

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomika eurozóny bude jen ztěžka dohánět fiskálním impulzem popoháněnou ekonomiku USA
- Měnová politika ECB a Fedu zůstane ještě nějakou dobu uvolněná
- Odolnost české ekonomiky stojí za překvapivě nízkém poklesu v prvním čtvrtletí. Letošní růst revidujeme mírně nahoru.
- Česká ekonomika se v 2Q21 navrátí k růstu a předcovidovou úroveň dožene počátkem 2022
- Průmysl a zahraniční obchod drží zkrátka komplikace na nabídkové straně, poptávka nechybí
- Po otevření ekonomiky čeká maloobchod přesun výdajů ze zboží do služeb
- Celková inflace bude přechodně zvýšená, jádrová inflace bude ale zpomalovat
- ČNB měla příliš velké oči, nárůst sazeb se zřejmě odkládá
- Tlak na státní rozpočet nakonec nebude tak velký, jak vláda předpokládala
- Koruna se po pandemii nadechuje k posilování
- Výnosy dluhopisů zažily horké měsíce, nyní je čeká uklidnění

Makroekonomická predikce	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 410	5 749	5 652	5 920	6 358	6 638
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,2	2,2	-5,6	3,1	4,8	2,8
HDP na hlavu (EUR)	19 876	21 027	19 989	21 534	23 419	24 848
Průmyslová výroba, r/r %	3,0	-0,2	-8,1	6,8	3,4	2,5
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,2	2,8	3,6	4,4	4,3	3,7
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	8,2	6,4	4,4	3,0	4,0	4,6
PPI, r/r %, průměr	2,0	2,6	0,1	3,2	1,3	1,5
CPI, r/r % průměr	2,1	2,8	3,2	2,5	2,2	2,1
CPI, r/r %, konec období	2,0	3,2	2,3	2,7	2,1	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	0,9	0,3	-6,2	-6,7	-4,7	-3,2
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	32,6	30,3	38,1	43,7	45,7	47,0
Obchodní bilance, mld. Kč	98	146	184	159	131	119
Běžný účet, % HDP	0,5	-0,3	3,2	2,0	0,6	0,3
CZK/EUR, průměr	25,6	25,7	26,6	25,8	25,3	24,9
CZK/USD, průměr	21,7	22,9	23,3	21,2	20,5	19,9
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	0,7	1,0	1,2
5letý výnos, průměr	1,4	1,3	0,9	1,2	1,5	1,7
10letý výnos, průměr	2,0	1,6	1,1	1,6	2,0	2,2

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	4,44	4,47	4,30	4,28
Maďarsko	351,2	353,0	350,0	350,0
ČR	26,6	25,8	25,3	24,9
Rumunsko	4,84	4,90	4,93	4,97
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,53	7,53	7,53
Srbsko	117,6	117,6	117,9	118,1
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123,8	123,1	122,5	122,0
Rusko	82,7	89,0	87,2	88,9
Ukrajina	30,7	33,2	34,4	35,4
Bělorusko	2,78	3,32	3,81	3,92
USA	1,14	1,20	1,23	1,23
Švýcarsko	1,07	1,11	1,12	1,12

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-21	IX-21	XII-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	1,25	1,25	1,25	1,25
Rusko	5,00	5,00	5,50	5,75
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

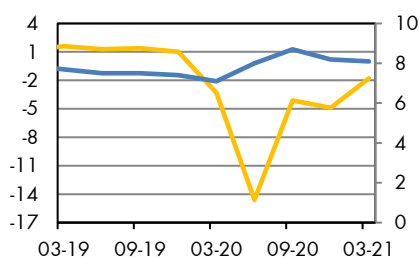
země	aktuální	VI-21	IX-21	XII-21
Polsko	0,21	0,2	0,3	0,3
Maďarsko	0,82	0,8	0,8	0,8
ČR	0,34	0,4	0,4	0,4
Rumunsko	1,40	1,6	1,6	1,6
Chorvatsko	0,18	0,3	0,3	0,3
Rusko	5,70	5,6	6,1	6,4
eurozóna	-0,54	-0,6	-0,6	-0,5
USA	0,22	0,2	0,2	0,2

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu

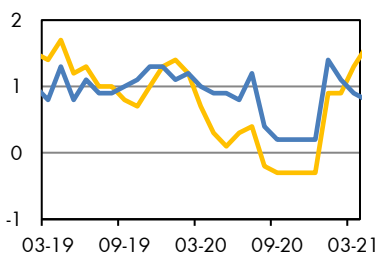
země	aktuální	VI-21	IX-21	XII-21
Polsko	1,7	1,5	1,5	1,5
Maďarsko	2,7	2,5	2,5	2,5
ČR	1,8	1,8	1,8	1,8
Rumunsko	3,0	3,2	3,3	3,4
Chorvatsko	0,7	0,7	0,7	0,7
Rusko	7,1	7,2	7,2	7,2
eurozóna	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
USA	2,3	1,8	1,9	1,9

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Eurozóna - HDP a nezaměstnanost


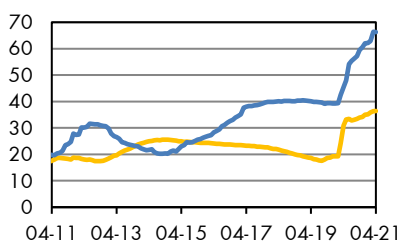
— Růst HDP (% r/r, sa)
— Míra nezaměstnanosti (% sa, p.o.)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Spotřebitelské ceny v eurozóně


— Inflace (% r/r)
— Jádrová inflace (% r/r)

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Velikost rozvahy ECB a Fedu


— Rozvaha Fedu v % HDP
— Rozvaha ECB v % HDP

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

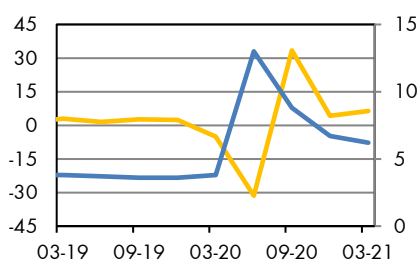
Vnější prostředí

Vývoj ekonomiky eurozóny byl i v prvním čtvrtletí letošního roku diktován vládními protipandemickými opatřeními a v mnoha členských zemích došlo dokonce i k jejich dočasnému zpřísnění. Stejně jako v závěru minulého roku celkový pokles ekonomické aktivity zmírňoval průmyslový sektor, který oproti loňskému jaru čelil pouze sekundárním dopadům. Podporu dále poskytla i zlepšující se situace v globálním výměnném obchodu, jež odráží oživení jak v Asii, tak i v USA. To ale ekonomiku eurozóny před recesí nezachránilo. Dle čerstvě zveřejněného předběžného výsledku došlo v prvním čtvrtletí k poklesu HDP mezikvartálně o 0,6 % (-1,8 % r/r). Vývoj napříč jednotlivými členskými státy byl nejednotný a reflektoval přísnost ekonomických restrikcí. Výkonnost německé ekonomiky poklesla o 1,7 % k/k, zatímco Francie, která přistoupila ke zpřísnění restrikcí později, zaznamenala mírný růst o 0,4 % k/k. Ve druhém čtvrtletí již počítáme s oživením ekonomiky euro bloku o 2,5 % k/k (13,9 % r/r). Proces vakcinace sice v Evropě postupuje v porovnání například s USA pomaleji, a tak se negativní dopad restriktivních opatření přelévá i do začátku druhého čtvrtletí, nicméně v naší prognóze počítáme s postupným rozvolněním protipandemických opatření díky dosažení proočkování alespoň rizikových skupin během jarních měsíců. **Celkově odhadujeme růst ekonomiky eurozóny v letošním roce o 4,3 % a v příštím roce o 3,7 %.** I přesto ale bude eurozóna z pohledu ekonomického restartu patřit k těm pomalejším regionům, když dosáhne předcovidové úrovně pravděpodobně až koncem letošního roku.

Pandemický šok působil v minulém roce dezinflačně, letos se trend ale obrátí. Znatelné navýšení meziroční cenové dynamiky se dostavilo již v lednu z -0,3 % na 0,9 %. Tento posun způsobilo zrušení dočasného snížení daně z přidané hodnoty v Německu. Inflační tlaky ale budou zřetelné i v příštích měsících, nicméně s nastolením dlouhodobého trendu vyšší inflace nepočítáme, jelikož se bude jednat pouze o přechodné proinflační vlivy. Aktuálně inflaci tlačí směrem vzhůru rostoucí ceny komodit umocňované nízkou srovnávací základnou z minulého roku. Tento efekt bude vrcholit na přelomu dubna a května. S dalším proinflačním vývojem počítáme s otevřením obchodů a služeb, kdy by se měla částečně projevit odložená spotřeba. Riziko představuje také aktuální vývoj na straně výroby. Komplikace v dodavatelských řetězcích ženou ceny vstupů rekordně vysoko, a lze předpokládat snahu výrobců přenést část zvýšených nákladů do spotřebitelských cen. Souhra všech proinflačních faktorů by tak meziroční míru inflace mohla přechodně posunout až nad 2 %. Nicméně po zohlednění přetrvávajícího nízkého využití kapacit v ekonomice obnovení investic a následného oživení růstu produktivity očekáváme, že inflace zamíří zpět pod 2 % a za celý rok budou činit v průměru 1,6 % a v příštím roce 1,4 %.

Změny ve strategii měnové politiky se nedějí jen za „velkou louží“. **ECB** nyní primárně usiluje o udržení dlouhodobě výhodných podmínek financování. Za účelem dosažení tohoto cíle monitoruje řadu dat z finančního trhu, tedy nejen výnosy státních dluhopisů. Soustředí se přitom jak na nominální, tak i na reálné sazby, které chce držet nízkou za účelem podpory spotřeby a investic. Z pohledu ECB se však dlouhodobě příznivé podmínky financování automaticky nerovnájí setrvání výnosů státních dluhopisů na stávající úrovni. Pokud by docházelo k jejich růstu v důsledku zlepšujícího se ekonomického výhledu, je ECB připravena takový vývoj tolerovat. V opačném případě by centrální banka navýšila objem nákupu dluhopisů v rámci programu PEPP, což by působilo proti růstu výnosů.

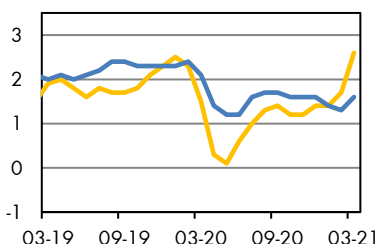
USA - HDP a nezaměstnanost



— Růst HDP (v %, č/č anual.)
— Míra nezaměstnanosti (v %, sa, p.o.)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

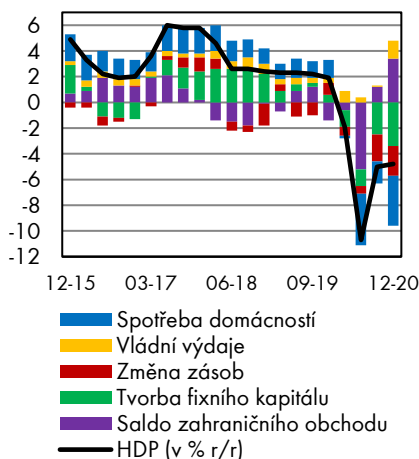
Spotřebitelské ceny USA



— Inflace (% r/r)
— Jádrová inflace (% r/r)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Ekonomická aktivita USA nabrala během prvních tří měsíců roku 2021 obrátky.

Popoháněna dalším obrovským (v březnu schváleným) fiskálním balíčkem čítajícím 1,9 bilionu dolarů (9 % HDP a dohromady s předchozími balíčky 27 % HDP!) a postupným zmírňováním protipandemických opatření, se konsensus odhadu růstu americké ekonomiky v letošním roce vyšplhal nad 6,0 %. Na rozdíl od situace v Evropě přispívá v USA k ekonomickému oživení nejen zpracovatelský sektor, ale již také sektor služeb. Zde kromě zvolnění restrikcí pozitivně působí vyplacení jednorázových šeků v rámci fiskálního podpůrného balíčku, které sice zčásti skončily v úsporách, avšak ze statistiky o osobních výdajích vyplývá, že se již pozitivně propasly i do spotřeby. S dalším otevíráním ekonomiky a s přihlednutím ke zlepšujícímu se celkovému ekonomickému i spotřebitelskému sentimentu lze očekávat, že ekonomika USA bude v průběhu roku dále nabírat tempo. Dle předběžných údajů rostlo v prvním čtvrtletí HDP mezikvartálně o (neanualizovaných) 1,6 %. Za předpokladu, že ekonomický růst ve druhém čtvrtletí přesáhne 2 % k/k, bude předcovidová úroveň dosažena již v první polovině letošního roku. V rámci dlouhodobého ekonomického plánu chystá kongres uvolnění dalších zhruba 3 bilionů dolarů (13 % HDP) určených na výdaje v oblasti infrastruktury, energetiky či zdravotnictví a školství. Výdaje by měly být částečně pokryty zvýšením korporátní daně a vyšším zdaněním vysokopříjmových skupin. S takto silnou fiskální podporou kombinovanou s nízkými úrokovými sazbami má americké hospodářství potenciál přesáhnout předcovidový trend růstu už v příštím roce.

Stejně jako v případě eurozóny je inflace v USA v meziročním srovnání silně ovlivňována vývojem z jara minulého roku. Příchozí data o inflaci jsou tak poněkud značně zkreslena. Například ceny pohonných hmot byly v březnu o 11 % vyšší, čímž posunuly celkovou inflaci o 30 bazických bodů nad jádrovou inflaci. I ta již ovšem zaznamenala mírný růst, především pak v kategorii služeb, která profituje z uvolňování ekonomických uzavírek. Dle očekávání finančního trhu bude inflace silnit během letošního a příštího roku, kdy by měla přesáhnout 2,5 %. Na delším časovém horizontu se inflační očekávání v poslední době naopak snížila a jsou tak v souladu s mandátem Fedu cílování průměrné inflace.

Od Fedu očekáváme dlouhodobě uvolněnou měnovou politiku. Současnou zvýšenou volatilitou v inflaci se centrální banka nenechá rozhodit, jelikož tento vývoj vyhodnocuje jako přechodný, a navíc disponuje díky cílování průměrné inflace větší mírou tolerance pro případné odchylky od inflačního cíle. Americká ekonomika sice vykazuje známky silícího ekonomického oživení, to je ale do velké míry hnáno fiskální podporou a restartem odvětví doposud tlumených uzavírkami. A i když jsou vyhlídky pozitivní, bude pro měnovou politiku Fedu směrodatný především skutečný spíše než očekávaný vývoj ekonomiky. Navíc součástí mandátu Fedu je dosažení plné zaměstnanosti, ovšem zotavení na trhu práce bude v porovnání s oživením ekonomické aktivity pomalejší (mimořádně i kvůli strukturální nezaměstnanosti). V souhrnu tak americká centrální banka nemá s utahováním měnové politiky kam spěchat.

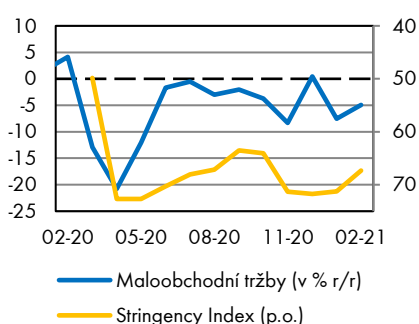
Česká ekonomika je odolnější, než se čekalo

Příběh české ekonomiky byl v prvních třech měsících letošního roku opět diktován pandemií. Restriktivní opatření zůstala nadále v platnosti a z důvodu nepříznivé epidemické situace se navíc i výrazně zpříšňovala. Domácí poptávka tak nadále tlumila ekonomický vývoj. Restriktivní opatření ovšem byla utazena i v zahraničí, což vedlo v porovnání se závěrem minulého roku k mírnému zhoršení i v zahraniční poptávce. Tento vývoj navíc umocnily komplikace v odběratelsko-dodavatelských řetězcích, například v podobě nedostatku vstupních materiálů, což limitovalo objem výroby. Celková ekonomická situace se tak v prvním čtvrtletí znovu mírně zhoršila, což potvrdil předběžný výsledek HDP, podle něž ekonomika mezičtvrtletně poklesla o 0,3 % oproti růstu o 0,6 % v 4Q20. Meziroční ztráty byly ale staženy ze -4,8 % na -2,1 %. V naší lednové prognóze jsme s takto mírným poklesem

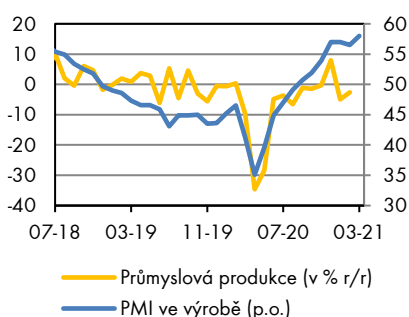
Tržby a nové zakázky v průmyslu

2020/21, v % r/r	pros	led	únor
Tržby z přímého vývozu	8,4	2,2	1,2
Tržby domácí	-3,2	-2,5	-2,9
Zahraniční nové zakázky	8,9	4,2	8,9
Domácí nové zakázky	10,4	-18,8	1,5

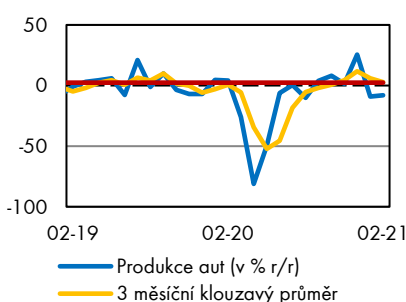
Zdroj: ČSÚ, Raiffeisen RESEARCH

Uzávěry diktují vývoj tržeb


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmyslová produkce a PMI


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Produkce automobilů


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

počítali. Nicméně odhad byl podmíněn postupným zlepšováním epidemické situace, tedy absencí další covidové vlny a národního lockdownu. Skutečnost, že výkonost HDP nakonec odpovídala původnímu scénáři „bez uzávěry ekonomiky“ jen dokládá odolnost českého hospodářství a zdejších podnikatelů. Pokles spotřeby domácností a investic byl v prvním čtvrtletí pravděpodobně pouze mírný. A i méně než na konci loňského roku přispíval zahraniční obchod a spotřeba vlády. **Výhled pro růst ekonomiky v letošním roce jsme navýšili z původních 2,5 % na 3,1 %.** To oproti minulé prognóze přesouvá část ekonomického oživení z příštího do letošního roku. **Za celý příští rok proto očekáváme nižší, stále však silný, růst o 4,8 % (5,5 % v předchozí prognóze).**

Za předpokladu postupného rozvolňování restriktivních opatření již během května očekáváme, že se ekonomika v druhém kvartále navrátí k růstu (o 1,1 % k/k) a její výkon by měl v druhé polovině roku ještě zesílit. **Z hlediska jednotlivých složek HDP** očekáváme nejsilnější příspěvek od spotřeby domácností, vlády a exportu. Na trhu práce neočekáváme nikterak dramatické zhoršení a pozdržená spotřeba spolu s vysokými nadúsporami (zhruba 5 % HDP) požene ne nutně hned, ale postupně, výdaje vzhůru. Vládní spotřeba výrazně poroste i letos na pozadí s pandemií souvisejících výdajů. Navíc neočekáváme, že by došlo před volbami ke snížení fiskálního impulzu. Světový zahraniční obchod se již dostal na předpandemickou úroveň a s rozvolněním restrikcí počítáme s postupným odezněním komplikací v dodavatelských řetězcích, což zahraniční obchod dále podpoří. Oživení očekáváme také u firemních investic. Na pozadí zlepšujícího se sentimentu a nízkých nákladech financování předpokládáme, že dojde k nastartování investičního cyklu a obnově zásob. Na předkrizové hodnoty by se ekonomika měla (přesto) dostat v prvním čtvrtletí příštího roku.

Ekonomický výkon bude popohánět také financování z **unijních fondů obnovy**. Nicméně letos bude prorůstový efekt ještě slabý. Evropská komise sice přislíbila v návaznosti na předložení Národního plánu obnovy předfinancování ve výši 13 % z celkového finančního příspěvku, nicméně je třeba zohlednit časové prodloužení z důvodu administrativy či samotné realizace investičních projektů. Výraznější příspěvek k růstu HDP tak bude snad viditelný až od příštího roku. V letech 2022-2024 očekáváme průměrný příspěvek 0,4pb k HDP s tou podmínkou, že se fondy bude dařit čerpat lépe než doposud.

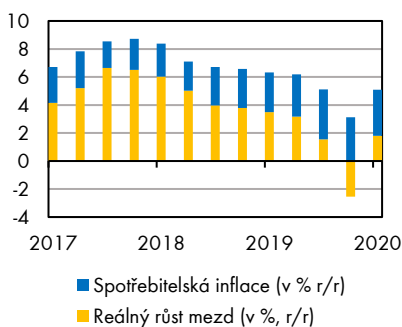
Poptávka průmyslu nechybí, výrobní materiál ano

Během čtvrtého čtvrtletí minulého roku působil průmysl jako stabilizátor ekonomiky. V prvním čtvrtletí však tato pozice garantována není. V říjnu a listopadu minulého roku poklesl průmysl meziročně o 1,5 % respektive 0,3 %, v prosinci tyto ztráty však více jak kompenzoval nárůstem o 8 %. Začátkem letošního roku se ale dostavil zádrhel a za leden a únor byla průmyslová výroba meziročně v průměru o 3,8 % nižší. Na vině nebyla ale poptávka. Ta v důsledku přísnějších opatření v sousedících zemích sice relativně k závěru roku 2020 mírně zvolnila, i přesto se dá vyhodnotit jako příznivá, když se objednávkové knihy výrobců dále plnily. Komplikace lze hledat na nabídkové straně, konkrétně v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Docházelo k rekordnímu prodlužování dodacích lhůt výrobního materiálu a v horším případě i k jeho nedostatku. To se týkalo především polovodičů, které jsou nezbytnou komponentou pro výrobu automobilů nebo spotřební elektroniky. Některé firmy, jako například automobilka Škoda Auto, byly nakonec nuceny omezit výrobní aktivitu. Zádrhely v dodavatelských řetězcích jsou důsledkem pandemie a souvisejících restrikcí ekonomiky, a lze tak předpokládat, že se znovuotevřením ekonomik odezní. To ale bude nějakou dobu trvat. Proto očekáváme ztíženou situaci i v nejbližších měsících. Předpokládáme, že průmyslová produkce po loňském propadu o 8,1 % vzroste letos o 6,8 %, přičemž podporu jí v období mezi dubnem a květnem poskytne velmi nízká srovnávací základna. V příštím roce počítáme s pokračujícím růstem výroby (3,4 %), která

bude profitovat přes úzké napojení na export z nadále sílící aktivity v globálním zahraničním obchodu.

Trh práce pandemii přečkal bez větší úhony

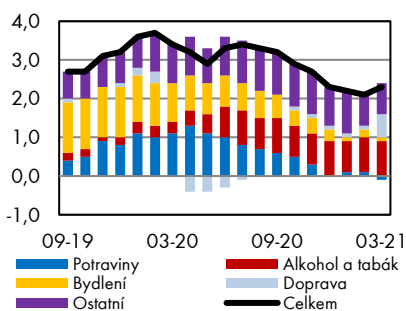
Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Česká statistika nezaměstnanosti se vlivem vládních podpůrných programů zcela odpoutala od vývoje reálné ekonomiky. Navzdory rekordnímu propadu českého hospodářství narostl podíl nezaměstnaných od začátku pandemie jen o zhruba 1,2 procentního bodu a aktuálně činí 4,2 %. Z letmého pohledu na trh práce by se tak mohlo zdát, že se nic dramatického za poslední rok vlastně ani neudálo. Pod povrchem se ovšem škody načítají. Umělé udržování pracovních pozic z veřejných rozpočtů nejen zatěžuje státní rozpočet, ale hlavně vytváří na pracovním trhu nesoulad mezi nabídkou a poptávkou. Zatímco tak část zaměstnanců dostává státní podporu, přičemž nepracuje, v jiných částech ekonomiky – primárně ve zpracovatelském sektoru – se pracovní síly nedostává. Vzhledem k blížícím se parlamentním volbám se zdá být jasné, že vláda nárůst nezaměstnanosti před volbami nebude chtít nepřipustit a dotovat pracovní místa bude i nadále. Nadcházející teplé měsíce pak zvýší poptávku po sezónních pracích, a registrovaná míra nezaměstnanosti tak pravděpodobně dále mírně poklesne. Teprve v podzimních měsících lze zřejmě očekávat její opětovný nárůst, ovšem ani ten ji nevytlačí do blízkosti 5 %. Zpomalí ovšem mzdová dynamika, kterou v letošním roce potáhne vzhůru hlavně netržní sektor a statistické efekty. Podobně jako v předchozích kvartálech lze totiž očekávat, že o práci budou spíše přicházet nízkopříjmoví zaměstnanci. V souhrnu tak letos očekáváme růst průměrné nominální mzdy o 3,1 %. Čisté příjmy díky zrušení superhrubé mzdy a snížení sazby daně porostou v průměru více než dvojnásobným tempem.

Struktura míry inflace (r/r, v p.b.)

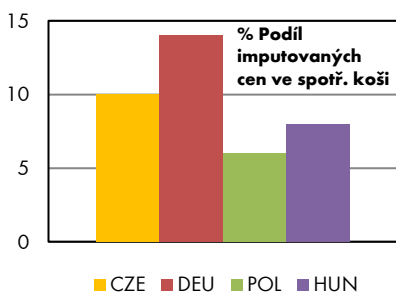


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Inflaci rozkolísají pozůstatky pandemie

Inflace zůstala v prvních deseti měsících minulého roku zvýšená, když se v meziročním srovnání pohybovala nad 3 % (celoroční průměr 3,2 %). Ke zpomalení inflačních tlaků docházelo až v závěru roku – v prosinci míra inflace činila 2,3 %. Počátkem nového roku se očekávalo další snížení dynamiky až pod 2 %, nicméně lednový výsledek překvapil meziročním růstem spotřebitelských cen o 2,2 %. V únoru inflace dále mírně zpomalila na 2,1 %, kde podle nás již dosáhla dna a v příštích měsících bude opět zesilovat. Nebude se ovšem jednat o nárůst inflačních tlaků v domácí ekonomice, nýbrž o pandemií vyvolané faktory, které ztlačí inflační vývoj nejen v tuzemsku, ale i ve světě. Některé z nich vstupují do meziroční míry inflace počínaje březnem, tedy obdobím, kdy byl minulý rok zaveden lockdown, a některé se zase začnou projevovat až s otevřením ekonomiky. K tomu prvnímu typu faktorů patří především vývoj cen ropy, potažmo energií a pohonných hmot, které se s úderem pandemie rychle propadaly a zanechaly tak neobyčejně nízkou srovnávací základnu. Tento ryze statistický efekt navíc aktuálně přizívuje zdražování komodit, jež reflektuje ožívání globální ekonomiky (především USA a Asie). Očekáváme, že ceny pohonných hmot v tuzemsku letos vzrostou v průměru o 5,6 %, přičemž většina tohoto růstu bude uskutečněna ve druhém čtvrtletí, kdy je srovnávací základna nejnižší. Do meziroční inflace by efekt vyšších cen pohonných hmot měl přispět 0,2pb. Pro srovnání, v ostatních zemích regionu, Polsku a Maďarsku, odhadujeme příspěvek ve výši 0,7pb, respektive 0,4pb. Další narušení inflace je způsobeno posuny či eliminací běžných sezónních faktorů. Jednak došlo vlivem pandemie ke změně chování spotřebitelů (například vychýlením výdajů směrem k určitému typu zboží), jednak statistický úřad čelil problému neexistujících dat o cenách, jelikož obchody zůstaly zavřené. Bylo tak třeba ceny získávat jiným způsobem (například z e-shopů) či v některých případech používat tzv. imputované ceny, jinými slovy používat ceny z předchozích období. S otevřením služeb a obchodů budou ceny opět dostupné, a bude tak pravděpodobně docházet k přecenění, a tím pádem

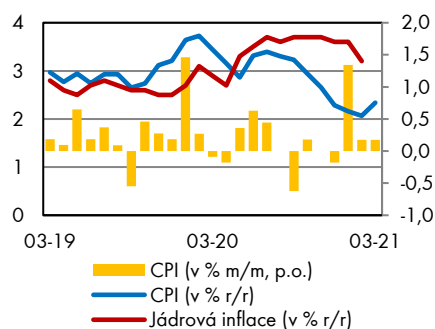
Imputované ceny v CPI koši



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

ke krátkodobým výkyvům v měsíčních statistikách inflace. V souhrnu budou ale z pandemie vyplývající narušení pouze přechodná. Platí tak, že inflace bude tento rok volatilnější, neočekáváme ale nikterak výrazné, nekontrolovatelné inflační tlaky. Po zohlednění výše zmíněných faktorů, ale i dalších vlivů jako například zvýšení daně na tabák či očekávání dohánění pozdržené spotřeby, očekáváme meziroční inflaci v průměru na 2,5 %, v příštím roce na 2,2 %.

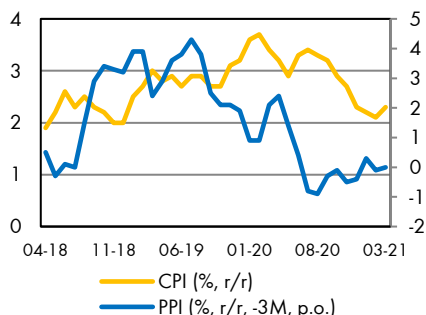
Vývoj CPI a jádrové inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Spíše, než celkovou míru inflace bude důležité sledovat její jádrovou složku, jelikož ta některé faktory spojené s pandemií nezohledňuje (např. ceny pohonných hmot). Poskytne tak „čistší“ pohled na skutečné cenové tlaky. Jádrová inflace byla minulý rok vysoká (v průměru 3,6 %) a srovnávací základna jí tak letos napomůže k nižším hodnotám. Kromě tohoto vlivu technického rázu ale nepředpokládáme, že by makroekonomická situace letos vytvářela cenové tlaky. Zaprvé ekonomika stále operuje pod svým potenciálem. Zadruhé předpokládáme mírný nárůst nezaměstnanosti (MPSV) a pouze mírný růst reálné mzdy (zvýšení čisté mzdy lidé spíše ušetří nebo utratí za „luxusní“ zboží včetně zahraničních dovolených). Zařetí očekáváme návrat koruny k silnějším hodnotám. V souhrnu tak vidíme prostor pro neinflační růst ekonomiky. Jádrová inflace by mohla tento rok dosáhnout v průměru 2,7 %. Koncem roku se však trend zpomalování jádrové inflace pozastaví a obrátí v mírně vyšší dynamiku, což bude reflektovat progres v ekonomickém oživení.

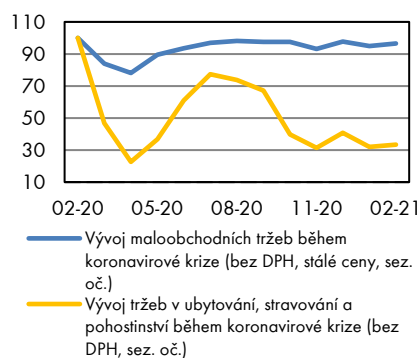
Vývoj CPI a PPI (-3 měsíce)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Od cen průmyslových výrobců čekáme oproti předchozí prognóze svižnější růst (o 3,2 % oproti 1,4 %). Důvodem jsou již zmíněné vyšší ceny komodit, ale také nezvykle silné tlaky na ceny vstupů ve výrobě. Navíc komplikace v dodavatelských řetězcích nemají vliv pouze na výrobu, ale i na ceny. Růst cen dopravy a nedostatku materiálu v kombinaci s příznivou poptávkou tlačí ceny vstupů vzhůru a tento vývoj se rychle propisuje do cen průmyslových výrobců. Očekáváme že v druhém i třetím čtvrtletí setrvají ceny průmyslových výrobců v blízkosti 4 %. V závěru roku, a především v průběhu příštího roku by měly postupně zvolnit až pod 2 %.

HOREKA a ostatní maloobchod



Pozn.: únor 2020 = 100

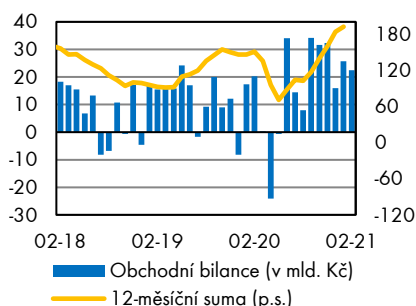
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby se posunou ze zboží do služeb

Na rozdíl od zahraničního obchodu a průmyslu byl maloobchod během pandemie nejpostiženějším sektorem, jelikož byl přímo ovlivněn restriktivními opatřeními. Ve srovnání se začátkem minulého roku byl však negativní dopad nižší. Domácnosti se přizpůsobily pandemické situaci a spotřebu přesunuly do online prostředí, což vyplývá jak z nárůstu objemu karetních transakcí, tak i z měsíčních statistik maloobchodních tržeb. Například v únoru si maloobchod prostřednictvím internetu či zásilkových služeb připsal relativně střídmý meziroční pokles (-4,9 % r/r v únoru). Detailnější sektorový pohled ovšem ukazuje na citelně odlišný vývoj. Pro služby, které se nemohou přesunout do online prostředí, jsou ztráty nadále významné. Například v ubytování se meziroční ztráty stále pohybují okolo 80 % r/r. S rozvolněním restrikcí očekáváme svižné oživení především v sektoru služeb, kde bude doháněna pozdržená spotřeba. Měl by tak být pozorovatelný nárůst výdajů v sektoru služeb v relativním srovnání s výdaji na spotřebu zboží. Celkově za letošek očekáváme růst maloobchodních tržeb, včetně prodeje automobilů, o 2,7 %.

Dynamika dovozů převyšší vývozy

Obchodní bilance



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Zahraniční obchod poskytl české ekonomice v posledním čtvrtletí roku 2020 podporu a v této roli pokračoval i v prvním čtvrtletí 2021. Zahraniční poptávka ale mezičtvrtletně mírně oslabila, což se projevilo i na výkonu exportu. Po zohlednění sezónních vlivů byla hodnota exportu se zbožím za první dva letošní měsíce oproti posledním dvěma loňským měsícům o 3,8 % nižší. Export čelil hned dvěma komplikacím. Tou první je mírné zhoršení zahraniční poptávky, když významní obchodní partneři přistoupili z důvodu nepříznivé pandemické situace k přísnějším restrikcím. Tím se zhoršila tamní domácí poptávka s negativním dopadem na české vývozy. Za všechny příklad Německo: zatímco ve čtvrtém kvartále 2020 byly vývozy do Německa v průměru meziročně o 17 % vyšší, za období leden až únor byly meziročně v plusu průměrně jen o 1 %. Druhou komplikací pro zahraniční obchod byly zhoršující se podmínky v dodavatelských řetězcích, které omezovaly aktivitu v průmyslu a tím pádem i v exportu. S postupným rozvolňováním restriktivních opatření doma i v zahraničí bude poptávka sílit a komplikace v dodavatelských řetězcích by měly začít postupně odeznívat. **Export by tak měl znovu nabírat obrátky** (což naznačuje i odhad Indexu Exportu zveřejňovaný Raiffeisenbank ve spolupráci s Asociací exportérů), k čemuž mu v nejbližších několika měsících napomůže i velmi nízká srovnávací základna z minulého roku. To samé ale platí i pro import, který poroste díky oživení investiční aktivity firem a doplňování zásob. Celkovou bilanci zahraničního obchodu tak letos očekáváme oproti roku 2020 nižší.

ČNB bere zpátečku

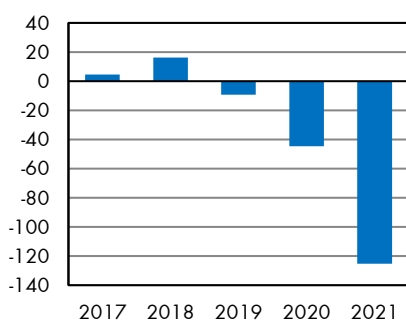
Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	VI-21	IX-21	XII-21
3M	0,36	0,4	0,4	0,4
6M	0,43	0,4	0,4	0,4
12M	0,58	0,5	0,6	0,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Česká národní banka ve své únorové prognóze zachovala výhled na hned trojí zvýšení základní sazby v průběhu letošního roku, a jelikož se její představitelé od této modelové trajektorie explicitně nedistancovali, odstartoval tím i růst sazeb tržních. Za hlavní riziko prognózy ČNB tehdy označila možný nepříznivý pandemický vývoj a pomalý postup vakcinace, což je shodou okolností přesně to, čeho jsme v Česku následně byli svědky. My jsme k vidině takto svižného zpřísnění měnové politiky byli již od počátku skeptičtí a nedávný vývoj nám dává za pravdu. Ekonomický propad se sice již výrazněji neprohluhuje, ovšem mluvit o úspěšném restartu by bylo ještě předčasné a nemalá část ekonomiky se nadále nachází ve stavu klinické smrti. I veřejná vyjádření bankéřů z posledních týdnů nabývají poněkud méně jestřábího tónu a hovoří o pravděpodobném odkladu a potenciálně i zmírnění tempa normalizace měnové politiky. Jakýkoliv posun tímto směrem navíc centrální banka podmiňuje tím, že musí nejprve dorazit přesvědčivá data. Nadále tak předpokládáme, že s každým měsícem bude zřejmější, že si česká ekonomika vyžádá monetární podporu po delší dobu, a předpokládáme, že **čas k prvnímu zvýšení základní sazby dozraje teprve začátkem roku 2022.**

Saldo státního rozpočtu (březen, mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Konsolidace veřejných financí v nedohlednu

Státní rozpočet zakončil loňský rok rekordním deficitem a stejně tak zahájil i ten letošní. Jen za první tři měsíce roku činil kumulovaný schodek již 125 mld. Kč, na čemž se pochopitelně významně podepsaly pandemické ekonomické uzavírky a s nimi spojený pokles příjmů i nárůst výdajů. Vzhledem k okolnostem se ovšem inkaso přímých daní nevyvíjelo tak tragicky, jak patrně předpokládalo ministerstvo, a s očekávaným znovuotevřením ekonomiky pravděpodobně dále zrychlí. Sníží se i tlak na výdajovou stranu, která byla dosud významně zatěžována podpůrnými pandemickými programy. Zároveň by ovšem měly narůstat investiční výdaje, které mívají tradičně pomalejší rozjezd, a nelze vyloučit ani předvolební dárečky stěžejním voličským skupinám. Přesto zachováváme naši prognózu beze změny, a spíše než rozpočtovaných 500 mld. Kč letos očekáváme deficit poblíž 400 mld. Kč. Výhled na další roky bude záviset hlavně na výsledku parlamentních voleb,

ovšem současná vláda se netají záměrem **pokračovat v extrémně uvolněné fiskální politice i po pominutí pandemie.**

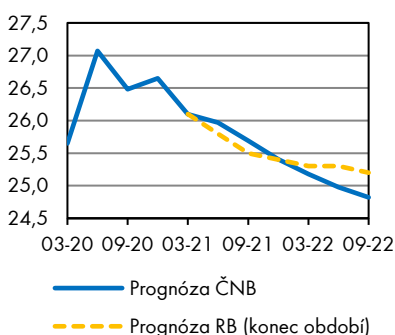
Koruna má dobře našlápnuto

Kurz koruny

	aktuál.	VI-21	IX-21	XII-21
EUR/CZK	25,87	25,8	25,5	25,4
USD/CZK	21,41	21,2	20,7	20,7

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	VI-21	IX-21	XII-21
2 roky	0,92	0,9	0,9	0,9
5 let	1,40	1,4	1,4	1,5
10 let	1,75	1,8	1,8	1,8

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Česká měna se již z velké části oklepala po dramatickém pandemickém propadu, který ji s nárůstem globální rizikové averze srazil společně s dalšími rizikovými aktivy. S úlevou lze konečně konstatovat i to, že Česko přestalo být odstrašujícím příkladem nezvládnutého boje s pandemií, kterým bylo v průběhu zimních měsíců. Do popředí se tak dostala hlavně měnová politika, která koruně v rámci našeho regionu hraje do karet. Na rozdíl od té polské či maďarské nesáhla česká centrální banka v průběhu pandemie ke kvantitativnímu uvolňování a zároveň se jako jedna z prvních zaobírá plány na zvyšování sazeb v dohledné době. K němu sice podle našeho názoru nakonec dojde později, než trh aktuálně předpokládá, ovšem zklamání z tohoto vývoje by měl přebít restart tuzemské ekonomiky, který je již za dveřmi. **Dosavadní vývoj prakticky dokonale kopíroval naši poslední prognózu a ani nyní na ní nemáme důvod cokoliv měnit.** Koruna tak podle nás v nejbližších měsících bude pod vlivem rostoucí ekonomiky posilovat směrem k EUR/CZK 25,50 a ačkoliv ji během podzimu zbrzdí právě tržní zklamání z nedoručeného zpřísnění měnové politiky, do konce roku stačí ještě mírně přidat a skončí na EUR/CZK 25,40.

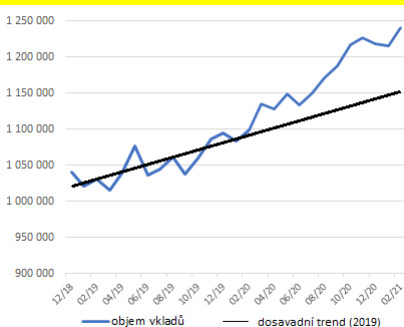
Výnosy poskočily a ještě nekončí

Výnosy vládních dluhopisů během jarních měsíců výrazně narostly prakticky po celém světě, přičemž hlavním impulzem byl raketový restart americké ekonomiky v kombinaci s masivní fiskální podporou tamní vlády. Rostoucí inflační očekávání i nabídka cenných papírů tak tlačily výnosy vzhůru nejen ve Spojených státech, ale i globálně, a to do té míry, že donutily i Evropskou centrální banku proti tomuto vývoji zakročit. V České republice se k tomu přidalo i tržní přesvědčení o blížícím se rychlém zpřísnění tuzemské měnové politiky a také zcela jasně signalizovaná neochota české vlády k jakémukoli fiskální konsolidaci, což prakticky garantuje objemnou nabídku dluhopisů v blízké budoucnosti. I pro nadcházející období **předpokládáme další růst výnosů, byť již výrazně umírněnějším tempem.** Hlavně na krátkém konci výnosové křivky podle nás dojde k vystřízlivění až se ukáže, že Česká národní banka nakonec nebude ve své politice tak agresivní, jak nyní trh předpokládá. Zde tak očekáváme v nejbližších měsících přibližnou stagnaci či jen velmi mírný nárůst, zatímco na delším konci by růst měl být o něco svižnější.

Bankovní sektor – pokračuje růst úspor a hypoték

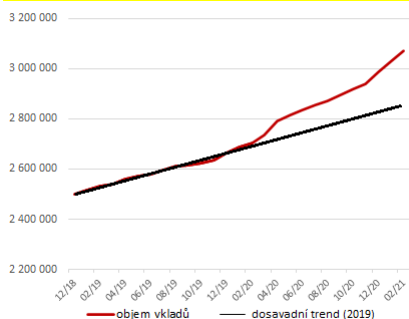
V prvním čtvrtletí letošního roku se završil rok od počátku pandemie Covid-19, a můžeme tak začít hodnotit i dlouhodobější dopady všech dosavadních protipandemických opatření. Prvním z nich je neočekávaně vysoký nárůst úspor v bankovním sektoru. Odložená spotřeba a investice, finanční přílepkování díky daňovému balíčku, odložení splátek v rámci úvěrového moratoria, to vše přineslo za posledních 12 měsíců navýšení vkladů firem a domácností o více než 507 mld. Kč, přičemž dlouhodobý průměr se pohybuje kolem 220 mld. Kč za rok. Nefinanční podniky uspořily zhruba o 74 mld. Kč více, než by naznačoval dosavadní trend vývoje úspor z doby před pandemií. U domácností se suma **nad-úspor** vyšplhala na 194 mld. Kč. Výsledky prvních dvou měsíců letošního roku navíc nenaznačují změnu trendu ve vývoji vkladů, a proto zatím nelze očekávat zrychlení tempa spotřeby. Ani po plném uvolnění restrikcí v maloobchodě a službách neočekáváme okamžitě užití všech naspořených finančních prostředků, neboť míra nejistoty budoucího vývoje zůstává stále vysoká. Dalším výrazným znakem aktuálního vývoje bankovního

Vklady - nefinanční podniky (mil. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Vklady - domácnosti (mil. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

sektoru je **raketový růst hypotečních úvěrů**. Ty byly od počátku pandemie podporovány uvolněním regulačních doporučení ze strany ČNB a nízkou úrokovou sazbou, přesto asi nikdo neočekával tak intenzivní poptávku. Již od července loňského roku měsíční objem nově poskytnutých hypoték přesahuje 20 mld. Kč, což byla hodnota doposud spíše výjimečná. I na začátku roku, což bývá pro nově sjednávané kontrakty velmi slabé období, pokračují hypotéky ve své spanilé jízdě a trhají rekordy. Nahrává tomu i fakt, že se již delší dobu upozorňuje na blížící se růst úrokových sazeb, a proto celá řada domácností chce využít aktuální tržní sazby okolo 2 %. Jak rychle bude úroková sazba skutečně růst, tak bude postupně zpomalovat i tempo růstu hypotečních úvěrů. Přesto lze pro letošní rok očekávat velmi příznivé výsledky. Třetím důležitým efektem současné situace je **růst úvěrů se selháním**. Jejich objem se meziročně zvýšil téměř o 20 %, a tím se přerušil dlouholetý trend jejich poklesu. Díky tomu, že bankovní sektor vstoupil do pandemické krize ve velmi dobré kondici s podílem nesplácených úvěrů na úrovni 2,4 % a navíc nadále pokračuje relativně solidní růst celkových úvěrů (+3,9 % meziročně), **není souhrnný dopad růstu nesplácených úvěrů nijak intenzivní**. Aktuální podíl nesplácených úvěrů se pohybuje na úrovni 2,8 %. Přesto jsou jednoznačně patrné rozdíly ve kvalitě úvěrových portfolií podle oboru působnosti dlužníka. Například sektory kultury a rekreace, vzdělávání a vědeckých činností více než zdvojnásobily objem nesplácených úvěrů. Jednoznačně nejcitelněji celá krize dopadla na sektor ubytovacích a stravovacích služeb, kde se díky téměř 225% nárůstu nesplácených úvěrů jejich podíl na celkových úvěrech zvýšil z loňských 4,6 % na aktuálních 13,1 %. V těchto oborech díky dlouhodobému vlivu restriktivních opatření ještě stále můžeme očekávat další zhoršení platební morálky klientů. Závěrem však lze konstatovat, že na rozdíl od původních obav v počátku pandemie se tento externí šok nepřetavil do finanční krize a bankovní sektor zůstává robustní, stabilní a schopen absorbovat aktuální negativní dopady boje proti Covid-19.

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

	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
	David Vagenknecht	23 44 01 070
	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 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 burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

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

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

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

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně 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 RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI z 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 prospektech 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-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.

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/>.