1	3,0	2,5
HDP na hlavu v EUR podle PPS	26 389	28 347	29 898	31 268
Průmyslová výroba, r/r %	6,5	4,0	3,7	2,9
Míra nezaměstnanosti MPSV	4,2	3,2	3,3	3,7
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	6,2	8,4	7,8	5,0
PPI, r/r %, průměr	1,8	1,9	1,5	1,0
CPI, r/r % průměr	2,5	2,2	2,6	2,2
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,4	2,4	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	0,0	0,5	0,0	-0,7
Vládní dluh, % HDP	34,7	33,6	32,5	31,7
Obchodní bilance, mld. Kč	149,0	120,0	80,0	40,0
Běžný účet, % HDP	1,1	0,9	0,5	0,3
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,7	1,1	0,7	0,3
CZK/EUR, průměr	26,3	25,5	25,2	25,7
CZK/USD, průměr	23,4	21,5	21,4	20,5
Repo sazba ČNB, průměr	0,2	1,3	2,1	2,3
3M PRIBOR, průměr	0,4	1,3	2,2	2,4

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Zákl. úroková sazba centrálních bank

země	aktuál. XII-18	III-19	VI-19
Polsko	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90
ČR	1,25	1,75	2,00
Rumunsko	2,50	2,50	2,50
Rusko	7,50	7,75	7,75
eurozóna	0,00	0,00	0,00
USA	2,00	2,50	3,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Americká ekonomika na vrcholu zatímco eurozóna zpomaluje

Ekonomika eurozóny v první polovině roku výrazně zpomalila na 0,4 % mezičtvrtletně z loňského průměru mezičtvrtletního růstu 0,7 %. Nicméně předchozí rok byl nejuspěšnější v tomto hospodářském cyklu od roku 2013. Zpomalení tak lze považovat za ochlazení na běžnou úroveň růstu. Pro druhou polovinu roku očekává tým RBI obdobné tempo růstu nebo jen mírně vyšší. V průměru by ekonomika eurozóny měla tento rok vzrůst o 2,0 %. V roce následujícím by pak měla mírně zpomalit na 1,7 %. Spotřebitelská inflace v eurozóně se v posledních měsících pohybuje na úrovni 2 %, nicméně tento růst je z velké části tažen pouze potravinami a cenou ropy. Jádřová inflace stále zůstává jen mírně nad 1%. V následujících čtvrtletích by však pozici tahouna růstu cen měly převzít mzdové tlaky a spotřebitelská inflace tak zůstane v tomto i následujícím roce v průměru mírně pod 2 %.

Obdobný výhled sdílí i Evropská centrální banka (ECB). Na posledním měnověpolitickém jednání ECB v polovině září guvernér M. Draghi potvrdil plánované ukončení kvantitativního uvolňování na konci tohoto roku. Zároveň také potvrdil první zvýšení úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí příštího roku. Stejný vývoj očekává i prognóza týmu RBI. Spolu s blížícím se zvýšením úrokových sazeb centrální banky předpokládáme tlak na růst tržních sazeb už od začátku příštího roku. Základní úroková sazba by pak měla vzrůst až na úroveň 1,00 % v polovině roku 2020, což by měl být vrchol současného měnověpolitického cyklu.

Americká ekonomika podle druhého odhadu vzrostla ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně anualizovaně o 4,2 %. Ačkoli se na začátku roku zdálo, že americká ekonomika už dosáhla svého cyklického vrcholu, aktuální čísla potvrzují, že tomu tak nebylo. Solidní růst byl viděn v prvním i druhém čtvrtletí a jen mírně horších čísel se dočkáme i ve zbytku roku. Pro celý rok pak tým RBI očekává růst 2,8 % a pro rok příští 2,0 %. V roce 2020 by mělo následovat relativně prudké zpomalení na 0,5 %. Nutno připomenout, že se americká ekonomika nachází v druhé nejdelší expanzi ve své historii. K tomu jí napomohlo i v této fázi cyklu bezprecedentní navýšení vládních výdajů a daňová reforma účinná od začátku tohoto roku. Blízkému konci expanze napovídá i výrazné zplošťování americké výnosové křivky. Rozdíl mezi desetiletými a dvouletými výnosy státních dluhopisů se smrsknul na aktuálních dvacet bazických bodů. Na takto nízkých úrovních byl krátce před krizí v roce 2008.

Vrchol hospodářského cyklu potvrzuje i americký ISM index, který v srpnu překvapivě vzrostl o 3,2 na 61,3 bodů. Současná úroveň indexu je tak nejvyšší od května 2004, kdy byl na stejné úrovni. V posledních čtyřiceti letech byla vyšší hodnota zaznamenána pouze v druhé polovině roku 1983. Podle týmu RBI tak americká ekonomika už nemá kam dál růst a pokud současný stav bude pokračovat, lze očekávat silný nárůst proinflačních tlaků. Očekáváme, že americký Fed zvýší své sazby v tomto roce ještě dvakrát v září a prosinci. V první polovině následujícího roku by se tak mělo stát ještě dvakrát, čímž by se základní úroková sazba dostala na úroveň 3,0 %, což by měl být vrchol současného měnověpolitického cyklu.

3M sazba peněžního trhu

země	aktuál. XII-18	III-19	VI-19
Polsko	1,72	1,73	1,73
Maďarsko	0,19	0,55	0,85
ČR	1,57	1,99	2,22
Rumunsko	2,98	3,10	3,25
Chorvatsko	0,25	0,50	0,50
Rusko	6,15	8,20	8,20
eurozóna	-0,35	-0,35	-0,30
USA	2,37	2,80	3,30

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/národní měna (průměr)

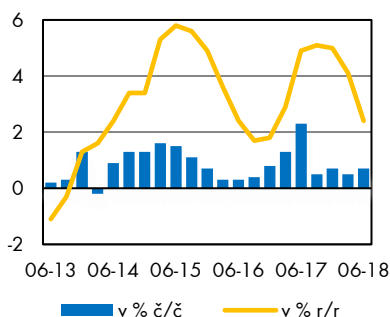
země	2017	2018f	2019f
Polsko	4,26	4,25	4,17
Maďarsko	309	319	320
ČR	26,3	25,5	25,2
Rumunsko	4,57	4,66	4,68
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,46	7,43	7,46
Srbsko	121	118	120
Bosna a He	1,96	1,96	1,96
Albánie	134	128	127
Rusko	65,9	75,1	83,6
Ukrajina	30,0	32,4	34,0
Bělorusko	2,18	2,41	2,49
Turecko	4,12	5,95	7,76
USA	1,13	1,19	1,18

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Bolestivé zpomalení tuzemské ekonomiky

Česká ekonomika v druhém čtvrtletí pokračovala v očekávaném zpomalení z vrcholu hospodářského cyklu, které však přišlo ve větší míře, než očekával trh, ČNB nebo ministerstvo financí. Růst HDP dosáhl „pouze“ 2,4 % meziročně, což je nejnižší hodnota od roku 2016. Hlavními přispěvateli k růstu HDP byly investiční výdaje a spotřeba domácností. Naopak negativně se na růstu podepsal negativní příspěvek zahraničního obchodu, který trpí rychleji rostoucím dovozem než vývozem. Zásadním faktorem zpomalení v druhém čtvrtletí však byla výrazně negativní změna zásob, za kterou stojí dokončování výroby a investic z roku minulého, kdy firmy nestíhaly realizovat všechny zakázky a ekonomika rostla tempem nad svým potenciálem. Následující čtvrtletí tak podle naší prognózy nebudou tak negativní jako druhé čtvrtletí roku. Nicméně současný vývoj nás přiměl revidovat náš dosavadní odhad růstu ekonomiky v tomto roce na 3,1 % z původních 3,5 % a pro rok následující očekáváme růst 3,0 % (původně 3,2 %).

Růst HDP



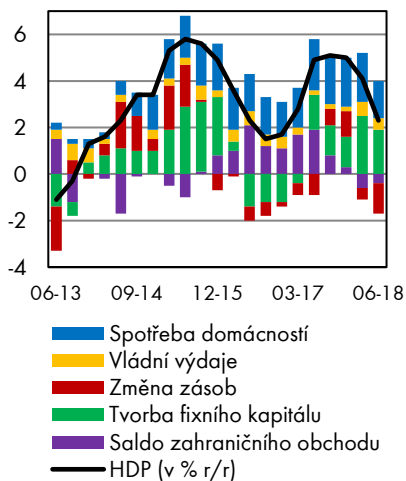
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Prognóza HDP

	2018	2019
ČNB	3,2 (3,9)	3,4
MinFin	3,2 (3,6)	3,1 (3,3)
RB	3,1 (3,5)	3,0 (3,2)

Pozn.: předchozí prognóza v závorce
Zdroj: ČNB, MinFin, Raiffeisenbank

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura růstu HDP naznačuje nepolevující investiční aktivitu, která směřovala hlavně do staveb a budov, ale i do nových strojů nebo dopravních prostředků. V kombinaci s druhým nejrychlejším růstem mzdových nákladů za posledních deset let se potvrzuje snaha firem zvyšovat produktivitu práce a vyřešit tak problém s nedostatkem volné pracovní síly na trhu. V sektorovém dělení se ve druhém čtvrtletí nejvíce dařilo stavebnictví, které vzrostlo meziročně o 5 %. Tomu napovídaly i měsíční statistiky stavební produkce a pozitivní začátek roku. Stavebnictví obvykle reaguje nejpomaleji na růst celé ekonomiky a až v pozdější fázi cyklu nabírá na obrátkách. Na druhou stranu se nedařilo průmyslu, který rostl nejpomaleji za poslední dva roky. Vzhledem k tomu, že tento sektor tvoří téměř třetinu HDP, se jeho stav viditelně odráží na zpomalování celé ekonomiky.

Výroba aut stahuje celý průmysl

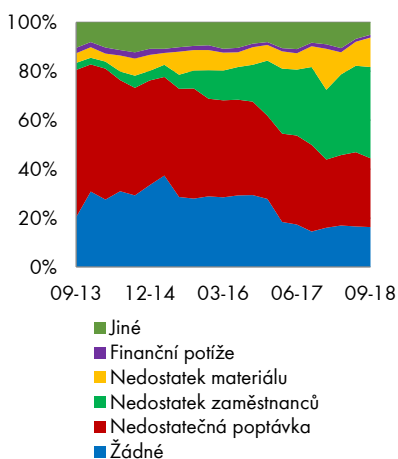
Tuzemský průmysl za prvních sedm měsíců tohoto roku vzrostl v průměru meziročně o 3,4 %, což přibližně odpovídá i současnému růstu celé ekonomiky. V sektorovém dělení za výrazným zpomalením oproti minulému roku stojí pouze dvouprocentní růst automobilového průmyslu, za čímž stojí slabší poptávka doma i v zahraničí. Ve druhém čtvrtletí byl dokonce růst produkce aut nejslabší od konce poslední recese. Na druhou stranu se velmi daří výrobě počítačů a další elektroniky nebo kovodělnému průmyslu. V neprospěch českého průmyslu hraje i extrémně vysoká srovnávací základna daná rekordním výsledkem předchozího roku. Zpomalil také růst nových tuzemských i zahraničních zakázek. Ještě nedávno běžný dvouciferný růst je minulostí a v prvních sedmi měsících si průmyslníci museli vystačit s meziročním růstem 4,1 %. Nicméně poslední statistiky naznačují opětovné oživení u nás i v zahraničí, což nás vede k mírnému zvýšení odhadovaného růstu průmyslové produkce pro tento rok na 4 %. Ačkoli se jedná o téměř poloviční výkon ve srovnání s předchozím rokem, lze hovořit o stále solidním výkonu. V příštím roce tuzemský průmysl dále zpomalí na 3,7 %.

I druhé čtvrtletí potvrdilo, že největší výzvou pro průmysl zůstává udržení konkurenceschopnosti v prostředí nejrychleji rostoucích reálných mezd od roku 2003 a pokračujícího nedostatku zaměstnanců. Tento efekt prozatím tlumí koruna, která neposiluje tak, jak se očekávalo na začátku roku a neprodražuje tolik tuzemské výrobky v zahraničí. Nicméně rizikovým faktorem je také slábnoucí zahraniční poptávka, která by podle prognóz týmu RBI měla v následujících letech výrazně zpomalit. K tomu se přidávají rychle rostoucí úrokové sazby ČNB, které se projeví ve vyšších úvěrových nákladech. Postupně se tak snižuje prostor pro firmy s nižší přidanou hodnotou, které doposud přežívaly díky déle trvající měnové politice nulových úrokových sazeb a slabé koruně.

Na rozdíl od průmyslu se v prvních sedmi měsících extrémně dařilo tuzemskému stavebnictví, které vzrostlo v průměru meziročně o 9,9 %. Velký podíl na tom mají vysoké teplotní rozdíly ve srovnání s předchozím rokem, které dovolily práci na stavbách o několik měsíců dříve. Zatímco pozemní stavitelství vykazovalo známky oživení už v minulém roce, inženýrské stavitelství se rozbíhá až v posledních měsících. Ve druhém čtvrtletí byl poprvé překonán objem produkce z roku 2015, který byl značně ovlivněn dočerpáváním prostředků z fondů EU. Historicky nejúspěšnější rok 2008 však pravděpodobně překonán nebude. V následujících čtvrtletích by ale solidní růst ze začátku roku měl pokračovat, a to zejména díky nutnosti dočerpání prostředků z fondů EU do konce tohoto roku, pokračujícímu růstu tuzemské ekonomiky a zlepšujícímu se stavu legislativního prostředí.

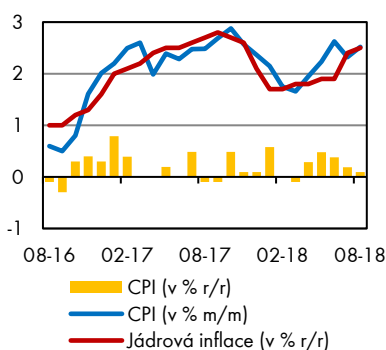
Situace na trhu nemovitostí se v první polovině roku dále uklidňuje. Růst cen nemovitostí v druhém čtvrtletí zpomalil meziročně na 5,6 % a v hlavním městě na 1 %. Přitom ještě před rokem rostly ceny nemovitostí v celé ekonomice tempem 18,7 %. Důvodem je především nasycená poptávka, nedostupnost vlastnického bydlení, opatření ČNB regulující hypoteční trh a vysoká srovnávací základna z předchozích let. Problémy na straně nabídky nejsou zdaleka vyřešeny a to zejména v Praze, kde nová bytová výstavba výrazně zaostává za celkovým přírůstkem obyvatel.

Bariéry expanze v průmyslu



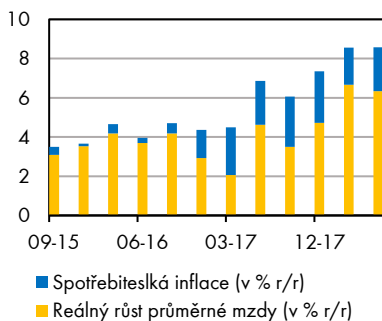
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Vývoj CPI a jádrové inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Mzdové tlaky budou pokračovat i v příštím roce

Na trhu práce pozorujeme pokračující napjatou situaci. V srpnu poklesl počet nezaměstnaných na 230 499, což je historicky jedná z nejnižších hodnot. V průměru tak připadá pouze 0,74 nezaměstnaného na jednu volnou pracovní pozici, což už ale s obdobím zpřed dvaceti let nemůžeme srovnávat – volných pracovních míst na trhu je v současnosti až čtyřikrát více než tehdy. Historicky nízká nezaměstnanost se tak potlouká těsně nad 3 %. Až dvě třetiny volných pracovních míst jsou určeny pro osoby se základním nebo praktickým vzděláním. Česká ekonomika je tak pořád žíznivá po nízko kvalifikované práci, kterou navíc není schopna nasýtit z vlastních zdrojů. Firmy se tak snaží zlákat zaměstnance zpoza hranic, situaci jim ale neulehčuje komplikovaný byrokratický proces, kterým musí každý uchazeč projít.

Ve třetím kvartálu jsme registrovali rostoucí množství firem, které označovaly nedostatek zaměstnanců za největší bariéru svého růstu. V červenci se tato hodnota vyšplhala až na 37,3 % všech firem. Na postupné zpomalování dynamiky na trhu práce ale poukazuje snižující se počet lidí, kteří získali práci v porovnání s minulým rokem. Nesoulad mezi poptávkou a nabídkou graduje a z mnoha dlouhodobě nezaměstnaných, kterým se nepodařilo získat práci na vrcholu ekonomického cyklu, zůstane značná část už jen těžko zaměstnatelná. Očekáváme, že průměrná míra nezaměstnanosti pro rok 2018 bude 3,2 %, pro rok 2019 pak 3,3%.

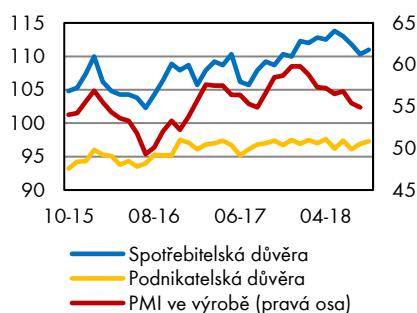
Tato situace vyústila v růst mezd ve druhém čtvrtletí o 8,6 % na 31 851 Kč, což po očištění o inflaci znamená 6,2 % růst. K silně utáženému trhu práce se přidává zvýšení minimální mzdy od začátku tohoto roku a nárůst platů ve státní správě. Pro celý tento rok tak odhadujeme růst průměrné mzdy o 8,4 %. Pro rok následující se již vláda dohodla na dalším nárůstu platů ve státní správě v průměru o 8 %. Zároveň také počítáme se zvýšením minimální mzdy o další tisícovku. Všechny tři zmíněné faktory z tohoto roku přetrvají i v roce následujícím a dotlačí tak mzdy k dalšímu růstu o 7,8 %.

Inflace se dostane na dosah třem procentům

Spotřebitelská inflace v srpnu opět zrychlila na meziroční tempo 2,5 %. Rostou zejména ceny bydlení a energií, které v druhém čtvrtletí zaznamenaly největší meziroční přírůstek od začátku roku 2013. Zdražují však i ostatní položky spotřebitelského koše, což se odráží v nejvyšší hodnotě jádrové inflace v tomto roce. Zároveň také postupně zrychluje spotřebitelská inflace v eurozóně a končí efekt silnější koruny. Tuzemské dovozní ceny se tak v červnu dostaly po jedenácti měsících deflace do kladné meziroční změny a v červenci už vzrostly o 2,5 %. Na druhou stranu se už vyčerpal efekt vyšších cen ropy na světových trzích, díky čemuž se stabilizovaly tuzemské ceny pohonných hmot.

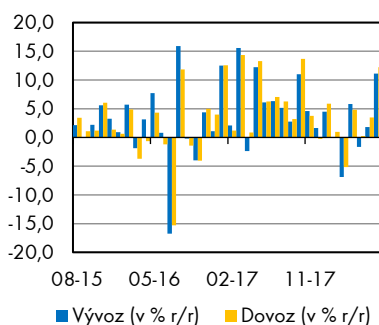
V následujících měsících očekáváme, že se spotřebitelská inflace udrží poblíž současných hodnot. Doposud jsme i přes rekordní růst reálných mezd pozorovali, že obchodníci tyto zvýšené náklady na zaměstnance promítají do svých marží. Nicméně tento prostor se už téměř vyčerpá a růst mzdových nákladů se začal propisovat do růstu koncových cen. Vzhledem k tomu, že naše prognóza počítá s jen zanedbatelným zpomalením růstu mezd i v příštím roce, očekáváme, že inflace bude v příštím roce gradovat. K tomu se přidají vyšší ceny energií, které se odvíjejí od aktuálního prudkého zdražování na světových trzích. Jen od začátku roku elektřina v korunovém vyjádření zdražila o bez mála 50 %. To se projevuje už teď v postupném přečeňování tarifů pro domácnosti. Tento proces však bude gradovat v lednu a červnu příštího roku. Zároveň také bude působit velmi nízká srovnávací základna ze začátku tohoto roku, kdy skokově zlevnily potraviny. Díky kombinaci těchto třech faktorů tak očekáváme, že se míra inflace v prvním čtvrtletí příštího roku podívá na dosah úrovně 3 %. Pro celý tento rok pak očekáváme průměrný růst spotřebitelských cen o 2,2 % a v roce následujícím až o 2,6 %.

Předstihové ukazatele v ČR



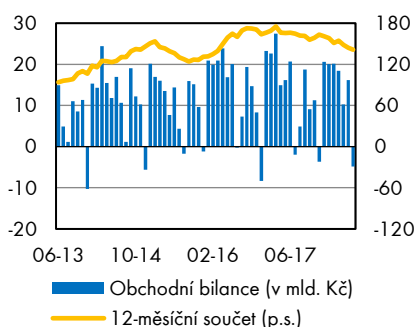
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Zahraniční obchod



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Obchodní bilance



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Obdobný průběh jako spotřebitelská inflace měly i ceny průmyslových výrobců. Od začátku roku, kdy ceny stagnovaly, tempo růstu vyskočilo až nad tři procenta. Za skokovým zrychlením jsou hlavně vyšší ceny ropy, energií a kovů. Předpokládáme, že tempo zdražování dosáhlo svých maxim a ve zbytku roku mírně zpomalí. I tak ale v tomto roce ceny průmyslových výrobců zdraží v průměru o 1,9 % a v roce příštím toto tempo jen mírně zpomalí na 1,5 %.

Spotřebitelská důvěra podporuje silné tržby obchodníků

Maloobchodní tržby bez motorových vozidel v prvních sedmi měsících roku vzrostly reálně meziročně o 5,2 %, což je o sedm desetin více ve srovnání s průměrným tempem růstu za celý minulý rok. První čtvrtletí roku bylo dokonce nejsilnější od konce roku 2007. Silný růst tržeb je determinován situací na trhu práce, nejrychleji rostoucími reálnými mzdami od roku 2003 a s tím spojenou vysokou spotřebitelskou důvěrou. Nejvíce se daří nepotravinářskému zboží a to zejména prodeji elektroniky a internetovým obchodům. Na druhou stranu, obdobně jako v průmyslu, se nedaří prodeji aut, který v tomto roce v podstatě stagnoval a zaznamenal tak nejslabší pololetní výsledek od konce roku 2012.

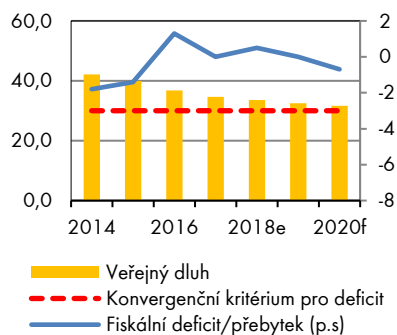
V následujících měsících očekáváme, že solidní růst celkových maloobchodních tržeb bude pokračovat. Nízká nezaměstnanost a rekordní růst mezd a platů by měly pokračovat i v příštím roce a i proto neutichne ani chuť spotřebitelů utrácet. Pro celý tento rok očekáváme, že celkové tržby obchodníků bez aut vzrostou v průměru o 5,6 % a v roce následujícím jen mírně zpomalí na 5,4 %. Tržby včetně prodeje automobilů vzrostou pouze o 3,8 %, resp. 3,7 %.

Export dále zpomaluje na úkor importu

Vývoz zboží do zahraničí v prvních sedmi měsících dosáhl 2 088,9 mld. Kč a vývoz 1 988,0 mld. Kč. V meziročním srovnání se jedná o nárůst o 1,6 % resp. 2,9 %. Za slabším růstem vývozu stojí opět slabší objemy prodaných automobilů, zatímco ostatním výrobcům se podařilo udržet předchozí tempo růstu. Z teritoriálního členění zjišťujeme, že poprvé za posledních pět let poklesl vývoz do Německa. Jak už z úvodních meziročních temp růstu vyplývá, dovoz roste tento rok rychleji než vývoz, což bylo dáno primárně vyššími cenami některých surovin zejména ropy. Celková bilance zahraničního obchodu v tomto roce prozatím dosahuje 100,9 mld. Kč. Český vývoz bezesporu stále těží z dobré kondice světové ekonomiky. Na druhou stranu nedostatek volné pracovní síly na trhu práce firmám prakticky znemožňuje dále rozšiřovat výrobní kapacity. Schopnost českého exportního průmyslu přijímat další zahraniční zakázky je téměř vyčerpaná a export tedy bude v příštích měsících dále zpomalovat. Očekáváme, že celková bilance zahraničního obchodu tento rok dosáhne 120 mld. Kč. V roce následujícím by měla dále poklesnout na 80 mld. kvůli slábnoucí zahraniční poptávce a silnější koruně.

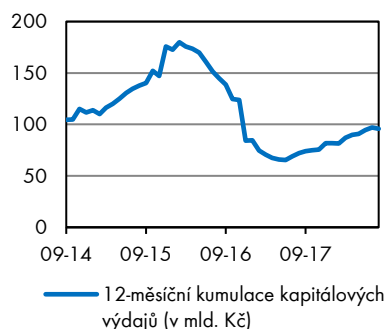
Běžný účet platební bilance dosáhl v prvních sedmi měsících přebytku 64,2 mld. Kč. V prvním pololetí došlo oproti předchozím letům k dřívějšímu odtoku dividend do zahraničí, který začal o měsíc dříve a stejně tak o měsíc dříve skončil. Meziročně je však objem dividend směřujících do zahraničí téměř stejný. Do konce letošního roku očekáváme pokles kumulovaného přebytku běžného účtu na 45 mld. Kč, kvůli zhoršujícímu se přebytku zahraničního obchodu, znovu posilující koruně a tradičně horšímu závěru roku. V následujícím roce by pak měl přebytek dále poklesnout na 30 mld. Kč.

Veřejné finance (v % HDP)



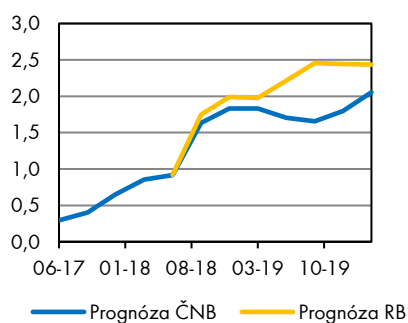
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Kapitálové výdaje státu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

PRIBOR 3M (v %)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Veřejné finance zůstanou vyrovnané i v roce příštím

Státní rozpočet v prvních osmi měsících roku dosáhl přebytku 14,8 mld. Kč. Na straně příjmů je stále vidět výrazný nárůst výběru všech hlavních daní kromě daně z příjmu právnických osob, jejíž výběr vzrostl meziročně pouze o 2,5 %. Ani srpnová daňová příznání tak nepřekonal fakt, že firmám postupně klesá ziskovost, což se negativně odráží na jejich daňových odvodech. Vyšší mzdové výdaje firem a vysoká zaměstnanost se však stále podepisuje na dvouciferném meziročním růstu výběru daně z příjmu fyzických osob a pojistného na sociální zabezpečení. Na straně výdajů zaostávají investiční výdaje oproti plánu, které stále jen dohánějí slabé první měsíce roku. Oproti naplánovanému rozpočtu stát proinvestoval za prvních osm měsíců roku pouze 40 % určených prostředků pro tento rok. Z důvodu nedostatku volné kapacity firmy nemají příliš zájem o státní zakázky a kapacita celé ekonomiky absorbovat nové investice je už omezená. Běžné výdaje se naproti tomu vyvíjí podle plánu.

Pro tento letošek byl schválen rozpočet s deficitem 50 mld. Nicméně očekáváme, že stát bude v tomto roce hospodařit s mírně nižším deficitem a výsledek tak bude opět pozitivnější, než bylo původně schváleno. Očekáváme, že příjmovou stranu rozpočtu bude i nadále podporovat silná spotřeba domácností a s tím spojený vyšší výběr daní. Investiční výdaje by po tradičním pomalém rozjezdu v úvodu roku měly v následujících měsících nabrat rychlejší tempo růstu. Nicméně plánovaný objem investic pravděpodobně nebude ani tento rok naplněn. K lepšímu výsledku by ale měla dopomoci nutnost dočerpat cca 35 mld. Kč z fondů EU do konce tohoto roku. Naopak negativně se na hospodaření státu promítnou vyšší náklady na dluhovou službu způsobenou růstem úrokových sazeb na trhu. Očekáváme také, že bude pokračovat tlak na vyšší růst platů některých státních zaměstnanců a navyšování starobních důchodů, který se však v rozpočtu projeví až v příštím roce. Pro tento rok počítáme, že stále solidní výkon ekonomiky pomůže veřejným financím udržet mírný přebytek hospodaření ve výši 0,5 % HDP. Konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí by poklesl na 33,6 %.

Pro rok 2019 byl vládou schválen rozpočet s deficitem 40 mld. Kč. Návrh počítá s navýšením starobních důchodů a zvýšením objemu prostředků na platy státních zaměstnanců v průměru o 8 %. Vyšší by měly být i investice, zejména pak výdaje na infrastrukturu. S pokračující zralou fází hospodářského cyklu, slábnoucí zahraniční poptávkou a růstem běžných výdajů budou mít veřejné finance stále větší problém udržet své hospodaření v kladných číslech. Proto pro rok 2019 počítáme s pouze s vyrovnaným veřejným rozpočtem.

Jestřábí obrat ČNB dokonán

Bankovní rada ČNB koncem srpna rozhodla potřežit v tomto roce zvýšit úrokové sazby. Dvoutýdenní repo sazba se tak dostala na úroveň 1,25 % a lombardní sazba na 2,25 %. Diskontní sazba byla ponechána na hodnotě 0,25 %. Členové bankovní rady se navzdory svým předchozím vyjádřením a prognóze centrální banky rozhodli přistoupit k dřívějšímu zvýšení úrokových sazeb, které si tuzemská ekonomika bezpochyby žádala.

Vzhledem k současnému vývoji inflace a našemu výhledu pro následující čtvrtletí, slabší koruně a rekordně rostoucím mzdám očekáváme, že centrální banka přistoupí ke zvýšení úrokových sazeb ještě dvakrát v září a listopadu tohoto roku. Dvoutýdenní repo sazba by se tak ke konci roku měla dostat na úroveň 1,75 %. Nutno však připomenout, že i tak se budou reálné úrokové sazby pohybovat v záporných hodnotách.

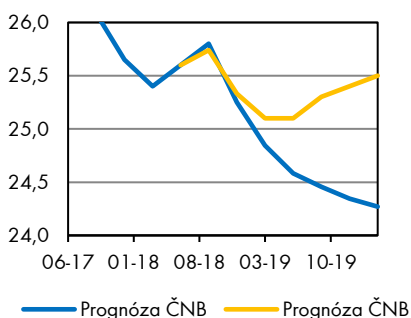
Počátkem příštího roku očekáváme další zrychlení spotřebitelské inflace až k 3 % z důvodu dalšího růstu mezd a vyšších cen energií. V kombinaci s naší prognózou kurzu koruny očekáváme, že ČNB přistoupí k dalším dvěma zvýšením a to v druhém a třetím čtvrtletí. Koncem srpna by tak měla být repo sazba na úrovni 2,25 %, což je i poblíž rovnovážným hodnotám, jak o nich hovoří bankovní rada ČNB a které lze považovat za vrchol utahování měnové politiky (rozpětí 2,5 - 3,0 % vyjádřeno 3M PRIBORem). Největším rizikem prognózy měnové politiky je obdobně jako v předchozím čtvrtletí vývoj kurzu koruny, který je výrazně nejistý.

Sazby peněžního trhu ČR

	aktuál. XII-18	III-19	VI-19	
3M	1,57	1,99	1,98	2,22
6M	1,69	2,09	2,08	2,32
12M	1,82	2,23	2,22	2,45

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Kurz koruny

	aktuál. XII-18	III-19	VI-19	
EUR/CZK	25,62	25,2	25,0	25,2
USD/CZK	21,76	21,5	21,7	21,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál. XII-18	III-19	VI-19	
2 roky	1,51	1,70	1,75	1,90
5 let	1,89	2,00	2,05	2,20
10 let	2,24	2,30	2,35	2,45

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Koruna v zajetí globálních vlivů

Koruna v posledních týdnech výrazně posílila až na dosah úrovně EUR/CZK 25,40 vlivem uklidnění politické a ekonomické situace v Itálii a Turecku a jestřábích vyjádření většiny bankovní rady ČNB. Následovalo však opětovné oslabení způsobené následným vybíráním zisků některých investorů. Koruna se nedávným posílením opět vrátila do úrovně, kdy ji k dalším ziskům bude bránit obrovské množství zahraničního kapitálu v tuzemské ekonomice. Každé další posílení tak může paradoxně vyvolat opětovné oslabení, jak se i nyní děje.

Ačkoli se politické riziko od minulé prognózy snížilo, stále je hlavním hybatelem měnových kurzů. Podle našich výpočtů právě globální vlivy formují kurz koruny v posledních měsících až z 80 %. Pro ostatní měny regionu je to přibližně z 50 %. Tento rozdíl je dán stále velkým objemem zahraničních peněz v tuzemské ekonomice. I po téměř roce a půl od konce kurzového závazku je kolem 40 % emitovaných korunových státních dluhopisů v držení zahraničních investorů. To korunu dělá nezvykle citlivou na globální dění, které ji bude ovlivňovat i v delším horizontu.

Aktuální třetí vlna cel mezi USA a Čínou však ukazuje, že si finanční trhy zvykají žít s přítomností obchodních válek a jen tak něco je nerozhází. Nicméně tento konflikt pravděpodobně potrvá i po listopadových amerických volbách do kongresu. Agresivní zahraniční politiku USA podporují i opoziční demokraté, a dokud se nezačnou propisovat cla do koncových cen pro spotřebitele, americká administrativa nemá důvod ustoupit z tlaku na vyjednání lepších podmínek zahraničního obchodu pro USA.

Dalším přetrvávajícím rizikem jsou jednání ohledně Brexitu. Ačkoli je situace silně nejistá, očekáváme, že k určité formě dohody dojde. Nicméně Česká republika je podle odhadů IMF pátou nejhroženější ekonomikou v případě „hard“ Brexitu. Tento scénář považujeme za nejméně pravděpodobný. Jeho negativní dopady však za nejvyšší z aktuálně známých rizik a to jak pro korunu tak i celou ekonomiku.

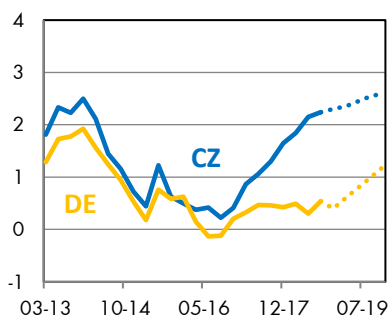
Proto v našem základním scénáři předpokládáme, že koruna ve zbytku roku posílí díky částečnému uklidnění politické situace ve světě a dvojitmu zvýšení úrokových sazeb ČNB na úroveň EUR/CZK 25,20. Začátkem roku může koruna krátkodobě posílít skrz úroveň 25,00 za euro, ale ohledně udržení takového zisku jsme silně skeptičtí. V polovině roku se o slovo přihlásí očekávané zvýšení úrokových sazeb ECB, které bude vytvářet tlak na tržní úrokové sazby a snižovat tak úrokový diferenciel mezi českou ekonomikou a eurozónou. V kombinaci s každoročním odtokem dividend do zahraničí předpokládáme, že začne opět docházet k postupnému oslabování koruny. Pro rok 2020 prognózuje RBI výrazné hospodářské zpomalení v eurozóně a USA, které bude mít negativní vliv na zahraniční poptávku v České republice a nedovolí koruně posílit ani v tomto roce.

Koncem tohoto roku také opět očekáváme zvýšenou volatilitu a skokové oslabení koruny díky odvodům příspěvků bank do rezolučního fondu obdobně, jako tomu bylo minulý rok. Efekt tohoto opatření je na trhu viditelný už dnes na forwardových kurzech koruny zasahujících do tohoto data. Nicméně tato událost by neměla být promítnuta do konečné hodnoty koruny na konci roku.

Další posun výnosové křivky směrem nahoru

Ministerstvo financí (MF) v prvních devíti měsících roku emitovalo výrazně více státních dluhopisů než v minulých letech. Na druhou stranu se omezila nabídka nových pokladničních poukázek, která není prozatím ani poloviční ve srovnání s předchozím rokem, kdy MF využívalo velké poptávky po poukázkách v souvislosti s koncem kurzového závazku ČNB. Vzhledem k výrazné aktivitě MF v předchozích měsících, žádným splatným dluhopisům do konce roku a lepšímu hospodaření státu ve srovnání s plánem neočekáváme, že by současný trend měl pokračovat i v posledním čtvrtletí. Na druhou stranu v příštím roce bude splatný rekordní objem státních dluhopisů v objemu cca 240 mld. Kč a několik desítek

10leté výnosy státních dluhopisů



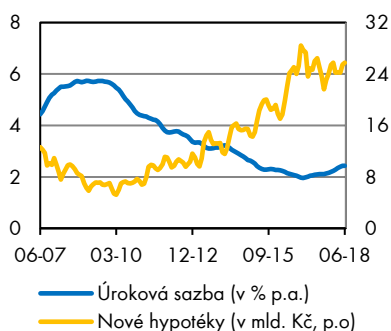
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

miliard pokladničních poukázek, tudíž o nabídku nových emisí nebude nouze.

V následujícím čtvrtletí očekáváme, že výnosy státních dluhopisů vzrostou jen mírně. Dvojí zvýšení úrokových sazeb ČNB v tomto roce je už z velké části v současných výnosech/cenách započteno. Další silnější impuls k růstu tak dostanou až v příštím roce, kdy očekáváme výrazné zrychlení inflace, další dvojí zvýšení úrokových sazeb centrální bankou, horší hospodaření státu a velkou nabídku nových emisí ze strany MF. Po celé období také očekáváme další zplošňování celé výnosové křivky. Rozdíl ve výnosech mezi desetiletými a dvouletými státními dluhopisy by se měl stáhnout ze současných 70 b.b. až na 50 b.b. na konci příštího roku.

V případě peněžního trhu očekáváme pozvolný nárůst mezibankovních sazeb v souladu s naší prognózou měnové politiky ČNB. Tříměsíční PRIBOR by se na konci tohoto roku měl pohybovat na úrovni 2,00 % a v roce příštím by se měl dostat až na hodnotu 2,50 %.

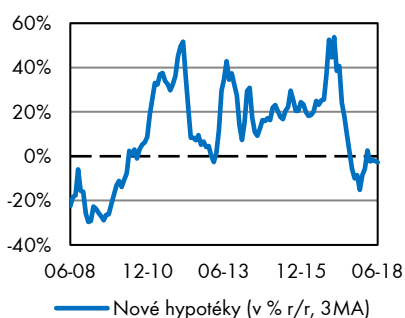
Nové hypoteční úvěry



Zdroj: Raiffeisenbank, MMR

Hlavním tématem bankovního trhu zůstávají hypoteční úvěry. Na jejich vývoj aktuálně působí především dva vlivy – úrokové sazby a opatření ČNB. Oba dva mají v konečném výsledku zpomalit tempo růstu hypotečních úvěrů. Rostoucí úrokové sazby by na to za standardních podmínek samy o sobě stačily. To jsme ostatně mohli vidět v letech 2007-2009, kdy úrokové sazby nově poskytnutých hypoték vzrostly ze 4,5 % na 5,7 % a měsíční objem nově čerpaných hypoték klesl ze zhruba 12,5 mld. Kč na necelých 7 mld. Kč. Avšak současné zvyšování úrokových sazeb zatím takto evidentní efekt nepřineslo a měsíční objemy nových hypoték zůstávají velmi vysoko okolo 25 mld. Kč. To lze přičíst na vrub právě druhému ze zmiňovaných vlivů. Opatření ČNB, která začnou od října omezovat dostupnost hypoték v závislosti na příjmech (DTI) a dosavadním zadlužení žadatelů (DSTI), působí v současném okamžiku naprosto opačným směrem. Je pravděpodobné, že zájemci o úvěr, kterým by tato opatření významně omezila finální výši hypoték, urychlili svá rozhodnutí. Zatím poslední dostupný údaj z července ukazuje 15,5% navýšení objemu nově poskytnutých hypoték ve srovnání s červencem minulého roku. Očekáváme, že velmi podobný vývoj uvidíme i v následujících měsících, a to včetně října, kdy bude dobíhat čerpání hypoték sjednaných v posledních dnech září. Poté lze předpokládat, že se poptávka po úvěrech stabilizuje a bude daleko více odpovídat vývoji základních makroekonomických ukazatelů.

Tempo růstu nových hypoték



Zdroj: Raiffeisenbank, MMR

Na grafu vývoje meziročních temp růstu nově poskytnutých hypoték jasně vidíme důsledek prvního opatření ČNB z dubna 2017, které limitovalo výši hypoték vzhledem k hodnotě pořízované nemovitosti. Před vstupem v platnost, tj. na přelomu roku 2016/2017, dosahovalo meziroční tempo růstu nad hranici 50 %, aby následoval prudký propad, který na konci roku 2017 dosahoval až -15 %. Podobný scénář lze očekávat i nyní, i když nikoliv v tak extrémním rozsahu. Opatření omezující LTV se totiž týkala všech žadatelů o úvěr, proto odezva na jeho oznámení byla daleko masivnější, než očekáváme nyní. Stanovené limity DTI a DSTI omezují jen část potenciálních žadatelů o úvěr a podle našeho názoru nejsou natolik přísné, aby poptávku po hypotékách významně utlumily.

Helena Horská, František Táborský, Lenka Kalivodová

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

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

Firemní 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

Pavel Ráž

Michal Špírek

Pavel Pikna

Lena Krejnická

Faktoring

Petr Fiala

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

Financování obchodu

Ivan Chleboun

Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová

Adam Zilvar

Jana Novotná

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Kárníková Novák

23 44 01 362

23 44 05 228

603 808 512

603 808 035

602 172 573

23 44 01 133

23 44 01 330

23 44 05 691

23 44 01 857

23 44 01 215

23 44 01 308

23 44 01 545

23 44 01 574

23 44 01 437

24 24 32 437

23 30 63 280

23 44 05 468

23 44 01 374

23 44 01 191

23 44 01 455

23 44 01 461

23 44 05 253

23 44 01 802

23 44 01 877

23 44 05 551

23 44 05 656

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

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

František Táborský

Lenka Kalivodová

23 44 01 145

23 44 01 316

23 44 01 144

23 44 05 509

23 44 01 821

23 44 01 826

23 44 05 995

23 44 01 195

23 44 01 830

23 44 05 510

23 44 05 907

23 44 05 502

23 44 01 346

23 44 05 351

23 44 01 130

23 44 01 885

23 44 05 357

23 44 01 953

23 44 01 868

23 44 01 255

23 44 05 167

23 44 01 822

23 44 01 827

23 44 01 803

23 44 01 819

23 44 01 838

23 44 01 413

23 44 05 685

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 25. září 2018, 16:00

Publikace byla vydána 26. září 2018

UPOZORNĚNÍ

Vydává či šíří: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobami bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu a jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje výše zmíněných produktů může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete (https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

Investoři do finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita cenných papírů/finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimo jiné i počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktuálnosti. To však nezakládá povinnost aktualizovat příslušný dokument.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reputujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irsku (UK)

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

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dále dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou pobočkou společnosti RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidružení k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska 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 činnosti 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 povinné předkládání investičních doporučení a uveřejňování sítí zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a sítích zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.