

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomiky eurozóny a USA uzavřou rok v záporných číslech, růst přijde v roce 2021
- FED v transformaci, lze očekávat dlouhodobě nízké úrokové sazby
- Česká ekonomika v letních měsících zpomalila tempo oživení, inflace bude odeznívat
- Slabá poptávka a nižší využití kapacit komplikují aktuální situaci v průmyslu
- Koronavirová situace ohrožuje trend oživení v maloobchodu
- Trh práce podpírá vláda, mírný nárůst počtu nezaměstnaných teprve přijde
- Po rychlém odražení zahraničního obchodu ode dna přišlo ochlazení
- Měnová politika ČNB zůstane delší dobu beze změny, k zásahům není důvod
- Mnohasetmiliardový deficit státního rozpočtu lze tolerovat, nesmí se ale stát tradicí
- Kurz koruny bude ovlivňovat spíše epidemiologie než ekonomie
- Výnosy dluhopisů jsou blízko dna, následovat bude pozvolný nárůst

Makroekonomická predikce	2017	2018	2019	2020e	2021f	2022f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 117	5 415	5 751	5 596	5 960	6 317
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	3,2	2,3	-6,0	4,1	3,8
HDP na hlavu (EUR)	18 319	19 829	20 957	19 785	21 599	23 046
Průmyslová výroba, r/r %	6,5	3,0	-0,2	-8,1	6,5	3,2
Míra nezaměstnanosti MPSV	4,2	3,2	2,8	3,8	5,5	5,3
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	6,7	7,6	7,1	4,4	2,9	3,7
PPI, r/r %, průměr	1,8	2,0	2,6	0,1	0,5	1,6
CPI, r/r % průměr	2,5	2,1	2,8	3,3	2,4	2,2
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,0	3,2	3,1	2,1	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	1,5	0,9	0,3	-4,6	-3,2	-2,4
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	34,2	32,1	30,2	37,4	39,0	39,8
Obchodní bilance, mld. Kč	164	99	146	100	114	130
Běžný účet, % HDP	1,6	0,4	-0,3	0,0	-0,4	0,2
CZK/EUR, průměr	26,3	25,6	25,7	26,4	25,6	25,4
CZK/USD, průměr	23,4	21,7	22,9	23,4	21,7	21,1
2T Repo sazba ČNB, průměr	0,17	1,07	1,92	0,75	0,25	0,40
3M PRIBOR, průměr	0,4	1,3	2,1	0,7	0,3	0,6
2letý výnos, průměr	-0,1	1,1	1,5	0,5	0,2	0,4
5letý výnos, průměr	0,2	1,5	1,4	0,9	0,7	0,9
10letý výnos, průměr	1,0	2,0	1,6	1,1	1,1	1,4

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2019	2020e	2021f	2022f
Polsko	4,2	-4,1	2,8	1,9
Maďarsko	4,9	-5,0	4,0	3,6
ČR	2,3	-6,0	4,1	3,8
Slovensko	2,3	-6,0	5,0	2,5
Slovinsko	2,4	-4,2	3,6	2,0
SE	3,8	-5,0	3,7	2,7
Rumunsko	4,1	-5,0	4,2	4,0
Bulharsko	3,4	-6,0	4,0	3,0
Chorvatsko	2,9	-9,4	5,1	3,0
Srbsko	4,2	-4,0	4,5	3,0
Bosna a Her.	2,6	-5,2	3,0	3,2
Albánie	2,2	-6,5	5,0	3,5
Kosovo	4,2	-5,5	5,0	3,5
JVE	3,7	-5,5	4,0	3,5
Rusko	1,3	-4,9	2,8	1,3
Ukrajina	3,2	-6,3	3,8	3,5
Bělorusko	1,2	-4,5	1,5	2,0
SNS	1,5	-5,0	2,8	1,5
SVE	2,5	-5,1	3,3	2,2
Turecko	0,9	-5,0	4,0	3,5
Německo	0,6	-5,9	3,7	2,3
eurozóna	1,3	-8,1	4,3	3,7
USA	2,2	-5,3	4,0	3,0
Čína	6,1	1,6	8,9	5,7

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2019	2020e	2021f	2022f
Polsko	2,3	3,3	1,7	2,4
Maďarsko	3,4	3,6	4,0	3,5
ČR	2,8	3,3	2,4	2,2
Slovensko	2,7	2,0	1,5	1,8
Slovinsko	1,6	0,9	1,9	1,9
SE	2,7	3,2	2,1	2,5
Rumunsko	3,8	2,8	3,0	2,9
Bulharsko	3,1	2,3	2,9	3,0
Chorvatsko	0,8	0,0	0,9	1,5
Srbsko	1,9	1,8	2,1	2,4
Bosna a Her.	0,6	-0,3	1,3	1,5
Albánie	1,4	2,0	2,3	2,6
Kosovo	2,7	0,8	1,7	1,9
JVE	2,9	2,1	2,5	2,6
Rusko	4,5	3,1	3,7	3,5
Ukrajina	7,9	4,6	8,0	5,2
Bělorusko	5,6	5,5	6,2	6,0
SNS	4,8	3,2	4,0	3,7
SVE	3,9	3,0	3,2	3,2
Turecko	15,5	11,0	10,0	8,0
Německo	1,4	0,4	1,8	1,5
eurozóna	1,2	0,5	1,6	1,7
USA	1,8	0,9	1,9	2,0
Čína	2,9	3,0	2,0	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2019	2020e	2021f	2022f
Polsko	4,30	4,43	4,40	4,30
Maďarsko	325,3	348,1	357,4	365,0
ČR	25,7	26,4	25,6	25,4
Rumunsko	4,75	4,84	4,94	5,03
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,4	7,5	7,5	7,5
Srbsko	117,8	117,7	118,0	118,4
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123,0	124,6	123,3	123,0
Rusko	72,4	80,3	84,3	87,0
Ukrajina	28,9	29,6	32,2	33,6
Bělorusko	2,34	2,81	3,11	3,18
Turecko	6,36	7,49	9,31	10,15
USA	1,12	1,12	1,18	1,20
Čína	7,73	7,59	7,82	7,80
Švýcarsko	1,11	1,07	1,10	1,11

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	IX-20	XII-20	III-21
Polsko	0,10	0,10	0,10	0,10
Maďarsko	0,60	0,60	0,60	0,60
ČR	0,25	0,25	0,25	0,25
Rumunsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Rusko	4,25	4,00	4,00	4,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	0,25	0,25	0,25	0,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	IX-20	XII-20	III-21
Polsko	0,23	0,2	0,2	0,3
Maďarsko	0,63	0,6	0,6	0,6
ČR	0,34	0,3	0,3	0,3
Rumunsko	1,82	1,9	1,8	1,8
Chorvatsko	0,18	0,3	0,3	0,3
Rusko	4,20	4,4	4,4	4,4
eurozóna	-0,51	-0,5	-0,5	-0,4
USA	0,25	0,3	0,3	0,3

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

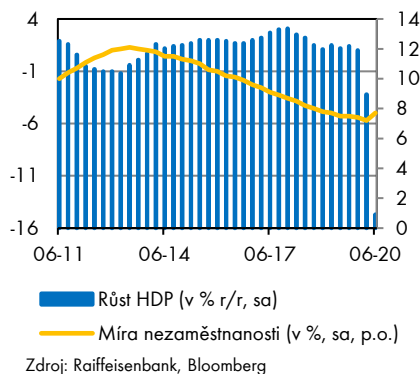
10letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	IX-20	XII-20	III-21
Polsko	1,4	1,3	1,3	1,3
Maďarsko	2,4	1,8	1,7	1,9
ČR	1,1	0,9	1,0	1,0
Rumunsko	3,8	4,0	4,1	4,1
Chorvatsko	0,9	1,2	1,1	1,1
Rusko	111,3	5,6	5,7	5,7
eurozóna	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
USA	0,7	0,8	0,8	0,9

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí

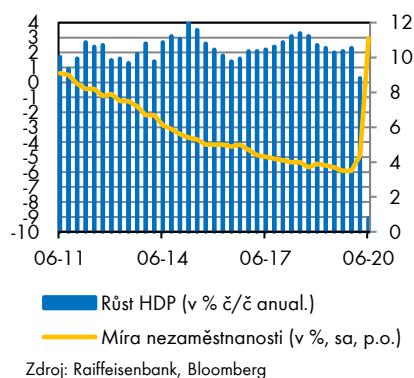
Eurozóna



Dosavadní vývoj globální ekonomiky byl v roce 2020 diktován pandemií Covid-19 a s ní souvisejícími karanténními opatřeními. **Ekonomika eurozóny** byla během nejkritičtějších měsíců v březnu a dubnu zasažena prakticky ve všech sektorech. To vedlo k bezprecedentnímu poklesu hrubého domácího produktu. V prvním čtvrtletí letošního roku se ekonomika eurozóny propadla mezikvartálně o 3,6 %, v dalším se propad prohloubil na -12,1 %. Dna ekonomické aktivity bylo dosaženo koncem dubna, kdy klíčové ekonomické indikátory spadly na nejnižší úroveň: průmyslová výroba (-28 %, r/r), stavební produkce (-27 %, r/r), maloobchodní tržby (-20 %, r/r) a prodej nových automobilů (-80 %, r/r). Síla propadu však nebyla jednotná napříč členskými zeměmi, což bylo dáno rozdílným vývojem epidemiologické situace na lokální úrovni, odlišnostmi ve státní pomoci i ve struktuře jednotlivých ekonomik. Indexy průzkumu nákupních manažerů naznačují, že ačkoliv ekonomika eurozóny pokračuje v trendu ožívování, jeho tempo v letních měsících s ohledem na zhoršení pandemické situace zvolnilo. V aktuálním roce počítáme s poklesem HDP v průměru o 5,3 %. **Střednědobý ekonomický vývoj** bude nadále zatížen postupným vypřesněním státních podpůrných programů, které cílily na to, aby reálný sektor překlenul karanténní období. Firmám tak ubude přísun mimořádných prostředků na udržení zaměstnanců a placení závazků, což by mohlo vést k vyšší nezaměstnanosti a nárůstu insolvenční podniků. Růst ekonomiky eurozóny v roce 2021 proto RBI revidovala ze 4,9 % na 4,3 % v meziročním srovnání. Na druhou stranu byly vyhlídky na rok 2022 revidovány ze 1,7 % na 3,7 %. Důvodem je kromě předpokládané dostupnosti vakcíny proti koronavirovému onemocnění také časově opožděný pozitivní efekt expanzivní fiskální politiky. **Inflace v eurozóně zůstává nadále nízká.** Došlo i k vyšší fluktuaci meziměsíčního vývoje napříč členskými státy, jelikož sezónní stanovení cen bylo narušeno pandemickou situací a změnou chování firem a spotřebitelů.

ECB na zářijovém zasedání ponechala nastavení svých měnově-politických nástrojů beze změny a zdůraznila, že měnová politika bude nadále hrát klíčovou roli v podpoře ekonomiky. Je tak pravděpodobné, že ECB ke konci letošního roku prodlouží délku trvání nákupu aktiv PEPP až za horizont roku 2021.

USA



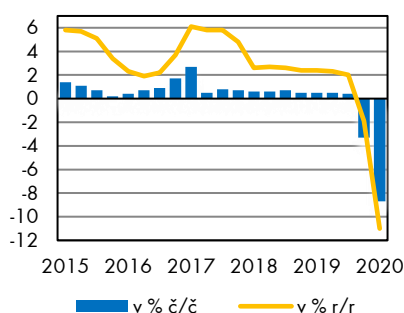
Ekonomika USA se v první polovině roku 2020 propadla o 10,6 %. K největším ztrátám došlo během druhého čtvrtletí, kdy ekonomika odepsala 9,5 % mezikvartálně. Nejvíce byla koronavirovou krizí zasažena spotřebitelská poptávka, která je pro americkou ekonomiku stěžejní. Během března a dubna klesla spotřeba na kumulovaných -18,1 %. Po otevření ekonomiky a za fiskální pomoci byla následně doháněna ušlá spotřeba, která tak v květnu a červnu poskočila na kumulovaných 14,8 %. Nicméně během letních měsíců tempo ožívování oslabilo. Ekonomika USA by tak měla po zbytek letošního roku a začátkem 2021 růst nižším tempem, než bylo původně očekáváno. RBI revidovala odhadovaný růst HDP pro rok 2021 z 5,3 % na 4,0 %. Předkrizové hodnoty budou dosaženy v průběhu roku 2022.

FED přehodnotil svůj pohled na vztah mezi nezaměstnaností a inflací. Silný pracovní trh je podle představitelů Fedu udržitelný, aniž by vedl k vyšší inflaci. Centrální banka tak opustí strategii preventivního navyšování úrokových sazeb jako nástroje k odvrácení inflace. Lze tedy očekávat dlouhodobě nízké průměrné úrokové sazby a možnost poklesu nezaměstnanosti na netradičně nízké hodnoty. FED bude k tomu „po nějakou dobu“ tolerovat inflaci nad cílovou 2% hranici.

Očekávání nadále slábnoucího **dolaru** i v dlouhodobějším časovém horizontu by se mělo projevit růstem úrokového diferenciálu mezi USA a eurozónou.

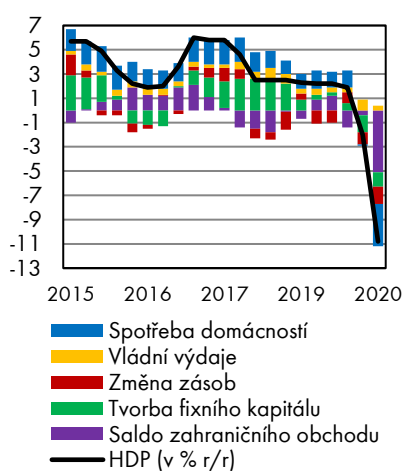
Cena ropy se zotavuje po propadu během pandemické krize a její volatilita slábne. S postupně rostoucími cenami počítáme i v příštích kvartálech. **Cena zlata** doposud

Růst HDP - ČR



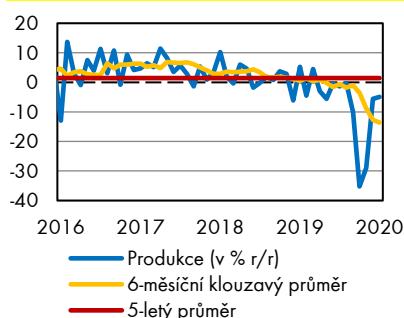
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



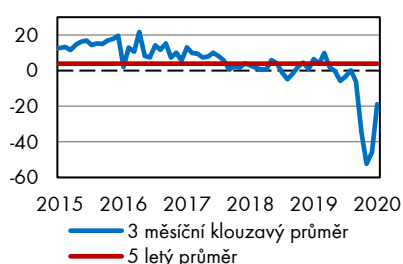
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Produkce automobilů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

připomíná vývoj po kolapsu Lehman Brothers v roce 2008. V krizových měsících (především pak v březnu 2020) se účastníci na finančním trhu snažili dostat k likviditě „za každou cenu“, což tlačilo dolů ceny i bezpečných aktiv jako právě zlata. Po reakci centrálních bank se cena zlata rychle odrazila. Vývoj ceny zlata historicky souvisí s výnosy státních dluhopisů, zejména pak 10letých amerických státních dluhopisů. Ty by měly setrvat nízké díky expanzivní politice Fedu a s tím souvisejícím očekáváním nízkých úrokových sazeb. Na druhou stranu je třeba zmínit i možný opačný efekt, kdy by tolerování inflace nad 2% cíl ze strany Fedu mohlo přimět trh k navýšení inflačních očekávání, což by se projeвило ve strmější výnosové křivce.

Česká ekonomika se potýká s nejistotou ohledně Covid-19

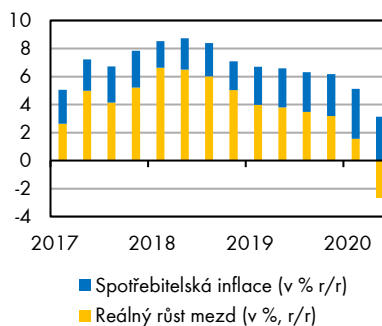
Česká ekonomika zaznamenala v důsledku úderu pandemie Covid-19 bezprecedentní pokles. Stejně jako prakticky ve všech vyspělých ekonomikách dosáhla i česká ekonomika nejnižšího bodu v dubnu, což ukazují důležité ekonomické ukazatele: průmyslová výroba (-35,2 % r/r), maloobchodní tržby (-21,4 % r/r), prodej a registrace nových automobilů (-53,4 %, r/r), bilance zahraničního obchodu (-26,9 mld. Kč). Ve druhém čtvrtletí hrubý domácí produkt dále klesl na meziročních -11,0 %, což odpovídá snížení o 8,7 % oproti předchozímu kvartálu. Za první pololetí tak ekonomika odepsala 9,1 % ze své výkonnosti (169 miliard korun). K poklesu došlo zejména na straně zahraničního obchodu, spotřeby domácností a investičních výdajů. Nicméně poslední měsíční ekonomické výsledky ukazují, že se ekonomika zotavuje. I vysokofrekvenční data za uplynulé týdny indikují oživení spotřeby a stále nízkou míru nezaměstnanosti, která se během letních měsíců za podpory programu Antivirus držela stabilně na 3,8 %. **Nicméně zvýšený výskyt případů nákazy Covid-19 zahluje ekonomický výhled do značné nejistoty.** To vede k odkladu investic, snižování mzdových nákladů, poklesu objemu nových zakázek a zhoršení spotřebitelského sentimentu. Pro rok 2020 očekáváme po zohlednění dalšího vzestupu případů nákazy Covid-19 meziroční pokles reálného HDP v průměru o 6,0 %. V roce 2021 pak ekonomický růst odhadujeme na 4,1 %. **V krajní situaci plošného šíření a s ním souvisejícími omezeními pohybu, absence zaměstnanců a dalších komplikací souvisejících se šířením nákazy počítáme v letošním roce s propadem reálného HDP v průměru o 7,6 % a v roce 2021 s růstem o 1,0 %.** Ekonomické ztráty by byly doháněny několik let a čelili bychom dlouhodobým až trvalým dopadům pandemie na ekonomiku a společnost.

Skokové dohánění ztrát v průmyslu se zadržává

Dosavadní vývoj průmyslu odpovídá spíše šoku než krizi. Ve srovnání s obdobím globální finanční krize, kdy se aktivita v průmyslu šplhala na předkrizové hodnoty dlouhé dva roky (2008-10), se po zásahu koronavirem český průmysl silně propadl (-32,8 % v dubnu oproti únoru 2020), záhy se však dostavilo svižné oživení. Většina ztrát byla doháněna již během května (-21,6 % oproti únoru 2020) a června (-9,5 % oproti únoru 2020). Na konci července se průmysl nacházel pouze o 4,3 % pod úrovní z letošního února, což však v meziročním srovnání stále odpovídá poklesu o 5,0 %. Z pohledu jednotlivých odvětví se dosavadní vývoj v průmyslu liší. Zatímco se většina sektorů, včetně výroby motorových vozidel, postupně navrácí k hodnotám z minulého roku, setrvává aktivita v útlumu například v těžbě a dobývání anebo ve výrobě kovových konstrukcí. Do budoucna jsou pro průmysl největší brzdou přetrvávající obavy z dalšího vzestupu Covid-19, s čímž souvisí nejistota, odklad investic a slabá poptávka. Výzvu představují i strukturální změny v automobilovém průmyslu. Předpokládáme, že tuzemská průmyslová produkce zakončí aktuální rok v průměru zhruba o 8,1 % pod hodnotou z předchozího roku. V roce 2021 budou doháněny ztráty a průmyslová produkce poroste v průměru o 6,5 %.

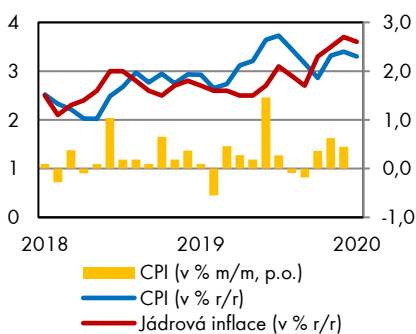
Pracovní trh je na vládním anestetiku

Nominální vývoj mezd a inflace



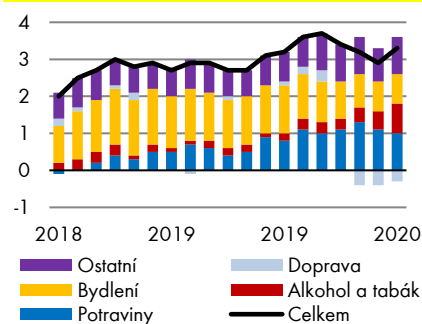
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Vývoj CPI a jádrové inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Míra nezaměstnanosti se za normálních okolností s určitou prodlevou vyvíjí v nepříjemném úměře k výkonnosti celé ekonomiky. Vzhledem k hospodářskému propadu, kterého jsme byli svědky v první polovině letošního roku, by tak měl následovat strmý nárůst nezaměstnanosti. K němu ovšem nedošlo a zřejmě ani v nejbližší době nedojde. Česká míra nezaměstnanosti se z lednových 3,1 % zvýšila během pandemie „pouze“ na 3,8 %, a na této úrovni pak během léta stagnovala. Stále se tak nachází pod průměrnými i obvyklými hodnotami z nedávných několika let nepřetržitého hospodářského růstu. Tuto ekonomickou anomálii lze vysvětlit záchrannými programy české vlády, které jen za období do konce srpna vynaložily přes 20 mld. Kč na příspěvky zaměstnavatelům na mzdy pracovníků, pro něž není momentálně uplatnění. Jedná se o politiku mimořádně nákladnou, která navíc konzervuje pracovní trh, brání efektivní realokaci zdrojů, a je tudíž dlouhodobě neudržitelná. Její ukončení závisí na politické vůli, my jej ovšem očekáváme během podzimu 2020 a následovat bude nárůst nezaměstnanosti, kterou koncem roku předpokládáme poblíž 4,5 %, což odpovídá méně než 360 tisícům osob registrovaných na úřadech práce. Pochmurnější situace nastane až v roce 2021, kdy bude trh práce již vydán napospas ochlazené ekonomice, což vyžene míru nezaměstnanosti až do okolí 5,5 %. Kulminovat bude ve druhém čtvrtletí a poté začne postupně klesat. Vládní opatření na podporu zaměstnanosti (Kurzarbeit) ale mohou přibrzdit obávaný růst nezaměstnanosti.

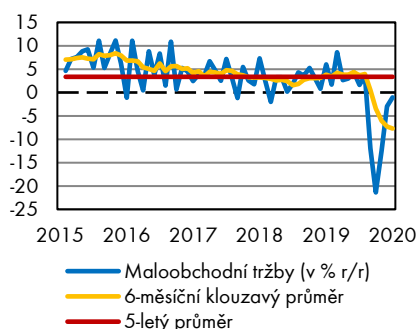
Česká průměrná mzda zaznamenala ve druhém čtvrtletí po téměř sedmi letech první reálný meziroční pokles, když její nominální růst o 0,5 % zdaleka nestačil pokrýt inflaci. Podobně dramatická situace se po odeznění karanténních opatření opakovat již nebude, ačkoliv i na mzdách se pandemie podepíše. Za celý letošní rok očekáváme mzdovou dynamiku na úrovni 4,4 % nominálně a v roce 2021 další zpomalení až na 2,9 %.

Inflace bude pozvolna odeznívat

Spotřebitelská inflace aktuálně setrvává nad 3% hladinou (nad tolerančním pásmem ČNB) především kvůli cenám neměnových položek, jako například alkoholových nápojů, tabáku či nájemného. Ceny potravin pokračují v klesajícím trendu, v některých položkách se ale ceny kvůli narušeným dodavatelským řetězcům (mimochodem z důvodu omezené letecké dopravy) drží vysoko. Avšak tyto komplikace budou postupně odeznívat a poleví i růst dovozních cen, v čemž sehraje podpůrnou roli i silnější kurz koruny. Ceny potravin tak budou v příštích měsících snižovat celkovou dynamiku spotřebitelských cen. Navíc bude pokračovat i zvolňování růstu regulovaných cen. Na druhé straně se po kolapsu cen ropy na světových trzích během nejkritičtějších měsíců období karantény zotavují ceny pohonných hmot. Jádrová inflace bude pravděpodobně výhledově klesat, jelikož výkon české ekonomiky je po zásahu koronavirové krize relativně slabý a úroveň využití výrobních kapacit je nižší, což by mělo spolu s obezřetnějším růstem výdajů domácností vést ke zmírnění cenových tlaků. Průměrná míra inflace by za letošní rok měla dosáhnout zhruba 3,3 %, v příštím roce by mělo dojít k výraznějšímu poklesu na úroveň 2,4 %.

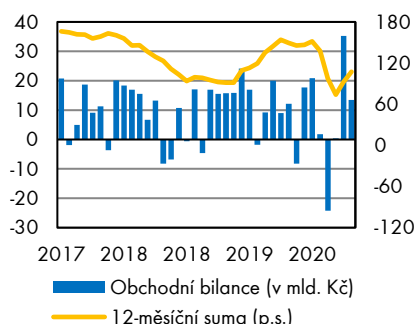
Ceny průmyslových výrobců se v meziročním srovnání nachází v deflaci a při zemi se drží i jejich meziměsíční dynamika. Nízké inflační tlaky přichází i ze zahraničí, což tlumí růst cen vstupů domácích výrobců. Navíc dle posledního průzkumu PMI aktivita ve zpracovatelském průmyslu stále klesá spolu se zaměstnaností a novými zakázkami. Ke zmírnění poklesu cen výrobců aktuálně přispívá růst cen ropy. Celkově ale kombinace silnější koruny a slabšího výkonu ekonomiky znamená, že ceny průmyslových výrobců v příštích měsících nijak výrazně neporostou. V průměru očekáváme za rok 2020 růstu o pouhých 0,1 %, v roce 2021 pak růst o 0,5 %.

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Obchodní bilance



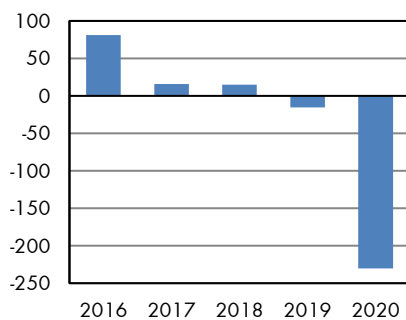
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	IX-20	XII-20	III-21
3M	0,34	0,3	0,3	0,3
6M	0,36	0,4	0,4	0,4
12M	0,44	0,4	0,4	0,4

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Saldo státního rozpočtu (srpen, mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Oživení v maloobchodu ohroženo

V důsledku karanténních opatření byla aktivita spotřebitelů v druhém čtvrtletí značně utlumena, čímž utrpěly tržby v maloobchodu. Ty se dostaly na nejnižší hodnotu (-21,4 % ve stálých cenách) v dubnu. Od té doby zaznamenali maloobchodníci postupné zlepšování situace. V červenci tržby v meziročním srovnání postrádaly už jen 1,1 % a bez zohlednění automobilů dokonce stouply o 3,0 %. Akumulované ztráty za předešlé měsíce se však dohnat nepodařilo a tržby v maloobchodě během prvních dvou kvartálů ztratily v meziročním srovnání 7,7 %. Další šíření koronavirového onemocnění v uplynulých týdnech vzbuzuje obavy, že trend oživení bude přerušen. Riziko platí zejména pro sektory, ve kterých je nezbytný osobní kontakt, jako například v pohostinství, ubytování a kultuře. Očekáváme tak, že spotřeba domácností zůstane v aktuálním roce v průměru o 3,5 % níže oproti minulému roku. Maloobchodní tržby dle našeho odhadu klesnou v aktuálním roce v průměru o 4,1 %, u tržeb bez automobilů očekáváme zhruba stagnaci.

Objem vývozu i dovozů setrvá pod hodnotami z roku 2019

Restriktivní opatření pro zamezení šíření pandemie značně utlumila přeshraniční obchod. V dubnu se objem exportů meziměsíčně propadl o 32,8 % a objem importů o 24,1 %. Během května a června poté došlo ke svižnému přiblížení k předkrizovým hodnotám. Nicméně ekonomické oživení v letních měsících polevilo a riziko ze strany koronaviru se zvýšilo, což brzdí růst nových zakázek, investiční aktivitu a komplikuje situaci v poptávce. Objem vývozu tak do konce roku setrvá pod hodnotami ze stejného období v 2019. V meziročním srovnání budou nadále zaostávat i objemy dovozů, které brzdí slabá poptávka a nízký objem investic, jež bývají většinou dovozně náročné. Za relativně vyšší bilancí v letních měsících lze hledat právě nižší dovoz než rostoucí vývoz. Pro aktuální rok počítáme, že saldo zahraničního obchodu dosáhne hodnoty zhruba 100 mld. Kč oproti 146 mld. Kč v roce 2019.

ČNB má „odpracováno“

Česká národní banka v reakci na pandemický propad ekonomiky srazila základní sazbu v rekordně krátkém čase o plné dva procentní body na stávajících 0,25 %. Stalo se tak navzdory tomu, že tuzemská inflace vytrvale překračuje hodnoty, které by za normálních okolností byla centrální banka ochotna snášet. Záměrem bankéřů je pochopitelně usnadnit zotavení tuzemské ekonomiky a podle jejich veřejných prohlášení lze usuzovat, že budou vyšší inflaci za tímto účelem tolerovat i v blízké budoucnosti. Jsme tak toho názoru, že sazby zůstanou na stávající úrovni nejen po zbytek roku letošního, ale i po celý rok 2021. Alternativní měnové nástroje, jako jsou devizové intervence či nákupy aktiv, nejsou podle nás momentálně zapotřebí, a od ČNB tak čekáme delší období bez jakýchkoliv zásahů.

Na obří deficity si stát nesmí navykout

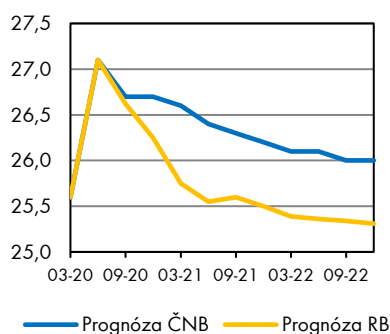
Do letošního roku vstupovala česká vláda s ambicí dosáhnout deficitu na úrovni 40 mld. Kč, avšak již první měsíce roku naznačovaly, že realita bude nakonec spíše horší. Vše změnil příchod pandemie, která donutila zákonodárce rozpočtový rámec postupně navyšovat. Poslední projednaný návrh zněl na 500 mld. Kč a tato částka podle nás již v dané chvíli postrádala odůvodnění v protikovidových opatřeních a propadu ekonomiky jako takové. Dosavadní vývoj ukazuje, že se plnění státní pokladny skutečně nevyvíjí tak tragicky, aby si vyžádalo půlbiliónový deficit. Ačkoliv na straně výdajů pochopitelně citelně narostly náklady na záchranné programy, jako byl „Antivirus“ či „Pětadvacítka“, daňové příjmy se již během léta počaly vzpamatovávat. Propad české ekonomiky si tak podle nás vyžádá „pouze“ deficit okolo 400 mld. Kč. I tak se bude jednat o historicky největší nárůst zadlužení, a pokud si Česko bude chtít udržet pověst důvěryhodného dlužníka, musí přijít

Kurz koruny

	aktuál.	IX-20	XII-20	III-21
EUR/CZK	26,77	26,5	26,0	25,5
USD/CZK	22,54	23,0	22,6	21,8

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK



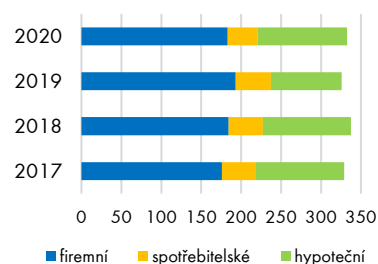
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	IX-20	XII-20	III-21
2 roky	0,19	0,2	0,2	0,2
5 let	0,66	0,7	0,7	0,7
10 let	1,08	0,9	1,0	1,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Nové úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

s věrohodným plánem zprísnění rozpočtové disciplíny do dalších let. Za celý sektor vládních institucí očekáváme pro rok 2020 a 2021 rozpočtové schodky na úrovni 5,7 % resp. 3,9 % HDP, což celkové zadlužení přiblíží hranici 40 % HDP.

Koruna ve víru virů

Česká koruna tradičně patří mezi ty, jejichž kurzem hýbá spíše globální sentiment nežli lokální faktory. Virová pandemie tento efekt jen umocnila a po dobu jejího trvání kurz koruny prakticky kopíruje pohyby ostatních rizikových aktiv. I po zbytek roku předpokládáme, že bude kurz koruny určován hlavně úspěšností boje proti koronaviru. Pokud v tomto směru nedojde k nepříjemným zvrátům, jakým by byla například drtivá druhá vlna nákazy, očekáváme, že se i koruna bude navracet k silnějším hodnotám. Nepředpokládáme ovšem zopakování rekordů z počátku letošního roku, kdy bylo euro k máni i za částky bezpečně pod hranici EUR/CZK 25,00. Ve prospěch koruny totiž od té doby přestal působit atraktivní kurzový diferenciál mezi Českem a eurozónou, který se povážlivě ztenčil během pandemie. Letošní rok tak podle nás koruna zakončí poblíž EUR/CZK 26,00 a v roce 2021 bude dále opatrně posilovat.

Dluhopisy již dražší nebudou

Dlouhodobě uvolněná evropská měnová politika v kombinaci s koronavirem srazily výnosy státních dluhopisů, včetně těch českých, do velmi nízkých hodnot. Období zvýšené nejistoty nahrávalo bezrizikovým investicím a dluh české vlády se nadále řadí mezi ty umírněné s mizivou pravděpodobností defaultu. Rapidní snižování úrokových sazeb působilo ve stejném směru. Pro blízkou budoucnost očekáváme, že se atraktivita českých dluhopisů bude postupně snižovat a úměrně tomu budou růst jejich výnosy. Dočasná stabilizace stavu veřejných financí ve státech jižního křídla eurozóny zvýšila relativní atraktivitu jejich cenných papírů jako alternativy k těm českým. Tuzemská vláda se navíc zřetelně nehodlá v příštích letech omezovat ve svých útratách, což zvýší nabídku dluhopisů a v krajním případě by mohlo i otevřít otázku dlouhodobé udržitelnosti. Na víceletém horizontu se navíc bude do dnešních výnosů propisovat očekávání normalizace měnové politiky centrální banky. Předpokládané ustupování virové epidemie navíc posílí rizikový apetit na finančních trzích. To vše bude podle nás postupně tlačit tuzemské výnosy směrem vzhůru.

Bankovní sektor v rekonvalescenci

I bankovní sektor se v prvním pololetí potýkal s celou řadou změn a mimořádných událostí. Zásadní vliv mělo úvěrové moratorium, kterého využilo téměř 348 tisíc klientů bank s 12% podílem na celkovém úvěrovém portfoliu a v jehož rámci byly odloženy splátky v celkové výši 21 mld. Kč. Po silném propadu v měsících nejsilnějších restriktivních opatření se velmi rychle obnovila poptávka po úvěrech a bankovní sektor se postupně vrací do normálních kolejí. Nejrychlejší rekonvalescenci zaznamenaly úvěry hypoteční, kterým pomohlo jednak snížení úrokových sazeb, jednak uvolnění regulatorních pravidel pro nové hypotéky a v neposlední řadě daňová úleva při nákupu nemovitosti. Díky tomu se objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů za první pololetí vyšplhal až na 112,3 mld. Kč, což je o 27,3 % více nežli v prvním pololetí roku 2019. Pokud nastavené podmínky vydrží do konce roku a ceny nemovitostí nebudou dramaticky růst, má hypoteční trh našlápnuto na nový rekord. Mnohem citlivěji reagovaly úvěry spotřebitelské, jejichž propad v době krize nevyvážilo ani oživení v závěru prvního pololetí. Od počátku roku tak bylo poskytnuto o 16 % spotřebitelských úvěrů méně než v roce 2019. V segmentu firemních úvěrů zastavení ekonomiky přerušilo velmi nadějný start roku. Nových firemních úvěrů tak bylo ve srovnání s prvním pololetím roku 2019 poskytnuto o 5,2 % méně. Na druhou stranu jak firmy, tak obyvatelstvo od počátku roku dost výrazně navyšují své úspory na bankovních

vkladech a v meziročním srovnání dosahují oba segmenty zhruba 10% tempa růstu. Lze to chápat jako dopad odložené spotřeby jednak v důsledku nejistoty budoucího vývoje, jednak omezenými možnostmi kde utrácet v době uzavřené ekonomiky. Na základě dlouhodobých průměrů odhadujeme jen v sektoru domácností nárůst vkladů právě vlivem odložené spotřeby v objemu zhruba 70 mld. Kč. Za stávajících podmínek lze ve druhé polovině roku očekávat stabilní vývoj úvěrů, mírný pokles úspor v souvislosti s oživením spotřeby, ale také nárůst nesplácených úvěrů, který prozatím oddálil již zmiňovaný odklad splátek. Bankovní sektor se již připravuje zvýšenou tvorbou opravných položek a rezerv, a proto lze očekávat i nižší ziskovost sektoru, než na jakou jsme byli zvyklí v minulých letech.

Helena Horská, Vít Hradil, David Vagenknecht, Lenka Kalivodová

*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

Michal Srb

Renata Dlesková

Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

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

Tomáš Valoušek

Kateřina Michalová

Lubomír Beránek

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Michalová

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>

Treasury – Trading

23 44 01 362	Milan Fischer	23 44 01 145
23 44 05 228	Eva Bobeničová	23 44 01 316
603 808 512	Roman Fol	23 44 01 144
603 808 035	Jozef Božek	23 44 05 509
724 163 275	Milan Fajkus	23 44 01 821

Treasury - Sales

23 44 01 133	Pavel Krištof	23 44 05 907
23 44 01 330	Žaneta Chudá	23 44 01 195
23 44 01 071	Michal Michalov	23 44 01 830
23 44 01 857	Martin Bárta	23 44 05 510
23 44 01 215	Jakub Skotnica	23 44 05 502
23 44 01 308	Soňa Fenclová	23 44 01 346
	Martin Skoumal	23 44 05 351
	Robert Schwanzer	23 44 01 130
23 44 01 039	Karel Hubička	23 44 01 885
23 44 01 574	Ondřej Chládek	23 44 05 357
23 44 01 437	Jan Gazsi	23 44 01 775

Corporate Finance

23 30 63 280	Radek Musil	23 44 01 953
	Jakub Hamr	23 44 01 868
23 44 05 468	Miroslav Frayer	23 44 05 167
23 44 01 374	Petra Kubů	23 44 01 822

Treasury – Equities

23 44 01 455	Eva Polánová	23 44 01 803
	Jakub Veselský	23 44 01 819
	Jakub Schermer	23 44 01 838

Ekonomický výzkum

23 44 05 466	Helena Horská	23 44 01 413
23 44 01 461	David Vagenknecht	23 44 01 070
23 44 05 253	Vít Hradil	23 44 05 685
23 44 01 877	Lenka Kalivodová	
23 44 05 551		
23 44 01 461		

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 strategie 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 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 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 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/rb-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 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 nutně 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 RB a 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 výslovné ani nevýslovné 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 situací 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 situací 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.

Informace o zájmech a střetech 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/>.