

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ČNB nadále hlásí stabilitu úrokových sazeb, jejich snížení očekáváme na konci 2020
- Německo se těsně vyhnulo recesi, vyhlídky se zlepšují
- Domácí ekonomika postupně ztrácí dynamiku, přesto si udrží střídmy růst
- Nezaměstnanost začne pomalu růst vlivem zpomalující ekonomiky
- Aktuální vysoká inflace bude pozvolna odeznívat
- Automobilový sektor zatím roste, to ale nemusí trvat věčně
- Nálada v průmyslu vyhlíží světlo na konci tunelu. Z Německa přichází první pozitivní náznaky.
- Dovoz vlivem slabší investiční aktivity zpomaluje. Vývoz navzdory ochlazení čekají rekordní hodnoty.
- Státní rozpočet počítá s pokračujícím silným růstem ekonomiky. Očekáváme vyšší deficit.
- Koruna se veze na vlně optimismu. Silnější hodnoty však ponechá za sebou.
- Výnosy na velmi nízkých úrovních. Inverze výnosové křivky pokračuje.

<b>Makroekonomická predikce</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020f</b>	<b>2021f</b>	<b>2022f</b>
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 054	5 335	5 546	5 734	5 924	6 142
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	4,5	2,9	2,5	2,0	2,2	2,6
HDP na hlavu (EUR)	18 145,5	19 603,0	20 305,2	20 877,1	21 506,3	22 539,4
Průmyslová výroba, r/r %	6,5	3,0	0,6	0,4	1,0	1,7
Míra nezaměstnanosti MPSV	4,2	3,2	2,8	3,2	3,7	4,0
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	6,7	7,6	7,1	6,4	5,7	5,4
PPI, r/r %, průměr	1,8	2,0	2,8	0,5	1,5	2,0
CPI, r/r % průměr	2,5	2,1	2,8	2,5	2,0	1,8
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,0	2,8	2,3	2,0	1,8
Saldo vládních financí, % HDP	1,6	0,9	0,0	0,2	-0,3	-0,4
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	34,7	31,1	30,9	30,5	30,4	30,0
Obchodní bilance, mld. Kč	164	98	150	100	110	120
Běžný účet, % HDP	1,6	0,3	1,1	0,3	0,0	0,5
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,7	1,7	0,9	1,0	1,0	1,1
CZK/EUR, průměr	26,3	25,6	25,7	25,8	25,8	25,6
CZK/USD, průměr	23,4	21,7	22,8	22,8	22,0	20,9
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,17	1,07	1,91	1,97	1,50	1,66
3M PRIBOR, průměr	0,4	1,3	2,1	2,1	1,7	1,9
2letý výnos, průměr	-0,1	1,1	1,5	1,5	1,3	1,7
5letý výnos, průměr	0,2	1,5	1,4	1,1	1,2	1,9
10letý výnos, průměr	1,0	2,0	1,6	1,4	1,5	2,1

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

**Reálný HDP (průměr, v % r/r)**

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2018	2019e	2020f	2021f
Polsko	4,26	4,30	4,32	4,33
Maďarsko	318,8	325,3	334,7	339,0
<b>ČR</b>	25,6	25,7	25,8	25,8
Rumunsko	4,65	4,75	4,89	5,01
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,4	7,4	7,4	7,4
Srbsko	118,2	117,8	117,8	118,0
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	127,6	123,1	123,7	126,3
Rusko	74,0	73,1	73,2	77,9
Ukrajina	32,1	29,1	27,9	31,3
Bělorusko	2,41	2,36	2,46	2,69
Turecko	5,70	6,40	6,82	7,67
<b>USA</b>	1,18	1,13	1,13	1,17
Čína	7,81	7,82	7,63	7,78
Švýcarsko	1,16	1,13	1,11	1,13

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank**

země	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
<b>ČR</b>	2,00	2,00	2,00	2,00
Rumunsko	2,50	2,50	2,50	2,50
Rusko	6,25	6,00	6,00	6,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	1,75	1,50	1,50	1,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu**

země	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
Polsko	1,70	1,7	1,7	1,7
Maďarsko	0,16	0,3	0,3	0,3
<b>ČR</b>	2,18	2,2	2,2	2,1
Rumunsko	2,98	2,9	2,9	2,9
Chorvatsko	0,19	0,5	0,5	0,5
Rusko	6,30	6,3	6,3	6,3
eurozóna	-0,42	-0,4	-0,4	-0,4
USA	1,90	1,5	1,5	1,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**10-letý výnos státního dluhopisu**

země	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
Polsko	2,0	2,0	2,1	2,2
Maďarsko	1,8	1,9	2,1	2,3
<b>ČR</b>	1,6	1,4	1,4	1,3
Rumunsko	4,5	4,5	4,5	4,3
Chorvatsko	0,7	0,4	0,4	0,4
Rusko	6,4	6,4	6,4	6,4
eurozóna	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
USA	1,9	1,6	1,6	1,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

## Vnější prostředí

**Ekonomika eurozóny** zaznamenala ve třetím čtvrtletí překvapivě pozitivní mezičtvrtletní nárůst o 0,2 %, což je o desetinku více, než kolik bylo očekáváno. Současná ekonomika eurozóny zažívá recesi v průmyslu, naopak v sektoru služeb můžeme pozorovat mírný přesto setrvalý růst. Na zpomalení se v tomto roce podílela zejména ochabující poptávka ze zahraničí a s ní související negativní příspěvek čistého vývozu, který zapříčinil podle odhadu týmu RBI stlačení ekonomického růstu o 0,8 procentního bodu. Naopak domácí poptávka zůstává stále silná a zaznamenala jen mírné ochlazení. Celkově tak eurozóna zažívá útlum, nikoliv však recesi. Oslabení v některých sektorech se prozatím nikterak neprojevilo na trhu práce. Ačkoliv se růst zaměstnanosti zpomalil, míra nezaměstnanosti v mnoha zemích setrvává na velmi nízkých úrovních.

Četné předstihové ukazatele dávají naději na brzké zlepšení ekonomické situace. Recese v průmyslovém sektoru by mohla začít ztrácet na intenzitě a sestupný trend ve výrobě by mohl být v následujícím roce ukončen. Sektor služeb spolu se stavebnictvím by měly zajistit, že se růst HDP v nedaleké budoucnosti nepropadne do negativního teritoria. Výrobní sektor by se měl podle našeho očekávání stabilizovat a nemělo by tak dojít k nakažení ostatních sektorů recesí. V druhé polovině roku 2020 bychom tak měli zaznamenat obnovení ekonomické aktivity, celkově přesto očekáváme pomalejší průměrný roční růst ekonomiky lehce pod jedno procento.

Inflace se nachází pod cílem Evropské centrální banky roky a nejinak by tomu mělo být podle našeho odhadu i v roce 2020. Její jádrová složka se nyní pohybuje nad jednoprocenní hranicí a také ceny energií by měly pozitivně přispět k růstu cen začátkem roku 2020. Avšak cenový růst měl by opět zpomalit zejména zásluhou nižších cen ropy a silnějšího kurzu eura. Celkově za rok 2020 očekáváme průměrně zhruba stejnou inflaci, jako v uplynulém roce. ECB již v průběhu podzimních měsíců přijala sadu opatření na stimulaci cenového růstu, která zahrnovala také snížení základní depozitní sazby na -0,5 %. Na této úrovni by se depozitní sazba měla nacházet podle očekávání týmu RBI do konce roku 2021, kdy by mělo dojít k jejímu prvnímu zvýšení. V první polovině roku 2022 by se podle našeho očekávání měla poprvé zvýšit také základní úroková sazba ECB.

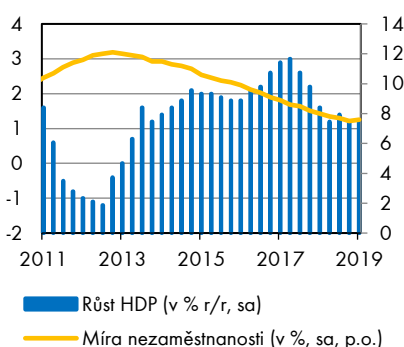
**Americká ekonomika** na rozdíl od té evropské zpomalila v roce 2019 jen velmi mírně. Po silném začátku roku se zvládla i v druhém a třetím čtvrtletí udržet relativně vysoko nad svým potenciálním růstem, který se pohybuje zhruba okolo 1,5 %. Také v USA zaznamenává průmysl ochlazení, jak napovídají nejen předstihové ukazatele, ale také data z reálné ekonomiky. Ostatní sektory prozatím výraznějším zpomalení odolávají a samotný výrobní sektor má jen malý vliv na celkovou výkonost tamní ekonomiky, jelikož tvoří jen zhruba 11 % amerického HDP. Pilířem americké ekonomiky je spotřeba domácností. Té svědčí dosavadní velmi příznivá situace na tamním trhu práce, kdy nezaměstnanost je na padesátiletém minimu, nových pracovních míst se tvoří stále více než dost a také růst mezd si drží dynamiku nad třemi procenty.

V první polovině roku 2020 by americká ekonomika měla zvolnit své tempo růstu zhruba na svůj potenciál zejména zásluhou zpomalení ve výrobním sektoru. V druhé polovině roku by však mělo dojít v tomto sektoru k oživení, což bude mít příznivý vliv na celkový ekonomický růst. Tomu napovídají některé předstihové ukazatele. V průměru proto tým RBI očekává kvartální anualizovaný růst na úrovni 2,3 % v roce 2019 a 1,7 % v roce 2020. K recesi by se americká ekonomika neměla svým celkovým růstem ani zdaleka přiblížit.

Pokud by se zpomalení z průmyslu začalo propisovat na trh práce, zasáhlo by to následně i spotřebu domácností. To by pro americkou ekonomiku znamenalo větší problémy, než samotná recese ve výrobě. Zároveň by to mohl být pro americkou centrální banku pokyn k další stimulaci ekonomiky. K dalšímu snížení úrokových sazeb se podle týmu RBI Fed uchýlí již v první části roku. Následně horní hranice amerických úrokových sazeb setrvá na úrovni 1,5 % až do druhé poloviny roku 2022.

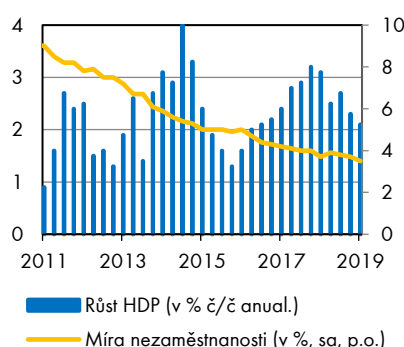
Rizika obchodních válek ještě nejsou ani zdaleka zažehnána. Ačkoliv USA s Čínou zřejmě našly shodu nad částečnou dohodou, další vyjednávání budou následovat. Ani s brexitem

### Eurozóna



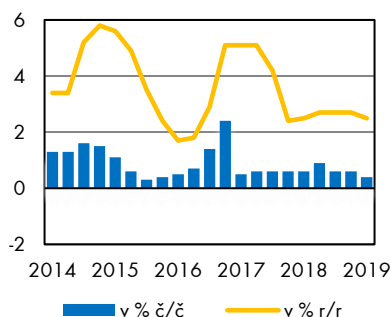
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### USA



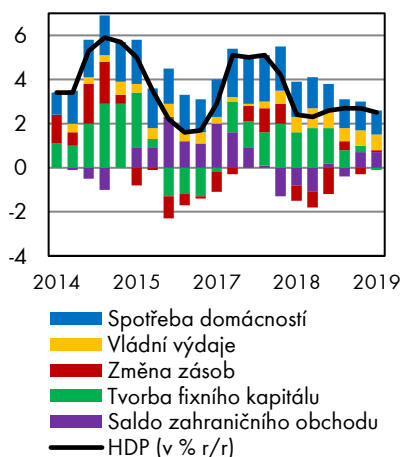
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

## Růst HDP



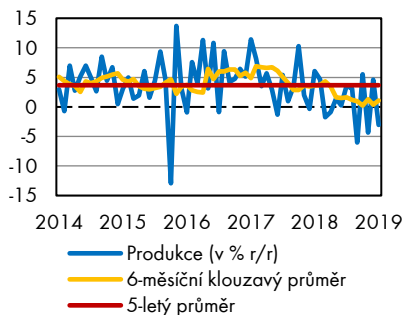
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



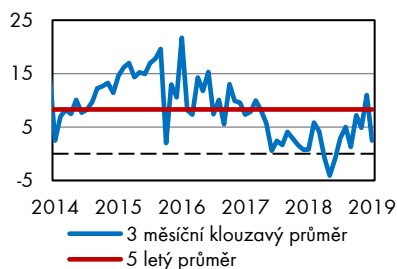
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Produkce automobilů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

není prozatím vyhráno. Nedávné vítězství premiéra B. Johnsona usnadňuje v říjnu vyjednané smlouvě cestu parlamentem, čímž se výrazně snižuje riziko tvrdého brexitu na konci ledna. Pro rok 2020 se tak míra nejistoty z této strany značně snižuje. Ovšem vzhledem k cíli Johnsona odejít do konce roku 2020 se naopak nejistota významně zvyšuje pro následující roky.

## Ekonomika zpomaluje, recese však nehrozí

Česká ekonomika se aktuálně nachází v sestupné fázi hospodářského cyklu. Růst hrubého domácího produktu v třetím čtvrtletí 2019 zvolnil na 2,5 %, což je ovšem stále solidní tempo v blízkosti potenciálu ekonomiky. Slábnutí produkce vykazuje zejména tuzemský průmysl, jehož klesající výkon je ovlivňován globálními nejistotami a celními válkami. Tato rizika stojí do značné míry za poklesy výroby v sousedním Německu, což přes obchodní a majetkové vazby postupně dopadá i na domácí produkci. Navíc nedostatek volných pracovníků na trhu práce vyhnal mzdový růst na nezdravé úrovně, které již neodpovídají růstu produktivity. To spolu se slabou poptávkou dostává pod tlak ziskovost podniků a omezuje jejich investiční aktivitu. Tvorba fixního kapitálu tak začala klesat. Na druhé straně ovšem nižší investice pomáhají zlepšovat obchodní bilanci, protože investice většinou bývají značně dovozně náročné. Zvyšuje se tak i kladné saldo běžného účtu a rovněž příspěvek čistého vývozu k růstu HDP je v posledních čtvrtletích kladný. Stavebnictví a služby, které obvykle za hospodářským cyklem zaostávají, si stále udržují solidní dynamiku. Produkce inženýrského stavitelství je podporována i vládními investicemi. Na růst v sektoru služeb pak působí již zmíněná nízká nezaměstnanost a rychlý růst mezd, kdy spotřebitelé disponují dostatkem peněz na své útraty. Vlivem slábnoucího spotřebitelského sentimentu však i spotřeba domácností začala ztrácet dynamiku. Solidní meziroční růst na úrovni 3 % by si však i nadále měly udržet vládní výdaje a očekáváme, že tento trend bude pokračovat až do roku 2021, který je volební. Odhadujeme, že i přes postupné zvolňování dynamiky by si ekonomika v roce 2019 měla polepsit o 2,5 %. Pro rok 2020 pak očekáváme, zejména vlivem předpokladu o růstu v eurozóně pouze pod úrovní jednoho procenta, zpomalení dynamiky tuzemského HDP na 2,0 %.

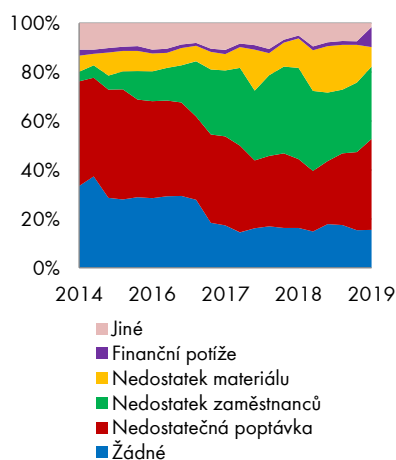
## Klesající produkce v zahraničí sráží tuzemský průmysl

Průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně reálně poklesla o téměř procento, po očištění o kalendářní vlivy. Podle posledních údajů za říjen se výroba tuzemského průmyslu dále snížila. Český průmysl, který dlouho odolával zpomalování, tak s určitým zpožděním začíná pociťovat pokles ekonomické aktivity u našich hlavních obchodních partnerů. K nejvýraznějšímu snížení produkce dochází u strojů a zařízení, tedy u zboží, které je spojené s investiční aktivitou. Ta v roce 2019 postupně klesala vlivem slábnoucího podnikatelského sentimentu (nejistý výhled vlivem geopolitických nejistot). Na druhé straně dobré výsledky v posledních měsících vykazuje automobilový sektor, což pravděpodobně souvisí s uvedením nových modelů na trh. Tento pozitivní vliv se však může záhy vyčerpat a odeznít. Až na některé výjimky, jako například produkce elektrických zařízení, výroba klesá v celé řadě průmyslových odvětví. I v dalším období to nebude mít tuzemský průmysl jednoduché. Průmyslový PMI index se v listopadu dále propadl až na 43,5 bodu a nachází se hluboko v pásmu kontrakce. Stejně tak se snižuje i objem nových zakázek a to zejména ze zahraničí. Situace u našich hlavních obchodních partnerů v čele s Německem zůstává nejistá, i když v posledním období předstihové indikátory naznačují určitou stabilizaci a zlepšení vyhlídek směrem do budoucna.

Podle průzkumů uvádějí firmy jako největší překážku v dalším rozvoji nedostatečnou poptávku, přitom výrazněji klesá ta ze zahraničí. Naopak bariéra růstu vlivem nedostatku volných pracovních sil postupně slábne, což koresponduje s klesající zaměstnaností v průmyslu, pozorovanou na datech již od ledna 2019. Firmy tak reagují na slábnoucí poptávku a vzrůstající náklady v důsledku pokračujícího rychlého růstu mezd.

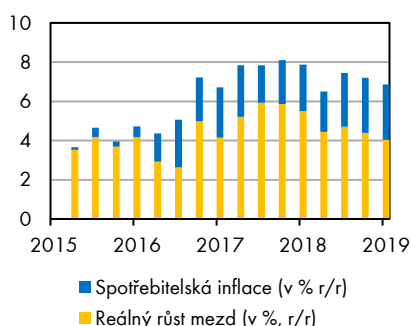
V souhrnu tak předpokládáme, že růst tuzemské průmyslové produkce bude v roce 2019 jen mírný. Oproti roku 2018, kdy si průmysl připsal 3 %, tak očekáváme zvýšení jen o 0,6 %. Vzhledem ke zpožděnému dopadu zahraničního útlumu na tuzemský zpracovatelský

### Bariéry expanze v průmyslu



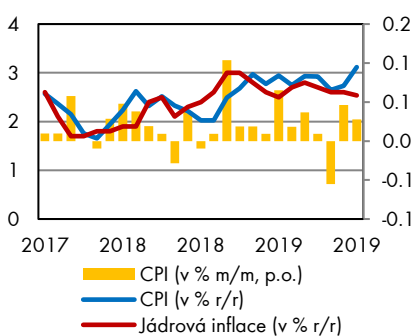
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Vývoj CPI a jádrové inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

sektor a předpokladu o utlumeném hospodářském růstu v eurozóně v roce 2020, očekáváme, že v roce 2020 vykáže výrobní sektor jen nepatrný růst.

Stavebnictví, jehož cyklus je oproti vývoji ekonomiky zpožděný, zatím stále vykazuje slušné výsledky. Pokračující převis poptávky nad volnými kapacitami se odráží v rostoucích cenách stavební výroby. I zde ovšem začínáme pozorovat postupné snižování dynamiky, což je však dáno i odpočtem od loňských rekordních úrovní, kdy stavebnictví zvýšilo produkci o téměř 10 %. Růst za rok 2019 bude tedy podstatně nižší.

### Nezaměstnanost již narazila na své dno a začne pomalu růst

Poslední listopadový údaj o nezaměstnanosti naznačil otočení trendu. Zpomalení z Německa se již postupně přelévá do tuzemské ekonomiky, což se s jistým zpožděním začíná projevovat také na trhu práce. Pro podzimní měsíce je běžný pokles nezaměstnanosti, který, dle očekávání, v říjnu také nastal. V listopadu se ovšem toto nepotvrdilo. Místo aby nezaměstnaných ubylo, jak sezónnost velí, naopak jejich mírně přibýlo. V listopadu jsme tento jev mohli vidět naposledy v roce 2015 a předtím byl běžný pro krizové roky. Navíc již od začátku roku 2019 můžeme sledovat z měsíce na měsíc mírné poklesy zaměstnanosti v průmyslovém sektoru.

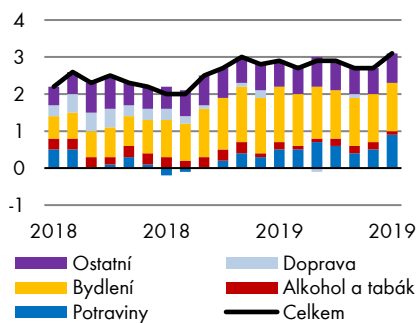
Výše zmíněné lze považovat za první signál obratu na doposud vysátém trhu práce. Nejnižší hodnoty tak nezaměstnanost zřejmě brzy nechá za sebou. V následujících měsících můžeme očekávat, že bude lehce růst a dostane se v průměru nad tři procenta. Přesto by i nadále měla být nejnižší v EU.

Nízká nezaměstnanost i nadále příznivě ovlivňuje mzdovou dynamiku. Ve třetím čtvrtletí jsme se dočkali nominálního růstu na úrovni 6,9 % a celkově za první tři čtvrtletí roku rostla průměrná mzda více než 7% tempem. Celkově očekáváme, že si za rok 2019 udrží silnou dynamiku nad sedm procent, v roce následujícím ovšem i přes nárůst minimální mzdy o 1 250 Kč její tempo růstu podle našeho očekávání zpomalí na 6,4 %. Hlavním tahounem nyní bude veřejný sektor, kde od nového roku porostou platy zejména učitelům. V soukromém sektoru, kde již prosakuje ekonomické ochlazení, se začínají přizpůsobovat pomalejšímu tempu růstu a klesající poptávce a mzdy zde porostou méně.

### Aktuálně vyšší inflace bude odeznívat jen pozvolna

Listopadová spotřebitelská inflace se poprvé od října 2012 dostala nad tři procenta, čímž vybočila z tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Hlavním zdrojem cenového růstu i nadále zůstávají ceny spojené s bydlením (elektřina, nájemné) spolu s cenami služeb. V listopadu někteří významní distributoři elektřiny zvedli ceny pro odběratele, což znamenalo další zrychlení meziročního růstu na 11,5 %. Inflaci ve službách urychluje napjatá situace na trhu práce s pokračující rychlý růst mezd. I zde se však začínají projevovat první známky zpomalující ekonomiky. Dynamika cen ve službách v listopadu mírně poklesla, což znamenalo i zvolnění jádrové inflace. Na rozdíl od služeb se ceny zboží v rámci jádrové inflace (bez potravin a pohonných hmot) zvyšují jen slabě. Během podzimu pak celkovou inflaci značně podpořily i rychle rostoucí ceny potravin. Naopak ceny pohonných hmot od června klesají vlivem nižších cen ropy na světových trzích. Od ledna bude růst cen podpořen zvýšením spotřebních daní na alkohol a tabák. Souhrnný vliv tohoto administrativního opatření odhadujeme na 0,5 p.b. Naopak od května by pak mělo dojít k přežazení některých služeb do druhé snížené sazby DPH, což by mělo růst cen snižovat. Ve své prognóze ale předpokládáme, že nižší DPH si podnikatelé promítnou do svých marží a vliv na ceny pro spotřebitele tak bude jen minimální (-0,1 p.b.). V roce 2020 by se v růstu cen mělo začít projevovat postupné zpomalování ekonomiky a s tím spojené odeznívání napjaté situace na trhu práce. Stejně tak i utlumený cenový růst v zahraničí bude přes ceny dováženého zboží zpomalovat tuzemskou inflaci. I díky zrychlení spotřebitelských cen v samém závěru roku 2019 se průměrná inflace bude pohybovat jen

### Struktura meziroční míry inflace

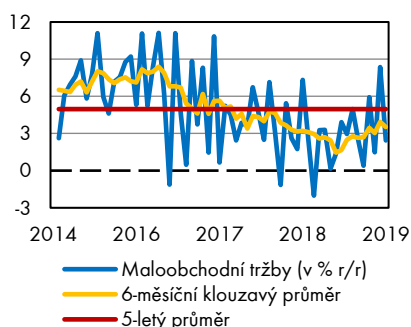


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

těšně pod třemi procenty. V roce 2020 by pak mělo dojít k jejímu zvolnění, nicméně i tak se bude stále udržovat nad dvouprocentním cílem České národní banky.

Ceny průmyslových výrobců v posledních měsících postupně ztrácejí dynamiku a v říjnu a listopadu se jejich meziroční růst pohyboval jen na 0,9 %. Toto zpomalování do značné míry souvisí s již zmíněným průsakem nižších cen ropy na světových trzích do příslušných cenových okruhů (paliva, chemické výrobky). Klesají však i ceny v dalších odvětvích zpracovatelského průmyslu (dopravní prostředky, kovodělné výrobky). Růst cen ve výrobní sféře je tak tažen zejména cenami elektřiny, které jsou meziročně vyšší zhruba o 10 %. Na počátku roku 2020 by však měl tento vliv odeznít. Ve směru nižší dynamiky cen ve výrobní sféře pak bude působit slábnoucí odbyt a již nyní klesající ceny producentů v eurozóně. Spolu s předpokladem o přibližné stabilitě cen ropy poblíž 60 USD/barel to bude znamenat, že cenový růst ve výrobní sféře bude v roce 2020 jen lehce kladný na úrovni 0,5 %.

### Maloobchodní tržby



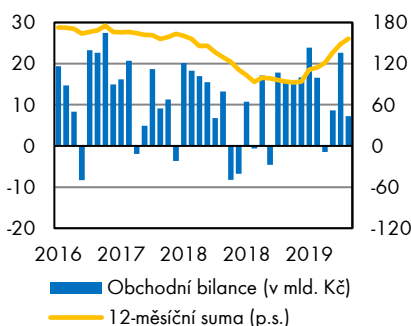
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Tržby obchodníků nadále svižně rostou, prodeje aut vážnou

Maloobchodní tržby bez započtení prodeje automobilů si stále udržují svižnou dynamiku. V průměru za prvních deset měsíců roku 2019 se zvedly o 5 %. Nejvíce se přitom zvýšily tržby z prodeje nepotravinářského zboží, jejichž průměrný růst se za prvních 10 měsíců roku pohybuje až na úrovni 8 %. Spotřebitelé utrácejí nejvíce za počítačové a telekomunikační vybavení, za výrobky pro kulturu, sport a rekreaci a za oděvy a obuv. Dynamicky se zvyšují prodeje přes internet a prostřednictvím zásilkových služeb (v říjnu téměř o 17 %). Naproti tomu tržby za potravinářské zboží a za pohonné hmoty rostly podstatně pomaleji, jen lehce nad dvěma procenty. Celkové maloobchodní tržby jsou stále negativně ovlivňovány stagnujícími útratami za prodeje a opravy automobilů. V první polovině roku 2019 tržby za automobily meziročně klesaly, prodeje se však zlepšily během třetího čtvrtletí. Spotřebitelský sentiment postupně oslabuje. V listopadu ztratil dalších 1,6 bodu, když respondenti intenzivněji vnímají postupné zhoršování ekonomické situace, tedy zvyšující se rizika ztráty zaměstnání či zhoršení jejich finanční situace. Naopak reálný mzdový růst stále dosahuje hodnot kolem čtyř procent, což vytváří předpoklady pro růst maloobchodních tržeb i v dalším období.

Proto očekáváme, že i přes zvolňování ekonomického růstu by průměrný nárůst tržeb obchodníků bez započtení automobilů měl v roce 2019 roce dosáhnout 5 %, pro rok následující předpokládáme zpomalení na úroveň lehce pod 4 %. To bude dáno dalším zpomalením růstu ekonomiky ke dvěma procentům i nižší dynamikou mezd. I přes určité zlepšení ve třetím čtvrtletí budou tržby za prodeje a opravy automobilů v roce 2019 zhruba stagnovat. Celkové maloobchodní tržby tak přidají 3,4 %, v roce 2020 očekáváme jejich růst jen o 2,6 %.

### Obchodní bilance



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Zpomalující ekonomika bude brzdit přeshraniční obchod

Ačkoliv mnohé světové organizace varovaly před výrazným zpomalením globálního obchodu způsobeným vysokou mírou nejistoty a protekcionistickými opatřeními, na výkonnosti tuzemského exportu to projevilo jen omezeně. Ten v průměru za uplynulých deset měsíců roku rostl podobným tempem jako v roce 2018. Očekáváme, že v roce 2019 překlene export hodnotu 3,7 bilionů Kč a dosáhne tak na historický rekord. Naopak dovoz začíná doplácet na polevující investiční aktivitu českých firem, která je zpravidla závislá na importech. Zásluhou jen 1,5% růstu importu dosahuje celková bilance za uplynulých deset měsíců roku 2019 úctyhodné hodnoty 143 mld. Kč, což je o 45 mld. Kč více než v roce 2018. V roce 2020 očekáváme zpomalení růstu jak vývozu, tak dovozu. Celková bilance se tak udrží na příznivé úrovni okolo 100 mld. Kč.

V posledních týdnech byly globální nejistoty utlumeny a je zde jistá naděje, že ani v následujících měsících by tomu nemělo být jinak. Riziko neřízeného brexitu se snížilo. Navíc britský premiér B. Johnson při nedávných volbách získal převahu v parlamentu, což

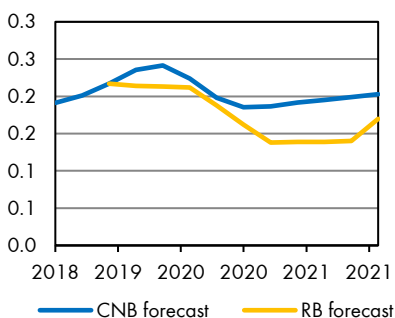


### Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
3M	2,18	2,2	2,2	2,1
6M	2,22	2,2	2,2	2,2
12M	2,27	2,3	2,3	2,2

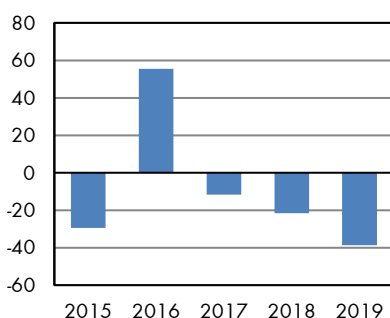
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### PRIBOR 3M (%)



Source: CNB, Raiffeisenbank

### Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

značně ulehčuje v říjnu dojednané smlouvě cestu legislativním procesem. Podobně můžeme očekávat uklidnění situace na americké frontě. S tím, jak se blíží americké prezidentské volby, se bude stupňovat snaha amerického prezidenta urovnat veškeré obchodní konflikty, aby tamním občanům mohl předvést pokud možno co nejpůsobivější závěr jeho volebního období.

Mezi stěžejní faktory pro český export tak bude patřit zejména vývoj u našeho západního souseda. Německo se ve třetím čtvrtletí 2019 vyhnulo očekávané technické recesi. Nejnovější předstihové ukazatele navíc vykazují jistou míru optimismu ohledně budoucího vývoje německé i evropské ekonomiky. Pokud by se německý motor zvládl znovu nastartovat, byl by to pozitivní signál také pro tuzemskou ekonomiku, která s Německem živě obchoduje a dodává součástky pro tamní průmysl. Pokud se ukáže optimismus ohledně vývoje v následujícím roce jako mylný a Německo by dále a hlouběji zpomalovalo, bude nejen český export ale i celá ekonomika vlečena spolu s tou německou dolů, jelikož vývoz do Německa tvoří přibližně třetinu tuzemského exportu.

## Česká národní banka bude sazby nadále vyhlazovat

Česká národní banka podle nás v roce 2019 prováhala svoji příležitost k normalizaci úrokové politiky, když cyklus zvyšování sazeb přerušila již v květnu na úrovni 2,00 %. Tuzemská cenová dynamika se od té doby vytrvale držela jen těsně pod třemi procenty a v listopadu dosáhla dokonce 3,1 %, čímž se dostala nad horní hranici tolerančního pásma ČNB. Vzhledem k tomu, že mechanismus přenosu základní úrokové míry do růstu cen působí s minimálně několikaměsíční prodlevou, je nyní již pozdě na aktuální vývoj reagovat. Kromě toho se mezitím ze zahraničí do české ekonomiky již dostavilo očekávané ochlazení, čímž se prostor pro zvýšení sazeb dále uzavřel. ČNB se tak nachází v poněkud nekomfortní situaci, kdy její vlastní modelový aparát radí sazby zvyšovat, nicméně již přibližně v půlce roku 2020 lze očekávat nástup opačného trendu, který by si vynutil jejich opětovné snížení. Centrální bankéři tak volí raději konzervativní cestu vyhlazení sazeb. Přepokládáme, že podobnému dilematu bude bankovní rada čelit i na několika příštích zasedáních, ze kterých vzejde pokaždé i stejný výsledek. K akci se odhodlá teprve v posledním čtvrtletí roku 2020, kdy se výhled cenové dynamiky vzhledem k dezinflačním tlakům z tuzemska i ze zahraničí vychýlí povážlivě směrem dolů, což si vynutí zahájení cyklu snižování úroků.

## Státní rozpočet zřejmě počítá s pokračující hojností

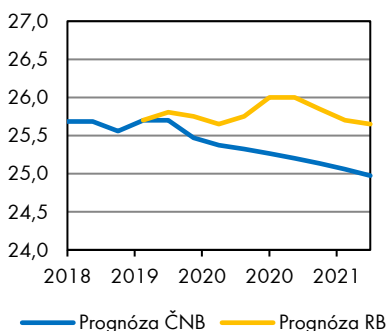
Plnění českého státního rozpočtu se v roce 2019 vytrvale nese ve znamení pokulhávajících daňových příjmů. Poslední známá data, tedy ta z listopadu, tento trend potvrzují, když oproti původnímu plánu ukazují na manko ve výběru daní na úrovni zhruba 36 mld. Kč. Největší část padá na vrub daně z příjmu právnických osob, kde chybí 15 mld. Kč, pojištění na sociální zabezpečení (9,7 mld. Kč) a daně z přidané hodnoty (7,2 mld. Kč). Česká vláda tak zřejmě pro rok 2019 předpokládala vyšší tuzemskou ekonomickou aktivitu, než jaké je reálně dosahováno. S koncem roku se sice u některých položek, typicky například u daně z příjmu právnických osob, dá očekávat skokový nárůst, dosavadní výpadek je ovšem v historickém srovnání neobvykle velký. Navzdory tomu, že si česká vláda v roce 2019 vypomohla jednorázovým přesunem přibližně 18 mld. Kč z privatizačního fondu, čímž účtelně vylepšila výsledek svého hospodaření, bude plánovaný schodek 40 mld. Kč podle nás pravděpodobně mírně překročen. I pro rok 2020 počítá schválený rozpočet s deficitem na úrovni 40 mld. Kč a udržet jej bude ještě složitější. Kromě opětovného zvýšení důchodů vláda přidává učitelům a přílepení se dočkají i další skupiny obyvatel. Na příjmové straně se ovšem mnoho nemění, kromě zvýšení daní z neřestí jako je alkohol či tabák, které ovšem má přinést pouze zhruba 10 mld. Kč. Česká ekonomika bude navíc podle našeho odhadu v průběhu roku 2020 citelně zpomalovat, což dále sníží výběr daní, které jsou náchylné na ekonomický cyklus, jako jsou například daně z příjmu.

### Kurz koruny

	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
EUR/CZK	25,49	25,7	25,6	25,9
USD/CZK	22,92	23,2	22,7	22,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### EUR/CZK



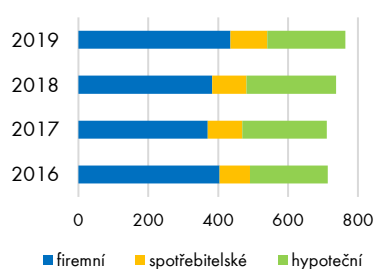
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	III-20	VI-20	IX-20
2 roky	1,69	1,5	1,5	1,4
5 let	1,29	1,1	1,1	1,1
10 let	1,61	1,4	1,4	1,3

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Nové úvěry 01 - 10 (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Za reálnější výsledek hospodaření v roce 2020 tak pokládáme spíše schodek na úrovni 58 mld. Kč.

## Trhy přečnují sílu koruny

Česká měna v poslední době zažívala úspěšné období, když posílila až k hranici EUR/CZK 25,43, tedy na nejsilnější hodnoty za půl roku. Tento vývoj byl dán primárně návratem důvěry v uklidnění mezinárodněpolitických vztahů, které mají přesah do ekonomické aktivity. Jako měna malé otevřené ekonomiky je koruna jen velmi omezeně ovlivňována domácími faktory, a tak jí zatím významněji nezasáhlo pozorované zpomalování české ekonomiky. Naopak jí svědčí náznaky o dočasném obchodním smíru mezi Spojenými státy a Čínou, další půlroční odložení amerických cel na evropské automobily a drtivé vítězství konzervativců v britských předčasných volbách, které zvýšilo šance na spořádaný brexit. Jsme ovšem toho názoru, že optimismus, který pohání českou měnu k posílení, je poněkud přehnaný a očekáváme citelnou korekci. S blížícím se termínem amerických prezidentských voleb se i tamní politická situace bude postupně vyhrcovat, což opět zvýší geopolitické napětí. Britské odcházení z Evropské unie má navíc nejnáročnější fázi, tedy jednání o budoucím nastavení podmínek vzájemného obchodu, stále před sebou. Zde se může objevit nemalé množství třecích ploch a není vyloučeno, že z nich vyplyne buďto dohoda oboustranně nevýhodná, či dokonce žádná. V neposlední řadě se pak projeví i pokračující slábnutí výkonu české ekonomiky, způsobené hlavně nižší poptávkou po průmyslovém zboží. V první části roku 2020 tak očekáváme, že se koruna bude pohybovat v koridoru EUR/CZK 25,60-25,80 v závislosti na politickém vývoji. Následně se do kurzu propíše pokles globálního optimismu a zároveň se přiblíží začátek cyklu snižování sazeb České národní banky, ke kterému bude dotlačena klesajícím výhledem na tuzemskou inflaci. Tyto faktory kurz podle nás vytlačí zpět až nad hranici EUR/CZK 26,00.

## Výnosy svého dna ještě nedosáhly

V situaci dlouhodobě nízkých evropských úroků jsou dluhopisy, jako ostatně většina aktiv, žádaným způsobem, jak dosáhnout alespoň nějakých výnosů. Tento trend je jen umocněn rozšířeným předpokladem, že nadcházející období se v Evropě ponese spíše ve znamení pokračujícího ekonomického zpomalení. České dluhopisy nejsou výjimkou a i jejich výnosy se tak nacházejí na historicky velice nízkých úrovních. Nižší výnos na pětiletých nežli dvouletých dluhopisech také jasně naznačuje přesvědčení trhů, že nás v nejbližších letech čeká cyklus uvolňování měnové politiky ČNB, který by investoři rádi „přečkali“ zajištěni v pětiletých bondech. Nedávný mírný nárůst českých výnosů byl způsoben návratem optimismu ohledně geopolitického vývoje a vyšší českou inflací, nicméně podle nás nebude mít dlouhého trvání. České dluhopisy nadále v rámci Evropy nabízejí atraktivní příležitost, čímž budou poutat pozornost investorů, což bude dále snižovat výnosový diferenciel oproti těm evropským. Přetrvávající sázky části na trhu na blízké zpřísnění měnové politiky ČNB se ukáží jako mylné a i výhled české inflace se bude postupně snižovat. Ve druhé polovině roku 2020 se navíc i rétorika ČNB stočí směrem k blížícímu se snížení sazeb. Tento vývoj bude jen částečně korigován vyšší nabídkou dluhopisů české vlády, která má opět v plánu deficitní rozpočet a podle nás se jí jej navíc pravděpodobně nepodaří udržet. České výnosy tak budou po celý rok 2020 postupně klesat.

## Bankovní sektor stabilně roste

Bankovní sektor nebyl v druhém pololetí roku 2019 ovlivněn žádnou mimořádnou událostí, a díky tomu pokračuje ve stabilním růstu. Tempo růstu vkladů zpomalilo na říjnových 10,2 % meziročně, a to především díky útlumu přílivu vkladů vládních institucí. Přesto objem jejich vkladů od počátku roku 2019 vzrostl o nebyvalých 112 % (+314 mld. Kč) a jejich



podíl na celkových vkladech bankovního sektoru se zvýšil z 6 % na aktuálních 12 %. Vklady obyvatelstva tak většinu roku udržují stabilní tempo růstu lehce nad 7 % meziročně. Vývoj firemních vkladů bývá tradičně více volatilní, avšak jejich průměrné meziroční tempo růstu v roce 2019 dosahuje 4,4 %, což výrazně přesahuje loňskou hodnotu 2,6 %. Jak se při meziročním srovnání dostáváme k podzimu 2018, který přinesl mimořádný nárůst objemu hypotečních úvěrů, můžeme sledovat zpomalující se tempo růstu celkových úvěrů. To aktuálně dosahuje hodnoty 4,2 % meziročně a do konce roku 2019 předpokládáme jeho další pokles lehce pod úroveň 4 %. Celkový objem firemních úvěrů vrostl ke konci října o 2,5 % meziročně, což je výrazně pod hodnotou roku 2018, přestože objem nově poskytnutých úvěrů v uplynulém roce přesáhl hodnoty načerpané ve stejném období loňského roku o více než 13 %. To podporuje naši úvahu, že firmy využívají svých dostupných finančních prostředků k umocnění stávajících závazků. V oblasti retailového bankovníctví se nadále daří spotřebitelským úvěrům. Jejich průměrné meziroční tempo růstu dosahuje na konci října 8,2 %, a to je hodnota plně srovnatelná s rokem 2018. Navíc pokračuje pozitivní trend v nové produkci spotřebitelských úvěrů, jejichž objem je o 7,5 % vyšší nežli výsledek stejného období roku 2020. Celkový objem hypotečních úvěrů prozatím rostl v roce 2019 poměrně stabilním tempem okolo 0,6 % měsíčně. Aktuálnímu meziročnímu růstu o 9,4 % však pomohl i skokový nárůst objemu hypoték vlivem metodologické změny související s novelou zákona o dluhopisech v lednu roku 2019. V závěru roku pak očekáváme ještě mírné zpomalení tempa růstu hypoték. I když objem nově poskytnutých hypoték se v průběhu druhého pololetí vrátil k poměrně uspokojivým hodnotám převyšujícím v průměru 23 mld. Kč měsíčně, propad v počátku roku byl příliš výrazný, aby se celková produkce nových hypoték za rok 2019 vyrovnala té loňské. Ke konci října 2019 byl objem sjednaných hypoték o 12,8 % nižší než ve srovnatelném období předchozího roku. Očekávané zpomalení růstu české ekonomiky by v roce 2020 nemělo nijak výrazně ovlivnit vývoj bankovního trhu. Očekáváme stabilní vývoj v rámci dosud nastavených trendů.

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

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

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

## Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štěfina

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Petr Novotný

## Nemovitosti a Projektové financování

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Radek Soumar

Renata Dlesková

## Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

Martin Matoušek

## Private Banking

Jiří Zelinka

Pavel Ráž

Michal Špírek

Pavel Pikna

Lena Krejnická

## Faktoring

Petr Fiala

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

## Financování obchodu

Ivan Chleboun

## Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová

Lubomír Beránek

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Natalia Eliseeva

Jana Buňková

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>

## 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

Karel Hubička 23 44 01 885

Ondřej Chládek 23 44 05 357

Jan Gazsi 23 44 01 775

## Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Jakub Hamr 23 44 01 868

Pavel Plánička 23 44 01 255

Petra Kubů 23 44 01 822

## Treasury – Equities

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

Eliška Jelínková 23 44 01 070

Luboš Růžička 23 44 01 402

Vít Hradil 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

## UPOZORNĚNÍ

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

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

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sířety 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](http://www.raiffeisenresearch.com). Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

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

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

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neověřených 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](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](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 zakazují svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

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

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

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit 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 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 s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektu podle místních právních předpisů.

### Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnostem Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině

Výzkum a doporučení se týkají pouze finančních nástrojů, které nejsou přímo ovlivněny sankcemi přijatými Nařízením Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnostem Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpnem 2014. Upozorňujeme, že nákup finančních instrumentů se splatností delší než 30 dní a vydaných po 31. červenci 2014 je Nařízením včetně pozdějších rozšíření sankcí zakázán. Žádné názory týkající se těchto zakázaných finančních instrumentů nerozšiřujeme.

### Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisů Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na [https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer\\_RBroker.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf).

### Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a 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/>.