

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomické oživení v eurozóně bude pomalejší, a to i v příštím roce
- Americká ekonomika míří k hladkému přistání, trh práce zpomaluje
- Fed je již v cílové rovině, sazby letos patrně již nevyšší
- ECB čelí vysoké inflaci, možností zvýšit sazby jí ale příliš nezbývá
- Česká ekonomika zůstává pod předcovidovou úrovní, oživení v příštím roce bude pomalejší
- Průmysl a zahraniční obchod profituje z automobilového sektoru
- Maloobchodní tržby zůstávají utlumené, očekáváme ale jejich růst
- Inflace v Česku nadále klesá, příští rok ale zůstane na horní hranici tolerančního pásma
- ČNB má možnost snižovat sazby, prozatím s rozhodnutím váhá
- Konsolidace státního rozpočtu probíhá, razance ale není silná
- Česká koruna v posledních měsících oslabuje, příští rok ale čekáme mírné posílení
- Výnosová křivka zůstane po delší dobu v inverzi, pokles výnosů čekáme napříč splatnostmi
- Bankovní sektor – zatímco vklady prudce rostou, úvěrům se nedaří

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 792	5 709	6 109	6 795	7 341	7 776	8 203
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,0	2,1	3,0
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 271	25 827	28 072	29 619	31 766
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	2,6	0,4	1,7	4,2
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	3,5
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	4,6	4,7	6,5	8,2	7,0	5,0
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	24,3	5,7	1,4	2,4
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	15,1	11,0	3,1	2,2
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	15,8	8,2	2,8	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,5	-2,7	-2,1
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,0	37,7	42,0	44,2	45,3	46,4	46,7
Obchodní bilance, mld. Kč	145,7	179,9	-9,0	-201,6	101,0	146,0	203,0
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-0,4	0,2	0,6
CZK/EUR, průměr	25,7	26,5	25,6	24,6	24,1	24,4	24,0
CZK/USD, průměr	22,9	23,2	21,7	23,3	21,9	21,4	20,7
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,0	0,3	3,8	7,0	6,5	4,5	3,0
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	7,3	6,7	4,7	3,3
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	5,4	5,2	4,0	2,9
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	5,2	4,5	3,5	3,0
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	5,0	4,2	3,5	3,3

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	5,1	0,5	2,7	3,5
Maďarsko	4,6	0,0	3,0	4,0
ČR	2,5	0,0	2,1	3,0
Slovensko	1,7	1,0	1,6	2,1
SE	4,2	0,5	2,7	3,3
Rumunsko	4,7	2,0	3,3	4,0
Bulharsko	3,4	1,7	2,5	3,5
Chorvatsko	6,2	2,5	2,7	2,6
Srbsko	2,4	1,9	3,0	3,0
Bosna a Her.	4,0	1,8	3,0	3,5
Albánie	4,9	4,1	4,3	3,7
Kosovo	3,5	4,9	4,0	3,9
JVE	4,6	2,2	3,2	3,6
Rusko	-2,1	1,5	0,5	0,9
Ukrajina	-29,1	3,5	5,4	6,5
Bělorusko	-4,7	1,5	2,0	2,0
SNS	-4,7	1,6	0,9	1,4
eurozóna	3,5	0,5	0,8	1,3

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	14,3	12,1	6,0	2,5
Maďarsko	14,5	17,9	6,1	4,6
ČR	15,1	11,0	3,1	2,2
Slovensko	12,1	11,6	5,2	2,3
SE	14,0	12,4	5,3	2,8
Rumunsko	13,8	10,7	6,4	4,0
Bulharsko	15,3	9,6	3,9	3,2
Chorvatsko	10,8	7,6	3,3	2,6
Srbsko	11,9	11,2	6,3	3,5
Bosna a Her.	14,0	6,3	3,0	2,5
Albánie	6,7	4,7	3,8	3,5
Kosovo	11,6	4,8	2,2	2,3
JVE	12,8	9,7	5,6	3,6
Rusko	13,3	6,0	4,0	4,0
Ukrajina	20,0	14,7	9,2	8,5
Bělorusko	15,2	10,7	9,0	8,6
SNS	14,0	6,7	4,6	4,6
eurozóna	8,4	5,6	2,9	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	4,69	4,55	4,45	4,40
Maďarsko	391	378	380	390
ČR	24,6	24,1	24,4	24,0
Rumunsko	4,93	4,94	4,99	5,05
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,54	-	-	-
Srbsko	117	117	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	119	108	107	104
Rusko	72,3	91,9	100,4	102,2
Ukrajina	34,0	40,4	46,4	48,6
Bělorusko	2,76	3,12	3,67	4,12
USA	1,05	1,09	1,14	1,16
Švýcarsko	1,01	0,97	1,00	1,02

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	6,00	6,00	5,50	5,25
Maďarsko	13,00	13,00	11,50	10,00
ČR	7,00	7,00	6,50	6,00
Rumunsko	7,00	7,00	7,00	7,00
Rusko	12,00	12,00	12,00	10,00
Eurozóna	4,25	4,25	4,25	4,25
USA	5,50	5,50	5,50	5,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	6,01	5,90	5,50	5,25
Maďarsko	13,00	12,95	11,45	9,95
ČR	7,09	7,20	6,65	6,15
Rumunsko	6,40	6,50	6,50	6,50
Rusko	13,50	11,50	11,30	10,60
Eurozóna	3,79	3,85	3,85	3,70
USA	5,67	5,30	5,30	5,05

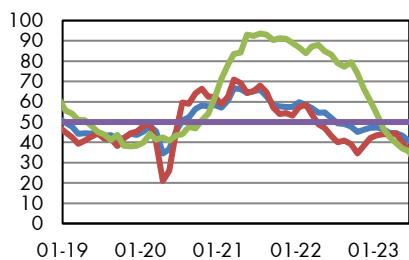
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	5,53	5,60	5,60	5,50
Maďarsko	7,02	6,70	6,45	6,30
ČR	4,52	4,40	4,20	3,90
Rumunsko	6,78	6,70	6,70	6,60
Chorvatsko	3,86	3,75	3,70	3,70
Rusko	11,0	11,4	11,4	10,5
Eurozóna	2,64	2,35	2,30	2,25
USA	4,29	3,60	3,50	3,40

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Rozklad PMI v Německu

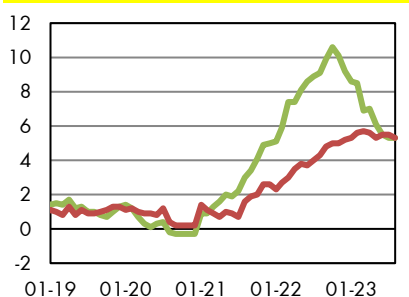


01-19 01-20 01-21 01-22 01-23

— PMI pro výrobu (Německo)
— PMI - nové objednávky
— PMI - ceny vstupů

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

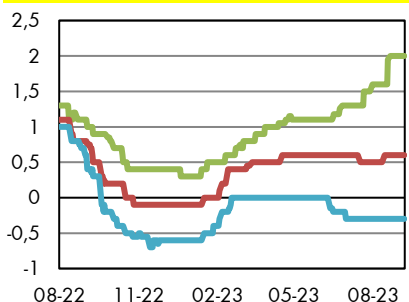
Inflace v eurozóně



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

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Očekávaný růst HDP v roce 2023



— USA — Eurozóna — Německo

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Vnější prostředí

Růst eurozóny bude velmi pozvolný

Obavy z nedostatku ruského plynu byly i vzhledem k velmi mírné zimě zažehnány a země eurozóny se tak vyhnuly výraznějšímu ekonomickému propadu. **Ovšem čtvrtletní výsledky HDP v roce 2023 naznačují, že ekonomika eurozóny je zatím daleko od vyššího růstu.** Předstihové ukazatele signalizují, že průmyslový sektor se nachází v recesi, a to obzvláště kvůli stále nízké poptávce a nedostatku pracovních sil. Navíc i sektor služeb ztratil svou předchozí dynamiku a sám o sobě tento sektor oživení nezajistí. **Ve srovnání s předchozími kvartály ale bude růst podpořen spotřebou domácností,** jelikož ceny energií i potravin pokračují v sestupném trendu, a naopak reálné mzdy porostou. Domácnosti tak budou mít více disponibilních prostředků, což zvýší poptávku především v oblasti služeb. Na druhé straně **restriktivní politika ECB bude dále tlumit investiční aktivitu.** Firmy tak nebudou čerpat v takové míře úvěry za účelem rozšíření své podnikatelské činnosti či hledání inovativnějších řešení. Co se týká fiskální politiky, tak ta by měla být na celoevropské úrovni proaktivní, jelikož se očekává nejvyšší čerpání finančních prostředků z tzv. fondu Next Generation EU. Ale rozpočtová politika jednotlivých členských zemí by měla být umírněnější, jelikož Evropská unie znovu spouští Maastrichtské kritérium o výši veřejného deficitu pod 3 % HDP, které bylo dočasně vypnuto v období covidu. Dosavadní výsledky eurozóny nás donutily přehodnotit naše odhady, kdy očekáváme, že **ekonomika eurozóny v tomto roce vzroste o 0,5 % a i růst v příštím roce bude pomalejší, než jsme původně předpokládali (nižší než 1 %).**

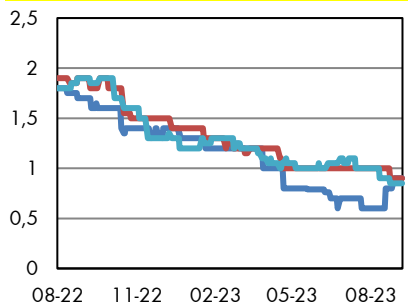
Inflace klesá pomalu a cíl je stále daleko

Inflace v eurozóně sice od začátku roku výrazně poklesla, ale **stále se nachází daleko od inflačního cíle Evropské centrální banky.** Podle předběžného údaje za měsíc srpen činí meziroční inflace v zemích s jednotnou evropskou měnou 5,3 %. Nejvyšší letošní pokles byl mezi únorem a březnem, kdy inflace poklesla o 1,6 p. b., ale od letošního května dále poklesla pouze 0,8 p. b., z čehož je patrné, že dezinflační proces ztrácí na síle. Ani ve zbytku roku neočekáváme zásadnější změnu, a inflace tak bude i nadále klesat velmi pozvolna. K tlumení inflace budou nejvíce přispívat klesající ceny energií a pohonných hmot, které v minulém roce po vypuknutí války na Ukrajině explodovaly do astronomických výšin. V tento okamžik je cena zemního plynu na nizozemské burze na úrovni jako před začátkem války. Cena ropy sice od konce května mírně zdražuje, ale zatím je na hony vzdálená loňským cenám. Ani ceny potravin už nebudou v takové míře přispívat k takové výši inflace, jelikož ceny některých potravin padají, anebo jejich růst nebude již tak dynamický. Celková inflace v tuto chvíli dosahuje stejné úrovně jako jádrová inflace (5,3 %). I ta bude klesat, a to především kvůli cenám zboží, naopak ceny služeb mohou být více perzistentní, a mohou být tak jednou z příčin pomalejšího poklesu jádrové inflace. **Návrat k 2% cíli bude ale běh na delší trať, což připouští i sama Evropská centrální banka, která předpovídá její návrat až během roku 2025.** Potenciálním rizikem je podobně jako v ČR trh práce, který vykazuje prvky přehřátí, což při nízké míře nezaměstnanosti dává zaměstnancům možnost žádat vyšší mzdové hodnocení, které neodpovídá jejich produktivitě práce. **Pro tento rok očekáváme v průměru inflaci ve výši 5,6 % a v roce 2024 její pokles na 2,9 %.**

Hike od ECB už nečekáme

Evropská centrální banka pokračovala i během léta v utahování šroubů a **depozitní sazba se tak vyšplhala až na 3,75 %.** To je hodnota, na které by základní úroková sazba mohla vydržet po delší časový úsek, jelikož po posledním měnovém zasedání

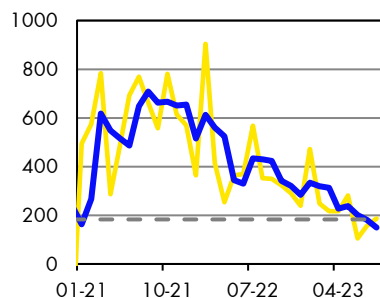
Očekávaný růst HDP v roce 2024



— USA — Eurozóna — Německo

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

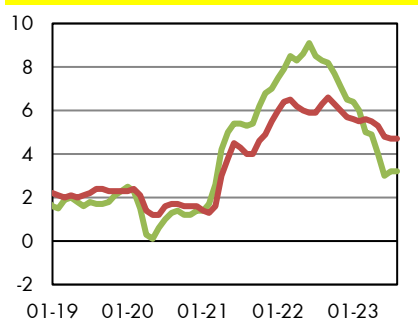
Zpomalující trh práce v USA



— Tvorba pracovních míst (v tis.)
— 3M Průměr
- - - Průměr 2010-2019

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Inflace v USA



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

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

tentokrát nezazněl z úst prezidentky ECB Christine Lagarde jasný příslib dalšího zvýšení, jako tomu bylo v předchozích případech. Rozhodnutí bankovní rady bude závislé od neaktuálnějších ekonomických dat, která budou pečlivě vyhodnocována. Předběžný údaj srpnové inflace ale ECB rozhodně nepotěšil, jelikož deflační proces byl přerušen a jádrová inflace se snížila jen nepatrně. ECB tak stojí před těžkou otázkou, protože již nyní je měnová politika značně restriktivní, což se odráží nejen na slabém ekonomickém výkonu eurozóny jako celku a zhoršujících se podmínkách financování států především z velmi zadluženého jihu, a na druhé straně chce dostát svého mandátu cenové stability. Trh je nakloněn spíše variantě stability, ačkoli výroky některých představitelů ECB jsou spíše jestřábího charakteru. **My v tomto roce již další hike neočekáváme a první snížení sazeb přijde nejdříve v polovině příštího roku.**

Americká ekonomika na cestě k měkkému přistání

Ač se to mnohým zdálo nemožné, americká ekonomika prozatím zpomaluje v režimu měkkého přistání a ani nejvyšší úrokové sazby od roku 2001 si nevybírají viditelnější daň. Rychlý ústup do recese se prozatím nekoná a především odolnější poptávka domácností spolu s pokračující expanzivní fiskální politikou udržela v první polovině roku americkou ekonomiku v kladných číslech. **Hlavní otázkou tak nyní je, zda se americká ekonomika skutečně dokázala vykoupit z ekonomického ochlazení, nebo zda jen dochází k odkládání nevyhnutelného.** Vzhledem k blížícímu se datu prezidentských voleb lze i nadále počítat se silnou podporou ze strany fiskální politiky, narativ se přesto i nadále přiklání spíše k druhé možnosti, kdy ruku v ruce se zlepšováním odhadů pro letošní rok dochází zároveň ke zhoršování predikcí pro rok příští. Ještě na začátku letošního roku očekávali analytici podle agentury Bloomberg, že americká ekonomika v letošním roce poroste o 0,3 %, v roce 2024 pak o 1,3 %. **Aktuální odhad počítá s tím, že letošní růst dosáhne rovných 2,0 %, v roce 2024 ale bude slabší, konkrétně 0,9 %.** Samotný silnější vývoj v letošním roce pak bude mít své dopady i do měnové politiky, kdy americká centrální banka není tlačena k rychlému snižování sazeb, a bude si tak moci dovolit držet úrokové sazby na vyšší úrovni po delší dobu. To na jednu stranu pomůže k jistějšímu návratu inflace k 2% cíli, na druhou stranu mohou vyšší úrokové sazby negativně dopadat na růst v nejbližších letech.

Pokles inflace v USA se v nejbližších měsících zastaví

Po dvanácti meziročních poklesech inflace v řadě se rychlý sestup dolů zastavil a v červenci dynamika ukázala opětovný nárůst. Na rozdíl od Česka nebo eurozóny ale inflace v USA již stihla klesnout blíže k inflačnímu cíli Fedu, k hodnotám okolo 3 %. **V nejbližších měsících díky vprchávacímu efektu srovnávací základny a rostoucím cenám ropy patrně bude americká meziroční inflace dále oscilovat mezi 3-4 %** a pokračující deflační proces lze očekávat až s příchodem roku 2024. Důležitější tak bude sledovat vývoj jádrové inflace, která by díky pomaleji rostoucím cenám zboží a nájům měla dále klesat a ke konci roku 2023 se dostat pod hranici 4 %. Z dlouhodobějšího pohledu očekávají analytici, že k 2% cíli se podaří vrátit již během příštího roku, kdy mediánový odhad podle agentury Bloomberg počítá, že **po letošním průměrné 4,1% inflaci, dosáhne v roce 2024 inflace 2,6 %.** Mírně zvýšená (2,3 %) by ale měla setrvat i v roce 2025.

Fed má prostor pro utaženější měnovou politiku

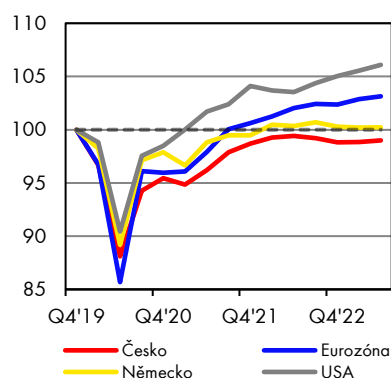
Americká centrální banka stojí před rozhodnutím, jestli v letošním roce ještě jednou zpřísnit měnovou politiku, nebo zvolit „českou“ cestu déle trvající stability sazeb. Na jednu stranu lze pozorovat probíhající deflační proces, kdy v červnu a červenci dynamika jádrové inflace zpomalila meziměsíčně na 0,2 % (sezónně očištěno), což lze již považovat za přijatelné tempo v souladu s 2% cílem Fedu. Na druhou stranu nečekaně silná odolnost

Vývoj sazeb a očekávání u Fedu



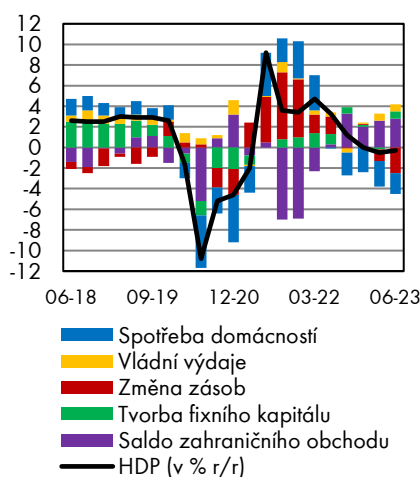
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Reálný HDP (4Q19=100)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

americké ekonomiky může představovat důvod pro další zvyšování sazeb. Fed tak nyní stojí před otázkou, zda lepší výkon amerického HDP znamená, že si ekonomika Spojených států dokáže lépe poradit s dopady vysokých úrokových sazeb, nebo zda je zpomalení jen otázkou času a další zvýšení sazeb by vedlo ještě k většímu utlumení ekonomiky v příštím roce. **Tato nejistota nahrává scénáři, že si Fed nechá prostor pro rozhodnutí a minimálně na zářijovém zasedání ponechá sazby na stávající úrovni.** Zároveň ale nevyloučí další možnost zvýšení sazeb. **V rámci naší prognózy i nadále očekáváme, že hike nepřijde ani ve zbytku roku a současný cyklus utahování měnové politiky je tak již u svého konce.** Diskuze o snižování sazeb ovšem s největší pravděpodobností nebude otázkou letošního roku a Fed bude intenzivně komunikovat svoji strategii držet sazby na vyšších úrovních po delší dobu.

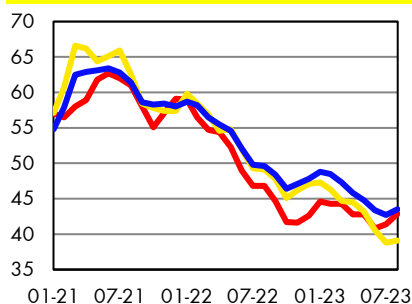
Česká ekonomika hledá cestu k růstu

Po stagnaci v prvním čtvrtletí byl podle předběžných údajů ve druhém kvartálu roku 2023 zaznamenán nepatrný **růst české ekonomiky o 0,1 %**. Hlavním důvodem je stále **významně utlumená spotřeba domácností**, které v období vysoké inflace podstatně omezily zbytečné nákupy. Ekonomická situace donutila Čechy ve vyšším měřítku spořit, což se odráží na míře úspor, která patří k jedněm z nejvyšších v rámci Evropské unie. To by se mělo změnit ve druhé polovině roku, kdy by měl být růst nominálních mezd rychlejší než klesající inflace. Ani **průmysl** nezažívá dobré časy. Předstihové ukazatele jako index nákupních manažerů (PMI) ukazují, že tento sektor se potýká s velmi nízkou poptávkou, nižším množstvím nových objednávek a zároveň se jejich hodnota snižuje. Při pohledu na jednotlivá odvětví je zřejmé, že naprostá většina z nich se nachází v problémech a **tahounem je opět automobilový průmysl**, jehož příspěvek by se ale měl do konce roku zmenšovat. **Rozpočtová politika** byla dosud velmi aktivistická a stimulovala tak výkon tuzemského hospodářství, ale na druhé straně měla negativní vliv na stav veřejných financí a zároveň byla proinflačním faktorem. Vláda proto představila fiskální konsolidaci, ale ta asi nebude takového rozsahu, jak bylo původně nastíněno. Českou ekonomiku v současné chvíli dusí i **restriktivní měnová politika**, kdy aktuální výše úrokových sazeb tlumí investiční aktivitu. Rozšiřování výrobního procesu či hledání inovativnějších řešení je tak odkládáno na příhodnější dobu. Bankovní rada ČNB několikrát zopakovala, že úrokové sazby zůstanou po delší dobu na vyšších úrovních, přesto se domníváme, že příchozí ekonomické údaje dávají ČNB možnost snížit sazby ještě do konce roku. Vzhledem k aktuálnímu ekonomickému vývoji **snižujeme náš odhad na tento rok, kdy očekáváme stagnaci (z 0,5 % na 0,0 %) a i pro rok 2024, jelikož oživení eurozóny a zvláště Německa bude pomalejší, než bylo původně predikováno. V příštím roce očekáváme růst o 2,1 % (z 2,9 %).**

Složky HDP: Spotřeba by měla začít opět pozitivně přispívat

V předcházejících čtvrtletích bylo české HDP taženo dolů především **nízkou spotřebou domácností**, ve druhém pololetí tohoto roku dlouhodobě očekáváme obrát v důsledku klesající inflace, a tím pádem po delší době rostoucích reálných mezd. Ale překvapivě už i ve druhém čtvrtletí se výdaje na konečnou spotřebu domácností podílely kladně na HDP, když rostly poprvé po šesti čtvrtletích. **Vládní výdaje** měly dosud mírně kladný vliv, ale v souvislosti s představeným konsolidačním balíčkem v květnu se očekával negativní příspěvek v letech 2024 a 2025. Nicméně na základě návrhu rozpočtu pro rok 2024 se dá usuzovat, že rozsah konsolidace nebude dosahovat původně deklarované výše, fiskální politika tak bude mít dál mírně pozitivní dopad na HDP. **Fixní investice** jsou významně limitovány vysokými úrokovými sazbami, ale to by se mělo změnit v příštím roce v souvislosti s očekávaným uvolněním měnové politiky ČNB. **Zahraněční obchod** byl hlavní silou české ekonomiky, a to navzdory problémům, se kterými se i on potýkal. Tím hlavním je nízká zahraniční poptávka, která by se sice měla v příštím roce zvyšovat, ale nebude se

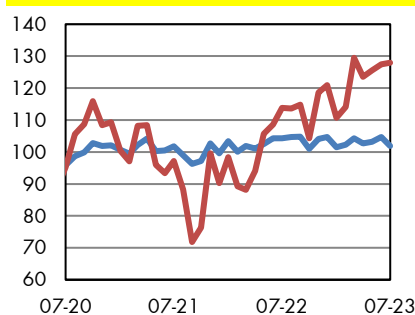
PMI pro zpracovatelský sektor



— ČR — Německo — Eurozóna

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

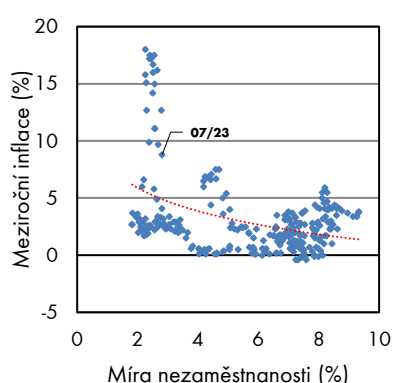
Průmysl vs. auta (Q4'19=100)



— Průmysl — Automotive

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Phillipsova křivka pro ČR



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

jednat o výraznější nárůst zejména kvůli pomalejšímu růstu eurozóny a otazník visí nad dalším vývojem v Německu. **Změna stavu zásob** má v tomto roce významně negativní vliv, jelikož hromadění zásob v období klesajících cen není z ekonomického hlediska racionální. Firmy navíc čelí nízké poptávce a nižšímu množství nových objednávek, tudíž dokážou uspokojit poptávku z dříve naakumulovaných zásob a není třeba dodatečně vyrábět.

Průmysl pod hrozbou slabší zahraniční poptávky

V první polovině letošního roku se měsíční výsledky průmyslu vesměs udržely v černých číslech, a to především zásluhou automobilového sektoru. Z pohledu na samotnou produkci českých automobilek vyplývá, že **za prvních 6 měsíců letošního roku se podařilo vyrobit zhruba o 20 % více aut než během stejného období v roce 2022**. Přicházející data tak nenasvědčují tomu, že by výroba v automobilovém sektoru již brzdila, tak jako lze pozorovat u řady jiných odvětví. Otázkou je, jak dlouho tento pozitivní trend vydrží, a z jak velké části se jedná spíše o dokončování rozpracovaných zakázek nežli o novou poptávku. V druhé polovině roku se trend nižší zahraniční (ale i domácí) poptávky dle našeho odhadu již začne negativně odrážet i na číslech v automotive a vzhledem k celkovému slabšímu výkonu průmyslu se měsíční výsledky dostanou do záporných čísel. **Pro letošní rok proto i nadále očekáváme výsledek průmyslu poblíž stagnace, vzhledem k horšímu výhledu pak oživení v roce 2024 bude patrně jen pomalé s růstem do 2 %.**

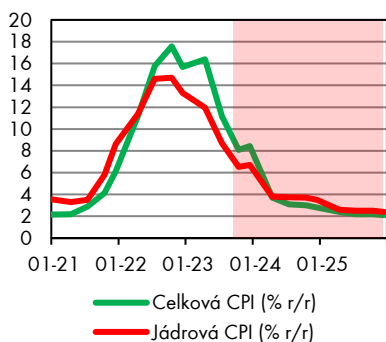
Odolný trh práce drží nezaměstnanost nízko

Extrémně nízká nezaměstnanost je s českou ekonomikou spjata už řadu let a představuje také jeden z důvodů, proč inflační vlna, která se přehnala přes globální ekonomiku, byla v Česku silnější než v řadě dalších evropských ekonomik. Přestože nízká nezaměstnanost je často vnímaná jako pozitivní jev, u tuzemské ekonomiky lze odhadovat, že současný stav odpovídá nezaměstnanosti pod její přirozenou mírou, která může mít tendence mj. působit i nadále proinflačním efektem. Nezdá se přitom, že by zaměstnavatelé pod tíhou klesající poptávky v příliš velké míře přistupovali k propouštění, zejména kvůli obavám ze složitosti opětovného získávání zaměstnanců. I u nezaměstnanosti se ale situace napříč republikou odlišuje, kdy například mimo Prahu ve více průmyslových oblastech již lze pozorovat stagnaci či úbytek volných pracovních pozic a stále častěji u těchto firem dochází také k neprodlužování smluv na dobu určitou či k ukončování brigádnických pozic. **Další vývoj na trhu práce tak bude záviset zejména na optimismu a očekávání firem ohledně budoucího vývoje.** Prozatím firmy zůstávají vesměs optimistické ohledně dalšího ekonomického vývoje, a jsou tak ochotny nést náklady na zaměstnance i přes slabší poptávku. Pokud ovšem oživení bude pomalejší a pozdější, mohou firmy přistupovat k dalšímu snižování zaměstnanosti. **Pro letošní rok očekáváme podíl nezaměstnaných v průměru na 3,6 % (proti 3,7 % v původní prognóze). V roce 2024 i nadále předpokládáme kosmetické zvýšení podílu nezaměstnaných na 3,8 %.**

Inflace klesá a inflační cíl se začíná blížít

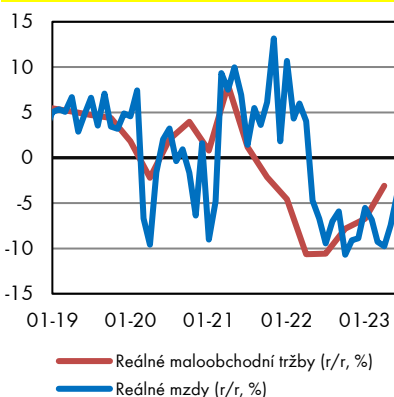
Česká ekonomika od začátku roku 2022 trpěla dvojcifernou inflací, která **spadla pod magickou hranici 10 % až během letošního června**. Poslední zveřejněný údaj ukazuje, že inflace v srpnu činila 8,5 %. Od začátku tohoto roku tak inflace setrvale klesá, což je dáno **zejména vysokou srovnávací základnou** z minulého roku. Pozitivně působí rovněž klesající ceny pohonných hmot, které během loňského léta překonaly svá historická maxima. Trend klesající inflace bude pokračovat už jen v září, ale **v říjnu dojde k opětovnému nárůstu v důsledku nižší srovnávací základny kvůli přijetí tzv. úsporného tarifu** jako nástroje, kterým se vláda rozhodla pomoci domácnostem s bezprecedentním nárůstem cen energií. Vzhledem k aktuálnímu vývoji cenové hladiny

Pomalý ústup inflace



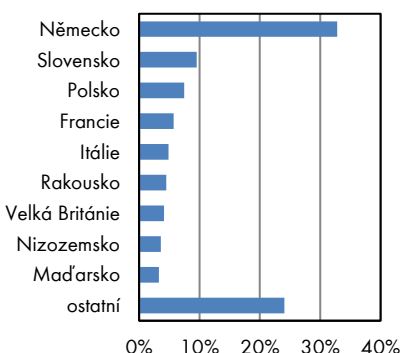
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Vývoj reálných tržeb a mezd



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Český export v první pol. r. 2023



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

mírně **snižujeme náš odhad průměrné inflace za tento rok na 11 %**. Trh práce je považován jako proinflační riziko, ale **obavy z možné mzdově-inflační spirály se nenaplnily**, když tempo růstu nominálních mezd v prvním i ve druhém čtvrtletí zaostalo za očekáváním trhu včetně České národní banky. Mzdové požadavky zaměstnanců tak byly umírněnější, přestože v situaci téměř neexistující nezaměstnanosti mají zaměstnanci obzvláště silnou pozici při mzdovém vyjednávání. K nižší inflaci přispívají rovněž snižující se ceny regulovaných položek (energií) a rovněž růst cen potravin ochabuje. Jádrová inflace bude sice také klesat, ale pravděpodobně pomalejším tempem v důsledku setrvalejších cen v oblasti služeb. Tyto faktory, a především vysoká srovnávací základna stlačí lednovou inflaci v příštím roce výrazně níže. Je třeba také uvést změny v daňovém systému, které budou mít dopad na vyšší inflace. Proklamované zvýšení spotřební daně na alkohol a tabák bude mít dle nás dopad ve výši +0,5 p. b. To změny v DPH by měly být protiinflačního charakteru, ale je otázkou, jakým způsobem obchodníci promítnou nastalé změny do svých konečných cen. Je důležité rovněž zmínit, že deficit rozpočtu pro příští rok bude výraznější, než bylo původně vládou oznámeno. To znamená, že rozpočtová politika bude více aktivistická, bude chrlit více peněz do ekonomiky, a tím pádem tlačit inflaci směrem nahoru. **Pro celý rok 2024 očekáváme její průměrnou výši dosahující 3,1 %, tedy nad tolerančním pásmem ČNB.**

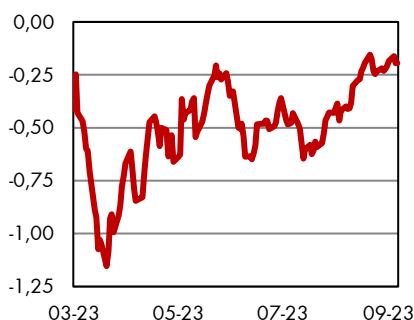
Maloobchod trpí, ale už ne dlouho

Domácnosti čelí od začátku roku 2022 vysoké míře inflace, která se v nejvyšším bodě zastavila až na hodnotě 18 %, zatímco růst nominálních mezd ani zdaleka nedosahoval takového tempa. Reálné mzdy českých domácností tak významně klesaly, což se konsekvence projevilo ve vyšší disponibilních finančních prostředků. Domácnosti tudíž byly nuceny změnit své spotřebitelské chování, kdy při zvýšených životních nákladech, především za bydlení (včetně nákladů na energie) a potraviny, **omezily nákupy zbytných statků**. Zároveň Češi, kterým po zaplacení všech základních potřeb zbyly finanční prostředky, začali masivně šetřit. To se nutně muselo podepsat na maloobchodních tržbách, které **již více než rok nepřetržitě klesají**. Ale zdá se, že i tento sektor už vidí světlo na konci tunelu, jelikož v posledních třech měsících **maloobchodní tržby v meziměsíčním srovnání mírně rostly**. Výrazně se snižuje pokles tržeb i v meziročním srovnání, když za červenec činil -1,8 %. Maloobchodu by mělo pomoci, že tempo růstu nominálních mezd bude rychlejší než tempo inflace, a to navzdory výše zmíněnému jejímu nárůstu ve čtvrtém kvartálu i přes nižší tempo růstu nominálních mezd, než které jsme původně predikovali. S růstem reálných mezd se sníží poměr finančních prostředků, které domácnosti musely vynaložit na své základní životní potřeby. S vyšším disponibilním příjmem by měla **růst chuť domácností více utrácet, díky čemuž by měl maloobchod mírnit letošní ztráty**. Nicméně k dosavadním výsledkům revidujeme náš odhad pro rok 2023 a **očekáváme pokles maloobchodních tržeb okolo 4 %**. **V roce 2024 by se maloobchod měl vrátit do zelených čísel, ale růst maloobchodu bude pozvolnější, než jsme původně předpovídali (5 %)**. **Nyní očekáváme růst okolo 4 %**.

Zahraniční obchod nás táhne nahoru

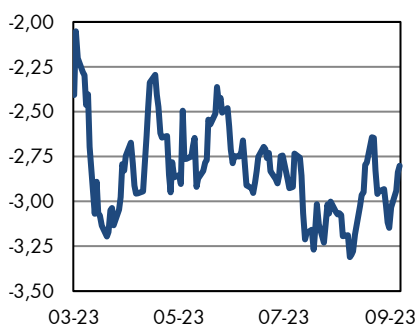
Bilance zahraničního obchodu **skončila v roce 2022 s nejhorším výsledkem v historii samostatné České republiky čítajícím přes -200 mld. Kč**. Bilanci zahraničního obchodu negativně ovlivnily především rostoucí ceny komodit, které Česká republika ve velké míře dováží. Jedná se zejména o ropu, zemní plyn a elektrickou energii, jejichž ceny v minulém roce po vypuknutí války na Ukrajině narostly do té doby těžko představitelných výšin. **V tomto roce se ale situace na trzích stabilizovala**, cena ropy je na výrazně nižších hodnotách, přestože v posledních měsících jsme svědky jejího opětovného růstu. Cena zemního plynu na holandské burze se pohybuje na úrovních jako před začátkem války. Totéž platí pro elektrickou energii, která se ustálila na hranici okolo

Trhem očekávaný pokles sazeb do konce roku 2023



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

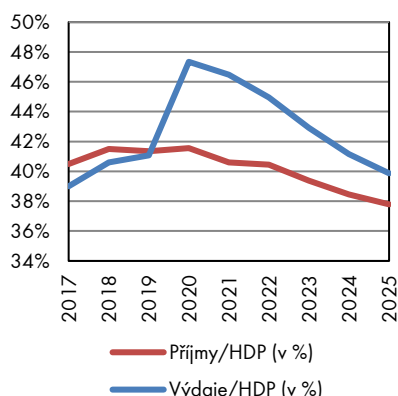
Trhem očekávaný pokles sazeb do konce roku 2024



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Pozn.: Grafy vychází z výše FRA sazeb a zobrazuje vývoj očekávání v rámci času

Nůžky mezi vlád. příjmy a výdaji



Zdroj: MFČR, Raiffeisenbank

150 EUR za 1 MWh. **Český zahraniční obchod za první pololetí roku 2023 vykázal zisk ve výši téměř 80 mld. Kč**, což je zcela opačný výsledek než za stejné období minulého roku (-83,2 mld. Kč). Za tímto výsledkem stojí především **nižší schodek obchodu s ropou a zemním plynem v důsledku nižších dovozních cen a dále export automobilového průmyslu**, který po zlepšení v dodavatelsko-odběratelských řetězcích opět nabral na síle. I přes tento výborný průběžný výsledek se zahraniční obchod potýká s mnohými těžkostmi. Tou hlavní je nízká zahraniční poptávka, jelikož obnova hospodářského růstu evropských ekonomik je pomalejší, než se původně předpokládalo. Specifickým případem je **Německo**, největší evropská ekonomika, náš největší obchodní partner, které ekonomicky strádá podobně jako my. Podle MMF německá ekonomika jako jediná z vyspělých za rok 2023 zaznamená horší ekonomický výkon než v minulém roce. Vývoj u našeho západního souseda je hlavním rizikem našeho dalšího ekonomického růstu včetně bilance zahraničního obchodu. **Pro rok 2023 významně navýšujeme odhad salda zahraničního obchodu na +101 mld. Kč. V příštím roce spolu s mírným oživením v Evropě očekáváme ještě lepší výsledek, a to ve výši +146 mld. Kč.**

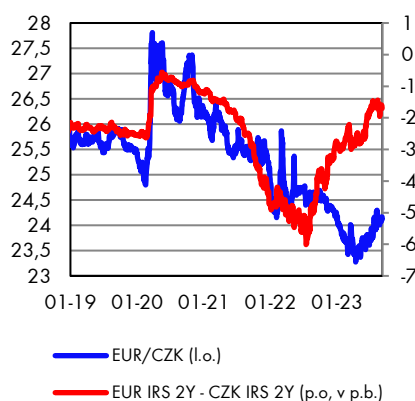
ČNB stojí na startovní čáře snižování sazeb

Na posledním zasedání v srpnu otevřel guvernér Michl dveře všem možnostem a po dlouhé době binárního rozhodování bude bankovní rada rozhodovat mezi stabilitou, zvýšením i snížením sazeb. **Šance, že by se ke kroku směrem dolů uchýlila bankovní rada již na zářijovém setkání je minimální** a stejně jako na posledních devíti zasedání ČNB s největší pravděpodobností ponechá základní úrokovou sazbu na 7,00 %. Listopadové a prosincové zasedání je již ovšem zahaleno podstatně větší mírou nejistoty a bude záležet na nejaktuálnějších příchozích datech. **Bankovní rada má v současné chvíli na výběr ze dvou přístupů.** Buďto může plně důvěřovat svému analytickému oddělení, které očekává inflaci na horizontu měnové politiky na nebo spíše těsně pod 2% inflačním cílem. To je zároveň doplněno očekáváním relativně pomalého ekonomického růstu. Taková kombinace je jasným argumentem pro rychlý začátek snižování sazeb. Druhý přístup je opatrnější, kdy bankovní rada může riskovat výraznější utlumení ekonomické aktivity, zároveň ale získá možnost počkat si na lednový výsledek inflace, aby měla jistotu, že již od začátku roku 2024 inflace jasně směřuje k 2% cíli. Takový přístup by vyžadoval počkat s prvním snížením sazeb až na březnové zasedání, lze ale očekávat, že tempo cutů by poté bylo v roce 2024 o to rychlejší. **V naší prognóze se i nadále kloníme k prvnímu scénáři, který předpokládá letošní snižování sazeb**, rizika ovšem vidíme jednosměrně vychýlena k pozdějšímu zahájení uvolňování měnové politiky. **Na konci roku očekáváme základní sazbu o 50bb nižší, než je nyní, na 6,5 %** s možností jak dvou 25bb cutů, tak jednorázového prosincového snížení o 50 bazických bodů. **Pro konec roku 2024 pak očekáváme pokles základní úrokové sazby na 4,5 %, a to bez ohledu na naplnění scénáře 1 či 2.** Případné pozdější snižování sazeb by totiž bylo s velkou pravděpodobností vyváženo rychlejším tempem.

Vládní finance zůstávají pod tíhou mandatorních výdajů

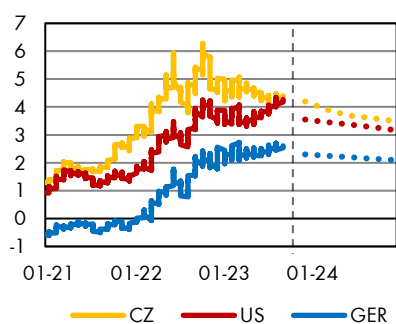
Dráha letošního deficitu vypadala v první polovině roku děsivě, avšak díky vyšším výběrům u daně z právnických osob a některým jednorázovým příjmům (např. z rekordní dividendy společnosti ČEZ) se podařilo v posledních měsících negativní vývoj zpomalit. Podle posledních dat ke konci srpna činil letošní dosavadní deficit necelých 195 miliard Kč, což je zhruba o 40 mld. Kč lepší výsledek než ve stejném období v roce 2022. Tehdy deficit na konci roku dosáhl 360 miliard Kč. **Naplnit letošní schodek (-295 mld. Kč) tak je možné, přesto stále půjde o nelehkou výzvu** a patrně se plán neobejde bez dodatečných škrťů. Lpění na letošním udržení se pod 300 miliardami Kč pak může negativně ovlivnit snahu pro příští rok, což již ostatně reflektuje nejnovější návrh pro rok 2024, který počítá s deficitem 252 miliard korun, oproti prvotnímu návrhu, který

Úrokový diferenciál a EUR/CZK



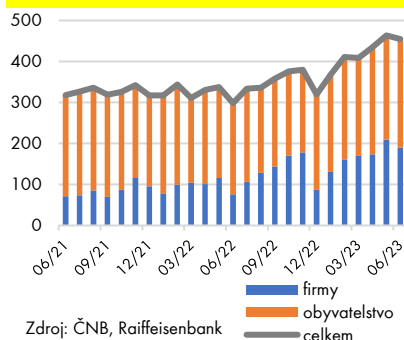
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond, Bloomberg

Výnos 10letého st. dluhopisu (%)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Nad-vklady (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

předpokládal schodek ve výši 235 mld. Kč. Hlavním problémem přitom i nadále zůstávají mandatorní a kvazimandatorní výdaje, které tvoří zhruba 80 % všech výdajů a ponechávají tak jen omezený prostor pro aktivní fiskální politiku. To ve výsledku může dále podporovat inflaci a působit protichůdně se současnou restriktivní měnovou politikou ČNB. Díky pokračujícímu růstu nominálního HDP ale předpokládáme, že vládní dluh procentuálně vůči HDP výrazněji neporoste a v nejbližších letech se zastaví na úrovni 45-46 %.

Koruna pokračuje v postupném oslabování

I přes určitou volatilitu je trend u kurzu koruny vůči euru v posledních měsících jasný. Koruna z letošních nejsilnějších úrovní od dubna postupně deprecie, kdy za posledních 5 měsíců oslabila zhruba o 4 %. Posledním silnějším impulsem k oslabení bylo **rozhodnutí bankovní rady formálně ukončit intervenční režim**, a to i přes to, že reálně ČNB neintervenovala od loňského podzimu. Pro trh to znamená absenci „rezistence“ na úrovni okolo 24,75 EUR/CZK, byť je třeba zmínit, že ČNB fungující v režimu řízeného plovoucího kurzu by patrně opět aktivně vstoupila na trh v případě rychlejšího oslabení koruny výrazněji nad tuto úroveň. Jednou z „výhod“ plynoucích z formálního konce intervencí je i možnost obnovit program odprodeje části výnosů z devizových rezerv, díky čemuž může ČNB podporovat kurz koruny, byť vzhledem k odhadovaným objemům odhadujeme reálný dopad na kurz koruny jen minimální. **Z pohledu výhledu dosavadní vývoj naplňuje naši prognózu, kdy již dlouhodobě upozorňujeme na nutnost korekce kurzu koruny blíže k úrovni 24,50 EUR/CZK.** Oslabování proto očekáváme i ve zbytku roku, za předpokladu, že ČNB v závěru roku přistoupí ke snížení sazeb. Pokud bankovní rada zvolí scénář déle trvající stability sazeb, může být po zbytek letošního roku kurz koruny o něco silnější, než předpokládá naše prognóza.

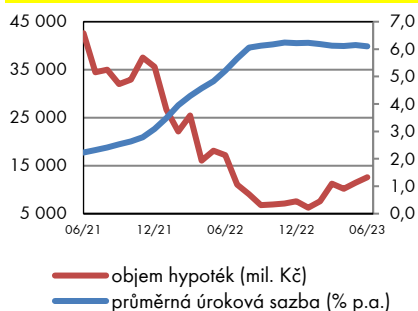
Normalizace výnosové křivky je dále v nedohlednu

Zatímco na kratší straně výnosové křivky je v posledních měsících úrok relativně stabilní a výnos dvouletého vládního dluhopisu osciluje poblíž úrovně 5,5 %, výnos desetiletého dluhopisu zaznamenal v první polovině léta strmý pokles až k hranici 4 %, následovaný opětovnou korekcí z posledních týdnů nad 4,5 %. Spread mezi krátkou a dlouhou splatností se tak zúžil, přesto otočení výnosové křivky do standardního tvaru v nejbližší době neočekáváme. Výnos na dvouletém dluhopisu patrně začne rychle klesat se zahájením cyklu snižování úrokových sazeb, podobný vývoj – byť v menší intenzitě – lze ale očekávat i u dlouhodobějších splatností. Na konci letošního roku očekáváme, že výnos u dvouletého dluhopisu bude dosahovat 5,2 %, u desetiletého bondu pak 4,2 %. Spread se na méně než 50bb zúží koncem roku 2024, **kompletní normalizaci výnosové křivky pak očekáváme až v druhé polovině roku 2025.**

Bankovní sektor – zatímco vklady prudce rostou, úvěrům se nedaří

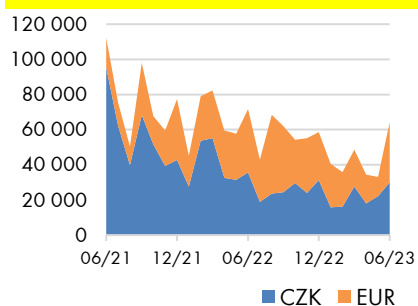
Tempo růstu vkladů ve druhém čtvrtletí lehce zpomalilo, přesto je jejich pololetní nárůst nejrychlejší za posledních pět let. Vklady klientů (bez vládních institucí) se od počátku roku zvýšily o 7,1 %, v meziročním srovnání jsou vyšší o 8,6 %. **V hlavní roli zůstává firemní sektor**, kde vklady sice ve druhém čtvrtletí ubraly standardně na tempo (+2,5 % k/k), avšak od počátku roku se zvýšily o 10,0 %, což představuje více než 35 % celkového nárůstu vkladů. **Vklady obyvatelstva nadále rostou pomaleji** (1,9 % k/k) a pololetním růstem o 3,3 % se vrátily k tempu obvyklému před covidem. V důsledku tohoto vývoje **opět zmohutněl objem tzv. nad-vkladů**, tedy vkladů nad hypotetickou výši, které by dosáhly udržení trendu předcovidového roku 2019. **Většina z jejich celkového objemu zhruba 450 mld. Kč leží na účtech obyvatelstva (264 mld. Kč), avšak v dynamice růstu hraje prim firemní sektor**, když v posledních měsících prvního pololetí objem firemních nad-vkladů dosahoval svých maxim (cca 200 mld. Kč). Z toho je evidentní, že nejistá ekonomická situace odráží firmy od větších investic a obyvatelstvo od bujaré spotřeby. Stále vysoká

Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové firemní úvěry (mil. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

hladina tržních úrokových sazeb tomuto opatrnostnímu přístupu jen nahrává, proto do konce roku nepředpokládáme žádnou razantní změnu trendu.

Ani na straně úvěrů nepřineslo druhé čtvrtletí žádná překvapení. Hypoteční úvěry již mají to nejhorší za sebou, neboť poptávka po hypotékách od jarních měsíců postupně roste, i když se ani zdaleka nepřiblížila předcovidové úrovni. **Od počátku roku bylo poskytnuto lehce přes 59 mld. Kč nových hypoték, což je o 53 % méně než v roce 2022.** Je to hodnota historicky srovnatelná až s prvním pololetím roku 2014, kdy bylo v nových hypotékách poskytnuto 66 mld. Kč. **Spotřebitelské úvěry naopak pokračují v krasojízdě,** kdy měsíční objemy nových úvěrů atakují doposud nepřekročenou hranici 9 mld. Kč. V prvním pololetí letošního roku bylo poskytnuto o 2,5 % více spotřebitelských úvěrů než v loňském roce. **Nová produkce firemních úvěrů má za sebou nejslabší pololetí za posledních šest let.** Od počátku roku bylo poskytnuto 257 mld. Kč nových úvěrů, což je o 35 % méně než v roce 2022 a o 11 % méně než v době před covidem, konkrétně v roce 2019. **Zatímco v loňském roce propad korunových úvěrů vyvažoval nárůst úvěrů poskytnutých v eurech, letos již toto neplatí.** Průměrná úroková sazba nových eurových úvěrů vzrostla v průběhu prvního pololetí o 2 p. b. na 5,6 %, což je hladina sice stále nižší než průměrná úroková sazba korunových úvěrů (8,8 %), avšak již méně zajímavá, než když se v roce 2022 pohybovala pod hranicí 2 %. **Přesto eurové úvěry díky mimořádné poptávce z loňského roku aktuálně tvoří 47,5 % všech firemních úvěrů.**

Helena Horská, Vratislav Zámeš, Martin Kron, 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>

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>

Firemní bankovníctví

Firmy: Václav Štětina

23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

603 808 512

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

603 808 035

Firmy - region Morava: Petr Novotný

724 163 275

Nemovitosti a projektové financování

Jan Rýdl

23 44 01 133

Martin Hofmeister

23 44 01 330

Michal Srb

23 44 01 071

Renata Dlesková

23 44 01 857

Nemovitosti a strukturované financování

Tomáš Gürtler

23 44 01 215

Karel Vlasák

23 44 01 308

Private Banking

Jiří Zelinka

23 44 01 039

Pavel Ráž

23 44 01 574

Zbyněk Zajiček

29 63 34 063

Pavel Pikna

24 24 32 437

Lena Krejnická

23 30 63 280

Expotní financování a faktoring

Petr Fiala

23 44 05 468

Financování obchodu

Petr Fojtl

Large Corporates

Barbara Tutass

606 651 646

Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek

23 44 05 466

Kateřina Michalová

23 44 01 461

Lubomír Beránek

23 44 05 253

Kateřina Škutová

23 44 01 877

Andrea Balková

23 44 05 551

Treasury – Trading

Štefan Balgavý

22 20 10 226

Eva Bobeničová

23 44 01 316

Roman Fol

23 44 01 144

Jozef Božek

23 44 05 509

Milan Fajkus

23 44 01 821

Treasury - Sales

Pavel Křištof

23 44 05 907

Adam Zilvar

23 44 01 775

Ondřej Sobotka

23 44 01 195

Martin Bárta

23 44 05 510

Jakub Skotnica

23 44 05 502

Soňa Fenclová

23 44 01 346

Martin Skoumal

23 44 05 351

Robert Schwanzer

23 44 01 130

Karel Hubička

23 44 01 885

Ondřej Chládek

23 44 05 357

Tomáš Urban

23 44 01 830

Corporate Finance

Radek Musil

23 44 01 953

Jakub Hamr

23 44 01 868

Miroslav Frayer

23 44 05 167

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

Vratislav Zámíš

23 44 05 685

Martin Kron

23 44 01 070

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 strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o 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/rb-research-portal/recommendation_history).

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

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktualitě. 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 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 k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI 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 prospektu podle místních právních předpisů.

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

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

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

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