

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Zimní měsíce eurozóna zvládla, oživení ekonomiky ale bude pomalejší
- Americká ekonomika se může vyhnout recesi, spotřeba domácností ale bude klesat
- Fed čeká v červnu těžké rozhodnutí o sazbách, stabilitu ale vidíme jako pravděpodobnější
- ECB bude dál zvyšovat sazby, pomalu se ale blíží do cíle
- Česká ekonomika zůstává pod předcovidovou úrovní, druhá polovina roku ale přinese růst
- Průmysl a zahraniční obchod profituje z automobilového sektoru, poptávka ovšem klesá
- Maloobchodní tržby v reakci na pokles reálných mezd zůstávají utlumené
- Inflace v Česku klesá, návrat k 2% cíli ale nemusí být otázkou příštího roku
- ČNB přizpůsobuje svoji politiku silné koruně, sazby ale nezvýší
- Státní rozpočet čeká konsolidace, boj ale bude i o letošní výsledek
- Česká koruna zůstává neobvykle silná, nadále počítáme s korekcí
- Výnosová křivka zůstane po delší dobu v inverzi, pokles výnosů čekáme napříč splatnostmi
- Bankovní sektor – vklady dál bobtnají, úvěry lapají po dechu

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 792	5 709	6 109	6 795	7 366	7 851	8 259
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,5	2,9	2,9
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 271	25 827	28 584	29 874	31 806
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	2,6	0,0	3,0	4,3
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,4	3,7	3,8	3,5
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	4,6	4,7	6,5	10,0	6,8	5,1
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	24,3	8,0	3,0	2,5
CPI, r/r %, průměr	2,8	3,2	3,8	15,1	11,3	3,7	2,4
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	15,8	8,4	3,1	2,3
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	-3,5	-2,2	-1,6
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,0	37,7	42,0	44,1	45,3	45,6	45,5
Obchodní bilance, mld. Kč	145,7	179,9	-9,0	-201,6	19,0	64,4	124,6
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-1,0	-0,2	0,6
CZK/EUR, průměr	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	24,4	24,1
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
<b>ČR</b>	2,5	0,5	2,9	2,9
Slovensko	1,7	1,0	2,4	2,5
<b>SE</b>	4,2	0,6	2,8	3,3
Rumunsko	4,7	3,0	4,5	4,0
Bulharsko	3,4	1,8	3,5	3,5
Chorvatsko	6,3	1,6	2,5	3,0
Srbsko	2,4	1,9	3,0	3,0
Bosna a Her.	4,0	1,5	3,0	3,5
Albánie	4,8	3,0	3,9	4,1
Kosovo	3,0	2,9	3,7	3,8
<b>JVE</b>	4,4	2,5	3,9	3,7
Rusko	-2,1	-2,0	0,9	0,9
Ukrajina	-29,1	1,8	7,5	6,5
Bělorusko	-4,7	0,0	1,0	2,0
<b>SNS</b>	-4,7	-1,7	1,4	1,4
<b>eurozóna</b>	3,5	0,8	1,4	1,3

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	14,3	13,4	6,6	3,3
Maďarsko	14,5	19,0	6,7	5,1
<b>ČR</b>	15,1	11,3	3,7	2,4
Slovensko	12,1	9,8	3,9	3,8
<b>SE</b>	14,1	13,1	5,6	3,4
Rumunsko	13,8	10,4	5,1	3,4
Bulharsko	15,3	10,4	3,7	3,2
Chorvatsko	10,8	6,6	3,4	2,2
Srbsko	11,9	11,2	6,3	3,5
Bosna a Her.	14,0	7,0	3,0	2,5
Albánie	6,7	4,8	3,8	3,5
Kosovo	11,6	5,9	2,2	2,3
<b>JVE</b>	13,2	9,6	4,6	3,2
Rusko	13,3	6,7	4,0	4,0
Ukrajina	20,0	20,2	15,3	10,0
Bělorusko	15,2	12,4	11,0	10,0
<b>SNS</b>	13,8	7,7	5,0	4,7
<b>eurozóna</b>	8,4	5,2	2,7	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	4,70	4,68	4,63	4,60
Maďarsko	391	390	380	385
<b>ČR</b>	24,6	24,0	24,4	24,1
Rumunsko	4,93	4,94	4,99	5,05
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,54	-	-	-
Srbsko	118	117	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	119	113	112	111
Rusko	72,3	81,5	85,6	92,9
Ukrajina	34,0	44,6	48,1	50,0
Bělorusko	2,76	3,12	3,52	3,76
<b>USA</b>	1,05	1,09	1,14	1,16
Švýcarsko	1,07	1,08	1,01	0,99

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	6,75	6,75	6,75	6,75
Maďarsko	13,00	13,00	12,00	9,00
<b>ČR</b>	7,00	7,00	6,50	6,00
Rumunsko	7,00	7,00	7,00	7,00
Rusko	7,50	8,00	8,00	7,50
Eurozóna	3,75	4,25	4,25	4,25
USA	5,25	5,25	5,25	5,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu (% eop)**

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	6,90	7,05	7,00	6,95
Maďarsko	15,67	14,10	11,10	8,40
<b>ČR</b>	7,15	7,20	6,65	6,15
Rumunsko	6,55	7,00	7,00	7,00
Rusko	8,33	7,81	7,88	7,81
Eurozóna	3,46	3,85	3,85	3,70
USA	5,54	5,20	5,15	4,95

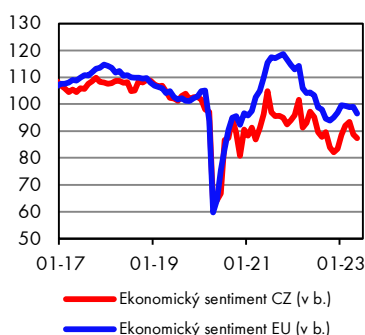
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

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

země	aktuální	III-23	IV-23	I-24
Polsko	5,93	6,22	6,06	5,88
Maďarsko	7,12	8,20	7,90	7,55
<b>ČR</b>	4,35	4,40	4,20	3,90
Rumunsko	6,97	7,40	7,30	7,10
Chorvatsko	3,84	3,75	3,70	3,70
Rusko	10,9	11,1	11,1	10,7
Eurozóna	2,71	2,35	2,30	2,25
USA	3,77	3,60	3,50	3,40

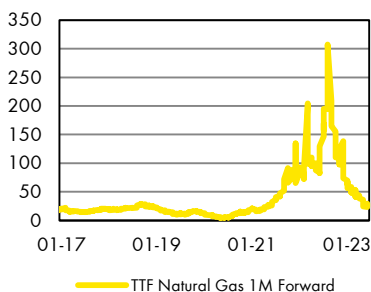
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Nálada v Evropě se opět zhoršuje



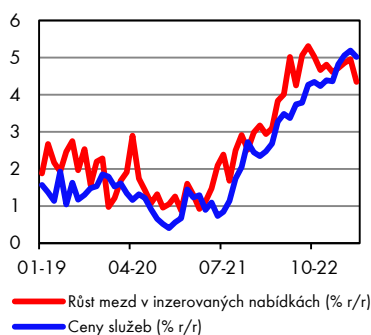
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Cena zemního plynu na burze



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Mzdy a ceny v sektoru služeb v EA



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

## Vnější prostředí

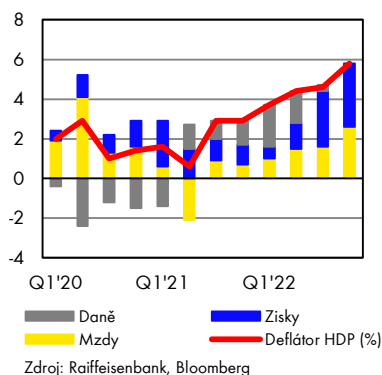
### Eurozóna - lepší, než jsme se obávali, slabší, než jsme doufali

Čtvrtletní výsledky HDP v eurozóně na přelomu let 2022 a 2023 překonaly původní obavy, ale celkové hodnocení budoucí trajektorie ekonomiky zůstává spíše pesimistické. Dynamika oživení tak může být slabší, což tlumí původní optimismus. **Lepší zaznamenanou výkonnost lze přičíst mírnější zimě, která snížila spotřebu energií, a flexibilním podmínkám dovozu zásadních energetických surovin.** Reálná domácí poptávka ovšem poklesla a mírný nárůst HDP byl způsoben především lepším zahraničním obchodem. Navzdory lepšímu vývoji ale zůstává budoucí ekonomický výhled utlumený. Ceny energií se zatím zcela nestabilizovaly, což dopadá na spotřebitele a podniky. Vyšší inflace u většiny zboží pak může dále zhoršovat situaci domácností a negativně se odrážet v maloobchodních tržbách. Spotřebitelské výdaje sice nominálně porostou, ale množství nakupovaného zboží a služeb bude stagnovat. Zpřísnění měnové politiky pak může mít dopad na bydlení a soukromé investice. **První dostupné výsledky HDP tak vybízejí k mírné revizi naší prognózy HDP na rok 2023 směrem nahoru, a to z +0,3 % na +0,8 %.** Přetrvávající problémy v oblasti energetiky a dopady vysoké inflace na situaci domácností ale naopak představují **riziko pro rok 2024 a oproti původní prognóze očekáváme slabší vývoj v podobě růstu HDP jen o 1,5 %.**

### Dostat inflaci blíže k cíli bude jednodušší, než ji na cíli udržet

Podle posledních dostupných dat pokračuje meziroční inflace v rychlém poklesu a v květnu se dostala až do těsné blízkosti 6 %. V normálních dobách by nebylo co slavit, ale vzhledem k tomu, že ještě loni na podzim přesahovala meziroční inflace 10 %, lze brát změnu trendu – byť silně ovlivněnou srovnávací základnou – jako jednoznačný úspěch. **První část úkolu, a to dostat inflaci pryč z dvouciferných čísel na trajektorii poklesu, se tak ECB podařilo splnit. Druhá část úkolu ale může být o poznání složitější, a to dostat inflaci stabilně zpět k 2% cíli.** I samotná Evropská centrální banka očekává, že návrat k 2% cíli je na pořadu dne nejdříve v roce 2025. Ve srovnání s našimi předpoklady z minulého roku je na jednu stranu **rychlejší ústup cen energií**, kdy například ceny zemního plynu na nizozemské burze jsou na úrovních z poloviny roku 2021. To znamená, že ještě z doby před vypuknutím války na Ukrajině a ne příliš vysoko nad dlouhodobým průměrem z předcházejících let. **Na druhou stranu pomalejší je ústup jádrové inflace**, tedy inflace po očistění mj. o ceny energií a potravin. To platí zejména pro sektor služeb, který na rozdíl od průmyslu netrpí výraznějším poklesem poptávky a „pricing power“ firem zde zůstává stále silná. Spotřebitelé jsou i nadále u služeb ochotni akceptovat navyšování cen bez toho, aniž by přistupovali k výraznější substituci napříč firmami, a firmy tak mohou navyšovat ceny zejména ve prospěch vlastních marží. I přesto, že toto jednání představuje problém a ECB tzv. „greedflaci“ zmiňuje stále častěji, **hrozba podle centrální banky i nadále přichází zejména ze strany mezd.** Ty vzhledem k delší setrvačnosti mohou pohánět inflaci i v budoucnosti a mzdové nároky mohou držet míru inflace na vyšších úrovních i díky napjatému evropskému trhu práce. Boj o inflaci tak neprobíhá jen v blízkém horizontu, ale zejména v dlouhodobějším pohledu, který má ECB možnost (a povinnost) skrze dostupné nástroje ovlivňovat. I přes klesající trend, který pozorujeme u meziroční inflace, proto lze předpokládat, že centrální banka bude pokračovat v dosavadním utahování měnové politiky.

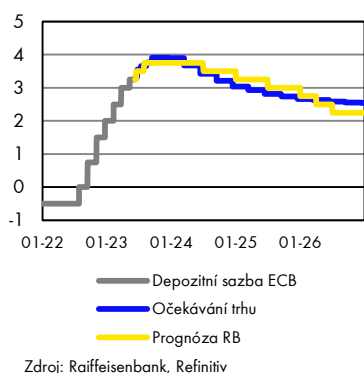
### "Greedlance" v eurozóně



### ECB zpomaluje tempo a blíží se ke konci zvyšování

Evropská centrální banka na svém posledním květnovém zasedání rozhodla o zvýšení sazeb o 25 bazických bodů, a depozitní sazba se tak dostala na 3,25 %. To představuje další zpomalení tempa, kdy na několika předcházejících zasedáních zvyšovala sazby o 50bb, během roku 2022 i po 75bodových skocích. **Na jedné straně centrální banka očekává, že inflace zůstane vysoká příliš dlouho, na druhé straně má doposud realizované zvyšování úrokových sazeb již zřetelný dopad na podmínky financování.** ECB nedokáže předem jasně určit, do jaké míry a s jakým časovým zpožděním se zpřísnění měnové politiky projeví v inflaci a na ekonomickém vývoji. Další vývoj úrokových sazeb proto i nadále zůstane závislý na neaktuálnějších datech, byť **zvýšení na červnovém a patrně i červencovém zasedání v této chvíli vypadá jako nejpravděpodobnější scénář.** Depozitní sazba by se tím dostala na 3,75 %, kde podle naší prognózy zůstane po delší dobu a k prvnímu snížení se ECB odhodlá až v průběhu příštího roku.

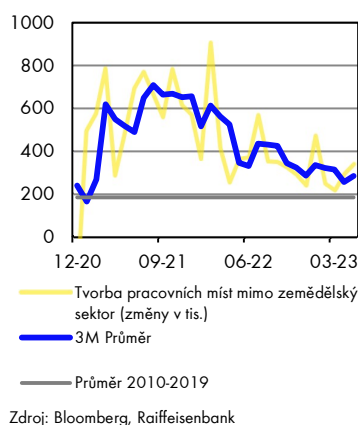
### Vývoj sazeb ECB (v %)



### Americká ekonomika se může vyhnout recesi

V průběhu roku 2022 si sice americká ekonomika prošla technickou recesí, rychle se ale dokázala zotavit a v posledních čtvrtletích opět hlásí mezičtvrtletní přírůstky. V prvním letošním čtvrtletí se ukázalo, že pro Spojené státy zásadní **spotřeba domácností zůstala poměrně silná** a dokázala zvrátit negativní vývoj v investiční aktivitě. Pozitivně přispěla také vládní spotřeba. Přesto lze očekávat, že na americkou ekonomiku bude v letošním roce negativně dopadat pomalejší růst obchodních partnerů včetně Evropy a Číny spolu v kombinaci s rychle rostoucími úrokovými sazbami. Samotné vysoké úrokové sazby budou tlumit investiční aktivitu, a to i na rezidenčním trhu, kde složitá situace na hypotečním trhu vede k omezení poptávky po nemovitostech. **V druhé polovině roku si tak největší světová ekonomika může projít opětovnou technickou recesí** v podobě dvou čtvrtletních poklesů v řadě. Spíše, než výrazný propad, je ale aktuálně nejpravděpodobnější scénář postupného oslabování, jehož síla bude opět záviset zejména na ochotě spotřebitelů utrácet v prostředí stále vysoké inflace snižující jejich kupní sílu. **Takový scénář by sice nešlo nazvat dokonalým měkkým přistáním, přesto by z pohledu historie představoval úspěch pro Fed.** Pro celý letošní rok očekává medián analytiků růst americké ekonomiky o 1,1 %. K postupnému snižování ale dochází v odhadech pro rok 2024, kde začátkem roku byl očekáván růst o 1,3 %, aktuálně předpoklad počítá již jen s +0,8 %.

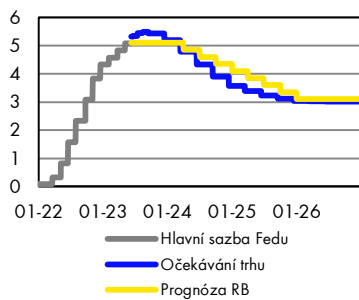
### Zpomalující trh práce v USA



### Inflace v USA klesá i díky cenám energií

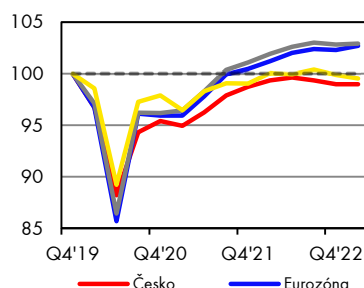
Spotřebitelská inflace v americké ekonomice je, alespoň z meziročního pohledu, již za svým vrcholem, kterého dosáhla v polovině roku 2022. Rychlost meziročního růstu cen tehdy dosáhla více jak 9 %, po necelém roce je ale tempo prakticky poloviční. Důvodem je zejména vývoj u cen energií, které se na loňských maximech podílely v přímém dopadu až třemi procentními body, v posledních měsících byl ale jejich příspěvek dokonce negativní. **Nadále zvýšená tak zůstává především dynamika u služeb, což reflektuje i jádrová inflace,** která ustupuje jen velmi pozvolna a meziročně je aktuálně vyšší než celková spotřebitelská inflace. Stejně jako v eurozóně tento vývoj může přispívat k pomalejšímu návratu k 2% cíli, čehož si je vědoma americká centrální banka, a i přes takřka rok trvající pokles míry inflace pokračovala ve zvyšování sazeb. **Konsenzus analytiků podle průzkumu agentury Bloomberg počítá s tím, že inflace v letošním roce dosáhne v průměru 4,1 %.** Zvýšená by ale měla zůstat i v letech 2024 a 2025, kdy analytici počítají s průměrnou inflací ve výši 2,6 % a 2,4 %.

### Vývoj sazeb Fedu (v %)



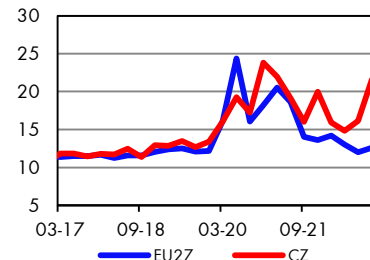
Zdroj: Raiffeisenbank, Refinitiv

### Reálný HDP (4Q19=100)



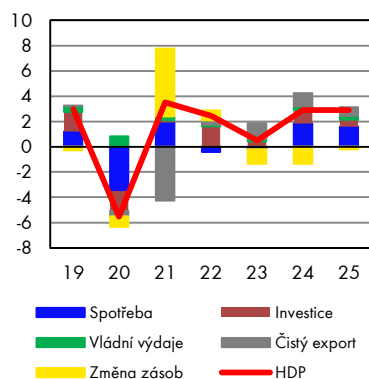
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Míra úspor (%) - nejvyšší v EU



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Vývoj složek HDP - roční



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

## Fed je připraven dostat inflaci ke svému 2% cíli za každou cenu

Na začátku roku 2023 trh očekával, že Fed bude zvyšovat úrokové sazby ještě během prvního čtvrtletí tohoto roku, poté po nějakou dobu bude držet stabilitu a ke konci roku dojde ke snížení. Nicméně americká centrální banka i nadále pokračovala ve zvyšování základní úrokové sazby, aby **dostala cenovou hladinu zpět ke svému inflačnímu cíli 2 %**, a to navzdory zpomalující výkonnosti americké ekonomiky a krachu tří větších tuzemských bank - Silicon Valley Bank, Signature Bank a First Republic Bank. To ukazuje na odolnost amerického bankovního systému, jelikož pokud by Fed úrokovou sazbu nezvýšil, mohlo by to naznačovat, že i další americké banky by mohly čelit podobným problémům. Nejnovější data týkající se trhu práce jsou trhy interpretována smíšeně. Nezaměstnanost stoupla meziměsíčně z 3,4 na 3,7 % v květnu, meziroční nárůst nominálních mezd v květnu mírně zpomalil oproti dubnu, což je dobrá zpráva z pohledu inflace. Na druhou stranu oproti odhadům (cca 195 tis.) výrazně přibýlo nových volných pracovních míst (cca 339 tis.). Tyto výsledky pravděpodobně vyústí na červnovém zasedání v zachování základní úrokové sazby na stávající úrovni a na červencovém zasedání budou vyhodnocována nejnovější data, která mezitím budou zveřejněna. Nicméně my očekáváme, že **Fed již k dalšímu navýšení nepřistoupí, stávající výše bude zachována po zbytek roku 2023 a ke snížení dojde až v příštím roce.**

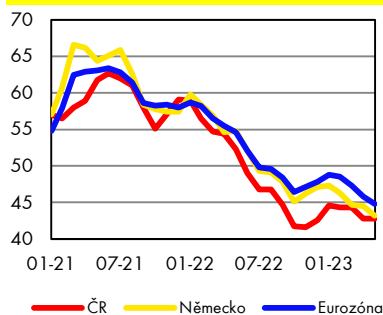
## Oživení české ekonomiky bude pomalejší

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletně stagnovala, což bylo v souladu s naší prognózou. Již minulé jaro jsme po vypuknutí války na Ukrajině na rozdíl od většiny trhu očekávali, že negativní dopady se naplno neprojeví v roce 2022 jako právě spíše v roce 2023. Náš odhad pro rok 2022 se ukázal jako správný, kdy celoroční výsledek dosáhl totožné hodnoty, jakou předpokládala naše prognóza krátce po vypuknutí války. Po více než roce jsme se ale rozhodli přistoupit **k mírné revizi výhledu na roky 2023 a 2024. V obou případech jde o revizi směrem níže**, což reflektuje naše obavy, že zejména oživení poptávky domácností bude pomalejší. To ostatně potvrzují letos doposavad zveřejňovaná měsíční data. **Nepříznivý je výhled i v průmyslu**, kde firmy čelí snižující se poptávce kvůli horší ekonomické situaci v zahraničí a očekávané oživení tak může být pozvolnější. **Negativně na ekonomický vývoj bude působit také měnová politika**, kdy úrokové sazby zůstanou na vyšších úrovních déle, než jsme původně předpokládali. V neposlední řadě pak nelze zapomenout i na **vliv fiskální politiky**, kdy představený konsolidační balíček počítá s deficitem ve výši 1,8 % HDP v roce 2024 a 1,2 % v roce 2025. Náš odhad je o něco pesimističtější, i přesto to proti našemu původnímu předpokladu představuje o 0,6 p.b. respektive o 0,8 p.b. nižší deficit v letech 2024 a 2025. Za předpokladu, že bychom bez kumulace dopadů pracovali s fiskálním multiplikátorem okolo 0,6 pro výdaje a 0,3 pro příjmy, tak jak ve zjednodušené formě předpokládá ČNB, lze odhadnout negativní dopad do HDP vůči našemu předchozímu odhadu. Pro rok 2024 i 2025 jde o snížení o zhruba 0,3 procentního bodu vůči předchozí prognóze. Všechny tyto faktory dohromady tak představují negativnější výhled, který reflektuje **snížení naší prognózy růstu HDP pro letošní rok na +0,5 % (z 0,9 %), a zároveň i prognózy pro rok 2024 na +2,9 % (z 3,3 %).**

## Složky HDP: Negativní vliv spotřeby domácností a změny zásob

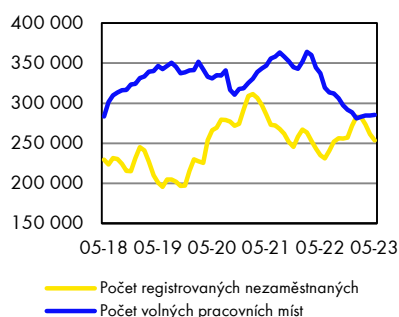
Z pohledu struktury HDP bude ekonomiku v letošním roce i nadále zpomalovat **spotřeba domácností**, byť v druhé polovině roku by v důsledku očekávaného mírného růstu reálných mezd již mělo docházet k obrátu. Negativně pak bude působit také **tvorba zásob** (respektive jejich rozpouštění). Zatímco v roce 2021 a 2022 byl příspěvek kladný, lepší situace v dodavatelských řetězcích snižuje potřebu držet zásoby na současných zvýšených úrovních, obzvlášť když dochází k poklesu cen vstupů. Z letošního HDP tak

### PMI pro zpracovatelský sektor



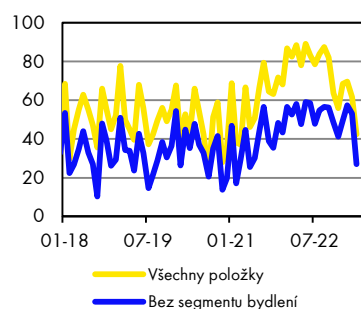
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Bilance na trhu práce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Podíl spotřeb. koše s růstem >2%



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Pozn.: Graf ukazuje součet vah položek spotřebitelského koše převyšujících 2% meziměsíční aktualizovaný růst

samotná tvorba zásob podle nás ukrojí zhruba 1,2 procentního bodu, obdobně pak i v roce 2024. **Fixní investice** by neměly v letošním roce výsledek výrazněji ovlivnit, kdy výraznější kladný příspěvek předpokládáme až v roce následujícím. **Zahraniční obchod** přispěje do HDP letos odhadem 1 p.b., o něco méně v loňském roce. Záviset bude zejména na rychlosti ekonomického oživení v eurozóně. Určitým otázníkem pak zůstávají **vládní výdaje**, kde pro letošní rok očekáváme ještě mírně kladný vliv, v následujících letech ale může být dopad díky představené fiskální konsolidaci blíže nule, či dokonce záporný.

### Průmysl zachraňuje automobilový sektor

První výsledky průmyslu z letošního roku nabízejí smíšený obrázek, kdy meziročně se produkce pohybuje v kladných číslech, většina realizovaného růstu je ovšem dána situací v automobilovém průmyslu, který těží ze slabší srovnávací základny minulého roku. **Drtivá většina ostatních sektorů se meziročně již nachází v červených číslech** a slabší statistika nových zakázek, v kombinaci s negativně vyznívajícím předstihovým ukazateli jako je PMI nebo konjunkturální průzkum ČSÚ, zhoršuje i budoucí výhled. **Optimismus tlumí také zahraniční vývoj, kdy oživení eurozóny může být pomalejší, než se doufalo.** Za celkovým vývojem eurozóny přitom i nadále zůstává Německo, které zatím nedokázalo restartovat svoji ekonomiku, a spolu s Českem zůstává jako jedna z mála zemí pod předpandemickou ekonomickou úrovní. Pro tuzemské průmyslové výrobce jde o zásadního partnera a ekonomické oživení Německa je nezbytnou podmínkou i pro oživení aktuálně slabnoucí zahraniční poptávky. **Náš výhled pro letošní rok tak počítá se stagnací průmyslové produkce**, kdy posunu do červených čísel zabraňuje zejména zmíněný vývoj v automobilovém sektoru. Razantní oživení pak neočekáváme ani v roce 2024, kdy by průmyslová produkce měla růst v průměru o 3,0 %.

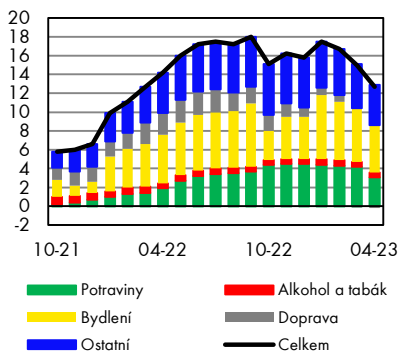
### Český trh práce zůstává napjatý

I přes složitou ekonomickou situaci, do které se Česko dostalo, zůstává tuzemský trh práce silný. V loňském roce dosáhl podíl nezaměstnaných 3,4 % a výsledek pro rok 2023 bude dle našeho odhadu jen mírně vyšší. **Potvrzuje se tak, že zaměstnavatelé jsou ochotni držet pracovní sílu i ve chvílích, kdy takové rozhodnutí nemusí být profitabilní, jelikož si uvědomují, jak složité je získávat zaměstnance zpět v období růstu.** Tuzemský trh práce tak již po delší dobu netrápí nedostatek volných pracovních pozic, jako spíše nedostatek lidí. Příliv uprchlíků z Ukrajiny sice zaplnil část volných míst, ani zdaleka ovšem nedošlo k zásadnějšímu obratu a s výjimkou letošního ledna zůstává poměr pracovních míst proti uchazečům o zaměstnání nad hodnotou 1. Po prvních pěti měsících výsledcích v tomto roce je takřka jisté, že podíl nezaměstnaných nedosáhne v průměru 4 %, jak původně předpokládala naše prognóza. **Revidovali jsme proto výhled pro letošní rok na 3,7 %**, v roce 2024 očekáváme pokračující mírné tempo ochlazení trhu práce, a s tím korespondující podíl nezaměstnaných v průměru na 3,8 %.

### Inflace míří níže, k cíli má ale ještě daleko

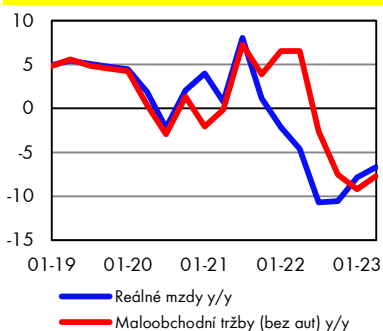
Inflace překvapila v dubnu rychlejším poklesem meziroční míry, a to zejména v důsledku nižších cen potravin a dalších sezónních faktorů. Dynamika se dostala na 12,7 % a **v červnu či nejpozději v červenci dle našeho odhadu poprvé od začátku roku 2022 zamíří do jednociferných hodnot.** V říjnu v důsledku nižší srovnávací základny ale dojde k opětovnému skokovému nárůstu, a tak celoroční průměr patrně zůstane na dvou cifrách. V naší prognóze i nadále počítáme průměrným letošním růstem cen o 11,3 %. Proinflační rizika i nadále plynou zejména z trhu práce, kde míra

### Struktura meziroční míry inflace



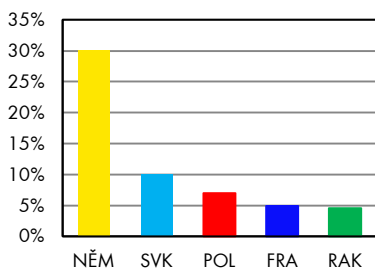
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Vývoj reálných mezd a tržeb



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Top země pro CZ export (2022)



Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ

nezaměstnanosti navzdory horšímu ekonomickému vývoji neroste, což se odráží i ve mzdových tlacích zaměstnanců. V prvním čtvrtletí průměrná mzda rostla nominálně o 8,6 % a ve zbytku roku se bude růst patrně pohybovat okolo 10 %. Na druhou stranu protiinflačně působí rychlejší pokles cen energií, spolu s pokračujícím silným poklesem maloobchodních tržeb. Meziměsíčně tržby klesaly letos v únoru, březnu i dubnu. Poslední zveřejněná data (04/23) tak ukazují více než 7% meziroční pokles, který je nezvykle hluboký i u kategorií jako je například potravinářské zboží. Prostor pro další růst cen je díky tomu spíše omezený a inflace by měla v meziročním vyjádření ustupovat dále. Stejně jako v případě USA a eurozóny tak není pro centrální banku hlavním problémem návrat k nižším hodnotám, ale stabilní návrat k 2% cíli. Historie ukazuje, že po obdobích velmi vysoké inflace zůstává další vývoj cen spíše persistentní a vzhledem k současné struktuře růstu cen a stále vysokým inflačním očekáváním **nepředpokládáme stabilní návrat inflace ke 2 % dříve než koncem roku 2024**. I přesto by lednová čísla měla přinést výrazný pokles meziroční inflace a v průměru za celý příští rok očekáváme růst cen dosahující 3,7 %. Zvyšovat inflaci budou i opatření představená v rámci konsolidačního fiskálního balíčku. Zatímco změny v DPH by měly při plném dopadu do cen působit v dalších letech mírně protiinflačně (zhruba -0,1 p.b.), zvýšení spotřební daně na alkohol a tabák může inflaci dostávat výše, kdy vzhledem k velikosti v rámci spotřebního koše a oznámené změny cen odhadujeme dopad zhruba +0,6 p.b. v roce 2024 a +0,3 p.b. v roce 2025. Celkově v roce 2025 podle nás dosáhne inflace v průměru na 2,4 %.

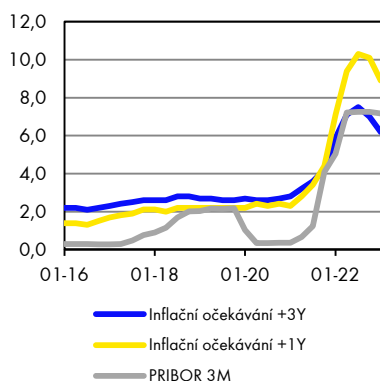
### Maloobchodní tržby i nadále klesají

Průměrná inflace za rok 2022 činila více než 15 % a na podobné úrovni se pohybovala i v prvním čtvrtletí roku 2023. Růst nominálních mezd takových hodnot ani zdaleka nedosahoval, což znamená, že českým domácnostem již více než rok klesají jejich reálné příjmy. Čeští obyvatelé na tuto vzniklou situaci reagovali úpravou svého spotřebitelského chování – omezili svou spotřebu a naopak začali ještě více šetřit. Míra úspor v České republice podle dat Eurostatu za čtvrté čtvrtletí roku 2022 přesahuje 20 % a je nejvyšší v rámci celé Evropské unie. **Kombinace těchto dvou skutečností se negativně promítá v maloobchodních tržbách**. V minulém roce klesly tržby v sektoru maloobchodu (vyjma prodeje aut) o 3,6 %, pro tento rok očekáváme o něco mírnější pokles, konkrétně o 2,9 %. Ve druhé polovině roku 2023 by měla inflace klesnout na jednociferné hodnoty a při zachování stávajícího tempa růstu nominálních mezd by reálné mzdy po delší době opět vykazovaly kladné hodnoty, což by mělo mít pozitivní stimul na spotřebu českých domácností. I přes aktuální nepříznivé ekonomické podmínky nepředpokládáme nárůst nezaměstnanosti, která by měla oscilovat okolo 4 %. **V roce 2024 předpokládáme návrat maloobchodních tržeb do kladných čísel, a to okolo 5 %**, z důvodů ustupující inflace, vyšších reálných příjmů, a s tím související vyšší ekonomické aktivity (především v podobě vyšší spotřeby) a nezvyšující se nezaměstnanosti.

### Zahraniční obchod se vrátí do kladných čísel

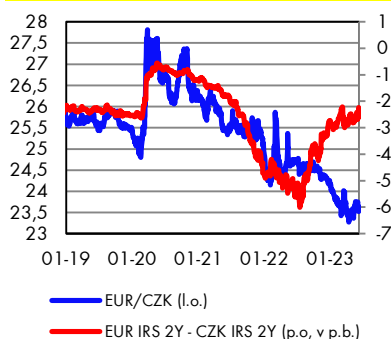
Minulý rok skončil zahraniční obchod v deficitu přes 200 mld. Kč, což je nejhorším výsledkem v historii samostatné České republiky. Hlavní příčinou tohoto schodku bylo skokové navýšení cen komodit (ropa, zemní plyn, elektrická energie), které je Česká republika nucena dovážet, čímž se významně zvýšil podíl hodnoty dovozu. Nyní pozorujeme pokles cen zmíněných komodit na příslušných trzích, což se pozitivně projevuje na podílu směnných relací. Proto dochází k revizi naší prognózy a očekáváme, že **zahraniční obchod již v tomto roce skončí v kladných číslech (19,0 mld. Kč)**, přestože v první polovině roku bude poptávka ze strany domácností i firem slabší, především kvůli přetrvávající vyšší inflaci. Ve druhé polovině roku pak bude s odezdnávající inflací ekonomická aktivita ekonomických subjektů na vzestupu. Navíc by se měla zlepšit situace v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. **Hlavním tahounem přebytku obchodní bilance by měl být tradičně automobilový průmysl**. Tento trend by měl pokračovat i v následujícím roce a společně s oživující se ekonomikou eurozóny

### Vývoj inflačních očekávání v ČR



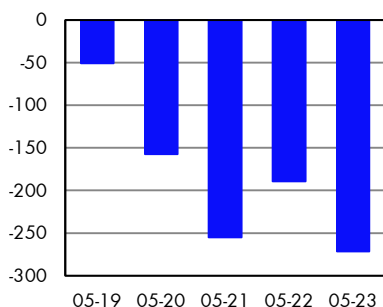
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank  
 Pozn.: Inflační očekávání v rámci šetření mezi nefinančními podniky

### Úrokový diferenciel a EUR/CZK



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond, Bloomberg

### Deficit SR v květnu (mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

očekáváme, že **zahraniční obchod by měl v roce 2024 skončit v přebytku okolo 65 mld. Kč. Nicméně velikým otazníkem je vývoj v Německu, které se dostalo do technické recese** (na přelomu čtvrtého čtvrtletí roku 2022 a prvního čtvrtletí roku 2023), což nebylo analytiky předpokládáno. Německo je největší obchodní partner České republiky a je otázkou, jak se horší ekonomický výkon našeho souseda projeví na výkonnosti naší ekonomiky.

### ČNB v zájmu silné koruny drží jestřábí postoj

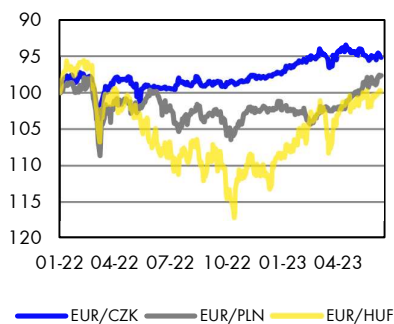
Bankovní rada ČNB pokračuje v chůzi proti větru a měnovou politiku dále staví spíše na snaze o dosažení dílčích cílů, jakým je například silný kurz české koruny, nežli na doporučeních svého analytického útvaru. Zatímco dřívější prognózy ČNB doporučovaly bankovní radě v základním scénáři alespoň na krátkou chvíli zvýšit sazby, většina členů hlasovala pro stabilitu sazeb. Poslední zveřejněná prognóza konečně dala bankovní radě zelenou pro stabilitu, načež někteří další členové reagovali zvednutím ruky pro zvýšení sazeb. Tuzemská centrální banka se tak stává hůře a hůře čitelnou, kdy v důsledku i naše prognóza sazeb nemusí nutně reflektovat scénář, který by modelově za současných podmínek dával největší smysl, jako spíše očekávaný scénář, který je postavený na předpokladech ohledně rozhodnutí jednotlivých členů bankovní rady. **Současná bankovní rada se vzhledem k již takřka rok trvající stabilitě sazeb rozhodla koncentrovat svoji snahu na silný kurz koruny**, což se jí vzhledem k uplynulému vývoji objektivně daří. Podmiňuje tomu i svoji současnou komunikaci, kdy odmítá jakoukoliv diskuzi ohledně možného snižování a drží se alternativního scénáře počítajícího se stabilitou sazeb do konce letošního roku. **I přesto očekáváme, že k prvnímu snížení se na pozadí rychleji ustupující inflace a pomalejší než očekávané dynamiky mezd uchýlí ČNB ještě v letošním roce a po prosincovém zasedání počítáme se základní sazbou na úrovni 6,5 %.** Ve snižování sazeb bude ČNB pokračovat i v průběhu příštího roku a na konci 2024 naše prognóza předpokládá základní sazbu ve výši 4,5 %, což by odpovídalo průměrnému tempu snižování sazeb o 25bb na každém zasedání v příštím roce.

### Konsolidace vládních financí pomůže ke stabilizaci vůči HDP

Dlouho očekávaný úsporný balíček představený vládou přinesl potřebnou stopku pro vládní finance, které se od roku 2020 propadají do hlubokých schodků vedoucích k nejrychlejšímu tempu zadlužování v rámci EU. **Odhlédnout ale plně nelze ani od letošního deficitu státního rozpočtu, kdy za prvních pět měsíců letošního roku se takřka podařilo naplnit plán pro celý rok a deficit přesáhl 270 miliard Kč.** Přestože směřování rozpočtu vypadá značně negativně, chybí prozatím v saldu některé zásadní položky jako je dividenda z energetické skupiny ČEZ, nebo výběr z tzv. windfall daně, která zčásti dopadne na tuzemské bankovní domy, většinově ale taktéž na skupinu ČEZ. Po výrazném prohloubení z prvních měsíců letošního roku tak patrně **přijdou i měsíce, kdy bude docházet k odmazávání deficitu a stabilizaci letošního vývoje.** Lze zároveň očekávat i silný politický tlak na udržení deficitu pod 300 mld. Kč, skrze některé rychle realizovatelné škrty, jak již avizoval ministr financí Zbyněk Stanjura. **V naší prognóze proto i navzdory nepříznivému vývoji za prvních pět měsíců očekáváme, že se deficit státního rozpočtu bude v letošním roce pohybovat poblíž 300 mld. Kč,** v případě celkových veřejných financí půjde o deficit okolo 260 mld. Kč. Rizika této prognózy jsou ale značná – bez dodatečných zásahů do rozpočtu nenaplnitelná. Snaha o udržení letošního rozpočtu ale může mírně zhoršit výsledek v dalších letech, kdy předpokládáme o něco vyšší deficit veřejných financí, než jaký na tiskové konferenci představila vláda. **To by i přesto mělo spolu s vyšší inflací stačit k zabrzdění prohlubování vládního dluhu, který se v letošním roce dle naší prognózy zastaví poblíž 45 % HDP a zde setrvá i v letech 2024 a 2025.**



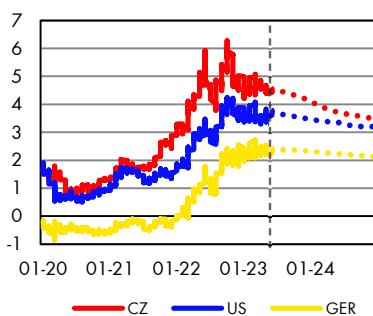
### Vývoj FX v regionu (01/22=100)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

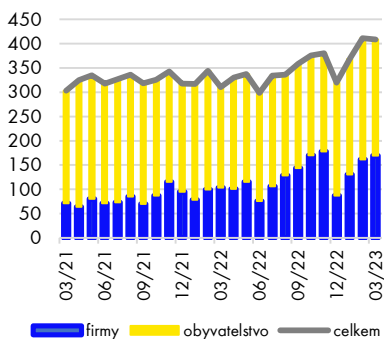
Pozn.: invertovaná osa y – vývoj směrem nahoru znamená posilování vůči EUR

### Výnos 10letého st. dluhopisu (%)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Nad-vklady (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

## Koruna zůstává pod ochranou rukou

Koruna sice mírně depreciovala z letošních nejsilnějších hodnot, přesto se dále drží v pásmu mezi 23,5-24,0 EUR/CZK. Kromě globálních vlivů ji pomáhá i politika ČNB, kdy centrální banka přizpůsobuje svoji komunikaci snaze udržet korunu na silnějších úrovních, než by nutně odpovídalo fundamentům. Zapomínat nelze ani na trvalý intervenční závazek ČNB, která v rámci svých rozhodnutí o měnové politice ponechává v textu větu o ochotě nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny. V naší prognóze se nadále domníváme, že kurz koruny je mírně nadhodnocený a spolu s první komunikací snižování sazeb by mělo docházet k oslabování tuzemské měny vůči euru. **I nadále předpokládáme, že do konce roku by měla koruna oslabit k hranicím poblíž 24,5 EUR/CZK**, byť úprava naší prognózy ve směru pozdějšího snižování sazeb představuje riziko, že se koruna udrží na o něco silnějších úrovních. I v roce 2024 očekáváme, že měnová politika bude částečně podřízena snaze o udržení koruny na silnějších úrovních a navzdory očekávání 2% inflace na horizontu měnové politiky nebude ČNB snižovat sazby rychlejším tempem než po 25bb krocích. To by mělo zabránit výraznější depreciaci koruny, a naopak přispět k posilování v druhé polovině roku spolu se snižováním sazeb u zahraničních centrálních bank. Kladně pak bude působit také zlepšující se bilance zahraničního obchodu a narovnávání vnitřní rovnováhy skrze fiskální konsolidaci. **V rámci naší prognózy nevykládáme scénář opětovných aktivních intervencí ze strany ČNB**, spíše ale předpokládáme, že vzhledem ke kredibilnímu závazku centrální banky podloženému vysokou mírou devizových rezerv nebude mít koruna tendenci testovat hranice poblíž 24,75 EUR/CZK, kde byla centrální banka v minulosti aktivní.

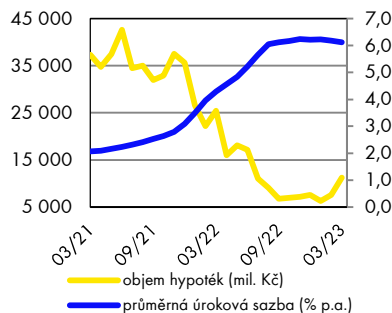
## České státní dluhopisy zůstanou ve vleku zahraničních

Po vypuknutí problému v globálním bankovním sektoru došlo k poklesu především dlouhodobějších výnosů napříč zeměmi a podobný trend se nevyhnul ani České republice. Výnos desetiletého dluhopisu se poté relativně stabilizoval v blízkosti 4,5 %, kde se nachází i nyní. S postupným odezněním inflačního šoku a budoucím zahajováním diskuze o snižování sazeb nejen na české půdě, ale zejména u velkých centrálních bank, očekáváme i graduální snižování výnosů vládních dluhopisů. **Na konci letošního roku tak předpokládáme, že výnos desetiletého českého vládního bondu bude zhruba o 30bb nižší, než kde se nachází nyní.** Zároveň předpokládáme, že by mělo docházet i k pomalému narovnávání výnosové křivky ze současné úrovně a výnos u dvouletého vládního dluhopisu by měl klesat v reakci na měnovou politiku také rychlejším tempem. Na druhou stranu tento vývoj bude realizovaný ze současných vyšších úrovních a nepředpokládáme tak, že by výnosová křivka získala svůj obvyklejší tvar dříve než v roce 2025.

## Bankovní sektor – vklady bobtnají, úvěry lapají po dechu

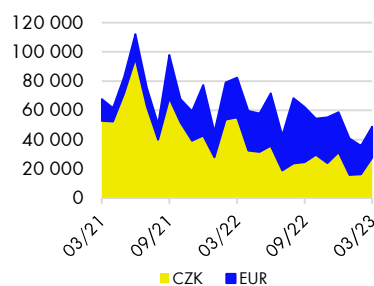
První čtvrtletí letošního roku nepřineslo nijak výraznou změnu dosavadních trendů vývoje. Jak jsme v závěru loňského roku předpokládali, **růst vkladů nabral na intenzitě, a to především ve firemním sektoru.** Zatímco v prvním čtvrtletí 2022 navýšily firmy své vklady o 1,9 % q/q, v tom letošním to bylo o 7,3 % q/q. Obyvatelstvo pak přidalo letos 1,3 % q/q ve srovnání s 0,7% mezikvartálním růstem v roce 2022. Meziroční tempa růstu pak v obou segmentech zrychlila, a to na 9,9 % u nefinančních podniků a na 5,8 % u obyvatelstva. Logickým důsledkem tohoto vývoje je další nárůst tzv. nad-vkladů, tedy vkladů nad úroveň trendu předkovidového roku 2019. **Úspory nahromaděné v době covidových uzavírek nejen že neklesají, ale naopak, i díky podpoře vyšších úrokových sazeb, stále bobtnají.** Ke konci prvního čtvrtletí dosahovala celková suma nad-vkladů zhruba 408 mld. Kč. Stávající ekonomické prostředí s výhledem setrvalého stavu po delší dobu, než se původně předpokládalo, nadále

### Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Nové firemní úvěry (mil. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

nenahrává změně trendu zvýšených úspor. **Lze tedy očekávat nárůst vkladů i v dalších čtvrtletích letošního roku** s tím, že vyšší tempo budou vykazovat vklady firemní.

První jarní měsíce letošního roku sice přinesly drobné oživení hypotečního trhu, avšak **celkový objem nových hypoték poskytnutý v prvním čtvrtletí dosáhl jen 25 mld. Kč, což je o 66 % méně než v loňském roce**. Průměrná úroková sazba se stabilizovala lehce nad 6 % a lze předpokládat, že k jejímu dalšímu růstu již nedojde. Nadějí pro svižnější růst hypotečního trhu je i rozhodnutí ČNB o **zrušení limitu DSTI**, tedy poměru splátek k disponibilnímu příjmu dlužníka, **s účinností od července 2023**. Překvapením zůstávají spotřebitelské úvěry. Měsíční objem nových obchodů v letošním roce opět roste, přestože průměrná úroková sazba zůstává poměrně vysoko na 9,7 %. Potvrzuje to domněnku, že rozložení úspor, o kterých jsme psali výše, je z hlediska příjmů klientů nerovnoměrné. Domácnosti s nižšími příjmy, zdá se, již vyčerpaly své rezervy a vyšší výdaje pravděpodobně řeší půjčkou. **Úvěrům ve firemním sektoru dochází dech. V letošním prvním čtvrtletí bylo poskytnuto o 39 % méně nových firemních úvěrů než vloni**. Pokračující propad korunových úvěrů (-56 % r/r) již nezachraňují eurové úvěry, jak jsme mohli vidět v průběhu loňského roku. Průměrná úroková sazba eurových úvěrů se poměrně svižně zvýšila z loňských 1,3 % na letošních 4,5 %. Proto je letošní objem eurových úvěrů o více než 6 % nižší než v prvním čtvrtletí roku 2022. Přesto je **podíl cizoměnových firemních úvěrů, které z 95 % tvoří právě eurové úvěry, na historicky nejvyšší úrovni 47 %**.

Helena Horská, Vratislav Zámeš, Martin Kron, Lenka Kalivodová

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

# Raiffeisenbank a.s.

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 bankovnictví

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 Píkna

24 24 32 437

Lena Krejnická

23 30 63 280

## Expotní financování a faktoring

Petr Fiala

23 44 05 468

## Financování obchodu

Petr Fojtl

## 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

Žaneta Chudá

23 44 01 195

Michal Michalov

23 44 01 830

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

## 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

Adam Zika

## Ekonomický výzkum

Helena Horská

23 44 01 413

David Vagenknecht

23 44 01 070

Vratislav Zámeš

23 44 05 685

Lenka Kalivodová

## UPOZORNĚNÍ

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

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

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety 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 kopiována a rozšiřována třetími osobami bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta 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 žádná ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historii naleznete (<https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation-history>).

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

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

Není-li uvedeno jinak na webu RB ([https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer\\_RBroker.pdf](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 nutné 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 mohou jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředávající 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 připravovaných 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 a ujištění 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 kohokoli jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

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

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

### Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povětrné předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu 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.rbinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.