

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Nevalný výkon eurozóny pokračuje, pochybnosti u Německa přetrvávají
- Americká ekonomika nezastavuje, recese je v nedohlednu
- Rychlé uvolňování měnové politiky se nekoná, Fed musí zůstat ostražitý
- Inflace v eurozóně míří k 2% cíli, ECB v červnu zahájí proces snižování sazeb
- Česká ekonomika konečně překoná předcovidovou úroveň, pomůžou hlavně domácnosti
- Průmysl a zahraniční obchod (čeká) v napětí, jaký bude vývoj v Německu
- Maloobchodní sektor bude těžit z vyšší spotřeby domácností
- Inflace zůstane v tolerančním pásmu ČNB, služby ale rostou dál svižným tempem
- I přes dosažení inflačního cíle zůstává bankovní rada obezřetná a snižuje sazby pozvolna
- Konsolidace veřejných financí probíhá pomalu, budou třeba další kroky
- Česká koruna zastavila pád a ve druhé polovině roku by měla mírně posilovat
- Dřívější normalizace výnosové křivky
- Bankovní sektor – vklady dál svižně rostou; úvěrová expanze zatím v nedohlednu

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022	2023	2024f	2025f	2026f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 792	5 709	6 109	6 787	7 344	7 674	8 063	8 432
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,4	-0,2	1,5	2,9	2,8
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 271	25 827	28 073	28 049	30 317	32 367
Průmyslová výroba, r/r %	-0,5	-7,0	6,5	2,1	-0,8	2,7	4,6	4,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	3,6	3,4
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	4,6	5,8	5,3	7,5	7,0	5,4	4,8
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	24,3	5,0	1,8	2,4	2,4
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,3	2,4	2,1
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	15,8	6,9	2,8	2,3	2,5
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,7	-2,7	-2,4	-2,0
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,0	37,7	42,0	44,2	44,0	45,7	46,5	47,1
Obchodní bilance, mld. Kč	145,7	179,0	-10,0	-205,0	125,0	117,0	175,0	189,0
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-0,8	-5,6	1,2	0,8	1,2	1,0
CZK/EUR, konec období	25,4	26,3	24,9	24,2	24,7	24,8	24,0	23,8
CZK/USD, konec období	22,7	21,5	21,9	22,6	22,4	23,0	21,4	20,3
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,0	0,3	3,8	7,0	6,8	3,5	3,0	3,0
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	7,3	6,8	3,5	3,3	3,3
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	5,6	4,7	3,2	3,0	3,0
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	5,3	3,7	3,5	3,2	3,1
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	5,1	3,8	3,5	3,3	3,3

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

**Reálný HDP (průměr, v % r/r)**

země	2023	2024f	2025f	2026f
Polsko	0,2	3,1	3,8	3,5
Maďarsko	-0,7	2,2	3,6	4,0
<b>ČR</b>	-0,2	1,5	2,9	2,8
Slovensko	1,1	2,1	2,1	2,6
<b>SE</b>	0,1	2,2	3,1	3,2
Rumunsko	2,1	2,8	3,5	3,0
Bulharsko	1,8	2,5	3,5	3,5
Chorvatsko	2,8	3,0	2,6	2,6
Srbsko	2,5	3,5	4,0	3,6
Bosna a Her.	1,7	2,6	3,0	3,2
Albánie	3,4	3,5	3,9	3,5
Kosovo	3,3	3,9	4,0	3,8
<b>JVE</b>	2,5	3,1	3,5	3,3
Rusko	3,6	1,5	0,9	0,9
Ukrajina	5,3	4,9	6,5	6,0
Bělorusko	3,9	2,0	2,0	2,0
<b>SNS</b>	4,3	2,8	3,1	3,0
<b>eurozóna</b>	0,5	0,5	1,5	1,3

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

země	2023	2024f	2025f	2026f
Polsko	11,6	4,0	3,5	3,0
Maďarsko	17,6	3,8	3,5	3,3
<b>ČR</b>	10,7	2,3	2,4	2,1
Slovensko	11,1	3,3	3,9	2,3
<b>SE</b>	12,8	3,4	3,3	2,7
Rumunsko	10,4	5,7	3,8	3,2
Bulharsko	9,5	3,3	3,2	3,0
Chorvatsko	8,0	3,3	2,6	2,0
Srbsko	12,1	4,7	3,0	3,0
Bosna a Her.	6,1	2,7	2,0	2,0
Albánie	4,8	3,3	3,2	3,0
Kosovo	4,9	2,8	3,1	2,5
<b>JVE</b>	8,0	3,7	3,0	2,2
Rusko	6,4	6,6	4,0	4,0
Ukrajina	12,9	6,1	7,8	6,5
Bělorusko	5,1	7,6	8,6	7,5
<b>SNS</b>	8,1	6,8	6,8	6,0
<b>eurozóna</b>	5,4	2,6	1,9	1,6

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2023	2024f	2025f	2026f
Polsko	4,54	4,36	4,30	4,30
Maďarsko	382	395	405	415
<b>ČR</b>	24,0	25,1	24,4	23,9
Rumunsko	4,95	4,99	5,05	5,12
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	117	117	117	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	108	105	99,3	97,2
Rusko	92,0	98,1	102	108
Ukrajina	39,6	41,9	46,1	49,3
Bělorusko	3,25	3,60	4,09	4,51
<b>USA</b>	1,08	1,07	1,10	1,14
Švýcarsko	0,97	0,95	0,98	0,99

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)**

země	aktuální	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Polsko	5,75	5,75	5,50	5,25
Maďarsko	7,75	7,50	7,00	6,50
<b>ČR</b>	5,75	4,50	3,75	3,50
Rumunsko	7,00	6,75	6,25	5,75
Rusko	16,00	16,00	14,00	11,00
Eurozóna	4,50	4,25	4,00	3,75
USA	5,50	5,50	5,25	5,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu (% eop)**

země	aktuální	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Polsko	5,86	5,80	5,50	5,40
Maďarsko	7,65	7,15	6,70	6,25
<b>ČR</b>	5,53	4,40	3,75	3,50
Rumunsko	6,05	5,85	5,75	5,50
Rusko	14,70	15,32	13,41	11,92
Eurozóna	3,89	3,65	3,45	3,25
USA	5,59	5,30	5,05	4,80

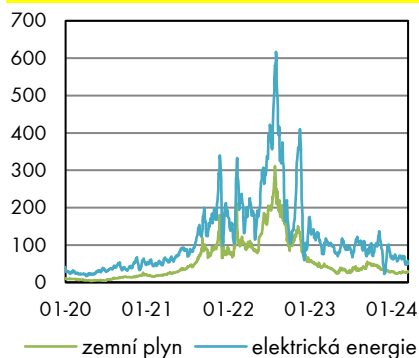
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**10letý výnos státního dluhopisu (% eop)**

země	aktuální	Q2-24	Q3-24	Q4-24
Polsko	5,80	5,20	5,20	5,00
Maďarsko	7,03	6,00	5,95	5,95
<b>ČR</b>	4,30	3,60	3,55	3,50
Rumunsko	6,83	6,46	6,48	6,25
Rusko	14,2	12,1	11,2	10,0
Eurozóna	2,52	2,30	2,25	2,20
USA	4,66	4,45	4,30	4,10

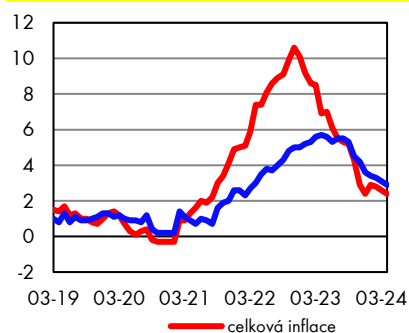
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

## Návrat cen energií před r. 2022



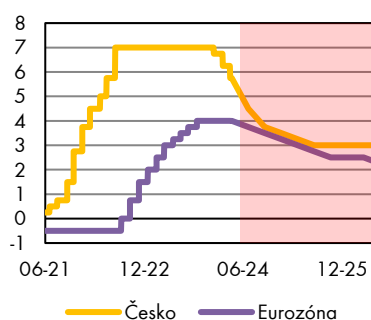
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

## Inflace v eurozóně směřuje k cíli



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

## ECB sníží sazby poprvé v červnu



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

## Vnější prostředí

### Nesmělý růst eurozóny v letošním roce

**Ekonomika eurozóny dál balancuje na hraně recese**, a to zejména díky nedobrému výkonu německé ekonomiky. Největší evropská ekonomika byla těžce zasažena energetickou krizí, což se podepisuje zejména na německém průmyslu, který strádá i z důvodu nižšího objemu zahraničních zakázek, především z Číny. Spolková vláda plánovala průmysl masivně podpořit skrze daňové úlevy (u elektrické energie), ale Ústavní soud rozhodl, že finanční prostředky ve fondu z covidové doby nemohou být na tento účel použity. I přesto se predikovalo mírné oživení německé ekonomiky v tomto roce, ale tyto prognózy ještě ze začátku letošního roku se otrásají v základech, když většina renomovaných institucí snížila odhad růstu k 0 %. Nižší růst německé ekonomiky ohrožuje již tak křehký růst celé eurozóny. **Ta podle naší prognózy vzroste letos o 0,5 %, tedy identickým tempem jako v roce 2023. Hlavním faktorem mírného růstu evropského hospodářství by měla být spotřeba domácností.** Reálné mzdy zaměstnanců totiž významněji vzrostou vzhledem k výraznému poklesu inflace a napjatému trhu práce, který přispívá k vyššímu tlaku na růst nominálních mezd. **Investiční aktivitu sice bude brzdit restriktivní měnová politika ECB**, ale její příspěvek na růst HDP by měl být i nadále kladný, navíc v průběhu roku by mělo docházet k uvolňování úvěrových podmínek. **Fiskální politika** na úrovni celé Evropské unie by měla pozitivně přispívat k růstu eurozóny vzhledem k očekávanému čerpání finančních prostředků z tzv. fondu Next Generation EU. Na druhé straně vlády jednotlivých států budou pokračovat v konsolidaci veřejných financí po covidové době a ve snaze dodržet Maastrichtské kritérium veřejného deficitu do 3 % HDP. **V příštím roce by podle naší predikce mělo tempo růstu eurozóny zrychlit na 1,5 %.**

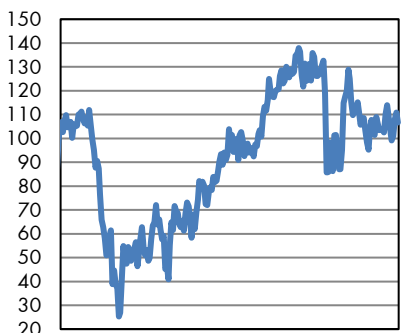
### Inflace v eurozóně na dobré cestě

Dezinflační proces započal v minulém roce, a i přes jeho zpomalení zhruba v polovině roku pokračuje až do teď. **Dokonce se inflace vyvíjí mnohem příznivěji, než očekávala Evropská centrální banka ve své prosincové prognóze.** Inflace v letošním roce dál klesá, **v březnu dosáhla výše 2,4 %, a inflační cíl je tak již na dosah ruky. Velmi pozitivní vývoj je dán klesajícími cenami energií, zpomalením růstu cen potravin a také zboží.** Naopak nepolevuje růst cen ve službách, kde tempo nespadlo pod 4 %. Právě služby budou udržovat jádrovou inflaci na vyšší úrovni než celkovou inflaci, a to nejen v letošním, ale i příštím roce. Inflační příběh v eurozóně se vyvíjí nad očekávání dobře, proto jsme přistoupili k revizi naší prognózy, **kdy očekáváme průměrnou celkovou inflaci za letošní rok ve výši 2,6 % (z 3,1 %).** V příštím roce by se dokonce v průměru mohla dostat pod 2% úroveň. Rizikem této prognózy je napjatý trh práce a s tím spojený růst mezd, perzistentní inflace v sektoru služeb a rostoucí ceny energetických komodit v souvislosti s geopolitickým napětím ve světě.

### První snížení sazeb přijde v červnu

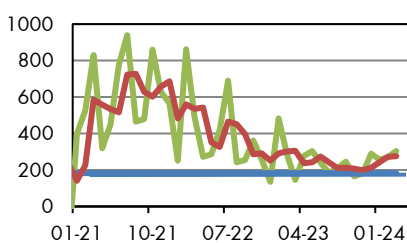
**Evropská centrální banka zvýšila naposled úrokové sazby v září minulého roku a od té doby je drží na stávající úrovni.** Vzápětí se spustila na finančních trzích čilá diskuze o tom, kdy se ECB odhodlá k prvnímu kroku na cestě postupného uvolňování měnové politiky. Spekulovalo se o možném zahájení již během letošního jara vzhledem k příznivému vývoji inflace, slabému výkonu evropského hospodářství a zhoršujících se podmínek financování států především z velmi zadluženého jihu. Ale bankovní rada v čele s prezidentkou Christine Lagarde o takovém postupu nechtěla ani slyšet. Někteří představitelé ECB totiž vyjadřovali obavy z možného zastavení

### Důvěra spotřebitelů je značná



I-06 I-09 I-12 I-15 I-18 I-21 I-24  
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

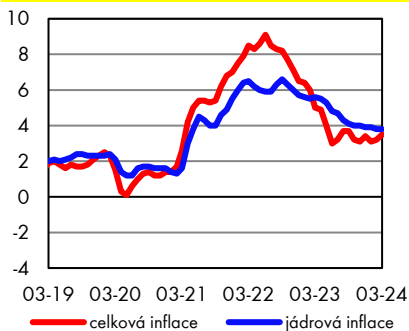
### Trh práce zůstává napjatý



01-21 10-21 07-22 04-23 01-24  
— Tvorba pracovních míst (v tis.)  
— Průměr 2010-2019  
— 3M Průměr

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

### Inflace v USA se drží nad 3 %



03-19 03-20 03-21 03-22 03-23 03-24  
— celková inflace — jádrová inflace

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

dezinflačního procesu, ustálení inflace nad inflačním cílem, a tím pádem jeho nedosažení či jeho zbytečného oddálení v čase. **Bankovní rada tak opakovaně zdůrazňovala potřebu více důkazů**, že inflace opravdu směřuje k cíli ECB. Mnohem více daty bude ECB disponovat před červnovým zasedáním, kdy bude již znám **výsledek mzdového vývoje v eurozóně**. Pokud nedojde k vyššímu než očekávanému růstu mezd a pokud nenastane veliké negativní překvapení v průběhu příštího měsíce a půl, měla by ECB zahájit uvolňování měnové politiky právě na červnovém zasedání, což připustila i samotná Christine Lagarde. Tento krok ECB dlouhodobě předpovídá i naše prognóza. **Očekáváme poté další dvě snížení sazeb po 25bb, čímž by se depozitní sazba na konci roku dostala na úroveň 3,25 %.**

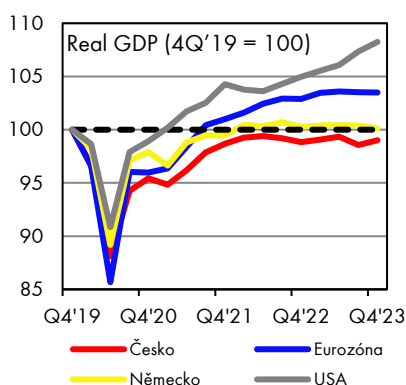
### Americká ekonomika nepřestává udivovat

Během celého roku 2023 se spekulovalo o tom, kdy začne americká ekonomika zpomalovat a nezdá se, že by se objevovaly hlasy, že největší světová ekonomika spadne do recese. Tamní hospodářství ale postavilo všechny odhady na hlavu, když ve třetím kvartálu anualizovaně rostlo o takřka 5 %, v posledním čtvrtletí o 3,4 % a **za celý rok 2023 dosáhlo růstu 2,5 %**, což byl dokonce vyšší růst než v roce 2022 (+1,9 %). Mnozí analytici se domnívali, že se ovšem jedná pouze o posunutí problémů v čase. V tuto chvíli se ale zdá, že neměli pravdu. Zhoršování na trhu práce se zatím nedostavilo, míra nezaměstnanosti je na historických minimech a počet nových pracovních míst naopak přibývá. **Spotřeba domácností** by tak i nadále měla být hlavním motorem americké ekonomiky, a to navzdory restriktivní politice Federálního rezervního systému. Právě samotný **Fed výrazně zvýšil predikci růstu amerického hospodářství z 1,4 % na 2,1 %**. V rámci průzkumu agentury Bloomberg mají podobný odhad i analytici, kteří odhadují růst ve výši 2,2 %. Rizikem těchto prognóz je zejména geopolitický vývoj ve světě, kdy pokračuje válka na Ukrajině a konflikt na Blízkém východě začíná nabírat spíše na intenzitě, což by mohlo vyvolat další negativní nabídkový šok v podobě rostoucí ceny ropy. Důležitým faktorem budou rovněž prezidentské volby ve Spojených státech, které budou mít na jedné straně velmi pravděpodobně dopad na fiskální politiku a na druhé straně případné vítězství Donalda Trumpa může znamenat vyšší míru izolacionismu. Zároveň nelze opomenout možné dopady restriktivní měnové politiky, které se mohou projevit s delším časovým zpožděním, ale o to s větší intenzitou.

### Poslední krok k dosažení inflačního cíle se může pořádně natáhnout

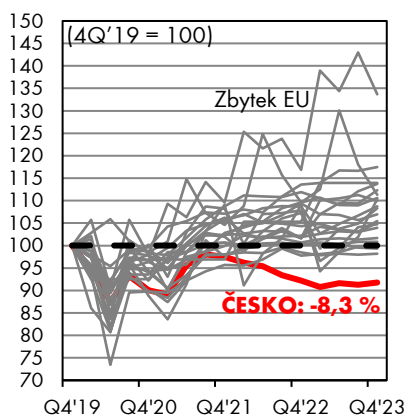
Inflace ve Spojených státech amerických v roce 2022 vyšplhala na nejvyšší úroveň od období ropných šoků v 70. letech 20. století, ale téměř celý minulý rok byl ve znamení jejího rychlého poklesu až ke 3 % na konci roku. Zdálo se, že vše směřuje správným směrem k 2% inflačnímu cíli, ale začátek tohoto roku ukazuje, že tak snadné to v žádném případě nebude. **Inflace v prvním čtvrtletí pokaždé překonala očekávání analytiků a vzrostla z lednových 3,1 % až na 3,5 % v březnu**. Ještě větším problémem ovšem je, že i **jádrová inflace zůstává na zvýšených hodnotách**. Ta poklesla ze svého maxima ve výši 6,6 % (září 2022) až ke 4 % (srpen 2023), ale od té doby se drží okolo této úrovně. Navíc ani meziměsíční dynamika nenaznačuje, že by jádrová část inflace měla začít klesat, ba co víc dokonce může mírně vzrůst. Poslední krok k dosažení inflačního cíle Fedu tak může být ještě velmi dlouhý a strastiplný. **Analytici podle agentury Bloomberg odhadují průměrnou inflaci měřenou indexem spotřebitelských cen (CPI) za celý letošní rok ve výši 2,9 %**. Tato prognóza čítá ovšem mnohá rizika. Za prvé jsou to rostoucí ceny ropy v důsledku eskalace konfliktu na Blízkém východě. Za druhé silná domácí poptávka tlačí ceny vzhůru, především v oblasti služeb. A za třetí očekávané zpomalení na trhu práce se nekoná, díky čemuž spotřeba domácností neupadá.

## Předcovidová úroveň je blízko



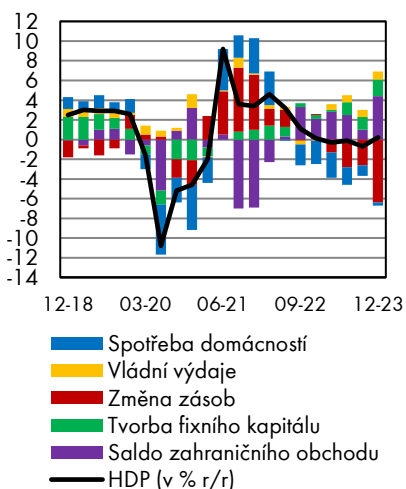
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

## Bezprecedentní pokles spotřeby



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

## Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Fed musí zůstat ostražitý

Vzhledem k příznivému vývoji inflace v minulém roce a velmi mírně zhoršujícím se podmínkám na trhu práce trhy dlouho sázely na to, že **Fed zahájí cyklus uvolňování měnové politiky na březnovém zasedání, což se ale ukázalo jako spíše jejich zbožné přání, které se nenaplnilo. Poté trhy přesunuly sázky na červen, ale ani v tomto termínu Fed velmi pravděpodobně nepřistoupí k zahájení uvolňování měnové politiky.** Důvodem byla postupně přicházející data z americké ekonomiky v prvním čtvrtletí letošního roku, kdy bylo zřejmé, že se dezinflační proces zastavil nad 3 %. Zároveň trh práce vykazuje prvky přehřátí a rovněž výkon americké ekonomiky je robustní, na čemž má největší zásluhu (téměř dvou třetinovou) stále silná spotřeba domácností. To reflektuje také poslední makroekonomická prognóza Fedu, který výrazně zvýšil odhad růstu americké ekonomiky. Obavy z recese se tak velmi pravděpodobně nenaplní. Fed je tak v pozici, kdy si může dovolit držet sazby na vyšších úrovních po delší časový úsek (higher-for-longer), aby ekonomickou aktivitu zchladil a inflaci vrátil ke svému cíli. Původní představa většiny členů měnového výboru, že by sazby mohly být sníženy třikrát o 25bb v průběhu letošního roku, se tak nejspíše nestane realitou. **Aktuálně se trh přiklání k září jako termínu spuštění uvolňování měnové politiky, podobně jako i naše prognóza. Následovat by mohlo ještě další snížení sazeb o 25bb v prosinci, což by znamenalo, že na konci letošního roku úrokové sazby budou v intervalu 4,75-5,25 %.** Nicméně rizika této prognózy jsou značná a jednou z alternativních variant je i to, že Fed v tomto roce ponechá sazby na stávající úrovni.

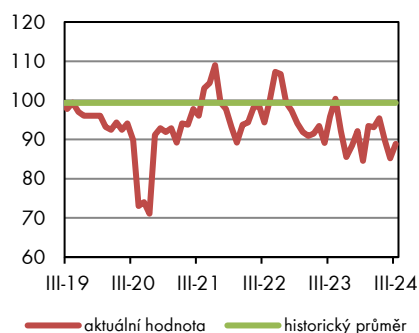
## Předcovidovou úroveň konečně překonáme

**Česká ekonomika za celý loňský rok poklesla o 0,2 % zejména z důvodu nízké spotřeby domácností,** která je ve srovnání s předcovidovou dobou nižší o více než 8 %, což je s odstupem nejvyšší propad v rámci celé Evropské unie. Domácnosti trápila vysoká inflace, kterou ani zdaleka nedokázalo kompenzovat tempo růstu nominálních mezd. Reálné mzdy zaměstnanců klesaly více než dva roky v kuse, a domácnosti tak začaly masivně šetřit, dokonce i na základních životních potřebách jako jsou potraviny. **V letošním roce by ale měla právě spotřeba domácností být tahounem tuzemského hospodářství,** jelikož inflace poklesla až k inflačnímu cíli ČNB, reálné mzdy po dlouhé době vzrostou a dokonce více, než se původně předpokládalo. Díky tomu Češi vnímají svou finanční situaci optimističtěji a již se neobávají takovým způsobem budoucnosti ohledně svých životních nákladů, což se projevuje na jejich rostoucí spotřebitelské důvěře včetně rostoucích maloobchodních tržeb po více než roce a půl. Rovněž **zahraniční poptávka** by měla pozitivně přispívat k růstu české ekonomiky, když se očekává mírné oživení v eurozóně, nicméně výrazným rizikem je vývoj v Německu, kam směřuje třetina českého vývozu. Predikce růstu největší evropské ekonomiky se povážlivě snižují, což by mělo negativní vliv především na **tuzemský průmysl,** který označuje právě nízkou poptávku z hlavních proexportních trhů jako hlavní překážku svého podnikání. Rovněž příspěvek **rozpočtové politiky** by měl být kladný, a to navzdory schválení tzv. konsolidačního balíčku s platností od letošního roku. V případě **měnové politiky** očekáváme její další postupné uvolňování, což bude podporovat vyšší investiční aktivitu včetně vyššího zájmu o hypotéky. Vzhledem k rizikům spojených zejména s vnějším prostředím **mírně korigujeme růst pro letošní rok z 1,7 % na 1,5 %, ale i přesto by naše ekonomika konečně měla překonat předcovidovou úroveň jako poslední ze zemí EU. Dynamičtější tempo pak uvidíme v příštím roce, kdy podle naší prognózy očekáváme růst o 2,9 %.**

## Složky HDP: Spotřeba domácností motorem růstu

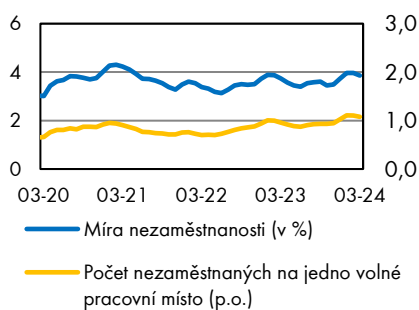
Především **spotřeba českých domácností** stála za poklesem tuzemské ekonomiky v minulém roce, ale tentokrát bude tím hlavním důvodem jejího růstu. Reálné mzdy po více

## Pesimismus v průmyslu převládá



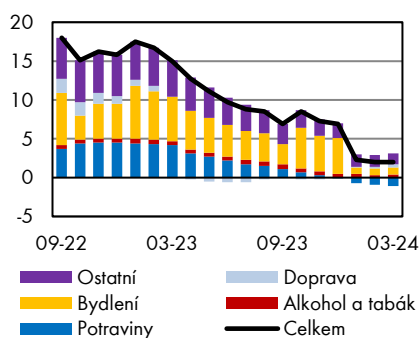
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## 1 pracovní místo = 1 uchazeč



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

než dvou letech vzrostou díky inflaci, která poklesla až ke 2 %, což bude postupně posilovat spotřebitelskou důvěru. Zároveň dříve nahromaděné úspory budou postupně rozpouštěny a domácnosti tak budou ve vyšší míře utrácet. **Vládní výdaje** se budou i nadále pozitivně podílet na růstu HDP, jelikož negativní dopad tzv. konsolidačního balíčku na ekonomický růst nebude takového rozsahu vzhledem k jeho úpravám v průběhu legislativního procesu ve druhé polovině loňského roku. **Fixní investice** budou podporovány nižšími úvěrovými náklady vzhledem k predikovanému pokračování klesajících úrokových sazeb ze strany ČNB. **Zahraníční obchod** i přes zmiňovanou nízkou zahraniční poptávku uchránil českou ekonomiku od ještě většího propadu. Letošní příspěvek by měl být ještě vyšší vzhledem k predikovanému oživení eurozóny. Otázkou ovšem je, jak se bude dařit našemu hlavnímu obchodnímu partnerovi, Německu, kde se podobně jako v případě Česka původně předpokládal mírný růst, ale nejnovější odhady se snižují směrem k nule. Pokud by k takovému vývoji došlo, česká ekonomika by rovněž trafil. Jedinou složkou, která by měla mít negativní vliv na HDP, bude **změna stavu zásob**. Poptávka je stále nízká, firmy ji schopny z velké části uspokojit z dříve nahromaděných zásob, což se zároveň projevuje na nižší potřebě dodatečné výroby. Rovněž v době klesající inflace není z ekonomického hlediska racionální dále akumulovat zásoby, které tak podniky budou dále rozpouštět.

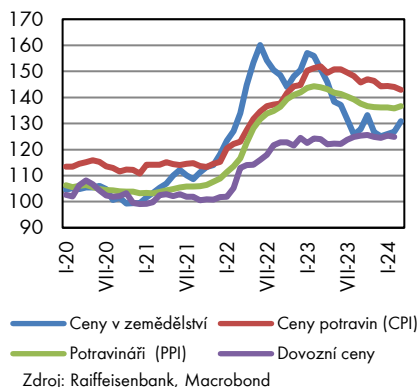
## Průmyslová výroba se odrazí ode dna

**Tuzemský průmysl skončil loni v červených číslech, přestože produkce automobilového sektoru byla výrazně kladná.** Ten doháněl, co zameškal v minulých letech vzhledem k problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Tempo růstu v automotive bylo v průběhu roku mnohokrát dvouciferné, ale ostatní sektory strádaly. Takřka **u všech docházelo k jejich nepřetržitému meziročnímu poklesu a zvláště energeticky náročné sektory zažívaly krušné časy**, jelikož právě ty zasáhlo nejvíce skokové navýšení cen energií. Letos očekáváme mírné oživení napříč jednotlivými odvětvími průmyslu vzhledem k velmi nízké základně z roku 2023. Na druhé straně **příspěvek automobilového průmyslu nebude tak výrazný jako loni**, kdy byly doháněny zpožděné objednávky z let minulých. Riziky jsou další vývoj v zahraničí, především v Německu, mezi jehož subdodavatele patříme, a dále problémy v námořní dopravě v Rudém moři, kdy jsou firmy nuceny přesměrovat lodě mimo tento koridor a obeplouvat Afriku. To má samozřejmě negativní konsekvence na dodavatelské řetězce, kdy se prodlužuje, a tím pádem i prodražuje, dodání materiálů či hotových výrobků především z Asie. I přesto firmy hledí do budoucna s optimismem, když jejich obchodní důvěra pomalu roste, především díky očekávanému oživení spotřeby, a tudíž i poptávky. **Na základě naší prognózy očekáváme, že výroba v průmyslu letos vzroste o 2,7 %.**

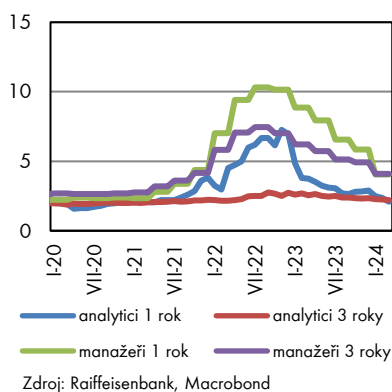
## Nezaměstnanost zůstane na velmi nízkých hodnotách

**Přestože česká ekonomika skončila loni v recesi, na nezaměstnanosti se tato skutečnost prakticky neprojevila, když její průměrná výše stoupla z 3,4 % v roce 2022 na 3,6 % v roce 2023.** Ukazuje se, že tuzemský trh práce zůstává velmi napjatý, když se firmy i přes slabou poptávku neuchylují ve vyšší míře k propouštění, protože při obnovené poptávce by jim tiito propuštění pracovníci mohli chybět. Firmy se proto snaží v co nejvyšší míře udržet své zaměstnance, ačkoliv z krátkodobého hlediska se to může zdát nevýhodné. Proces nabírání nových pracovních sil je totiž administrativně a časově náročný, zároveň je třeba, aby se noví zaměstnanci zaškolili, a především v současné situaci na trhu práce je to spíše zaměstnanec, kdo určuje pracovní podmínky včetně mzdového ohodnocení. To znamená, že firmy by měly vyšší finanční náklady na novou pracovní sílu. Navíc v dlouhodobém měřítku se teprve začne více projevovat stárnutí populace. **V krátkodobém horizontu očekáváme**

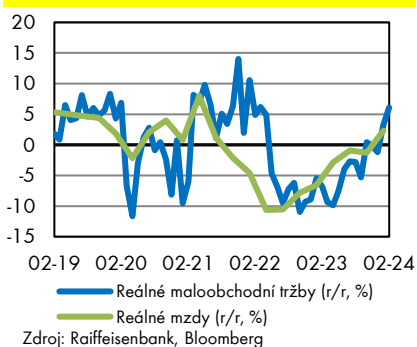
## Ceny potravin ve výrobní škále



## Inflační očekávání klesají



## Reálné mzdy i tržby porostou



nevýrazné zvýšení nezaměstnanosti zejména v oblasti průmyslu. Za letošní rok by v průměru měla činit 3,8 % a v příštím roce predikujeme její pokles zpět na 3,6 %.

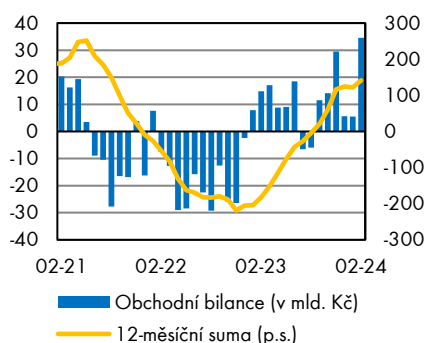
## Inflace zůstane v tolerančním pásmu ČNB

Inflace dosahovala v letech 2022 a 2023 hodnot, které Česká republika znala pouze ze začátku transformace z centrálně plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku. Všeobecně se očekávalo, že inflace v letošním roce poklesne, ale diskutovalo se jak moc. **Obavy panovaly zejména ze síly lednového přecenění mezi obchodníky,** které mělo předurčit trend celého roku. Mediánový odhad lednové inflace se pohyboval okolo 3 %, ale výsledek znatelně překonal očekávání všech, když **inflace spadla až na 2,3 %.** **Kromě ne tak výrazného lednového přecenění ze strany obchodníků tlačily inflaci dolů zejména ceny potravin,** kde se projevily klesající ceny zemědělských komodit v posledních měsících, snížení DPH u této položky z 15 % na 12 % a pravděpodobně také určitá míra konkurence mezi řetězci. Na základě tohoto vývoje jsme významně revidovali naši prognózu z 3,4 % na 2,4 %. **V únoru a březnu pak inflace dosáhla inflačního cíle ČNB,** což se podařilo po více než pěti letech. Nicméně pozorujeme **odlišný vývoj jednotlivých složek v rámci spotřebního koše,** kdy pokračuje trend klesajících cen potravin, ceny zboží téměř nerostou vzhledem k velmi utlumené poptávce a ceny energií sice rostou, ale mnohem umírněnějším tempem než v předchozích dvou letech. Na druhé straně **cen v oblasti služeb** v průběhu celého letošního roku rostou více než 4% tempem a je tak zřejmé, kde jsou inflační tlaky stále přítomné. Zároveň začínají růst ceny na čerpacích stanicích, které v minulém roce působily protiinflačně. **Ceny pohonných hmot** aktuálně rostou vzhledem ke stoupajícím cenám ropy na světových trzích v důsledku geopolitického napětí na Blízkém východě a slabší koruně. **Oproti naší poslední aktualizaci pouze mírně korigujeme predikci průměrné inflace pro tento rok z 2,4 % na 2,3 %.** Mezi rizika této prognózy se řadí zmíněný vývoj v oblasti služeb, cen pohonných hmot výrazně ovlivněných geopolitickou situací, vývoj koruny i cen potravin, které dosud klesaly nad očekávání významně.

## Maloobchod bude odmazávat loňské ztráty

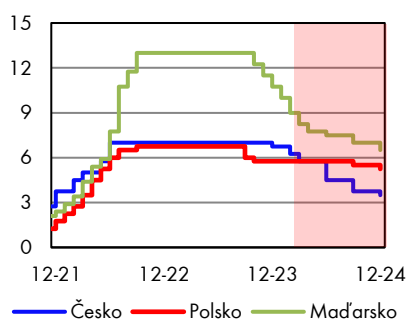
Nejen čeští spotřebitelé, ale i maloobchodní prodejci zažívali těžké časy, když jejich **reálné tržby klesaly rok a půl v kuse. Zlom nastal až na konci minulého roku, kdy se maloobchodní sektor dostal do zelených čísel a tento trend pokračoval i na začátku letošního roku,** a to navzdory pochybnostem, zda Češi nezůstanou ostražití vzhledem k vyšším platbám za regulovanou část energií a obavám z dopadů konsolidačního balíčku na rodinné rozpočty. Úzkostlivé přepočítávání každé koruny se ale nekoná. **Optimismus mezi spotřebiteli nabírá na síle zejména v souvislosti s významným poklesem inflace,** což se mimo jiné projevuje nákupy střednědobé i dlouhodobé spotřeby. Dalším faktorem za lepší náladou je po dlouhé době **růst reálných mezd.** Proto **domácnosti začínají ve vyšší míře utrácet** a dá se předpokládat, že jejich nákupní apetit bude dále nabírat na intenzitě, ačkoli se nedá očekávat, že Češi nyní vezmou obchody útokem. Vývoj na začátku letošního roku, který je příznivější, než jsme předpokládali, nás přiměl **zvýšit odhad růstu maloobchodních tržeb v tomto roce z 2,4 % na 2,7 %.** **Potvrzuje se domněnka, že spotřeba domácností podpořená růstem reálných mezd bude motorem růstu české ekonomiky, z čehož bude profitovat i celý maloobchodní sektor.**

## Obchodní bilance zpátky v plusu



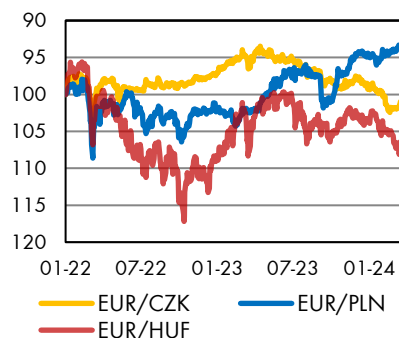
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## V ČR budou nejnižší sazby v CEE



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Vývoj FX v regionu (01/22=100)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Pozn.: Invertovaná osa y, hodnoty nad 100 body označují oslabení měny vůči euru.

## Geopolitické napětí ohrožuje zahraniční obchod

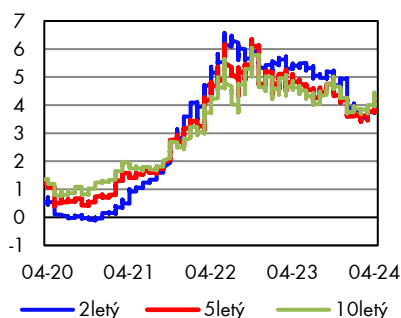
Schodek čítající více než 200 mld. Kč v roce 2022 vystřídal **v minulém roce přebytek ve výši přes 120 mld. Kč. Tento rozdíl byl dán zejména uklidněním cen komodit, které ve vysoké míře musí Česká republika dovážet.** Ceny elektrické energie, zemního plynu i ropy poklesly na úroveň před vypuknutím války na Ukrajině. Zároveň byl redukován objem některých těchto komodit. Na druhé straně **vývoz stagnoval kvůli nízké zahraniční poptávce**, kdy eurozóna v čele s Německem paběrkovala. V tomto roce se očekává mírné oživení ekonomiky eurozóny, nicméně prognózy růstu jejího největší dílu, Německa, se snižují, což by mělo negativní dopad na český export, a tím pádem i na celou českou ekonomiku. Dalším rizikem je pokračující **geopolitické napětí ve světě**, v tuto chvíli především na Blízkém východě, kde se do konfliktu mezi Izraelem a hnutím Hamas napřímo zapojil Írán, což zvyšuje pravděpodobnost rozšíření válečného konfliktu do dalších oblastí. Takový vývoj by nejspíše způsobil další růst cen ropy, který vidíme od února. Zároveň by investoři přesouvali své finanční příspěvky do bezpečnějších aktiv včetně amerického dolaru, což by naopak negativně působilo na českou korunu. To by prodražovalo opětovně import jako v krizovém roce 2022. **Naše prognóza aktuálně počítá s kladným saldem zahraničního obchodu ve výši 117 mld. Kč**, tedy v podobné výši jako v minulém roce a jako v naší prosincové predikci. Nejistota tohoto odhadu je ovšem značná.

## ČNB bude v průběhu roku dál snižovat sazby

Česká národní banka vyrukovala proti rychle rostoucí inflaci skokovým nárůstem úrokových sazeb až na úroveň 7 %, na které ji pak obměněná bankovní rada dlouho držela. Ve druhé polovině minulého roku se již začalo diskutovat, kdy bude zahájen proces uvolňování měnové politiky, což navrhoval i samotný analytický aparát ČNB vzhledem k očekávanému výraznému poklesu inflace ke 3 % v letošním roce. Většina bankovní rady se ovšem přiklání k opatrnějšímu postupu zejména z důvodu stále zvýšených inflačních očekávání a obav ze síly lednového přecenění. Až na konci minulého roku začala oplývat ČNB jistotou, že inflace poklesne minimálně na horní hranici tolerančního pásma (3 %), a proto **na svém prosincovém zasedání poprvé snížila základní úrokovou sazbu o 25bb. Na prvním letošním zasedání pak bankovní rada dokonce tempo zrychlila, když sazby klesly o dalších 50bb**, a to navzdory neznalosti oficiálního výsledku lednové inflace. ČNB měla totiž signály, že lednové přecenění nebylo tak razantní, když očekávala lednovou inflaci ve výši 3 %. Výsledek nakonec doslova všem vyrazil dech, když **meziroční inflace poklesla až na 2,3 %**. **V únoru a březnu se inflace zastavila přesně na inflačním cíli ČNB**, kterou ale znepokojuje rozdílný vývoj jednotlivých složek spotřebitelského koše, proto hodnotí **rizika stále jako proinflační**. Tím hlavním je **růst cen v oblasti služeb**, který zatím nezpomaluje. Dále následují **zvýšená inflační očekávání a aktuální geopolitický vývoj ve světě**, který se odráží zejména na rostoucí ceně ropy a slabší koruně, což ztlačuje český import. Bankovní rada tak pravděpodobně upřednostní opatrnější přístup, ale potenciálně s očekávaným zahájením snižování sazeb ze strany ECB v červnu by mohlo dojít i k razantnějšímu kroku. **V tuto chvíli se domníváme, že by základní úroková sazba mohla na konci roku klesnout až ke 3,5 % a v příštím roce až ke 3 %, kde by pak mohla delší dobu setrvat.** O tom může více napovědět květnové zasedání, kde by bankovní rada měla diskutovat výši rovnovážné úrokové sazby. Jedno je jisté, ta bude rozhodně výše než v poslední dekádě, tudíž peníze by měly mít zvýšenou hodnotu.

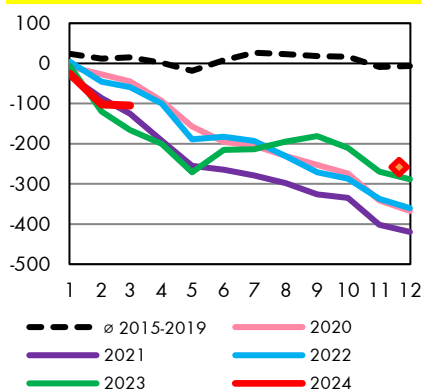


### Normalizace výnosové křivky



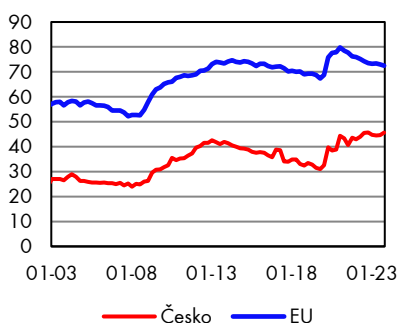
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Konsolidace jde zatím pomalu



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Veřejný dluh dál roste



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Konsolidace veřejných financí bude náročná

**Veřejné finance se vydaly po roce 2019 na nebezpečnou dráhu vysokých deficitů, a tím pádem i rychlého zadlužování.** Proto se současná vládní garnitura rozhodla provést taková opatření, která měla zajistit snížení schodku státního rozpočtu. **Oproti roku 2022 se sice podařilo deficit v minulém roce snížit o více než 70 mld. Kč,** ale výsledek hospodaření ve výši -289 mld. Kč má do ideálu daleko. Vláda proto přijala s účinností od letošního roku tzv. **konsolidační balíček**, který měl posílit příjmovou stranu zvýšením daně z příjmu právnických osob z 19 % na 21 %, zvýšením spotřebních daní, vyššími odvody u OSVČ či zrušením některých daňových výjimek. Na druhé straně byly redukovány výdaje státu na nejruznějších dotačních titulech, snížením valorizace starobních důchodů či úspornými opatřeními ve státní správě. Nicméně **přibýly jiné mandatorní výdaje**, konkrétně vzhledem k současné geopolitické situaci ve světě bylo schváleno, že Česká republika bude vydávat 2 % HDP na výdaje na obranu. Dále bude automaticky valorizována platba za státní pojištění a učitelé by měli mít plat ve výši 130 % průměrného platu. Naplánovaný schodek pro tento rok (252 mld. Kč) je tak vyšší, než bylo původně plánováno představiteli vlády. **Maastrichtské kritérium týkající se výše deficitu veřejných financí sice nejspíše splníme (-2,7 %), ale dluh vůči HDP by měl dále postupně růst přes 45 %. Je tak zřejmé, že konsolidace veřejných financí je teprve na svém začátku a bude třeba udělat další nezbytné kroky.**

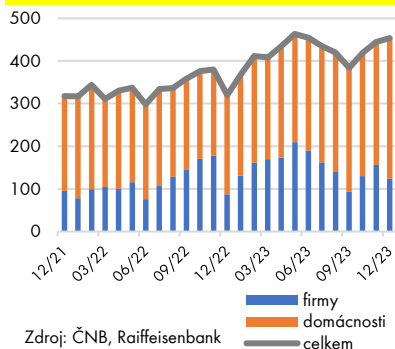
## Koruna začne v průběhu roku posilovat

Po poslední personální výměně členů bankovní rady byl **kurz koruny hlavním nástrojem ČNB ke krocení inflace.** Její silnější úroveň totiž zlevňovaly dovozy, které v krátkodobém horizontu rychleji působily na inflaci než výše úrokových sazeb. Nicméně s formálním ukončením intervencí na podporu koruny a posléze zahájením uvolňování měnové politiky ČNB začala koruna oslabovat. Po únorovém zasedání, kdy bankovní rada rozhodla o překvapivě razantním snížením sazeb o 50bb, **dokonce atakovala hranici 25,50 EUR/CZK, přičemž ještě v dubnu 2023 se obchodovala okolo 23,30 EUR/CZK.** Koruna se tak dostala, a stále se nachází, na mnohem slabší úroveň, než je prognóza ČNB. **V průběhu roku ovšem očekáváme postupné posilování koruny vzhledem k očekávanému zahájení snižování sazeb také ze strany ECB,** které by podle naší predikce mělo nastat v červnu. Úrokový diferenciel by se tak měl přestat zmenšovat, což je aktuálně jedním z faktorů působícím proti koruně. Zároveň by české koruně mělo pomáhat **oživení zahraniční poptávky a s tím spojené kladné saldo našeho zahraničního obchodu. V průměru by se česká koruna mohla obchodovat okolo 25,10 EUR/CZK a na konci roku by se mohla dostat pod úroveň 25 EUR/CZK, přesněji až k 24,80 EUR/CZK.** Hlavními riziky této prognózy jsou potenciální posouvání v čase začátků snižování úrokových sazeb ze strany hlavních centrálních bank a další geopolitický vývoj ve světě, kdy jakékoli válečné konflikty dopadají většinou negativně na rizikovější měny, mezi které investoři řadí i českou korunu.

## Normalizace výnosové křivky již v tomto roce

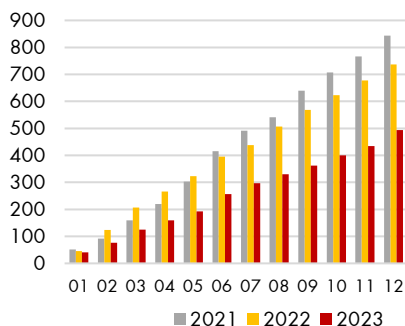
**Přísná měnová politika měla dopad i na výnosovou křivku, jelikož oproti normálnímu stavu byli odměňováni vyššími úroky držitelé státních dluhopisů s kratší splatností.** Rychlejší pokles inflace následovaný svižnějším tempem snižování sazeb ale změnil původní předpoklady o normalizaci výnosové křivky až v příštím roce. Aktuálně se výnosy ze státních dluhopisů pohybují takřka na identické úrovni, když majitel dvouletého dluhopisu obdrží 4,10 %, majitel pětiletého dluhopisu 4,16 % a ten, který vlastní desetiletý dluhopis 4,26 %. **V průběhu roku očekáváme, že se**

### Nad-vklady (mld. Kč)



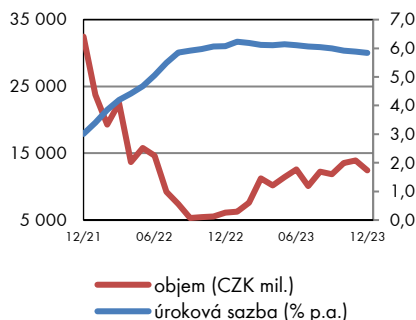
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Nové firemní úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

**postupně budou snižovat výnosy všech státních dluhopisů**, což bude znamenat posun výnosové křivky směrem dolů. Spread mezi desetiletým a dvouletým dluhopisem by se měl navyšovat a činit až 30bp na konci letošního roku ve prospěch toho s delší splatností. **Dojde tak k normalizaci výnosové křivky, kdy jsou investoři odměňováni vyšším výnosem za déle podstupované riziko.**

### Bankovní sektor – svižný růst vkladů a mírné oživení úvěrového trhu

Vývoj vkladů bývá na přelomu roku zásadně ovlivněn mimořádným výkyvem vkladů vládních institucí, které letos z bankovního sektoru v posledním čtvrtletí vyvedly téměř 370 mld. Kč. Po vyloučení tohoto volatiliho segmentu **celkové vklady v závěru roku opět přidaly na rychlosti růstu (+2,3 % k/k) a ukončily loňský rok na hodnotě + 9,5 % meziročně.** To znamená ve srovnání s celoročním tempem roku 2022 (+5,5 %) opět znatelné zrychlení. Více naspořily jak firmy (+7,6 % r/r), tak domácnosti (+7,6 % r/r). **Tento vývoj se adekvátně odrazil i v růstu tzv. nad-vkladů**, tedy vkladů nad úroveň trendu před covidového roku 2019. Jejich celkový objem v závěru roku dosahoval zhruba 450 mld. Kč, přičemž většina těchto extra úspor byla držena na účtech domácností (330 mld. Kč). Za celý loňský rok firmy navýšily své nad-úspory o 37 mld. Kč, zatímco domácnosti o 97 mld. Kč. Statistiky ze začátku letošního roku ukazují, že stále ještě **nedochází ke změně trendu. Naopak, nad-vklady v lednu i únoru překonaly hranici 500 mld. Kč.** Je evidentní, že v bankovním sektoru stále dřímá mimořádný potenciál pro podporu domácí spotřeby a investic.

**Tempo růstu úvěrů v posledním čtvrtletí loňského roku opět lehce zpomalilo (+1,6 % k/k), přesto celoroční růst zůstal vysoko na úrovni 7,0 %.** Stojí za tím především vývoj úvěrů nefinančním podnikům, které se ve loňském roce zvýšily o 9,7 %, zatímco v roce 2022 to byla necelá 4 %. Takovému tempu ne zcela odpovídá vývoj **nově poskytnutých firemních úvěrů, jejichž celoroční objem (494 mld. Kč) se ve srovnání s rokem 2022 propadl o 33 %.** K poklesu došlo jak u úvěrů poskytnutých v korunách (-38 % r/r), tak i u úvěrů eurových (-27 % r/r). Přesto díky vysokým objemům eurových úvěrů načerpaných v posledních dvou letech, **představují eurové úvěry více než 50 % celkového objemu firemních úvěrů, což je historicky nejvyšší úroveň.** S postupným uzavíráním úrokového diferenciálu, lze očekávat další pokles zájmu o eur úvěry a oživení poptávky po úvěrech v korunách. **Meziroční tempo růstu úvěrů poskytnutých domácnostem dosáhlo vloni úrovně 4,9 %, což je obstojně srovnatelné s vývojem roku 2022 (+5,1 % r/r).** Původní odhady počítaly s výraznějším zpomalením, a to především vlivem přetrvávajícího ochlazení hypotečního trhu. I když se ve druhé polovině roku již projevilo postupné snižování úrokových sazeb, které spolu s uvolněním limitů pro nové hypotéky přineslo nárůst objemů nových obchodů, je **celoroční produkce nových hypoték o více než 10 % nižší než v již tak dost slabém roce 2022.** Spotřebitelské úvěry celý loňský rok překvapovaly stabilní poptávkou, která vedla k rekordní výši celoročního objemu nově poskytnutých úvěrů 102 mld. Kč, což je o 11 % více než v roce 2022. Ve druhé polovině roku se však začaly zvyšovat i měsíční objemy nových spotřebitelských úvěrů v kategorii „Ostatní nová ujednání“, která zahrnuje stávající úvěry, u kterých v daném měsíci došlo ke změně podmínek úvěrové smlouvy. Jejich celkový objem byl o 31 % vyšší než v roce 2022. Zároveň s tím **již evidujeme i růst podílu nesplacených spotřebitelských úvěrů, který se aktuálně pohybuje v těsné blízkosti 4% hranice.** Z historického hlediska to není nijak výjimečná situace, ještě v letech 2016–2017 se podíl nesplacených spotřebitelských úvěrů pohyboval v rozmezí 6–8 %, avšak je

třeba to vnímat jako předzvěst možných budoucích problémů s kvalitou úvěrového portfolia domácností.

*Helena Horská, Martin Kron, Vít Mikušek, Lenka Kalivodová*

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

# Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

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](mailto:info@rb.cz)

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

## 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 Zajíček 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

Martin Kron 23 44 01 070

Vít Mikušek 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 24. duben 2024, 13:00

Publikace byla vydána 25. duben 2024

## UPOZORNĚNÍ

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

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

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

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

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími 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 neověřených informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

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

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

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

Není-li uvedeno jinak na webu RB ([https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer\\_RBroker.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf)) nebo na webu RBI ([http://www.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation)), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které 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 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 pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisů Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

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

### Informace o zájmech a střetech zájmů

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