

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

15.1.2018

O roku 2017 se na jeho počátku hovořilo jako roku zvrátů a velkých pohybů především na politické scéně. Nakonec žádná černá labuť, která je symbolem nepravděpodobné události s velkým dopadem na trh, „nepřiletěla“. Namísto tohoto vývoj na obou stranách kontinentu a u nás doma byl hladší, než se čekalo. Naštěstí.

V roce 2018 si finanční trh bude připomínat smutné 10. výročí pádu Lehman Brothers a Česko si společně se Slovenskem připomene nejen 100 let od vzniku společného státu, ale zároveň také 25 let od svého rozdělení. Oživení klíčových ekonomik světa, které v USA vstupuje už do devátého ročníku, vyvolává otázky, jak ještě dlouho si tohoto oživení budeme užívat. Nejistý je i vývoj v mnoha zemích eurozóny, které své problémy zatím hrnou setrvačně před sebou a k řešení mají daleko (Řecko a Itálie). Politická scéna v USA a Evropě také skrývá potenciální zdroje ořesů a následné nestability (např. v podobě obchodních konfliktů USA s Kanadou, Mexikem či Čínou). A to tu nehovoříme o geopolitických událostech (např. Severní Korea, napětí na Blízkém Východu) či teroristických činech.

Protože, skutečný běh věcí se jen těžko odhaduje, připravili jsme pro Vás, podobně jako v lednu 2017, **TŘI REALISTICKÉ SCÉNÁŘE** ekonomických událostí a následného vývoje české ekonomiky v roce 2018. Nejde o extrémní – málo pravděpodobné, senzacechtivé scénáře, ale o realistické scénáře, které mohou s pravděpodobností vyšší než 10 % opravdu nastat. Držíme se totiž hesla, že „štěstí přeje připraveným“!

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

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Raiffeisen RESEARCH

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

#### ✘ **Základní scénář – cyklický vrchol se blíží, zvolníme tempo**

Velké světové organizace jako je Mezinárodní měnový fond, Světová banka nebo OECD, prognózuji **světové ekonomice další růst**. Nicméně oživení v některých (evropských) státech je stále křehké a mnoho států zatím nepřikročilo k potřebným strukturálním reformám, které by pomohly s oživením růstu produktivity práce. Evropské ekonomiky už sice rostou (včetně Řecka), ale nových pracovních míst v některých zemích přibývá pomalu. Navíc ani ve Spojených státech, kde míra nezaměstnanosti má šanci letos poklesnout na nejnižší úroveň od šedesátých let minulého století, se růst mezd alespoň prozatím nijak výrazně nezrychluje. Čerstvě schválená daňová reforma v USA má potenciál podpořit investice a spotřebu domácností v dalším růstu. Nicméně USA je už na dosah svého cyklického vrcholu a v příštím roce její růst viditelně zpomalí. Čína, na kterou připadne už téměř třetina růstu světové ekonomiky, dál udrží pevně v rukou kormidlo, které naviguje ekonomiku k hladkému přistání.

Dění na politické scéně je jako vždy těžko předvídatelné, ale v našem základním scénáři s žádnými otřesy po podzimních volbách do sněmovny reprezentantů, části senátu a guvernérů v USA nepočítáme. Rovněž **polický vývoj v Evropě (zásluhou ustanovení vlády v Německu a Itálii) nebude zdrojem nestability**.

Navzdory příznivým ekonomickým podmínkám **nebude růst spotřebitelské inflace v USA natož v eurozóně prudce vzlínat**. Inflace může naopak počátkem roku v USA zpomalit a až ve druhé půlce se přehoupnout znovu přes 2 %. V eurozóně se může inflace dokonce vrátit pod 1 % a až v průběhu roku se přiblížit k 1,5 %. O žádné inflační dobrodružství tedy nepůjde. Ve prospěch nízké inflace hovoří i očekávaný vývoj cen ropy (pokles v první polovině roku a růst ve druhé). V její ceně se na jedné straně bude promítat rostoucí poptávka, ale na druhé i rostoucí nabídka ze strany amerických těžařů z ropných břidelic.

**To vše se projeví v chování centrálních bank**. Bilance Fedu se bude pozvolna snižovat (z počátku o 20 mld. USD), zatímco ECB přestane nafukovat svou bilanci nejspíš až v září 2018. Předpokládáme, že personální obměna ve vedení americké centrální banky nezmění nastíněnou trajektorii postupného růstu úrokových sazeb (tři zvýšení na 2 - 2,25 %), ale vyjadřování regionálních ředitelů mohou být méně „holubičí“ než doposud. Poprvé po čtyřech letech Spojené státy, země eurozóny a Japonska vydají více státních dluhopisů, než jich bude splatných a než jich skoupí centrální banky. Ve výsledku se otevírá prostor pro růst výnosů státních dluhopisů – v USA ke 3 % p.a. u desetiletého státního dluhopisu, v Německu na 1 % p.a. Na americké výnosy bude také působit růst zadlužení státu. Vývoj měnových politik také promluví do vývoje měn. Zatímco USD může na očekávané změně v rétorice FOMC v prvním čtvrtletí roku vydělat (tj. posílit), euro bude mít navrch ve druhé polovině roku v souvislosti s očekávaným ukončením kvantitativního uvolňování ECB.

**Česko** předběhlo většinu Evropy a podobně jako Německo se nachází na vrcholu hospodářského cyklu. **Poskočila i naše ekonomická úroveň a to z 88 % na zhruba 90 % průměru EU** podle našeho odhadu. Růst české ekonomiky již naráží na kapacitu ekonomiky, především na trhu práce. Investice firem porostou sice rychleji než v roce 2017 mimo jiné i díky čerpání EU fondů, ale produktivita práce se bude zvyšovat jen pozvolna. Přejít od extenzivního k intenzivnímu růstu ekonomiky, který je založen na růstu produktivity, není snadný. Proto nepočítáme s dalším zrychlením růstu ekonomiky v roce 2018 a předpokládáme jeho mírné zpomalení pod 4 %. **Oživení ekonomiky již trvá pátým rokem** (od 2. čtvrtletí 2013), podobně jako před vypuknutím globální finanční krize. Přes úřady práce se již nabízí více pracovních míst (> 210 tis), než je ve skutečnosti nezaměstnaných (dle Výběrového šetření ČSÚ < 140 tis osob). Míra nezaměstnanosti je proto

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

už blízko svého dna. Průmysl, který je hlavním tahounem růstu české ekonomiky, se bude dál těšit z přílivu nových zakázek. Ale omezená výrobní kapacita bude brzdit další růst produkce. Proto pro letošek počítáme se zpomalením růstu průmyslové výroby, zatímco stavebnictví bude růst naopak rychleji. Nedostatek lidí na trhu práce a další zvýšení minimální mzdy o 11 % se projeví v silném růstu mezd (přes 7 % před očištěním o růst cen), nejvyšším za posledních 10 let. Růst produktivity práce takového tempa nedosáhne, proto v ekonomice porostou jednotkové mzdové náklady.

Česká národní banka bude muset na inflační tlaky jak ze strany poptávky (silná spotřeba domácností) tak i ze strany nabídky (rostoucí jednotkové mzdové náklady) reagovat. Inflace se po kratší epizodě mírného zpomalení opět vydá v polovině roku směrem k hornímu pásmu inflačního cíle ČNB (3 %). Ke konci roku 2018 se díky mimo jiné i zpožděnému efektu silné koruny vrátí inflace shora do blízkosti inflačního cíle. **Vyšší než 2% inflace** bude podle našeho názoru centrální bance velet zvyšovat základní úrokovou sazbu na následujících třech „velkých“ zasedáních, na kterých diskutuje novou makroekonomickou prognózu (únor, květen a srpen). Ke konci roku by **repo sazba mohla dosáhnout až 1,25 %**. Depozitní sazba se podle našeho názoru bude zvyšovat později, s určitým odstupem. Na příznivý vývoj ekonomiky a úrokových sazeb bude reagovat samozřejmě i česká měna. Podle našeho názoru, česká koruna v průběhu první poloviny roku výrazněji **posílí a to přes hladinu 25 korun za euro k 24,80**. Ve druhé polovině roku, s tím jak se bude blížit konec kvantitativního uvolňování ECB, koruna část svých předchozích zisků ztratí. Nelze vyloučit ani krátkodobou a prudkou korekci, pokud zahraniční investoři uzavřou velký objem svých pozic, které doposud drží na koruně. Ke konci roku ale očekáváme korunu na 25 za euro.

Schválený rozpočet státu předpokládá rychlejší růst běžných výdajů než ekonomiky, zatímco zastoupení investic ve výdajích klesá. Rozpočet vlády tak přihřívá ekonomiku, namísto toho, aby ji chladil a tvořil rezervy na horší časy. Čistá emise státních dluhopisů bude vyšší než loni a společně s rostoucími úrokovými sazbami ČNB to povede k **růstu výnosů státních dluhopisů**, tj. k postupnému zdražování dluhu státu. Pokud nedojde k prudkému výprodeji státních dluhopisů zahraničními investory v souvislosti s uzavíráním pozic na české koruně, porostou podle našeho názoru rychleji výnosy dluhopisů s kratší splatností.

Letos nás čekají prezidentské, senátní a komunální volby. Neočekáváme, že tyto volby změni směřování ČR a proto jejich výsledek nebude mít na trh ani ekonomiku viditelný dopad. Důležitější bude formování nové vlády po podzimních parlamentních volbách.

Podrobnější analýzu očekávaného vývoje naleznete v naší publikaci Strategie ČR ([https://investice.rb.cz/?c3613\\_download=1946](https://investice.rb.cz/?c3613_download=1946)).

#### Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2017e	2018f	2019f
Polsko	4,4	4,1	3,6
Maďarsko	3,8	3,6	3,2
<b>ČR</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
Slovensko	3,3	4,0	4,0
Slovinsko	4,8	3,8	2,8
Německo	2,5	2,2	1,6
eurozóna	2,4	2,5	1,7
USA	2,4	2,5	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

#### Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2017e	2018f	2019f
Polsko	2,0	2,3	2,6
Maďarsko	2,4	3,0	3,1
<b>ČR</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>
Slovensko	1,3	2,1	2,0
Slovinsko	1,5	1,8	2,3
Německo	1,7	1,9	2,2
eurozóna	1,5	1,3	1,7
USA	2,2	2,3	2,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

#### ✘ **2. scénář: Ekonomický boom zesiluje, ekonomiky se přehřívají, inflační strašák obchází trhy**

Daňová reforma v USA a rostoucí infrastrukturální investice přispějí ke **zrychlení růstu americké ekonomiky**. Tempo růstu se vrátí na „předlehmanovské“ úroveň okolo 3 % (ve stálých cenách). Fiskální expanze se ale projeví na růstu zadlužení amerického státu – jeho dluh se bude dál zvyšovat nad úroveň roční produkce celé ekonomiky. Z oživení na druhé straně Atlantiku budou těžit všichni obchodní partneři USA včetně Evropy. Rychlejší růst ekonomik nakonec **vzedme inflaci a s ní i růst mezd**. Růst produktivity práce bude i navzdory silné investiční aktivitě obtížně držet krok s růstem mzdových nákladů. Rostoucí mzdy budou tudíž zdrojem nejen poptávkou tažené ale také náklady tlačené inflace.

**Přehřívající se ekonomiky** přimějí centrální banky ke zvyšování sazeb a snižování bilance rychleji (v případě Fedu) či dříve (v případě ECB), než se doposud očekávalo. FOMC pod novým vedením J. Powella přitlačí „na pilu“ a bude raději **rychleji zvyšovat úrokové sazby**. ECB přehodnotí situaci a ukončí nákupy aktiv ještě před podzimním termínem a připraví trh na růst úrokových sazeb ještě v tomto roce. Po dekádě velmi nízkých úrokových sazeb může být finanční trh velmi náchylný k prudkému růstu úrokových sazeb a dluhopisových výnosů, jinými slovy k výrazné korekci na finančních trzích včetně akciových.

Pro méně kvalitní a riziková aktiva to představuje riziko náhlého výprodeje doprovázeného propadem cen s možným dopadem do stability finančních společností, které byly v důsledku nedostatečné nabídky kvalitních státních dluhopisů z důvodu nákupů centrálních bank (kvantitativní uvolňování), tak trochu nucené a zároveň motivované vyšším výnosem investovat do méně likvidních aktiv.

Vzednutí inflace ve světě zvýší zájem investorů, kteří se nebojí rizika, o nové kryptoměny, ale také „staré dobré“ zlato. I cena černého zlata a drahých kovů zamíří nahoru (konkrétně ropa nad hladinu 70 USD/barel).

To vše dohromady dává obrázek přehřátých ekonomik, jejichž vývoj si říká a pořádnou korekci a narovnání. To by mohlo přijít v tomto případě už v roce 2019.

Německá ekonomika projevuje jasné známky přehřívání. Stejně na tom je i Česko. **Růst ekonomiky se drží vysoko nad 4 % meziročně a nezpomaluje**. Firmy výrazně investují do modernizace a rozšíření výrobních kapacit. Díky obnovení růstu produktivity práce na předkrizové úrovni (> 5 % meziročně) a důrazu na efektivní řízení nemusí firmy odmítat tolik zakázek a dále zvyšují svou produkci. Čerpání peněz evropských fondů se zrychluje a vládě se daří realizovat plánované investiční výdaje. Díky tomu také **prosperuje stavebnictví**. Produkční kapacita ekonomiky se zvyšuje a s ní i potenciál k dlouhodobému růstu. Nezaměstnanost míří ještě o pár desetinek níž. Růst produktivity sice kompenzuje část dvojciferného růstu mzdových nákladů v ekonomice, ale stále silnější poptávka táhne spotřebitelské ceny nahoru. Růst cen v průběhu roku překoná horní hranici inflačního cíle ČNB (3 %). ČNB začne rychleji utahovat otěže měnové politiky a v rychlém sledu zvyšuje, v předstihu před ECB, svou úrokovou sazbu. Společně s repo sazbou začne zvedat i depozitní sazbu. Na konci roku 2018 je repo sazba nad 2 %. Rychlý růst ekonomiky a úrokových sazeb podporuje **posilování koruny, která se vrátí k hodnotám z léta 2008 (okolo EUR/CZK 24)**. Silnější koruna sice bude postupně tlumit růst vývozu, ale domácí poptávka zůstane velmi silná. Levnější dovážené suroviny a spotřební zboží pomůže ČNB postupně brzdit inflaci. **Růst nominálních mezd ale překoná dosavadní rekordy** a přiblíží se k dvojciferným hodnotám.

## Párty (ne)končí?

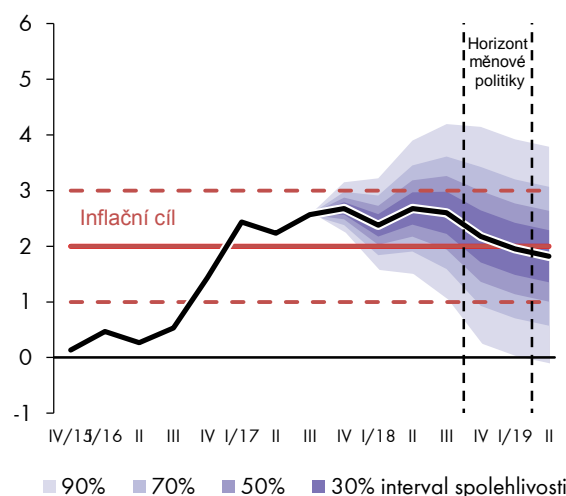
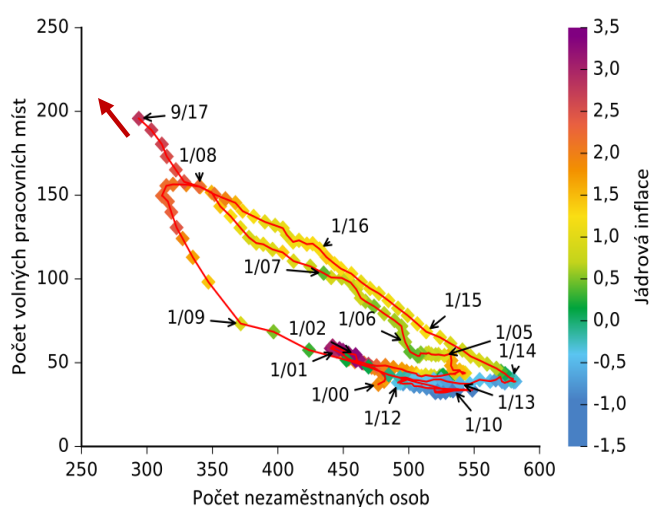
### Ad hoc analýzy

Ačkoliv hospodaření státu se bude vyvíjet lépe, než předpokládal schválený návrh, financování dluhu – tj. **výnosy ze státních dluhopisů porostou velmi rychle**. Desetiletý výnos českého státního dluhopisu směřuje ke 4 % p.a. Ruku v ruce s růstem výnosů zdražují i hypotéky.

Ceny nemovitostí dál rostou, ale z důvodu dražších hypoték není poptávka tak silná jako v předchozích letech.

**Ekonomika se zatím drží na vrcholu svého cyklu, ale vzhledem k přehřívání ekonomiky stále více lidí se obává náhlého konce této zlaté éry.**

### Beveridgeova křivka: volná místa vs. nezaměstnaní Inlace v ČR: kam spolehlivě se (ne)vydá?



Pozn: Beveridgeova křivka: počty v tisících, sezonně očištěné údaje; graf inflace: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz.

Zdroj: MPSV, ČSÚ. Převzato ze Zprávy o inflaci, listopad 2017. Úpravy Raiffeisenbank a.s.

### ✘ 3. scénář: Éra levných peněz se prodlužuje, česká ekonomika rychle zpomaluje

**Růst světové ekonomiky náhle zpomalí.** Spouštěčem může být koneckonců například rozkol mezi Republikány a Demokraty nad rozpočtem USA či zvýšením dluhového limitu, po kterém budou následovat dlouhá jednání a nakonec se i na nějakou dobu budou muset uzavřít i úřady.

Americká ekonomika nedokáže těžit z nové daňové reformy, investice firem slábnou. Podzimní volby v USA vedou k patové situaci – Republikáni ztratí těsnou většinu v Senátu. **Oživení evropských ekonomik zeslábně.** Důvěra firem a spotřebitelů v tamní ekonomiku prudce oslabuje. Firmy se bojí investovat a výrobní kapacity zastarávají. Produktivita práce klesá, jednotkové mzdové náklady se zvyšují. Pro jižní křídlo eurozóny je euro příliš silné a brání jim v oživení. Německá ekonomika začíná zpomalovat z důvodu klesající zahraniční poptávky.

Politické přenice mezi vlivnými velmocemi způsobí mimo jiné ostré obchodní spory. USA vystoupí z NAFTA. Velká Británie je sužována vnitřními politickými boji o podobu brexitu. Výsledkem je pád



## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

britské vlády. Sílí podpora pro „no-brexít“, tj. odvolání aktivace článku 50 Smlouvy o EU. Obchodní výměna mezi EU a Velkou Británií prudce ochlazuje v obavě z budoucnosti. Britská ekonomika prudce zpomaluje, zpomalení ale dopadá i na evropský trh. V Itálii v předčasných volbách posílí protievropské a extrémně pravicové strany. Rozproudí se diskuse o možnosti „Italexitu“. Katalánsko znovu usiluje o svou nezávislost. Jsou vyhlášeny nové volby. Nejistotu na rozvíjejících se trzích také vzbuzují volby v Mexiku a Brazílii.

Chřadnoucí světová poptávka dopadne i **na cenu ropy, která začne klesat**. Členové OPECu navíc přestanou dodržovat prodloužené limity těžby dohodnuté v roce 2017. Ceny ropy opět zamíří pod hranici 50 dolarů za barel. To přispívá k dalšímu zpomalování inflace v zemích dovážejících ropu. „V kurzu“ jsou znovu „bezpečné přístavy“ na finančním trhu jako švýcarský frank, zlato ale i německé dluhopisy.

Americká centrální banka **Fed přeruší sérii zvyšování úrokových sazeb a nasadí „holubičí tón“**. Další snižování bilance Fedu je přerušeno. **ECB prodlužuje program nákupu aktiv**, růst úrokových sazeb na počátku roku 2019 se odkládá na neznámo kdy. Peníze lidově řečeno zůstanou levné, riziková aktiva jsou stále v kurzu. Hlad po výnosech žene investory ke stále rizikovějším aktivům. Kumuluje se a zároveň oddaluje riziko prudkého pádu cen rizikových aktiv. Nejistota hraničící s nervozitou na trhu roste. **Kryptoměny** jsou vláčeny nahoru dolů v závislosti na vrtoších investičních hráčů. Regulátoři se snaží dostat tento trh pod kontrolu. Kryptoměnám se nevyhýbají ani skandály s narušením kybernetické bezpečnosti. Jejich **nestabilita přispívá v růstu volatility a rizika na všech finančních trzích**.

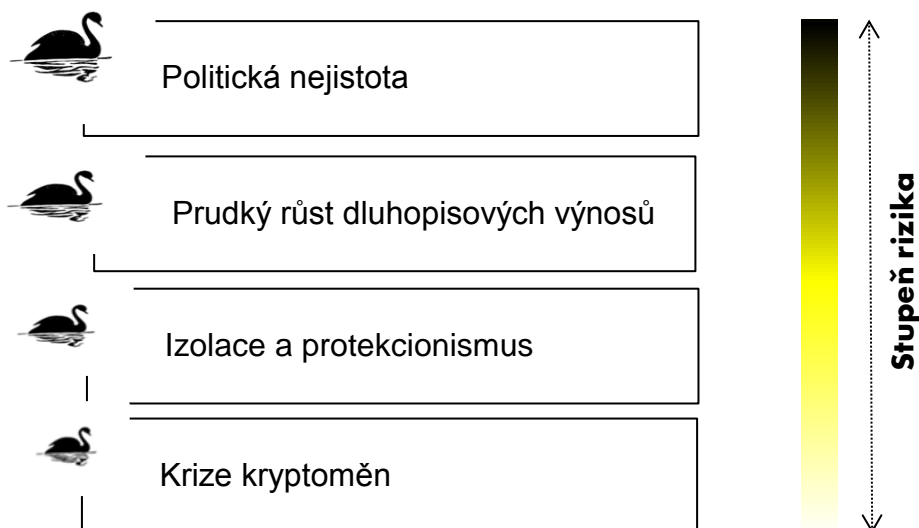
Na povrch vyplují opět problémy „zombie“ bank v Evropě (ve většině případů se jedná o italské banky). K finanční nákaze napříč evropským bankovním trhem nedojde, ale ECB bude nucena opět podřídit svou měnovou politiku péči o finanční stabilitu. Svými opatřeními se zaměří na udržení vysoké likvidity na trhu.

**I Česko čelí politické nejistotě**. Nedaří se sestavit stabilní vládu, což přece jen začalo znervózňovat finanční trh, který jinak politiku v ČR přehlíží. Ochlazení evropských ekonomik se rychle přelévá do Česka. **Česká ekonomika produkce zpomaluje pod 3 %**, později i pod 2 %. **Nezaměstnanost** obrátí směr vývoje a v průběhu roku **zamíří nahoru k 5 %**. Růst mezd začíná pozvolna zpomalovat, ale ze setrvačnosti se drží ještě vysoko a překonává nízká tempa z doby poslední recese. **Inflace pozvolna zpomalí pod 2 %**. Oslabení koruny brzdí zpomalování inflace, protože zdražuje dovážené zboží a tlumí i dopad levnější ropy na světových trzích na cenu pohonných hmot u českých čerpacích stanic. **Koruna oslabuje zpátky** k původní intervenční hladině 27 korun za euro. **ČNB** po únorovém zvýšení sazeb další **růst základní úrokové sazby přeruší**. **Mnoho investorů (ale ne všichni) se zbavuje českých dluhopisů a odchází i z české koruny**. Proto náklady na financování státního dluhu (tj. výnosy státních dluhopisů) rostou nad úroveň inflace. Příjmy do státního rozpočtu začnou slábnout, zatímco výdaje do sociální oblasti naopak rostou. **Deficit státního rozpočtu míří nad původní schválenou úroveň 50 miliard korun**. Český bankovní sektor není nijak evropskými problémy se „zombie“ bankami zasažen. Nicméně i na český devizový trh a trh českých státních dluhopisů doléhá nejistota a obavy z vývoje nejen v Evropě ale i ve světě. ČNB zatím ale odmítá připustit možnost, že by se opět vrátila do režimu devizových intervencí. Navíc koruna oslabuje sama, bez zásahu centrální banky. Není sporu, že ekonomika se nachází v sestupné fázi ekonomického cyklu. Stabilizace Evropy určí, zda-li v roce 2019 přijde recese nebo jen stagnace.

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

#### Rok 2018 – odkud tentokrát přiletí černé labutě?



Pozn.: události jsou seřazeny dle pravděpodobnosti naplnění

#### ✘ Pár slov na závěr

Alternativ vývoje světa a světové ekonomiky je samozřejmě nespočítaně. Vývoj na začátku roku zatím sleduje linii našeho základního scénáře, kterému věříme nejvíce a který má podle našeho názoru šanci se s více než 50% pravděpodobností naplnit.

**Kterému scénáři věříte Vy? Hlasujte na Twitteru <https://twitter.com/HelenaHorska>**

Autoři: Helena Horská, hlavní ekonomka  
Editor: analytik František Táborský

e-mail: economic.research@rb.cz  
Datum: pondělí, 15. ledna 2018 v 10:00

## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

#### 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. 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 navrhuje investiční strategii 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 nebo 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 žádná ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete ([https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam\\_doporuceni.pdf](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\\_RBroker.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf)) nebo na webu RBI ([http://www.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](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 nezbytně 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 RB či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI 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 činnosti Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině

Výzky 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 pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, 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. Dohledový orgán pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority. RB je oprávněna rozšiřovat tento dokument.



## Párty (ne)končí?

### Ad hoc analýzy

#### 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](mailto: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 23 44 01 362  
Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228  
Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512  
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035  
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka 602 172 573

#### Projektové financování

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

#### Strukturované financování

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

#### Private Banking

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

#### Faktoring

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

#### Financování obchodu

Ivan Chleboun 23 44 01 455

#### Treasury – Finanční instituce

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

#### Treasury – Trading

Milan Fischer 23 44 01 145  
Eva Bobeničová 23 44 01 316  
Roman Fol 23 44 01 144  
Jozef Božek 23 44 05 509  
Milan Fajkus 23 44 01 821  
Ivo Prokop 23 44 01 826

#### Treasury – Sales

Pavel Křivonožka 23 44 05 995  
Žaneta Chudá 23 44 01 195  
Michal Michalov 23 44 01 830  
Martin Bárta 23 44 05 510  
Pavel Křištof 23 44 05 907  
Jakub Skotnica 23 44 05 502  
Soňa Fenclová 23 44 01 346  
Martin Skoumal 23 44 05 351  
Robert Schwanzer 23 44 01 130  
Pavel Bors 23 44 01 885  
Ondřej Chládek 23 44 05 357  
Slavomír Koval' 23 44 01 775

#### Corporate Finance

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

#### Treasury – Equities

Richard Skácel 23 44 01 827  
Eva Polánová 23 44 01 803  
Jakub Veselský 23 44 01 819  
Jakub Schermer 23 44 01 838

#### Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413  
Jakub Červenka 23 44 01 070  
Milan Frydrych 23 44 01 421  
František Táborský 23 44 05 685  
Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 13. ledna 2018, 17:00h

Publikace byla vydána 15. ledna 2018