

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Pozvolné oživení eurozóny, negativně působí vysoké sazby
- Americká ekonomika se (zatím) vyhnula recesi, její hrozba ale setrvává
- Fed čelí tlaku ze strany trhu, investoři sázejí na rychlé uvolňování měnové politiky
- ECB sleduje rychlý pokles inflace, i zde investoři čekají dřívější snižování sazeb
- Česká ekonomika dále zaostává, problémem je nízká důvěra a spotřeba; oživení bude velmi pozvolné
- Průmysl a zahraniční obchod čeká na oživení (zahraniční) poptávky; ceny energií v centru pozornosti
- Maloobchodní tržby stále pod tíhou reálného poklesu mezd, v roce 2024 pozvolný restart
- Inflace bude výrazně ovlivněna lednovým výsledkem, dosažení inflačního cíle může přijít později
- ČNB váhá před startem, část bankovní rady chce znát výsledek lednového přecenění
- Státní rozpočet míří k letošnímu plánu, slabší růst ekonomiky znamená hrozbu pro příští rok
- Česká koruna by i přes očekávané snižování sazeb neměla v příštím roce výrazněji oslabovat
- Výnosová křivka zůstává v inverzi, očekáváme postupné zplošťování
- Bankovní sektor – zpomaluje růst vkladů i úvěrů; nově poskytnuté hypotéky se již odrazily ode dna

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 792	5 709	6 109	6 795	7 291	7 693	8 146	8 588
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,4	-0,5	1,7	3,2	3,0
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 271	25 827	27 871	28 925	31 010	32 966
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	2,6	-0,7	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	7,7	7,0	5,4	4,8
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	24,3	5,6	1,3	2,4	2,4
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	15,1	10,8	3,4	2,4	2,0
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	15,8	7,1	2,8	2,1	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,6	-2,7	-2,1	-1,6
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,0	37,7	42,0	44,2	45,6	46,9	47,0	46,8
Obchodní bilance, mld. Kč	145,7	179,9	-6,0	-201,0	98,0	121,0	159,0	213,0
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-0,7	-0,1	0,6	1,1
CZK/EUR, konec období	25,4	26,3	24,9	24,2	24,5	24,2	24,0	23,8
CZK/USD, konec období	22,7	21,5	21,9	22,6	22,9	21,2	20,7	20,3
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,0	0,3	3,8	7,0	6,8	4,5	3,0	2,8
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	7,3	6,7	4,7	3,4	3,1
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	5,4	5,5	4,2	2,9	2,9
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	5,2	4,4	3,6	3,0	3,0
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	5,0	4,5	3,8	3,3	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	-0,3	3,0	4,0
ČR	2,4	-0,5	1,7	3,2
Slovensko	1,7	1,3	1,5	2,1
SE	4,0	0,4	2,5	3,3
Rumunsko	4,7	1,5	2,8	3,5
Bulharsko	3,4	1,7	2,5	3,5
Chorvatsko	6,3	2,1	2,5	3,0
Srbsko	2,4	2,5	3,0	4,0
Bosna a Her.	4,0	1,8	3,0	3,5
Albánie	4,9	4,1	4,3	3,7
Kosovo	5,2	3,7	4,0	3,9
JVE	4,6	1,9	2,9	3,5
Rusko	-2,1	2,5	1,5	0,9
Ukrajina	-29,1	5,0	5,4	6,5
Bělorusko	-4,7	3,0	2,0	2,0
SNS	-4,7	2,7	1,8	1,4
eurozóna	3,4	0,5	0,8	1,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2022	2023f	2024f	2025f
Polsko	4,70	4,59	4,39	4,30
Maďarsko	391	378	380	390
ČR	24,6	24,0	24,4	24,0
Rumunsko	4,93	4,95	4,99	5,05
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	118	117	117	117
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	119	108	107	105
Rusko	72,3	91,2	98,0	101,4
Ukrajina	34,0	39,6	43,3	48,1
Bělorusko	2,76	3,07	3,59	4,09
USA	1,05	1,08	1,11	1,15
Švýcarsko	1,01	0,97	1,00	1,02

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	Q1-24	Q2-24	Q3-24
Polsko	5,75	5,75	5,75	5,50
Maďarsko	11,50	8,50	7,00	6,75
ČR	7,00	6,00	5,50	5,00
Rumunsko	7,00	7,00	7,00	6,50
Rusko	15,00	15,00	15,00	11,00
Eurozóna	4,50	4,50	4,50	4,25
USA	5,50	5,50	5,25	5,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

země	aktuální	Q1-24	Q2-24	Q3-24
Polsko	5,83	5,75	5,75	5,50
Maďarsko	10,56	8,45	6,95	6,70
ČR	7,04	6,05	5,60	5,15
Rumunsko	6,25	6,30	6,30	6,00
Rusko	14,34	13,98	13,36	11,89
Eurozóna	3,95	3,90	3,90	3,70
USA	5,36	5,30	5,05	4,80

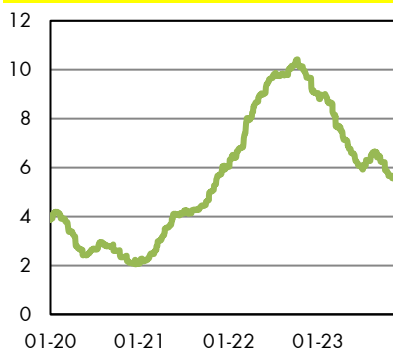
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

země	aktuální	Q1-24	Q2-24	Q3-24
Polsko	5,32	5,60	5,50	5,30
Maďarsko	7,17	6,15	6,10	6,05
ČR	4,07	4,25	4,00	3,85
Rumunsko	6,70	7,00	6,80	6,50
Rusko	12,4	12,6	12,4	10,7
Eurozóna	2,18	2,65	2,45	2,35
USA	4,19	4,40	4,05	3,85

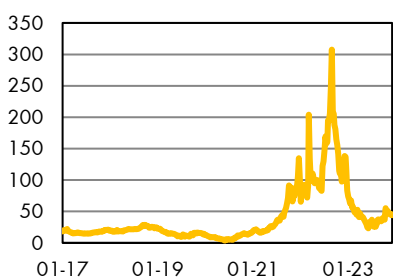
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Inflace ve světě (váhy dle HDP)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

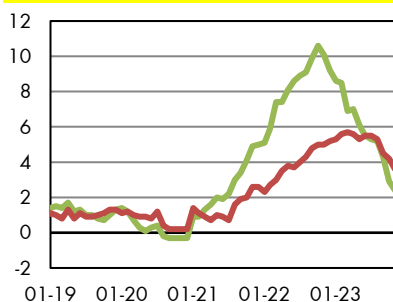
Stabilizace cen energií v r. 2023



— TTF Natural Gas 1M Forward

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Inflace v eurozóně



— Inflace (r/r, %)

— Jádrová inflace (r/r, %)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Vnější prostředí

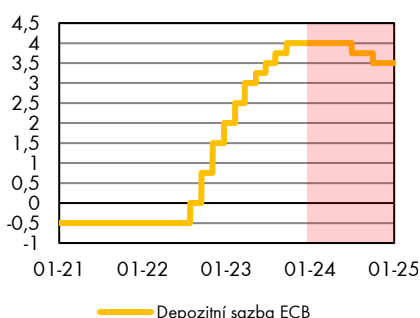
Ekonomika eurozóny dále klopýtá

V prostředí ruské agrese na Ukrajině, nově zažehnutého konfliktu na Blízkém východě mezi Izraelem a hnutím Hamás, vysoké inflace a restriktivní měnové politiky není překvapivé, že nálada v eurozóně je velmi pesimistická. **Průmyslový sektor** dále trápí nízká poptávka, nedostatek kvalifikované pracovní síly a tento negativní sentiment se navíc začíná projevovat i v **sektoru služeb**. Proto je možné, že **ekonomická aktivita ve druhé polovině roku ve srovnání s prvním pololetím poklesne. To potvrzuje i výsledek HDP ve třetím kvartálu letošního roku, kdy ekonomika eurozóny mezičtvrtletně poklesla o 0,1 %, a ani projekce pro nejbližší období nejsou příliš optimistické. Pro celý rok 2023 zůstává naše prognóza beze změny a nadále očekáváme růst o 0,5 %.** **Spotřeba domácností** je sice utlumená, ale oproti minulému roku přece jenom mírně povyroste, na rozdíl od České republiky, kde evidujeme výrazný propad. **V příštím roce predikujeme jen nepatrné zlepšení ekonomické situace v eurozóně, kdy by ekonomika měla vzrůst o 0,8 %.** **Spotřeba domácností** i vzhledem k nižší inflaci a růstu reálných mezd mírně povyroste, ale stále bude na evropskou ekonomiku působit **velmi restriktivní měnová politika**, která tlumí investiční aktivitu firem. **Fixní investice** by tak měly v příštím roce růst podobně nízkým tempem jako v letošním roce. **Fiskální politiku** je třeba rozdělit na dvě části, kdy na jedné straně by měla být na celoevropské úrovni proaktivní, jelikož se očekává nejvyšší čerpání finančních prostředků z tzv. fondu Next Generation EU a na té druhé z pohledu jednotlivých členských zemí bude spíše neutrálního charakteru, protože vejde opětovně do platnosti Maastrichtské kritérium o výši veřejného deficitu pod 3 % HDP, které státy během pandemického období nemusely dodržovat.

Inflační cíle se nepodaří dosáhnout ani v příštím roce

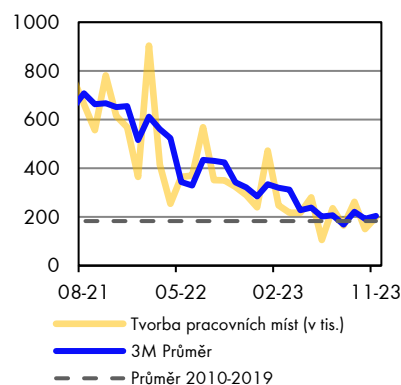
Inflace v eurozóně sice od začátku roku klesá, ale dezinflační proces v polovině roku výrazně zpomalil. To bylo dáno z velké části vývojem v Německu, kde během loňských letních měsíců platily vládou přijaté slevy na jízdné, čímž byla uměle snížena srovnávací základna. Inflace tak v zemi našeho západního souseda během června až srpna stagnovala na podobných hodnotách, těsně nad 6 %. Po ukončení tohoto opatření, a tím pádem vyprcháním statistického efektu, se srovnávací základna opět zvýšila, a v září tak došlo k výraznému poklesu inflace v Německu. To se projevilo rovněž v eurozóně, kde **inflace spadla ze srpnových 5,2 % na zářijových 4,3 % a v říjnu bylo evidováno další podstatné snížení až na 2,9 %.** Tento vývoj je v souladu s naší předchozí prognózou, a proto **naš odhad průměrné inflace pro tento rok neměníme a očekáváme ji ve výši 5,6 %.** Mohlo by se zdát, že 2% inflační cíl je již blízko a jeho dosažení je jen otázkou času, ale opak je pravdou. Důvodem je, že **inflace vznikla kombinací faktorů nabídkových** (růst cen energií, pohonných hmot či problémy v dodavatelských řetězcích) i **poptávkových** (akumulace úspor během doby covidu, silná domácí poptávka, napjatý trh práce), což se odráží na **inflačních očekávání domácností**, která zůstávají zvýšená a ovlivňují inflaci i v delším období. Zároveň vyprchá efekt zvýšené statistické základny, který působil pozitivně v tomto roce. Ceny potravin i energií by měly růst nižším tempem, ceny pohonných hmot by mohly dokonce dále klesat, ale ochota obchodníků korigovat své cenové požadavky v oblasti služeb je nižší, proto **predikujeme pro příští rok průměrnou jádrovou inflaci ve výši 3,6 % a celkovou inflaci ve výši 3,1 %.**

Higher-for-longer. Jak dlouho?



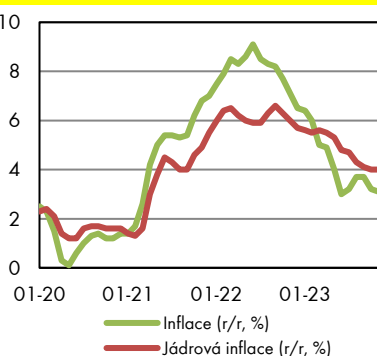
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Zpomalující trh práce v USA



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Inflace v USA



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Kdy doručí ECB první cuty?

S cílem zkotit vysokou inflaci, vyrukovala Evropská centrální banka s **nejpřísnější měnovou politikou ve své historii**, když **depozitní sazbu zvýšila až na 4 %**. Z komunikace ECB je jasně čitelné, že cyklus utahování měnové politiky je již u konce, ale na této úrovni budou sazby drženy déle, než se původně předpokládalo. Ekonomické modely ECB ukazují, že **bude-li zachováno aktuální nastavení sazeb po dostatečně dlouhou dobu, inflace se navrátí v adekvátním čase zpět k 2% cíli ECB**. Diskuze se tak stočila k tomu, kdy ECB začne s uvolňováním měnové politiky. S nižší inflací budou reálné úrokové sazby ještě restriktivnější, což se bude negativně projevovat na již chatrném ekonomickém růstu eurozóny a také na zhoršujících se podmínkách financování států. To může být vážný problém pro velmi zadlužené státy z jihu Evropy, kdy například Itálie čelila zvýšenému tlaku při splácení svých dluhů. **Naše prognóza předpokládá první snížení sazeb ve druhé polovině roku 2024**, ale nelze vyloučit ani dřívější termín, na který sází trh, konkrétně v červnu nebo dokonce dubnu. Snížování úrokových sazeb bude podle nás ale velmi pozvolné vzhledem k predikované vyšší jádrové inflaci, tudíž **očekáváme v příštím roce pouze dva cuty po 25bb**.

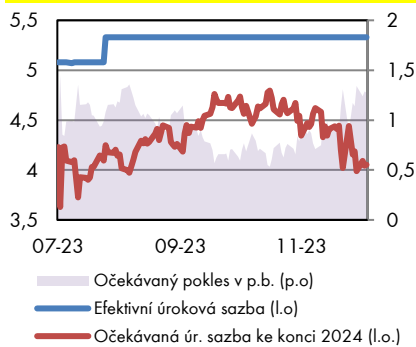
Americká ekonomika pokračuje v měkkém přistání

Americká ekonomika v letošním roce opakovaně překvapila svou odolností, zejména pak tím, že nedošlo k očekávanému zhoršení na trhu práce doprovázené poklesem ve spotřebě domácností. Ve třetím kvartále letošního roku rostla americká ekonomika (anualizovaně) o více jak 5 %, a **letošní celoroční výsledek tak s největší pravděpodobností skončí poblíž 2,5 %**. Do popředí se ale již nyní více a více dostává výhled na příští rok, kdy řada analytiků nevidí letošní růst jako vyřešení problémů, spíše jako jejich odsunutí do budoucnosti. Tomu ostatně odpovídá i odhad analytiků podle agentury Bloomberg na růst v příštím roce, který by měl dosáhnout pouze 1,2 %. V historickém kontextu analytici i nadále vidí relativně vysokou pravděpodobnost recese v americké ekonomice (50 %) na horizontu jednoho roku. Důvodem očekávaného nižšího tempa americké ekonomiky je pokračující zpomalení na trhu práce, které by mělo negativně dopadnout na spotřebu domácností. Obavy panují i z dopadů vysokých úrokových sazeb, které se obvykle projevují až s delším zpožděním. **Velkou nejistotu pro Spojené státy i nadále představuje geopolitický vývoj**, a to zejména ve vztahu k cenám ropy, kdy současné boje často probíhají u významných vývozců této komodity. Případná eskalace by patrně vedla k nárůstu cen a představovala negativní nabídkový šok, který by vedl k pomalejšímu růstu na území Spojených států.

Růst cen v USA zbrzdil, zásadní je vývoj jádrové inflace

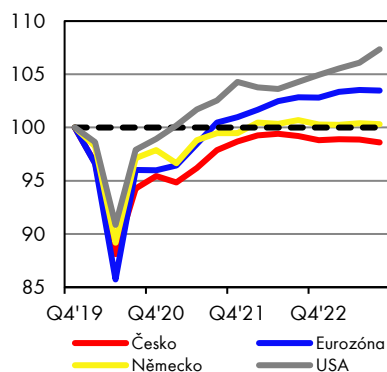
Spojené státy se zotavují z inflační horečky, která zachvátila (nejen) americkou ekonomiku na počátku roku 2021. Přestože trend v posledních měsících přinesl vlnu optimismu, na vyhlášení vítězství je ještě brzo. V říjnu meziroční inflace dosáhla 3,2 % a okolo 3% hranice se bude pohybovat i ve zbytku letošního roku. Pro Fed je ale často relevantnější **jádrová inflace**, očištěná o ceny potravin a energií. Ta v říjnu dosáhla 4 %, což je hodnota, nad kterou se setrvale nachází od poloviny roku 2021, byť i v tomto případě je již pod svým maximem ze září 2022, kdy jádrová inflace meziročně dosáhla 6,6 %. Celkově se tak inflace, ať už očištěná o více volatilní složky nebo ne, ubírá správným směrem, byť možná pomaleji, než centrální banka a analytici očekávali na začátku letošního roku. **Za celý letošní rok by inflace měřená indexem spotřebitelských cen měla dosáhnout 4,1 %, po 8,0 % v roce 2022. Zvýšenou inflaci pak analytici podle agentury Bloomberg očekávají i pro příští rok, byť podstatně blíže inflačnímu cíli, a to na úrovni 2,7 %**.

Pokles sazeb Fedu v roce 2024



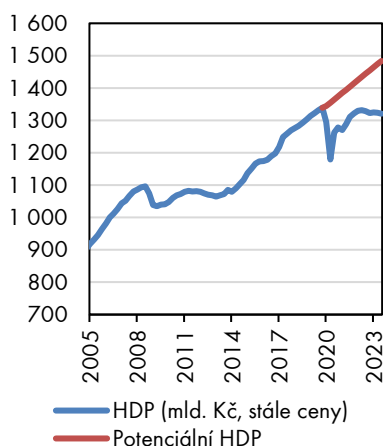
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Reálný HDP (4Q19=100)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Vzdalujeme se od potenciálu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

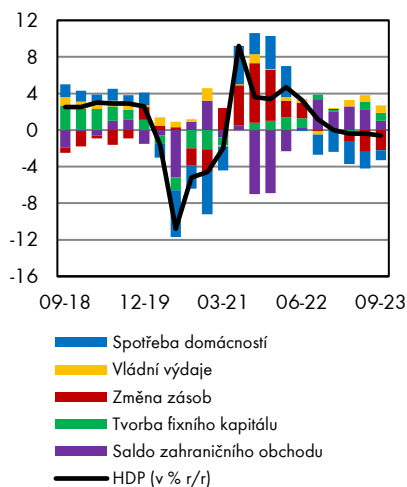
Trh sází ostře proti Fedu, první snížení může přijít již v březnu

Zatímco ještě v září trh očekával, že sazby nezačnou klesat dříve než ve druhé polovině příštího roku, rychlejší ústup inflace z posledních měsíců spolu se zhoršením podmínek na trhu práce vedl k rychlé změně názoru. **Trh se tak po čase opět ocitl v pozici, kdy je silně v rozporu s poslední prognózou Fedu.** Na zářijovém zasedání členové Fedu narýsovali pro letošní rok ještě jeden hike, ten ale s největší pravděpodobností na prosincovém zasedání již nedoručí. Pro konec roku 2024 pak americká centrální banka očekávala jen mírný pokles sazeb, konkrétně o 25bb vůči současným úrovním. **Trh již nyní ale očekává pokles o zhruba 150bb, s prvním možným uvolněním měnové politiky na březnovém zasedání.** V historii se investoři na finančním trhu často mýlili, stejně tak ale v rámci svých prognóz málokdy načrtl správnou trajektorii Fed. Stejně jako v předcházejících měsících tak bude silně záviset na přicházejících ekonomických datech, kdy Fed, narozdíl od řady dalších centrálních bank, nemá svůj cíl specifikovaný pouze na cenovou hladinu, ale i na pozitivní vývoj na trhu práce. Výrazné zhoršení reálných ekonomických podmínek by tak americkou centrální banku mohlo donutit ke snižování sazeb ještě před bezpečným návratem inflace k 2% cíli. **V naší prognóze očekáváme stabilitu sazeb, s prvním snížením v Q2'24.** Do konce roku 2024 by pak základní sazba dle naší prognózy měla poklesnout vůči současným úrovním o 75bb.

Letos pokles, v příštím roce mírné oživení české ekonomiky

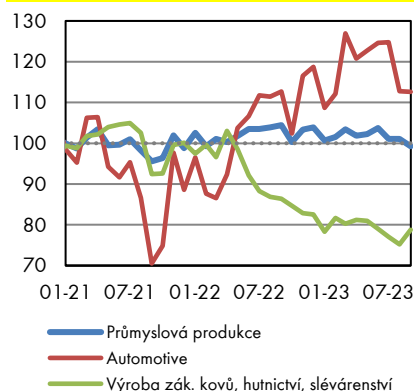
Česká ekonomika v první polovině letošního roku stagnovala, ale očekávalo se, že druhá pololetí přinese oživení především v souvislosti s vyšší spotřebou domácností. Tento scénář se ale ani zdaleka nenaplnil, protože ani v situaci velmi napjatého trhu práce a vysoké inflace čeští zaměstnanci nedokázali pro sebe vyjednat lepší mzdové ohodnocení. Oproti předpokladům tak **tempo růstu nominálních mezd zaostávalo za inflací**, ač ta v průběhu roku ztlačila. České domácnosti tak i nadále šetří, což se negativně projevuje na výkonu tuzemského hospodářství, které dle zpřesněného odhadu pro třetí kvartál **mezičtvrtletně pokleslo o 0,5 %**. Ale nejen domácí poptávka táhne domácí ekonomiku dolů, totéž platí i pro **zahraniční poptávku**. Stagnace eurozóny, a dokonce propad v sousedním Německu, kam směřuje významná část našeho exportu, má rovněž negativní konsekvence, a to zejména pro **tuzemský průmysl**. Ten je sužován během celého roku nízkým množstvím nových domácích i zahraničních zakázek, přičemž i jejich hodnota se snižuje. Zároveň podniky musí ve vyšší míře přistupovat k nejružnějším slevovým nabídkám, aby dokázaly zvýšit svůj odbyt. Co se týká jednotlivých sektorů, tak **pouze automobilový průmysl vykazoval solidní čísla**, výroba napříč dalšími sektory klesala. Pozitivní příspěvek na českém HDP má **rozpočtová politika**, která vrhá do ekonomiky stále vysoké množství finančních prostředků, které jsou použity primárně na běžnou spotřebu a nikoliv na strategické investice. Zároveň tento přístup má proinflační charakter, který velmi zatěžuje veřejné finance. Vláda proto s platností od příštího roku schválila konsolidační balíček, pomocí kterého chce docílit udržitelnějšího stavu veřejných financí v dalších letech. Konsolidace sice nebude dosahovat původně ohlášené úrovně, ale přesto bude mít fiskální politika pozitivní vliv na ekonomiku i v příštím roce. **Měnová politika** zůstává velmi restriktivní, čímž tlumí jak investiční aktivitu firem, tak hypoteční trh. V příštím roce ČNB již nevyhnutelně bude snižovat sazby, ač velmi pozvolně, díky čemuž budou peníze opět dostupnější. **Původně jsme predikovali v letošním roce stagnaci naší ekonomiky, ale z výše uvedených důvodů odhadujeme ekonomický pokles o 0,5 %.** Zároveň oživení napříč Evropou bude v příštím roce pravděpodobně pomalejší, proto snižujeme náš odhad růstu z 2,1 % na 1,7 %.

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



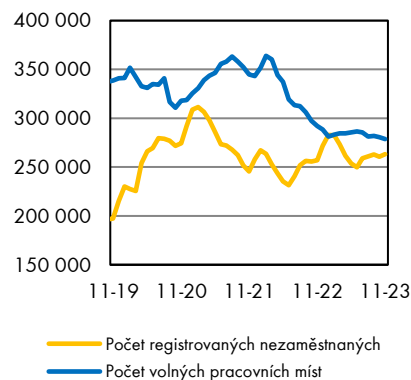
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Průmysl v ČR (Q1'21=100)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Bilance na trhu práce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Složky HDP: Domácnosti šetří, kde jen můžou

Česká ekonomika zaostává zejména z důvodu **velmi utlumené spotřeby domácností**, která propadla nejvíce v rámci zemí EU a očekávaný obrat ve druhé polovině roku nenastal. Tempo nominálních mezd nepřekonallo stále vysokou inflaci, tudíž se reálné příjmy domácností stále ztenčují. Navíc panují značné obavy z přicházejícího chladnějšího počasí a s tím spojenými náklady na energie, které od roku 2022 tvoří významnější část rodinných rozpočtů. V době velké nejistoty domácnosti zůstávají obezřetné a vyčkávají, jaký bude další ekonomický vývoj. **Vládní výdaje** se v tomto roce podílely kladně na českém HDP a bude tomu tak i v příštích letech, ačkoli se jejich podíl v procentních bodech bude kvůli představenému konsolidačnímu balíčku snižovat. Přestože **fixní investice** jsou v období vysokých úrokových sazeb odkládány, jejich příspěvek i v letošním roce bude kladný. S uvolněním měnové politiky, které dříve či později nastane, by investiční aktivita měla relativně rychle vzrůst. **Zahraniční obchod** je limitován velmi nízkou poptávkou ze zahraničí, zejména z Německa, kam míří až třetina českého vývozu. Tuzemská ekonomika je s touto německou úzce svázaná, když patříme mezi hlavní subdodavatele našeho západního souseda a jsme ve vysoké míře odkázáni na vývoj největší evropské ekonomiky. **Změna stavu zásob** se stále zmenšuje, protože firmy jsou z velké části schopny uspokojit potřeby svých zákazníků z dříve nahromaděných zásob, které v období klesající inflace postupně rozpouštějí. Nová výroba i míra rozpracovanosti má sestupnou tendenci, což má záporný vliv na českou ekonomiku.

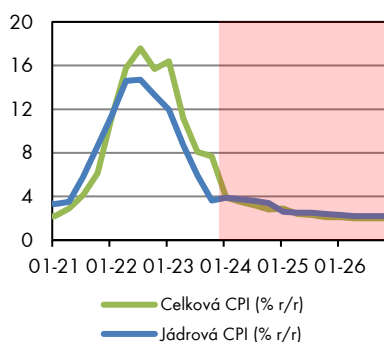
Průmysl v letošním roce mírně poklesne

Tuzemský průmysl je v letošním roce ovlivněn dvěma protichůdnými trendy, kdy na jednu stranu **automobilový sektor ukázal větší odolnost**, než se původně čekalo, a i vzhledem k zaměření na výrobu spíše dostupnějších tříd automobilů zůstala poptávka ve srovnání s dalšími zeměmi relativně silná. Ve zbytku průmyslu je situace ale složitější a zejména energeticky náročné sektory zůstávají meziročně hluboko v záporných hodnotách. V původní prognóze jsme předpokládali, že průmyslová produkce v letošním roce bude stagnovat, s potenciálem pro celoroční výsledek těsně nad nulou. Horší, než očekávaná data z posledních měsíců ale znamenají, že s největší pravděpodobností **půjde o pokles okolo 0,5-1 %**. Pro průmyslové firmy je ale podstatnější výhled na příští rok, kdy předstihové ukazatele naznačují, že míra optimismu u firem postupně klesá, a i pro příští rok začínají očekávat zhruba stagnaci. V naší prognóze počítáme s opětovným růstem, ale vzhledem k pomalejšímu vnitřnímu i vnějšímu ekonomickému oživení bude tempo jen umírněné, meziročně okolo 2,5 %.

Nezaměstnanost v Česku se drží nízko

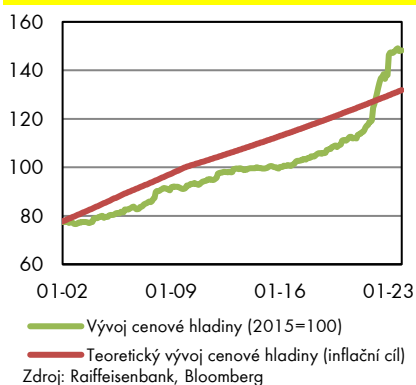
Nízká nezaměstnanost i nadále zůstává pro Česko typickým jevem, kdy podíl nezaměstnaných se při očistění o sezónní vlivy drží poslední rok prakticky na identické úrovni a patří dlouhodobě mezi nejnižší v rámci EU. Proti historickým minimům z roku 2019 je tato úroveň sice o zhruba 1 procentní bod vyšší, při pohledu na stagnující českou ekonomiku by ale šlo očekávat výsledky na spíše ještě o něco vyšších úrovních a ukazuje se, že firmy často váhají s propouštěním i přes nižší poptávku a objem výroby. **Za celý letošní rok dosáhne podíl nezaměstnaných 3,6 %, po 3,4 % v roce 2022. Vzhledem k časové prodlevě mezi ekonomickým vývojem a situací na trhu práce lze očekávat, že v příštím roce podíl nezaměstnaných dále mírně poroste, na úroveň okolo 3,8 %.** Tento nárůst lze v kontextu Česka ale spíše vnímat jako posun k neutrální míře nezaměstnanosti než jako významné zhoršení proti rovnovážnému stavu. Dlouhodobý výhled vzhledem k demografickému vývoji naznačuje, že napjatý trh práce bude pro Česko významným tématem i v následujících letech.

Poslední krok bývá nejtěžší



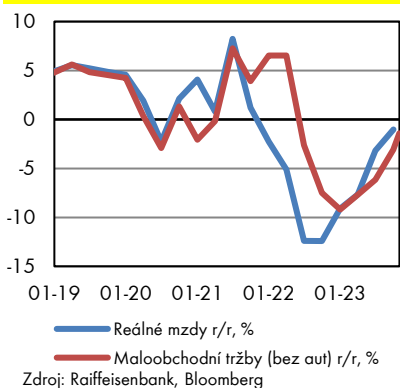
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Vývoj cenové hladiny vs. cíl



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Vývoj reálných mezd a tržeb



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Inflace sice klesá, ale cíle se ještě nedočkáme

Během celého letošního roku inflace až do října klesala zejména díky **vysoké srovnávací základně**, ale právě tento faktor působí v posledním čtvrtletí opačným směrem. Vláda totiž přijala tzv. úsporný tarif, kterým kompenzovala domácnostem vysoké náklady na energie v období října až prosince loňského roku, ale ke stejnému kroku v tomto roce nepřistoupila. **V říjnu tak inflace stoupla na 8,5 %, ale tento nárůst je dán čistě statistickým efektem. Pokud bychom ho nebrali v potaz, inflace by se znovu snížila, konkrétně na 5,8 %.** Inflaci významně tlačily směrem dolů ceny pohonných hmot, které jsou ve srovnání s rokem 2022 mnohem nižší, čehož si jistě všimli řidiči všech motorových vozidel. Vzhledem k aktuálnímu vývoji cenové hladiny mírně **snižujeme náš odhad průměrné inflace pro tento rok z 11 % na 10,8 %.** Hlavní otázkou zůstává, zda se podaří v příštím roce stlačit inflaci k 2% cíli. My stále vidíme mnoho proinflačních rizik, pramenících především z **napjatého trhu práce**, přestože **se obavy z možné mzdově-inflační spirály nenaplnily** a tempo růstu nominálních mezd v letošním roce zaostávalo za predikcemi trhu. V situaci téměř neexistující nedobrovolné nezaměstnanosti mají zaměstnanci obzvláště silnou pozici při mzdovém vyjednávání a mohou tlačit na vyšší růst mezd, který by vyšší měrou kompenzoval vysokou inflaci zejména v posledních dvou letech. Velikou neznámou je pak **lednové přecenění**, do kterého se mohou promítnout vyšší inflační očekávání a také nastavení marží obchodníků. Dopad na cenovou hladinu budou mít i **daňové změny v rámci konsolidačního balíčku**, kdy dochází ke změnám v DPH a zvyšují se spotřební daně na alkohol a tabák. **Ceny energií**, které byly hybatelem rostoucí inflace v posledních letech, zůstávají středem pozornosti i nadále. Velký rozruch vyvolalo rozhodnutí Energetického regulačního úřadu, který od příštího roku skokově navyšuje domácnostem platbu regulované části u elektrické energie o 65,7 % a u plynu o 38,8 %. Silová složka obou komodit na světových trzích sice klesá a nabídky dodavatelů se pohybují pod vládním stropem, ale v průměru by vliv zvýšení regulované části měl být silnější než pokles neregulované části. **Pro příští rok tak revidujeme náš odhad průměrné inflace z 3,1 % na 3,4 %.**

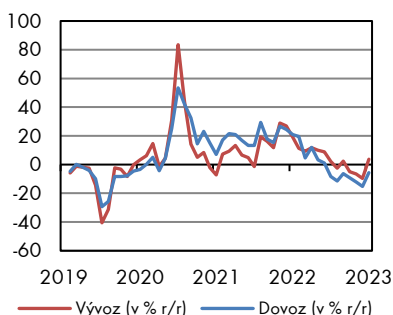
Maloobchodní prodejci vyhlízejí příští rok

Dlouhodobě jsme předpovídali oživení spotřeby domácností ve druhé polovině tohoto roku, z čehož měl profitovat i sektor maloobchodu, který by tak mírnil letošní ztráty. Ale tato predikce se nenaplnila a **maloobchodní tržby padají nepřetržitě již rok a půl**, ačkoli se v létě zdálo, že je jen otázkou času, kdy se maloobchodní sektor překloupí do kladných čísel. Hlavním problémem ale zůstává stále vysoká inflace, kvůli níž zejména apetit českých domácností k vyšším útratám neroste. Naopak **opatrnostní motiv se zdá ještě silnější** i ve spojitosti s nejistotou panující ohledně výše nákladů na energie od ledna příštího roku, ale také s dopady konsolidačního balíčku na rodinné rozpočty. S rostoucími životními náklady (především na bydlení, potraviny a energie) **Češi museli omezit nákupy zbytečných statků** a více rozmýšlejí jakýkoliv větší nákup. Vzhledem k dosavadním výsledkům maloobchodních prodejců a aktuálnímu ekonomickému vývoji **revidujeme náš odhad pro tento rok a očekáváme pokles tržeb o 4,5 %.** **Restart maloobchodu se přesouvá až do příštího roku, přesto ale snižujeme naši predikci i pro rok 2024. Je pravděpodobné, že spotřeba domácností nebude hned od začátku roku dynamická, proto se sice maloobchodní tržby vrátí do zelených čísel, ale pouze ve výši +2,4 %.**

Zahraniční obchod v plusu, ale zejména kvůli nižšímu dovozu

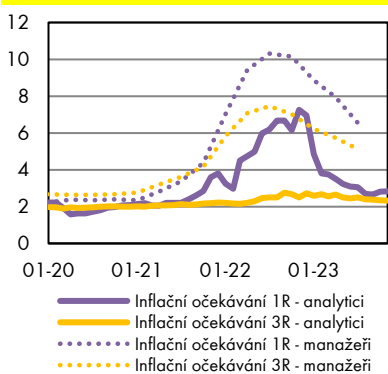
V minulém roce byl zahraniční obchod významně ovlivněn panikou na světových trzích, které se projevovaly do té doby nevídaným růstem cen elektrické energie, zemního plynu a také ropy. Jsou to komodity, kterými Česká republika nedisponuje, a musí je proto ve vysoké míře dovážet, což se projevilo vysokým nárůstem celkové hodnoty dovozu.

Nižší dovoz, ale i nižší vývoz



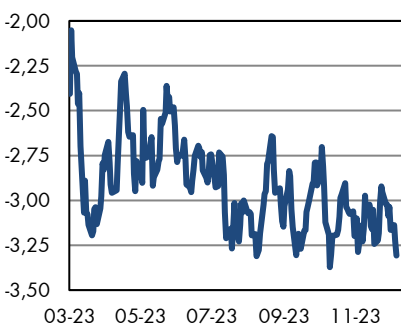
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Vývoj inflačních očekávání v ČR



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Trhem očekávaný pokles sazeb do konce roku 2024 (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

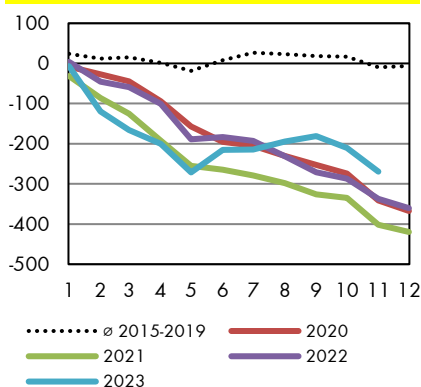
Pozn.: Graf vychází z FRA sazeb a zobrazuje vývoj očekávání v rámci času

V letošním roce se ovšem situace stabilizovala, cena všech výše zmíněných komodit se aktuálně obchoduje za nižší cenu, než která panovala před vypuknutím válečného konfliktu na Ukrajině. V případě elektrické energie se cena na lipské burze pohybuje těsně nad hranicí 100 EUR za 1 MWh, zatímco v srpnu loňského roku atakovala dokonce úroveň 1000 EUR. Taktéž cena zemního plynu na holandské burze dosáhla svého maxima (311 EUR za 1 MWh) na konci srpna roku 2022, ale v současné chvíli osciluje okolo 40 EUR. Zároveň pro rok 2023 vláda zavedla cenové stropy na silovou složku elektrické energie i plynu, čímž přispěla k vyšší míře jistoty ekonomických subjektů. Dále barel ropy Brent stál na konci loňského února necelých 100 USD, kdežto na začátku letošního prosince se cena dostala pod 80 USD. Tyto faktory se významně pozitivně projeví na vývoji zahraničního obchodu v letošním roce, kdy **byl za prvních 10 měsíců evidován přebytek necelých 90 mld. Kč**. Kladně přispíval rovněž export **automobilového průmyslu**, kde odezněly nejrůznější dodavatelské problémy omezující jeho výkonnost v minulém roce. Nicméně obecně se čeští exportéři musí vypořádávat s **velmi nízkou zahraniční poptávkou**, především z Německa, které se potýká s podobnými problémy mimo jiné v souvislosti s nižším než předpokládaným oživením čínské ekonomiky. **Vzhledem k dosavadním výsledkům zahraničního obchodu ponecháváme naši predikci letošního salda v výši okolo +100 mld. Kč. Pro rok 2024 očekáváme ještě vyšší přebytek, ale z důvodu mírnějšího oživení ekonomiky eurozóny a zejména té německé snižujeme náš odhad na +121 mld. Kč.**

ČNB se snížením sazeb prozatím vyčkává

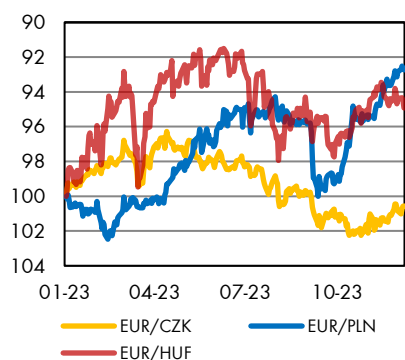
Na posledním listopadovém zasedání Česká národní banka poprvé reálně otevřela možnost snižování sazeb, pro první krok ve směru uvolňování měnové politiky se ale našly jen 2 ze 7 hlasů, a základní úroková sazba tak setrvala na 7,00 %. **Letošní osmé zasedání, které je naplánováno až na 21. prosince**, tak patrně přinese ještě těsnější hlasování, kdy řada členů hlasujících pro stabilitu zvažovala i krok ve směru snížení sazeb. K opatrnosti bankovní radu vede zejména **nejistota ohledně lednového výsledku inflace**, kdy meziroční hodnota významně ovlivní i trajektorii během celého příštího roku. V předcházejících letech firmy ukázaly nečekaně silnou pricing power, kdy své náklady dokázaly relativně jednoduše přenášet na spotřebitele, často i spolu s navýšením marží. Výrazný propad spotřeby českých domácností by měl postupně nutit firmy k stabilizaci či dokonce snižování cen, v některých odvětvích ale vysoká míra koncentrace firem může tento trend brzdit. Nejistotu představuje i **vývoj cen energií** na přelomu roku, nejen u domácností, ale i u firem, kde nárůst může sekundárně dopadat na ceny statků v české ekonomice. Na druhou stranu **měnová politika je vpředhledící disciplína a její dopady se z většiny projevují až s delším zpožděním**. Pokud analytický útvar centrální banky očekává, že na horizontu měnové politiky (ČNB předpokládá horizont 12-18 měsíců) se bude míra inflace pohybovat na 2-3 %, jeví se 7% úroková sazba jako silně restriktivní a může vést k přílišnému zpomalení budoucího ekonomického růstu. I proto model České národní banky počítá s prudkým snižováním sazeb během letošního a příštího roku, byť většina bankovní rady s takovým přístupem nepočítá. Pro prosincové zasedání se jeví scénář stability i snížení o 25bb jako podobně pravděpodobný, vzhledem k umírněnější mzdové dynamice a dalšímu mezikvartálnímu poklesu spotřeby domácností v Q3'23 **se mírně kloníme k možnosti prosincového cutu o 25bb. Bez ohledu na začátek lze ale během příštího roku očekávat relativně rychlé tempo snižování, kdy pro konec roku 2024 i nadále očekáváme základní úrokovou sazbu o 250bb nižší vůči současným úrovním, tudíž 4,5 %**. Případné odložení startu na únorové zasedání by tak dle našeho názoru bylo kompenzováno rychlejším tempem snižování během příštího roku.

Vývoj deficitu SR v před. letech



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

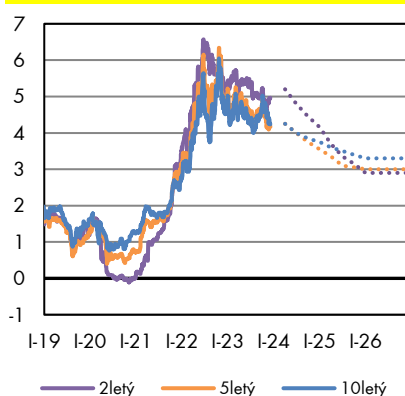
Vývoj FX v regionu (01/23=100)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

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

Vývoj výnosů CZ vlád. dluhopisů



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Letošní deficit pod 300 mld. Kč, pozornost již patří roku 2024

V případě letošního státního rozpočtu jsou známy výsledky za prvních 11 měsíců, kdy ke konci listopadu došlo k prohloubení deficitu na necelých 270 miliard a celoroční výsledek tak patrně bude v těsné blízkosti plánu, počítajícího s 295 miliardami Kč. To dle našeho odhadu odpovídá zhruba 4 % HDP, v případě vládních financí bude deficit tradičně o něco nižší. Více pozornosti tak již nyní může po lpění na udržení pod 300 miliardami Kč padat na příští rok, kdy zhoršující se výhled ohledně reálného růstu ekonomiky bude negativně dopadat na příjmovou stranu, která i nadále nestačí dorovnávat nafouklou výdajovou část. Vláda pro příští rok počítá s deficitem státního rozpočtu ve výši 252 miliard Kč, tudíž s částečným zploštěním nerovnosti, stále ale hluboko pod průměrem z před-covidových let. Vzhledem k rychlému růstu nominálního HDP, danému spíše vysokou inflací nežli reálným růstem, by se ale již v příštím roce měl deficit vládních financí v poměru k HDP dostat pod úroveň 3 %, celkový dluh vůči HDP by se pak měl i v dalších letech pohybovat okolo 45-47 %.

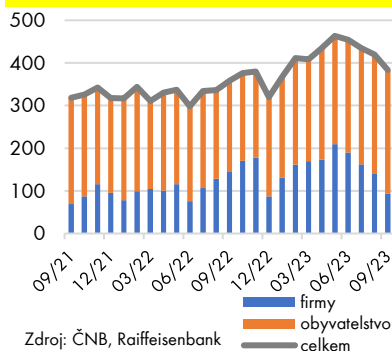
Koruna by i přes snižování sazeb neměla výrazněji oslabit

V rámci naší prognózy jsme po většinu letošního roku upozorňovali na příliš silný kurz koruny vůči fundamentům a očekávané celoroční oslabení k hranicím poblíž 24,50 EUR/CZK. Tento vývoj se prozatím materializoval, kdy koruna postupně od jara oslabovala až k 24,70 EUR/CZK, odkud v posledních týdnech (i díky rozhodnutí o stabilitě na posledním zasedání ČNB) opětovně posílila. I přes možnou volatilitu ve zbytku letošního roku, způsobenou mj. nejistotou ohledně rozhodnutí na prosincovém zasedání ČNB, je pro většinu trhu již zajímavější vývoj v příštím roce. Výhled rychlého snižování tuzemských sazeb vytváří pro řadu aktérů na finančním trhu obavu z obdobně rychlého oslabení koruny vůči euru. Je sice pravdou, že sazby na českém trhu s největší pravděpodobností začnou klesat dříve než v případě eurozóny, v průběhu roku by ale měla ECB tento trend následovat a úrokový diferenciel by díky tomu měl pro Česko setrvat v kladných hodnotách. Trh je zároveň poměrně agresivně nastaven ve výhledu snižování sazeb (očekávaný pokles CZ 2T repo sazby ke konci roku 2024 o více jak 300bb) a případné pomalejší tempo by mělo být ve vztahu ke koruně vnímáno pozitivně. V neposlední řadě by mělo silnější oslabení bránit i pozitivní saldo zahraničního obchodu spolu s oživením vnější poptávky během příštího roku. **Na přelomu roku se koruna může dostat pod tlak a krátkodobě oslabit nad hranici 24,50 EUR/CZK, v průběhu roku ale očekáváme stabilitu s mírným posilováním na 24,20 EUR/CZK na konci roku 2024.**

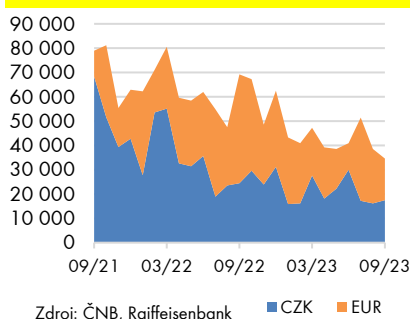
Výnosovou křivku čeká postupný pokles a zplošťování

Po prudkém říjnovém nárůstu delších výnosů přinesl zbytek podzimu ochlazení, kdy zejména protiinflační data v USA a eurozóně vedla k celkovému posunu výnosů na globálním trhu. Desetiletý český dluhopis tak nabízí výnos 4,2 %, proti více jak 5 % ze začátku října. Překotnému dění se nevyhnul ani jinak v předchozích měsících stabilní výnos u dvouletého bondu, který zamířil nejdříve nad 6 %, jen aby během několik málo týdnů poklesl zpět k již „tradičním“ hodnotám okolo 5,5 %. **Celkový pohled na výnosovou křivku tak ukazuje pokračující inverzi, která by měla přetrvávat i po celý příští rok.** V průběhu roku ale očekáváme postupný posun výnosové křivky směrem dolů, v kombinaci s jejím zplošťováním. Zatímco na konci letošního roku bude dosahovat spread mezi 2letým a 10letým vládním bondem zhruba 100bb, na konci roku 2024 by měl tento rozdíl poklesnout na méně než 50bb. **Celkovou normalizací výnosové křivky, a tedy návrat ke stavu, kdy za podstupované délky trvající riziko je investor odměňován vyšším výnosem, očekáváme i nadále až v polovině roku 2025.**

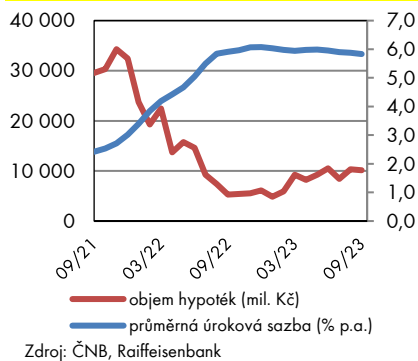
Nad-vklady (mld. Kč)



Nové firemní úvěry (mil. Kč)



Nové hypotéky



Bankovní sektor – zpomaluje růst vkladů i úvěrů

Tempo růstu klientských vkladů nadále zpomaluje, když celkové vklady ve třetím čtvrtletí vzrostly o 1,5 % k/k, zatímco ve druhém to bylo 3,1 % k/k. Vklady bez vládních institucí ve třetím čtvrtletí dokonce mírně poklesly o 0,1 % k/k, přesto v meziročním srovnání stále rostou rychleji než v minulém roce (+6,6 % r/r). Po výrazném růstu firemních vkladů v první polovině roku přinesly letní měsíce změnu trendu, když **z účtů nefinančních podniků během třetího čtvrtletí postupně ubylo 5,3 % vkladů**, a to především na krátkodobých termínovaných účtech (-13,7 % k/k). Naopak **vklady obyvatelstva udržely stabilní tempo růstu 1,9 % k/k**. Tento vývoj se adekvátně odrazil v objemu tzv. **nad-vkladů, jejichž celková suma ve třetím čtvrtletí poklesla lehce pod 400 mld. Kč**. Zatímco firmám ubylo z nad-úspor zhruba 95 mld. Kč, obyvatelstvo ke svým rezervám přidalo 25 mld. Kč, a drží tak doposud rekordní výši nad-vkladů 290 mld. Kč. Zdá se, že stále vysoká cenová hladina již donutila firmy sáhnout do úspor, zatímco domácnosti ten samý důvod přiměl více spořit. Říjnová statistika pak naznačila, že ani v závěru roku nemůžeme čekat žádnou razantní změnu ve vývoji vkladů.

Ke zpomalování tempa růstu dochází i na straně úvěrů. Celkové úvěry vzrostly ve třetím čtvrtletí o 2,0 % k/k, v meziročním srovnání jsou vyšší o 5,5 %. V září loňského roku dosahovalo meziroční tempo růstu úvěrů hodnoty 7,6 %. **Důvodem je již rok trvající slabá poptávka po hypotékách spolu s prohlubujícím se propadem poptávky po firemních úvěrech.** Zatímco v loňském roce bylo firmám poskytnuto více než 568 mld. Kč nových úvěrů, v letošním roce to do konce září bylo jen lehce nad 362 mld. Kč, tedy o 36 % méně. V meziročním srovnání se radikálně snížily objemy nově poskytnutých korunových (-40 % r/r) i eurových úvěrů (-32 % r/r). **Nově poskytnuté hypotéky se již odrazily ode dna a jejich měsíční objemy postupně rostou.** Přesto je celkový letošní objem nových hypoték ve srovnání s loňským nižší o 42 %. Ve snaze rozpochybovat hypoteční trh rozhodla ČNB s platností od ledna 2024 deaktivovat limit druhého ukazatele DTI. V platnosti tak zůstává již poslední z obezřetnostních limitů, tedy hodnota LTV pod 80 %, resp. 90 % pro žadatele mladší 36 let. V příštím roce tak uvidíme, jak se tato pobídka spolu s očekávaným snížením tržních úrokových sazeb promítne do aktivity hypotečního trhu a zda převáží silně brzdící vliv vysoké cenové hladiny nemovitostí. O stabilní poptávce po spotřebitelských úvěrech jsme psali již opakovaně. **Letošní produkce nových spotřebitelských úvěrů je aktuálně o 6,5 % vyšší než vloni.** Každým měsícem se však zvyšuje i objem „nových“ úvěrů zařazených v kategorii „Ostatní nová ujednání“, která zahrnuje stávající úvěry se změnou smluvních podmínek. Jejich objem je ve srovnání s loňským rokem vyšší o 27 % a na letošní produkci nových spotřebitelských úvěrů se podílejí 27 % oproti loňským 22 %. Může to být signál, že domácnosti začínají mít potíže se splácením a kupříkladu upravují splátkové kalendáře.

Helena Horská, Vratislav Zámíš, Martin Kron, Lenka Kalivodová

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

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

Firemní bankovníctví

Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035

Firmy - region Morava: Petr Novotný 724 163 275

Nemovitosti a projektové financování

Jan Rýdl 23 44 01 133

Martin Hofmeister 23 44 01 330

Michal Srb 23 44 01 071

Renata Dlesková 23 44 01 857

Nemovitosti a strukturované financování

Tomáš Gürtler 23 44 01 215

Karel Vlasák 23 44 01 308

Private Banking

Jiří Zelinka 23 44 01 039

Pavel Ráž 23 44 01 574

Zbyněk Zajiček 29 63 34 063

Pavel Pikna 24 24 32 437

Lena Krejnická 23 30 63 280

Expotní financování a faktoring

Petr Fiala 23 44 05 468

Financování obchodu

Petr Fojtl

Large Corporates

Barbara Tutass 606 651 646

Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek 23 44 05 466

Kateřina Michalová 23 44 01 461

Lubomír Beránek 23 44 05 253

Kateřina Škutová 23 44 01 877

Andrea Balková 23 44 05 551

Treasury – Trading

Štefan Balgavý 22 20 10 226

Eva Bobeničová 23 44 01 316

Roman Fol 23 44 01 144

Jozef Božek 23 44 05 509

Milan Fajkus 23 44 01 821

Treasury - Sales

Pavel Křištof 23 44 05 907

Adam Zilvar 23 44 01 775

Ondřej Sobotka 23 44 01 195

Martin Bárta 23 44 05 510

Jakub Skotnica 23 44 05 502

Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

Robert Schwanzer 23 44 01 130

Karel Hubička 23 44 01 885

Ondřej Chládek 23 44 05 357

Tomáš Urban 23 44 01 830

Corporate Finance

Radek Musil 23 44 01 953

Jakub Hamr 23 44 01 868

Miroslav Frayer 23 44 05 167

Treasury – Equities

Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Vratislav Zámíš 23 44 05 685

Martin Kron 23 44 01 070

Lenka Kalivodová

UPOZORNĚNÍ

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

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

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

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

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

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

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

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

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně 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 k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospekttech podle místních právních předpisů.

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

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

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

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

Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.