

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Globální ekonomika sází na úspěšné proočkování
- Uvolněná měnová politika ECB a FED je zafixovaná na delší dobu
- Během stop-start řízení ekonomiky se vyplácí míti průmysl
- Na inflaci je tlačeno oběma směry
- Maloobchod zažívá strukturální změny
- Na nezaměstnanosti se pandemie zatím příliš neprojevila, nárůstu se ovšem nevyhneme
- Optimistické vyhlídky pro zahraniční obchod
- ČNB se nebude chtít s vyššími sazbami ukvapit, letos k nim ještě nesáhne
- Veřejné finance jsou ve volném pádu
- Koruně v posilování brání virus, po něm se ale znovu dostaví
- Výnosy dluhopisů se budou zvedat, více na delších splatnostech

<b>Makroekonomická predikce</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022f</b>	<b>2023f</b>
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 410	5 749	5 645	5 922	6 331	6 577
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,2	2,3	-6,6	2,5	5,5	2,8
HDP na hlavu (EUR)	19 876	21 027	19 917	21 381	23 286	24 429
Průmyslová výroba, r/r %	3,0	-0,2	-8,4	6,7	3,2	2,1
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,2	2,8	3,6	5,1	4,7	4,0
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	8,2	6,5	3,5	2,6	4,0	4,6
PPI, r/r %, průměr	2,0	2,6	0,1	1,4	2,0	1,7
CPI, r/r % průměr	2,1	2,8	3,2	2,3	2,1	2,0
CPI, r/r %, konec období	2,0	3,2	2,3	2,4	2,1	1,9
Saldo vládních financí, % HDP	0,9	0,3	-6,7	-7,0	-4,7	-3,3
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	32,1	30,2	38,6	44,7	46,5	48,0
Obchodní bilance, mld. Kč	98	146	175	135	120	90
Běžný účet, % HDP	0,4	-0,3	3,2	1,8	0,8	0,3
CZK/EUR, průměr	25,6	25,7	26,5	25,8	25,3	25,0
CZK/USD, průměr	21,7	22,9	23,3	21,1	20,5	20,0
2T Repo sazba ČNB, průměr	1,06	1,92	0,77	0,25	0,65	1,20
3M PRIBOR, průměr	1,3	2,1	0,9	0,4	0,8	1,4
2letý výnos, průměr	1,0	1,4	0,4	0,3	0,7	1,2
5letý výnos, průměr	1,4	1,3	0,9	0,8	1,2	1,6
10letý výnos, průměr	2,0	1,6	1,1	1,4	1,8	2,2

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

**Reálný HDP (průměr, v % r/r)**

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	-3,1	3,5	5,1	2,7
Maďarsko	-6,5	4,0	6,0	4,0
<b>ČR</b>	-6,6	2,5	5,5	2,8
Slovensko	-6,0	5,0	3,5	2,5
Slovinsko	-4,2	3,6	2,0	2,0
<b>SE</b>	-5,1	3,4	5,0	2,8
Rumunsko	-5,0	4,2	4,5	4,0
Bulharsko	-5,0	3,0	3,0	2,7
Chorvatsko	-9,4	5,1	3,0	2,5
Srbsko	4,2	-4,0	4,5	3,0
Bosna a Her.	-4,8	3,0	3,5	3,0
Albánie	-4,8	4,0	3,5	3,3
Kosovo	-5,4	5,0	3,5	3,7
<b>JVE</b>	-5,1	4,2	3,6	3,2
Rusko	-4,0	2,3	1,3	1,5
Ukrajina	-4,7	3,8	3,5	3,0
Bělorusko	-2,5	1,5	2,0	2,0
<b>SNS</b>	-4,1	2,4	1,5	1,6
<b>SVE</b>	-4,6	3,0	2,9	2,2
Turecko	-5,0	4,0	3,5	3,5
Německo	-5,0	3,7	2,3	1,1
<b>eurozóna</b>	-7,2	4,3	3,7	1,3
Čína	1,6	8,9	5,7	5,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	3,4	2,2	2,6	2,5
Maďarsko	3,3	3,1	3,2	2,8
<b>ČR</b>	3,2	2,3	2,1	2,0
Slovensko	2,0	1,2	1,9	1,9
Slovinsko	0,9	1,9	1,9	1,9
<b>SE</b>	3,3	2,4	2,6	2,4
Rumunsko	2,6	2,4	3,0	2,9
Bulharsko	2,3	2,9	3,0	2,5
Chorvatsko	0,1	0,9	1,5	1,8
Srbsko	1,9	1,8	2,1	2,4
Bosna a Her.	-0,9	1,3	1,5	2,0
Albánie	1,7	2,3	2,6	3,0
Kosovo	0,2	1,7	1,9	2,0
<b>JVE</b>	2,0	2,2	2,5	2,5
Rusko	3,1	3,7	3,5	3,8
Ukrajina	2,7	6,4	5,0	5,0
Bělorusko	5,5	6,2	6,0	6,0
<b>SNS</b>	3,2	4,0	3,7	3,9
<b>SVE</b>	3,0	3,2	3,2	3,2
Turecko	11,0	10,0	8,0	8,0
Německo	0,4	1,8	1,5	1,7
<b>eurozóna</b>	0,3	1,1	1,4	1,6
Čína	3,0	2,0	2,0	2,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	4,44	4,44	4,30	4,26
Maďarsko	350,9	360,0	370,0	372,5
<b>ČR</b>	26,5	25,8	25,3	25,0
Rumunsko	4,84	4,90	4,93	4,97
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,52	7,53	7,53
Srbsko	117,6	118,0	118,4	118,7
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123,8	122,5	123,0	123,0
Rusko	82,6	90,6	89,5	90,3
Ukrajina	30,8	33,8	34,6	35,9
Bělorusko	2,77	3,38	3,83	3,98
Turecko	8,02	9,83	10,74	11,33
<b>USA</b>	1,15	1,22	1,23	1,25
Čína	7,65	8,1	8,0	7,8
Švýcarsko	1,07	1,10	1,11	1,11

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank**

země	aktuální	III-21	VI-21	IX-21
Polsko	0,10	0,10	0,10	0,10
Maďarsko	0,60	0,60	0,60	0,60
<b>ČR</b>	0,25	0,25	0,25	0,25
Rumunsko	1,25	1,25	1,00	1,00
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	III-21	VI-21	IX-21
Polsko	0,21	0,3	0,3	0,3
Maďarsko	0,75	0,8	0,8	0,8
<b>ČR</b>	0,36	0,4	0,4	0,4
Rumunsko	1,44	1,3	1,2	1,2
Chorvatsko	0,18	0,3	0,3	0,3
Rusko	4,25	4,4	4,4	4,4
eurozóna	-0,53	-0,6	-0,6	-0,6
USA	0,22	0,2	0,2	0,2

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

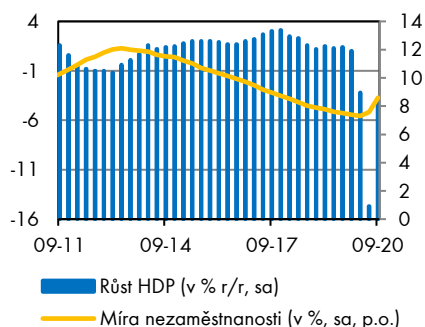
**10letý výnos státního dluhopisu**

země	aktuální	III-21	VI-21	IX-21
Polsko	1,2	1,3	1,4	1,4
Maďarsko	2,4	2,3	2,4	2,1
<b>ČR</b>	1,1	1,3	1,3	1,4
Rumunsko	2,8	2,8	2,8	2,9
Chorvatsko	0,7	0,7	0,7	0,7
Rusko	6,1	6,7	6,7	6,7
eurozóna	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
USA	1,1	1,0	1,0	1,1

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

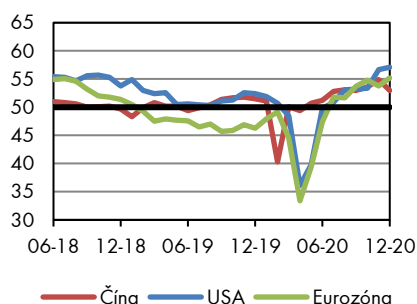
## Vnější prostředí

### Eurozóna



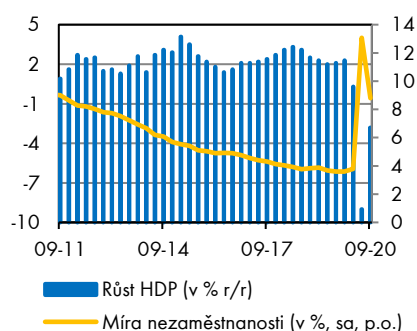
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### PMI ve výrobě (v b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### USA



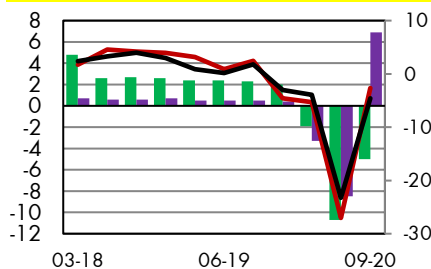
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

**Ekonomika eurozóny** ve třetím čtvrtletí minulého roku zaznamenala svižné oživení, které předčilo očekávání. Hrubý domácí produkt společného bloku po sezónním očistění mezičtvrtletně vzrostl o 12,5 % a meziroční propad se tak snížil na 4,3 % ze 14,7 % ve druhém čtvrtletí. K růstu ekonomiky přispělo největší měrou obnovení spotřeby domácností, svým dílem přispěl také zahraniční obchod. Bohužel ekonomické zotavení nemělo dlouhého trvání. Na podzim došlo k opětovnému šíření nákazy Covid-19 a znovuzavedení vládních restriktivních opatření. Nicméně i přesto by měl díky silnému třetímu kvartálu celkový meziroční pokles HDP za rok 2020 být mírnější (-7,2 %), než jsme původně odhadovali (-8,1 %). Příchod nového roku nabídl příležitost se s pandemií symbolicky rozloučit, avšak aktuální data o počtu nakažených ukazují, že na skutečné odeznění Covid-19 si ještě budeme muset počkat. Probíhající, v pořadí již třetí, koronavirová vlna opět přiměla vlády některých členských zemí, zejména pak Německa a Itálie, k zavedení dalšího kola přísných ekonomických restrikcí, které zůstanou platné i během jarních měsíců. Je tak zjevné, že pandemie bude tlumit ekonomickou aktivitu v eurozóně i v prvním čtvrtletí 2021: počítáme s růstem HDP pouze o 0,5 % oproti již beztak slabému čtvrtému kvartálu. Po zbytek roku 2021 bude tempo ekonomického oživení diktovat souhra vícero faktorů. Naději poskytuje především dosažení proočkování dostatečné části populace, jež by umožnilo „odemknout“ ekonomiku bez rizika následných uzavírek. To by citelně snížilo celkovou vnímanou míru ekonomické nejistoty a domácnosti by mohly využít nastřádané úspory k dohnání pozdržené spotřeby. Kromě dostupné vakcíny ekonomiku dále podpoří dlouhodobě uvolněná měnová politika a silný fiskální impulz. Na druhé straně existují rizika, která by naopak brzdila ekonomické oživení. Jedním z nich je například obava z nárůstu počtu insolvenčních firem. Celkově počítáme v roce 2021 s růstem ekonomiky eurozóny o meziročních 4,3 %. **Spotřebitelské ceny** v eurozóně se během uplynulého roku držely u dna a v jeho druhé polovině se dokonce dostaly v meziročním srovnání do deflace (-0,3 % r/r). Jádřová složka inflace zakotvila na rekordně nízkých 0,2 %. Od počátku koronavirového šoku brzdily inflaci především nižší ceny energií. Tento efekt by měl odeznít počínaje březnem, kdy do meziroční dynamiky cen ropy vstoupí nízká srovnávací základna. K utlumené inflaci dále přispělo dočasné snížení daně z přidané hodnoty v Německu, které však přestává platit začátkem letošního roku. Chronicky nízkou míru inflace (pod 1 %) otestuje otevření ekonomiky, což by mělo vyústit v růst cen v sektoru služeb zatížených pandemií, zejména pak v odvětví gastronomie či cestovního ruchu. V souhrnu počítáme letos s inflací na úrovni 1,1 %.

**ECB** naplnila očekávání finančních trhů. Zvýhodněné úvěrové podmínky (TLTRO) byly prodlouženy do března 2022 (doposud platily do poloviny 2021) a pandemický program nákupu aktiv (PEPP) byl prodloužen do června 2022, čímž předčil očekávání trhu o šest měsíců. Prodloužení programu PEPP je navrženo tak, aby byl poskytnut dostatek času, než se vakcína dostane k většímu počtu lidí a ekonomika se navrátí do „normálu“. Hlavní úrokovou sazbu ECB vidíme na nule až za horizont roku 2023. Na rozdíl od centrálních bank ve východoevropském regionu využila ECB intenzivněji nekonvenční nástroje monetární politiky, které musí být nejprve postupně odvolané, než dojde k normalizaci úrokových sazeb.

**I v USA se ekonomika** svižně odrazila ode dna, když ve třetím čtvrtletí mezikvartálně vzrostla přibližně o 8,3 %, po předchozím propadu o 7,9 %. Nicméně aktuálně se Spojené státy nadále potýkají se stále vysokým počtem nakažených. To negativně doléhá na spotřebitelskou poptávku, která je hlavní komponentou tamního hrubého domácího produktu. Tomu nenapomáhá ani přetrvávající napjatá situace na trhu práce a vyprchávací fiskální podpora. Pro rok 2020 se odhady momentálně pohybují okolo -3,7 % meziročně a pro rok letošní poblíž 4 %. Kromě předpokladu proočkování populace během první poloviny roku bude působit směrem k vyšší dynamice HDP také Senát v režii

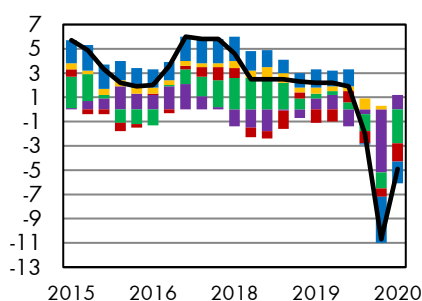
## HDP a průmyslová výroba



■ Růst HDP (% r/r)  
■ Růst HDP (% k/k, s.o.)  
— Nové zakázky (% r/r, pravá osa)  
— Průmyslová výroba (% r/r, pravá osa)

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



■ Spotřeba domácností  
■ Vládní výdaje  
■ Změna zásob  
■ Tvorba fixního kapitálu  
■ Saldo zahraničního obchodu  
— HDP (v % r/r)

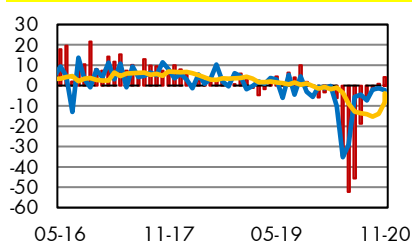
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Tržby a nové zakázky v průmyslu

2020, v % r/r	list	říj	zář
Tržby z přímého vývozu	4,8	6,9	1,6
Tržby domácí	-3,7	-3,7	-2,2
Zahraníční nové zakázky	-0,7	8,4	7,8
Domácí nové zakázky	5,1	-1,7	0,2

Zdroj: ČSÚ, Raiffeisen RESEARCH

## Průmyslová výroba, výroba aut



— Produkce aut (v % r/r)  
— Průmyslová výroba (v % r/r)  
— 6-měsíční klouzavý průměr

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

demokratů. To nově zvolenému prezidentovi Joe Bidenovi usnadní prosazování agendy, od níž se očekává expanzivnější fiskální politika. Ostatně toto očekávání již lze pozorovat na nárůstu výnosu 10letého amerického státního dluhopisu. **FED** bude ovšem i nadále pokračovat v nákupu aktiv a jeho rozvaha tak zůstane zvýšená, což bude výnosy naopak stlačovat směrem dolů.

**Oslabení dolaru** z posledních několika týdnů se dostavilo poněkud rychleji, než jsme předpokládali. I v letošním roce vidíme dolar nadále na slabší trajektorii. Na konci roku by se měl přiblížit k EUR/USD 1,23.

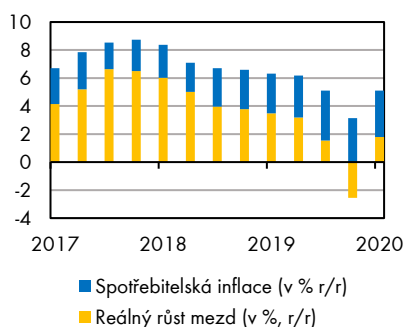
## Česká ekonomika zchladla, nadále však šlape

Růst českého domácího produktu ve třetím čtvrtletí pozitivně překvapil, když zpřesněný odhad ČSÚ stanovil mezikvartální růst na 6,9 %. Meziroční ztráty se tím snížily na 5,0 %. Důvody pro pozitivnější výsledek lze hledat v dosavadním průběhu pandemie. Zatímco na jaře byly výrazně zasaženy prakticky všechny sektory ekonomiky, byly další pandemické vlny spíše sektorovou záležitostí. Rozdíly jsou nejvíce markantní ve vývoji v průmyslovém sektoru, který si navzdory pandemii vede relativně dobře, a v sektoru služeb nebo turistickém odvětví, kde dochází k výrazným, někdy až likvidačním ztrátám. Průmyslové podniky tak mohly dohánět předchozí ztráty, k čemuž jim napomáhala zahraniční poptávka, která na rozdíl od jarní vlny COVID-19 setrvala příznivá. To ostatně dokládá vysoký přebytek zahraničního obchodu. Svižnému oživení napomohla také aktivita domácností, které po jarním lockdownu projevily chuť spotřebovat. Výdaje domácností na spotřebu mezičtvrtletně přidaly 5,0 %. I přes aktuálně probíhající uzavírky jsme díky silnějšímu třetímu kvartálu zmírnili očekávaný pokles pro rok 2020 z -7,6 % na -6,6 %. Současně jsme zlepšili také vyhlídky na rok současný z původních 1,0 % na 2,5 %. K vyššímu růstu napomůže schválený daňový balíček, který ruší superhrubou mzdu. I když značná část dodatečných čistých úspor unikne v úsporách či dovozech zboží, počítáme s příspěvkem do HDP do výše 0,7 p.b. Dalším pozitivním faktorem je předpoklad proočkování populace. Český plán v tomto ohledu sice zaostává, avšak v řadě zemí již probíhá proces masivní vakcinace, což sníží celkovou míru nejistoty a podpoří zahraniční poptávku. Nicméně s ohledem na přetrvávající ekonomická opatření nejen doma, ale i u důležitých zahraničních obchodních partnerů, počítáme v prvním čtvrtletí 2021 se stále ještě slabým výkonem českého hospodářství. Citelnější oživení ekonomiky se tak dostaví až v druhé polovině roku. Jako dlouhodobější riziko pro domácí ekonomiku vnímáme strukturální změny a překážky v některých odvětvích (především v automobilovém), které byly pandemií ještě urychleny.

## Silné napojení na průmysl přišlo během pandemie vhod

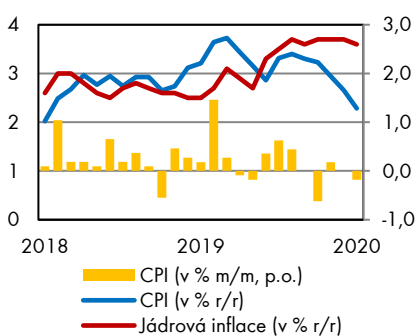
Zatímco napojení české ekonomiky na průmysl by mohlo být vnímáno jako slabina, během pandemie platil pravý opak. Průmyslová výroba po očistění od kalendářních vlivů v reálném vyjádření zavítala i do kladných hodnot, a to navzdory nouzovému stavu. Zpracovatelský sektor těžil více ze zahraniční než domácí poptávky. To ilustruje vývoj tržeb domácích a tržeb z přímého vývozu. Ze zahraničí byl rychlejší také příliv nových zakázek, i když tento trend se v listopadu obrátil, když domácí nové objednávky meziročně vzrostly o 5,1 %. To společně s dobrými výsledky konjunkturálních šetření doma i v zahraničí ukazuje na pokračující expanzi výroby. Za celý rok 2020 očekáváme meziroční pokles průmyslové výroby o 8,4 %. V aktuálním roce by se mělo dostavit oživení v blízkosti 6,7 %.

## Nominální vývoj mezd a inflace



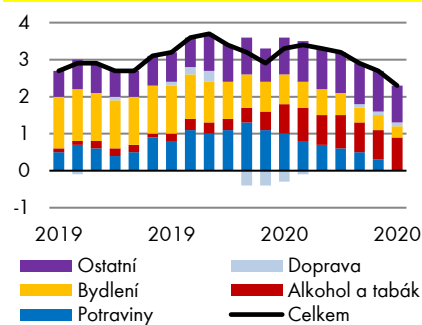
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Vývoj CPI a jádrové inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Trh práce zůstává na podpoře

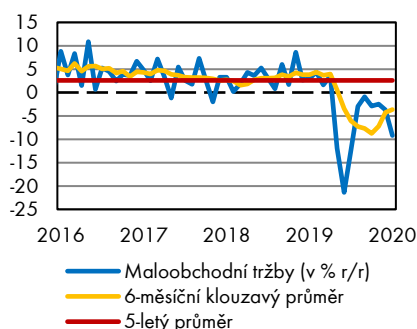
Tuzemská registrovaná míra nezaměstnanosti sice během roku vzrostla z 2,9 na 4,0 %, vzhledem k brutálnímu ekonomickému propadu se ovšem jedná o velice mírný nárůst. Vysvětlení lze hledat v předpandemické kondici tuzemského trhu práce, který byl zcela přehřátý a nedobrovolná nezaměstnanost na něm prakticky neexistovala. Vládní opatření navíc drží při životě i ta pracovní místa, která již fakticky neexistují a svou roli sehrál i odliv zahraničních pracovníků. Z firemní sféry, ale i ze samotných úřadů práce, přitom opakovaně zazníávají signály o tom, že se mnohá pracovní místa nadále nedaří obsadit. Byť tak dočasná veřejná podpora měla v horké fázi pandemie své opodstatnění, trh práce by si již zasloužil rozpoehybování. Vzhledem k blížícím se volbám bude ovšem patrně ochota k připsuštění růstu nezaměstnanosti spíše omezená a podpurné programy tak budou i nadále pokračovat. Dalšímu zvyšování míry nezaměstnanosti se ovšem přesto nevyhneme a kulminovat podle nás bude ve druhé polovině roku 2021 poblíž hodnoty 5,3 %. Citelně ovšem zpomalí mzdová dynamika, a to i navzdory nadále rostoucím mzdám ve veřejném sektoru a administrativnímu zvýšení minimální mzdy. Svůj podíl na tom bude mít jak ekonomický útlum, tak i zrušení superhrubé mzdy. To totiž zaměstnancům zvýší čisté výdědky, což pravděpodobně část zaměstnavatelů využije jako záminku k nižšímu růstu hrubých mezd. Za celý rok 2021 tak čekáme, že si průměrný zaměstnanec v hrubém polepší o 2,6 %.

## Inflace mírně nad 2% cílem ČNB

Inflace se v loňském roce držela zvýšená a celý rok zakončila v průměru na 3,2 %. Přispěly k tomu především vyšší ceny potravin, ceny alkoholických a tabákových výrobků, ale i zvýšená dynamika jádrové složky inflace. Koncem roku se již dostavilo citelnější zpomalení, když se inflace v prosinci dostala až na 2,3 % meziročně. Se zvolněním inflační dynamiky počítáme i začátkem letošního roku. Projeví se oslabení ekonomiky vlivem pandemie, což zbrzdí poptávkové tlaky. To by mělo zmírnit dosavadní vysokou jádrovou inflaci, čemuž dále napomůže i posilování kurzu koruny. Ceny potravin v závěru roku již zvolnily tempo a s ohledem na příznivé výsledky loňských sklizní předpokládáme pokračování tohoto trendu v první polovině roku. Výraznější impuls neočekáváme ani ze strany mzdové inflace. Firmy se budou vzpamatovávat z koronavirového šoku a prostor pro zvyšování platů tak bude zúžený. Naopak rychlejšímu ústupu tempa inflace bude bránit opětovné navýšení spotřebních daní na tabák a alkohol. Souhrnný vliv tohoto administrativního opatření odhadujeme na 0,4 p.b. Jisté proinflační riziko s sebou nese také zmíněný daňový balíček. Jeho efekt na inflaci ovšem bude pouze mírný, jelikož v domácí spotřebě skončí jen menší část dodatečných čistých příjmů. V souhrnu očekáváme míru inflace za celý letošní rok na úrovni 2,3 %.

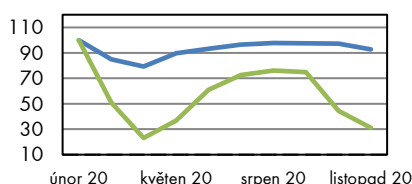
**Ceny průmyslových výrobců** byly v roce 2020 meziročně vyšší o pouhých 0,1 %. Vyššímu růstu cen zamezila pandemie, která utlumila ekonomickou aktivitu doma i v zahraničí. To snížilo poptávku, což průmyslové výrobce s ohledem na konkurenční tlaky nutilo srazit marže dolů. Ve směru nižšího růstu působil také propad cen ropy na světových trzích v jarních měsících. Nízké ceny ropy pak prosakovaly do návazných cen vstupů. V roce 2021 by měly tyto faktory odeznívat, avšak jen pozvolna. Přeci jen se aktuálně nadále potýkáme s vysokým počtem nakažených koronavirem a proočkování populace, které podpoří ekonomické oživení, bude pouze postupné. Citelnější zdražení průmyslových výrobců očekáváme počátkem března, kdy nízká srovnávací základna z období první pandemické vlny povede k výraznějšímu nárůstu cen ropy. Celkově letos odhadujeme růst cen průmyslových výrobců v průměru o 1,4 %.

## Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

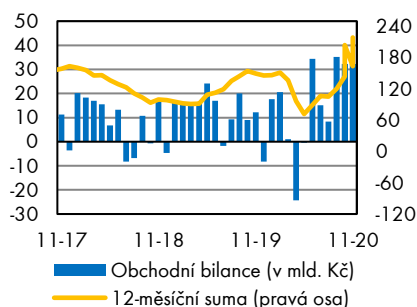
## HOREKA a ostatní maloobchod



Pozn: únor 2020 = 100

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Obchodní bilance



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	III-21	VI-21	IX-21
3M	0,36	0,4	0,4	0,4
6M	0,40	0,4	0,4	0,4
12M	0,49	0,5	0,5	0,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

## Maloobchod ve spárech pandemie

Pandemie výrazně zasáhla do chování spotřebitelů. Kromě toho, že se obecně zvýšil úmysl spořit, došlo také k přesunu nákupů na internet. Zatímco to první je výhledově spíše dočasná záležitost, to druhé může představovat dlouhodobější strukturální změnu. Pro maloobchodníky tím vzniká podnět pro větší zaměření na digitální prostředí, což je ovšem do jisté míry limitováno typem odvětví. Není tak překvapivé, že se prodejem přes internet a zásilkovým službám v uplynulých několika měsících dařilo ze všech sektorů maloobchodu nejlépe. Naopak v odvětví služeb, které si vyžaduje osobní kontakt se zákazníkem (jako například restaurace nebo hotely) došlo k disproporčnímu poklesu tržeb. Citelný dopad dalšího kola ekonomických uzavírek byl pozorovatelný na listopadovém výsledku, kdy se maloobchodní tržby včetně prodeje automobilů propadly o meziročních 9,2 %. Prosinec zlepšení již pravděpodobně nepřinesl a celkově tak odhadujeme pokles maloobchodních tržeb za minulý rok o 6 %. Vyjma prodeje automobilů pak odhadujeme pokles zhruba o 1,5 %. A jelikož nás omezení související s pandemií doprovázejí i nadále, očekáváme v jarních měsících tržby opět v červených číslech. K výraznějšímu zlepšení dojde až ve druhém a třetím čtvrtletí. V souhrnu v letošním roce počítáme s růstem tržeb včetně prodeje automobilů o 5,0 % a bez zohlednění automobilů o 3,4 %.

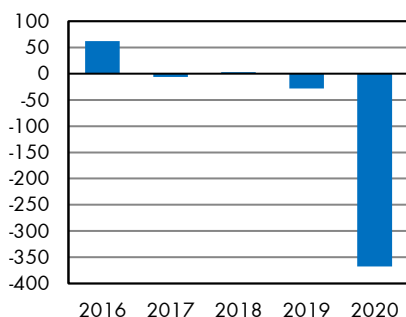
## Zahraníční obchod tahounem ekonomiky

Zahraníční obchod poskytl českému hospodářství značnou podporu. Ve třetím čtvrtletí minulého roku vykázal přebytek ve výši téměř 60 mld. Kč a tento výsledek byl již překonán během října a listopadu. Prosincové údaje by do celkového výsledku již tolik zasáhnout neměly a bilance zahraničního obchodu uzavře rok 2020 přebytkem zhruba 175 mld. Kč. Oproti roku 2019 by to znamenalo navýšení zhruba o 37 mld. Kč, což je na první pohled překvapivé vzhledem k tomu, že nás celý rok doprovázela pandemie. Nicméně za vyšším přebytkem lze hledat především nižší tempo dovozů. Ekonomické uzavírky a nejistota ohledně jejich délky trvání snížila investiční aktivitu firem, což se negativně odrazilo v objemu dovozů, které tak za celý loňský rok pravděpodobně klesly o 6,7 %. Na druhé straně vedlo zotavení v zahraniční poptávce (zejména pak v Německu) za podpory slabší koruny k nižšímu poklesu vývozu, podle nás zhruba o 5,5 %. Do dalších měsíců vkládají optimismus „měkké“ indikátory jako například indexy nákupních manažerů, které hlásí trvajících příznivou situaci v zahraniční poptávce. Dobrou zprávou pro export je také brexit s dohodou a americký Senát v režii demokratů, který Bidenovi napomůže ve zkldnění transatlantických obchodních vztahů. V roce 2021 odhadujeme, že saldo zahraničního obchodu dosáhne hodnoty zhruba 135 mld. Kč.

## ČNB nebude chtít se sazbami spēchat

Česká národní banka během pandemie poskytla ekonomice podporu snížením základní sazby o dva procentní body či uvolněním pravidel pro poskytování hypoték. V horké fázi krize pak došlo i na diskuze o možném zapojení alternativních měnových nástrojů včetně záporných sazeb, kvantitativního uvolňování či měnových intervencí, byť si situace použití žádného z nich nakonec nevyžádala. Vzhledem k očekávanému nástupu ekonomické rekonvalescence zůstanou podle nás i nadále v šuplíku. Debata v bankovní radě se tak obrátí zpět směrem k opětovné normalizaci měnové politiky. Modelový přístup bude centrální bance nyní patrně radit zahájení cyklu zvyšování sazeb již kolem poloviny roku 2021. Právě matematické modely jsou ovšem tradičně nevhodné v bezprecedentních situacích, mezi které se kompletní pandemický lockdown jednoznačně řadí. ČNB tak podle nás upřednostní opatrnost, nebude ohrožovat křehké ekonomické zotavování uspěchaným zpřísněním měnových podmínek a vyčká s ním až na definitivní potvrzení toho, že je krize

### Saldo státního rozpočtu (prosinec, mld. Kč)



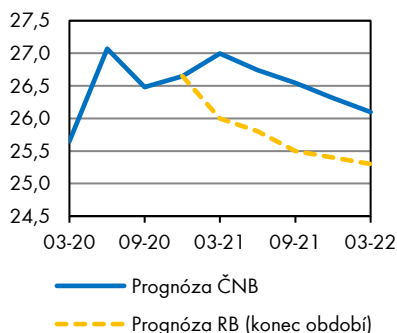
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Kurz koruny

	aktuál.	III-21	VI-21	IX-21
EUR/CZK	26,16	26,0	25,8	25,5
USD/CZK	21,56	21,5	21,2	20,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	III-21	VI-21	IX-21
2 roky	0,16	0,3	0,3	0,4
5 let	0,74	0,8	0,9	0,9
10 let	1,27	1,4	1,4	1,4

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

zažehnána. Předpokládáme tak celý jeden rok stability sazeb, jejichž první zvýšení očekáváme až počátkem roku 2022.

## Rozpočtový mejdan pokračuje

Pandemická krize otestovala hospodaření českého státu hned z několika pohledů. Svou povahou exogenního přechodného negativního šoku si přímo říkala o významný fiskální impulz, ke kterému se česká vláda hned v prvních týdnech i přihlásila. Jeho realizace nakonec vyvolala rozpaky hlavně svou komplikovaností, a ne vždy pochopitelným zacílením. Schodek 500 mld. Kč, který za účelem pomoci ekonomice vláda počátkem léta prosadila, pak postrádal věrohodné opodstatnění, což ostatně vyjevil i konečný stav vládní pokladny. Byť byl deficit schvalován v situaci, kdy hypotetickou možnost druhé vlny epidemie vláda ani náznakem nepřipouštěla, dokázal ji nakonec pokrýt i s pohodlnou rezervou, když dosáhl „jen“ 367 mld. Kč. Pro rok 2021 vláda momentálně operuje s plánem na schodek ve výši 320 mld. Kč, ovšem tento nijak nezohledňuje předvánoční daňový balíček, který zrušením superhrubé mzdy a zvýšením slevy na poplatníka dále výrazně sníží daňové příjmy. Kromě toho se volební rok patrně neobejde bez tradičních ad-hoc přilepšení klíčovými voličskými skupinám. Pro rok 2021 tak počítáme s deficitem poblíž 400 mld. Kč a jeho jen velmi pozvolným snižováním v letech dalších.

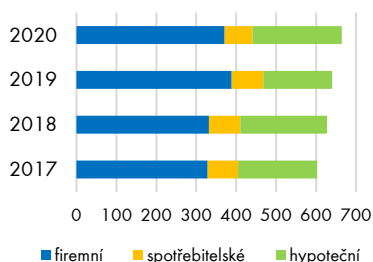
## Korunové posilování se odkládá

Česká koruna v roce 2020 dostala své pověsti měny malé otevřené ekonomiky, a její kurz tak spíše než lokální ekonomické faktory odrážel náladu na globálních trzích. Panika plynoucí z první pandemické vlny tak korunu vyhnala až nad EUR/CZK 27,00, následovalo dočasné uklidnění a poté další pád během vlny druhé. Zvláště ve druhé polovině roku se ovšem na kurzu koruny začala přece jen projevovat česká specifika, konkrétně pak obavy o tuzemský epidemický vývoj, který se v mezinárodním srovnání poněkud vymkl z rukou. Ani aktuální vývoj nenaznačuje, že by se pozice České republiky měla v nejbližší době zlepšit, z čehož vyplývá náš odhad, že koruna v prvním kvartále letošního roku bude stagnovat v okolí EUR/CZK 26,00. Teprve postupný pokrok v očkování populace spolu s příchodem teplejšího počasí by měl vyřešit český koronavirový problém a uvolnit koruně ruce k posilování. Jak ukázala již první epidemická vlna, je česká ekonomika schopna poměrně houževnatého restartu, což povede ve zbytku roku i k ziskům koruny, která se tak bude posouvat směrem k EUR/CZK 25,40. K předkrizovým hodnotám pod EUR/CZK 25,00 jí ovšem bude scházet předchozí příznivý úrokový diferenciál a zůstane jím tak vzdálena.

## Výnosovou křivku čeká normalizace

Pandemie významně zvýšila poptávku po českých dluhopisech nejen jako po bezpečném úložišti prostředků, ale i jako alternativě na očekávané období sazeb blízko nuly. I navzdory enormní nabídce emisí, sloužící k pokrytí rekordního deficitu, tak stlačila výnosy na úroveň neviděnou od roku 2017. Svého dna již ovšem dosáhly a budou podle nás nadále stoupat. Svižnější růst očekáváme na delším konci výnosové křivky, kam se bude postupně propisovat očekávaný cyklus zpřísnování měnové politiky. Směrem vzhůru zamíří i výnosy na kratších splatnostech, které ovšem v průběhu roku 2021 zbrzdí nenaplnění sázek částí trhu na zvýšení sazeb již v tomto roce. Celá výnosová křivka tak bude postupně nabývat strmějšího tvaru a posouvat se směrem vzhůru. Stejným směrem jí pak bude posouvat i pokračující neochota české vlády k představení plánu na konsolidaci veřejných financí.

### Nové úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

## Bankovní sektor – postupný návrat do normálu

Ani druhé pololetí nepřineslo očekávanou úlevu a protipandemická opatření v závěru roku opět radikálně omezila ekonomickou aktivitu mnoha subjektů. V bankovním sektoru se tak začaly projevovat dopady dlouhodobých restrikcí. I když se aktuální souhrnný podíl nesplácených úvěrů stále pohybuje na příznivě nízké úrovni 2,5 %, v celé řadě odvětví došlo ve druhém pololetí k jeho významnému nárůstu. Konkrétně v segmentu ubytovacích a stravovacích služeb se po ukončení úvěrového moratoria podíl nesplácených úvěrů vyšplhal na 10,0 %, přičemž se ještě na počátku roku pohyboval okolo 4,5 %. Podobný vývoj můžeme sledovat i v segmentu kulturních, zábavních a rekreačních činností. Zcela opačně se vyvíjela kvalita úvěrového portfolia v sektoru stavebnictví, kde podíl nesplácených úvěrů poklesl z lednových 12,7 % na listopadových 6,6 %, a také v oblasti nemovitostí (pokles z 5,1 % na 1,7 %). Je velmi pravděpodobné, že přetrvávající omezení ekonomické aktivity v celé řadě oblastí povede k dalšímu zhoršení platební morálky klientů bank a nárůstu podílu nesplácených úvěrů. S tím nutně souvisí i zvýšená tvorba opravných položek, která citelně zasáhne do výsledné ziskovosti bank. Již výsledky třetího čtvrtletí indikují zhruba 50% meziroční propad v čistém zisku právě vlivem nárůstu ztrát ze znehodnocení finančních aktiv a zároveň také poklesem čistých úrokových výnosů v důsledku snížení tržních úrokových sazeb v loňském roce. Dobrou zprávou ovšem je, že se nepotvrdily původní obavy z omezení úvěrové aktivity bankovního trhu. Celkové úvěry udržely podobné tempo růstu jako v předchozím roce okolo 4 %, a to především díky sektoru domácností. V něm hlavní roli hrály úvěry hypoteční, které s podporou uvolněných regulačních opatření a nízkých úrokových sazeb dosáhly nového rekordu v objemu nově poskytnutých úvěrů. Naopak spotřebitelské úvěry zaznamenaly v prvním pololetí zásadní propad poptávky, která se ani ve druhém polovině roku neobnovila plně. Jednak přetrvávají obavy z budoucího vývoje, jednak při omezených možnostech nákupu řada domácností stále odkládá svou spotřebu. Ani v začátku letošního roku nemůžeme při trvajících restriktivních opatření očekávat významnější změnu trendu. Tempo růstu firemních úvěrů sice značně zpomalilo, ovšem nikoliv vlivem omezení nových úvěrových obchodů, které dosáhly srovnatelného objemu jako v roce 2019. Pravděpodobnější příčinou bude fakt, že firmy v nejisté době odložily své investiční záměry a volné finanční prostředky využily k umoření stávajících dluhů. Každopádně, krize finančního sektoru se nekoná a s tím, jak se bude postupně dařit dostat pandemii pod kontrolu, bude se i bankovní sektor v průběhu letošního roku vracet ke standardnímu vývoji.

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](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

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](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 osobami bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete ([https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation\\_history](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 zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídi 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 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 prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

### Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, 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 prospekttech 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-Marktmissbrauchs-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/>.