Strategie
Česká republika

3. čtvrtletí 2024

Raiffeisen BANK
Banka inspirovaná klienty

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Mírný růst v eurozóně, ale hlavní motor v podobě Německa je stále zaseknutý
- Příznivý vývoj inflace v eurozóně umožnil ECB obnovit cyklus snižování sazeb již v září
- Obavy z recese v USA se zatím zdají jako přehnané
- Fed konečně začne s uvolňováním měnové politiky, otázkou je ale jakým tempem
- Oživení české ekonomiky se znovu odkládá, ale v příštím roce nabere kondici
- Průmyslníci a exportéři vyhlížejí zlepšení v Německu
- Maloobchodní sektor jako celek roste, ale vývoj v prodejnách se dle prodávaného zboží značně liší
- Inflaci tlačí dolů ceny potravin, ale to nemusí trvat věčně
- ČNB si letos pauzu nedá, snižování sazeb pak vyvrcholí v příštím roce
- Koruna se ocitla v zajetí rozhodování centrálních bankéřů u nás, ale i ve Frankfurtu a Washingtonu
- Zplošťování výnosové křivky bude pokračovat
- Maastrichtská kritéria týkající se veřejných financí sice budeme plnit, ale vyhráno ani zdaleka není
- Bankovní sektor – zpomalení tempa růstu vkladů; rostoucí poptávka po úvěrech

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025f	2026f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 889	5 828	6 308	7 050	7 619	7 990	8 416	8 796
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,5	-5,3	4,0	2,9	0,0	1,1	2,9	2,8
HDP na hlavu (EUR)	21 146	20 163	22 271	25 796	28 487	29 429	31 759	34 031
Průmyslová výroba, r/r %	-0,5	-7,0	6,5	2,1	-0,8	-0,5	3,3	3,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	3,7	3,5
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	4,6	5,8	4,3	8,0	7,0	5,8	5,0
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,2	24,3	5,3	0,9	1,7	2,3
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,1
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	15,8	6,9	2,9	2,3	2,5
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,6	-5,0	-3,2	-3,7	-2,6	-2,3	-2,0
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	29,6	36,9	40,7	42,5	42,4	43,7	45,0	46,0
Obchodní bilance, mld. Kč	145,7	179,6	-10,0	-204,8	122,5	206,0	142,0	188,0
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-2,7	-4,7	0,4	0,8	1,2	1,0
EUR/CZK, konec období	25,4	26,2	24,9	24,1	24,7	24,8	24,0	23,6
USD/CZK, konec období	22,6	21,4	22,0	22,6	22,4	22,8	21,2	20,5
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,00	0,25	3,75	7,00	6,75	3,75	3,00	3,00
3M PRIBOR, konec období	2,18	0,36	4,08	7,26	6,77	3,70	3,25	3,25
2letý výnos, konec období	1,49	0,19	3,54	5,44	4,26	3,30	3,00	3,00
5letý výnos, konec období	1,45	0,80	3,16	5,21	3,72	3,45	3,15	3,10
10letý výnos, konec období	1,60	1,27	2,83	5,01	3,74	3,50	3,30	3,30

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2023	2024e	2025f	2026f
Polsko	11,6	3,4	3,5	3,0
Maďarsko	17,6	3,8	3,5	3,2
ČR	10,7	2,3	2,4	2,1
Slovensko	11,1	3,0	3,8	2,3
SE	12,8	3,1	3,3	2,7
Rumunsko	10,4	5,3	5,1	3,3
Bulharsko	9,5	2,5	2,6	2,7
Chorvatsko	8,0	3,0	2,6	2,0
Srbsko	12,1	4,7	3,0	3,0
Bosna a Her.	6,1	2,0	2,0	2,0
Albánie	4,8	2,4	2,8	3,0
Kosovo	4,9	2,2	2,8	2,9
JVE	8,0	3,2	3,0	2,7
Rusko	6,4	7,5	5,1	4,2
Ukrajina	13,4	5,2	7,8	6,5
Bělorusko	5,1	6,8	7,3	6,5
SNS	8,3	6,5	6,7	5,7
eurozóna	5,4	2,5	2,0	1,6

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2023	2024e	2025f	2026f
Polsko	4,54	4,33	4,30	4,25
Maďarsko	382	395	405	415
ČR	24,0	25,0	24,3	23,8
Rumunsko	4,95	4,98	5,05	5,12
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	117,3	117,2	117,1	117,1
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	107,9	101,4	100,3	100,1
Rusko	92,0	97,8	102,8	108,8
Ukrajina	39,6	43,5	48,1	53,4
Bělorusko	3,25	3,49	3,90	4,40
USA	1,08	1,08	1,11	1,15
Švýcarsko	0,97	0,97	0,98	0,99

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (%, eop)

země	aktuální	Q3-24	Q4-24	Q1-25
Polsko	5,75	5,75	5,75	5,50
Maďarsko	6,75	6,50	6,50	6,25
ČR	4,50	4,25	3,75	3,50
Rumunsko	6,50	6,50	6,25	6,25
Rusko	18,00	18,00	18,00	18,00
Eurozóna	3,65	3,65	3,40	3,15
USA	5,50	5,25	4,75	4,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (%, eop)

země	aktuální	Q3-24	Q4-24	Q1-25
Polsko	5,85	5,85	5,75	5,40
Maďarsko	6,49	6,25	6,25	6,00
ČR	4,33	4,20	3,70	3,45
Rumunsko	5,55	5,55	5,40	5,40
Rusko	18,90	17,51	17,73	16,63
Eurozóna	3,48	3,45	3,20	2,95
USA	5,21	5,05	4,60	4,15

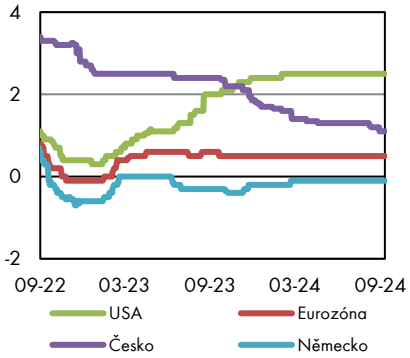
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (%, eop)

země	aktuální	Q3-24	Q4-24	Q1-25
Polsko	5,27	5,35	5,25	5,05
Maďarsko	6,19	5,95	5,95	5,90
ČR	3,78	3,70	3,50	3,40
Rumunsko	6,72	6,80	6,70	6,55
Rusko	15,29	15,09	14,89	14,65
Eurozóna	2,13	2,35	2,30	2,20
USA	3,68	3,60	3,20	2,80

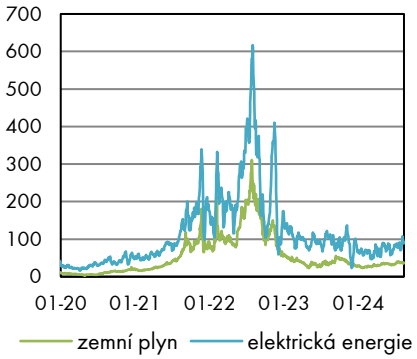
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Očekávaný růst HDP v roce 2024



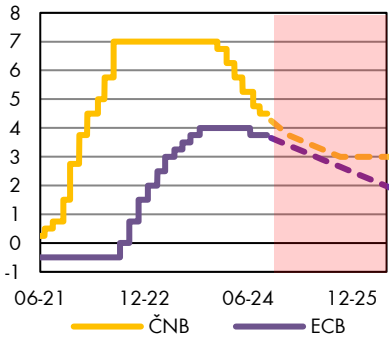
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Stabilizace cen energií



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

ECB bude snižovat sazby rychleji



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Vnější prostředí

Mírný růst v eurozóně navzdory Německu

Ekonomika eurozóny si v letošním roce vede o něco lépe, než se původně předpokládalo. **Zvýšili jsme proto odhad růstu pro tento rok z 0,5 % na 0,8 %**, ale ani to není na velké oslavy. Ekonomiku s jednotným evropským platidlem táhnou především státy, které se orientují více na služby. Například Španělsko ve druhém kvartále vykázalo mezičtvrtletní růst o 0,8 %. Naopak **eurozónu stahuje dolů její největší dílek, ekonomika Německa**, která dokonce ve druhém čtvrtletí ve srovnání s prvními třemi měsíci roku 2024 poklesla o 0,1 %. Za celý letošní rok se predikce postupně posouvají směrem k nule a nebezpečí recese zatím nepominulo. Problémy přetrvávají **v průmyslu**, který trpí nárůstem cen energií, díky čemuž se opět snížila konkurenceschopnost firem působících v tomto sektoru ve srovnání s asijskými či americkými konkurenty. Poptávka se mimo jiné z tohoto důvodu zatím výrazněji nepozvedla, nové zakázky nepřibývají, především ze zahraničí. Přitom bez oživení v tomto klíčovém odvětví nelze předpokládat dynamičtější růst největší evropské ekonomiky, a to navzdory rostoucí spotřebě domácností, která navíc roste poměrně umírněným tempem, jelikož Němci zůstávají relativně ostražití a peněženky zcela neotevřeli. **V příštím roce předpokládáme mírné zrychlení růstu HDP v eurozóně o 1,3 % díky vyšším útratám spotřebitelů a postupně zvyšující se investiční aktivitě na pozadí uvolňování měnové politiky ECB**.

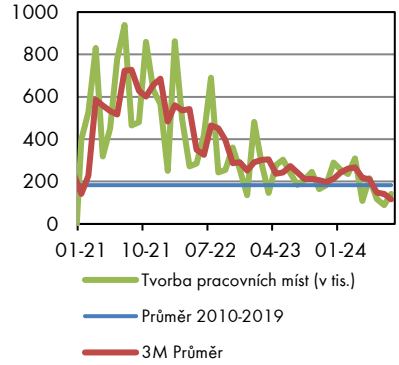
Nerovnoměrný vývoj inflace v jednotlivých kategoriích

Inflace se v eurozóně v letošním roce pohybuje v rámci horní části tolerančního pásma ECB s menšími výkyvy, které ovšem sama bankovní rada předpokládala. Celkově ale lze říci, že **dezinflační proces se vyvíjí velmi příznivě**. Inflace v srpnu poklesla až na 2,2 %, cíl ve výši 2 % je tak již blízko, nicméně jeho udržitelné dosažení je očekáváno až v příštím roce. Z pohledu jednotlivých složek překvapuje výraznější zpomalení růstu **cen potravin** a klesající **ceny energií**, jejichž pozitivní efekt v následujících měsících ovšem postupně vyprchá. Nadále rostou velmi pozvolným tempem **ceny zboží**, což je způsobeno uklidněním cen na straně vstupů a velmi utlumenou poptávkou. Naopak růst **cen v oblasti služeb** pokračuje, když pravidelně překonává 4% hranici. Inflační tlaky v tomto případě neustupují i díky rostoucím mzdám, které tvoří významnou nákladovou položku firem působících v terciální sféře. Suma sumárum zůstává naše predikce téměř nezměněna, když přistupujeme spíše pouze ke kosmetickým úpravám a **snižujeme odhad průměrné inflace pro tento rok z 2,6 % na 2,5 % a pro příští rok naopak mírně zvyšujeme odhad z 1,9 % na 2,0 %**.

Obnovení cyklu snižování sazeb u ECB

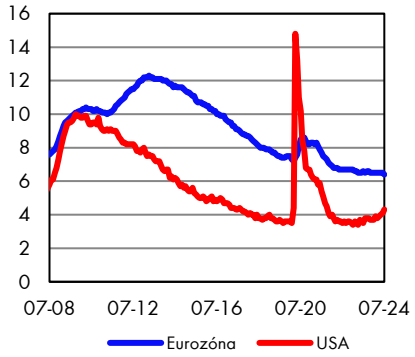
Evropská centrální banka vytáhla proti zvýšené inflaci v eurozóně úrokové sazby na nejvyšší úroveň ve své historii. Tato měnová politika postupně přinášela své ovoce, když inflace zamířila zřetelně k cílovým 2 %. Debata se tak stočila k otázce, kdy by mohla být měnová politika uvolněna. V souladu s naší dlouhodobou prognózou se tak stalo v červnu, kdy byly sazby sníženy v rozsahu 25bb. Na následném zasedání v červenci si ECB ale vybrala pauzu. Členové bankovní rady zdůrazňovali opatrnost svého dalšího postupu, jelikož spatřují některá proinflační rizika, především v podobě napjatého trhu práce a jeho negativní dopady na růst cen v oblasti služeb. Představitelé ECB tak chtějí disponovat více důkazy a vyšší mírou jistoty, že se podaří dosáhnout udržitelným způsobem 2 %. Nicméně vzhledem k velmi příznivému vývoji inflace a slabému výkonu evropského hospodářství jako celku podle nás **existuje prostor pro obnovení cyklu snižování sazeb**. Navíc, ačkoli to bankovní rada v čele s prezidentkou Christine Lagarde veřejně nepřizná,

Signály ochlazování trhu práce



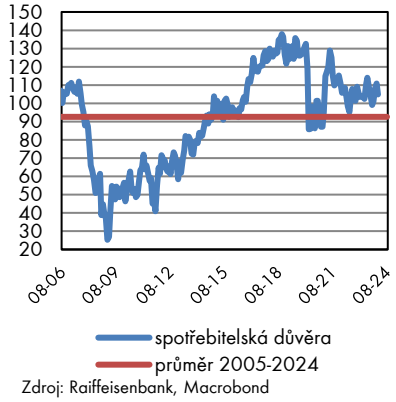
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Nezaměstnanost: EA x USA



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Optimismus v USA pokračuje



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

velmi pozorně sleduje dění za Atlantikem. Tam Fed s velmi vysokou mírou pravděpodobnosti zahájí proces snižování sazeb již nyní v září, což rozvázalo ruce i ECB. **Ta obnovila cyklus uvolňování měnové politiky, když v souladu s naší prognózou opět snížila depozitní sazbu o 25bb na 3,50 %**. Zároveň se od zářijového zasedání zmenšuje koridor mezi hlavní úrokovou sazbou a depozitní sazbou z 50bb na 15bb. Hlavní úroková sazba tak byla snížena z 4,25 % na 3,65 %. **Naše prognóza ohledně budoucího směřování měnové politiky zůstává neměnná, kdy předpokládáme snížení sazeb o 25bb v každém následujícím čtvrtletí. Depozitní sazba by tak na konci tohoto roku mohla činit 3,25 % a na konci příštího roku 2,25 %.**

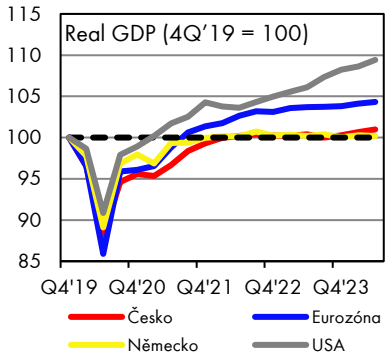
Jsou obavy z recese v USA oprávněné?

Americká ekonomika překvapila svou odolností v posledních dvou letech. Její růst dosáhl v roce 2022 výše 1,9 % a v minulém roce dokonce zrychlil na 2,5 %, ačkoli se predikovalo zpomalení největší světové ekonomiky a zaznívaly dokonce **obavy z recese**. **Tento pojem začal vyplouvat na povrch opět letos v srpnu** v souvislosti s nepříznivými daty z amerického trhu práce, kdy počet nově vytvořených pracovních míst zdaleka nedosáhl očekávané výše a míra nezaměstnanosti stoupla z 4,1 % na 4,3 %. **Trh se začal strachovat, že Fed je tzv. za křivkou, jeho měnová politika je příliš restriktivní** a může mít nežádoucí dopady na výkonnost americké ekonomiky i pracovního trhu. Následoval výprodej na akciových trzích, nicméně reakce finančních trhů byla poměrně hysterická, protože mnoho jiných dat ukazuje stále solidní kondici tamního hospodářství. To potvrdil i druhý odhad růstu ve druhém čtvrtletí, podle kterého vzrostla **americká ekonomika v tomto období anualizovaně o 3 %**. Spotřeba domácností, která tvoří přibližně dvě třetiny HDP v USA, roste téměř identickým tempem, ale v dalších čtvrtletích může zpomalit vzhledem k ochlazení pracovního trhu a dopadům měnové politiky. Nižší útraty domácností by ovšem neměly vehnat ekonomiku do recese, kdy **Fed ve své prognóze predikuje letošní růst ve výši 2,1 % a medián analytiků v rámci agentury Bloomberg je dokonce ještě vyšší (2,5 %). Pro příští rok se sice očekává nižší dynamika růstu (pod 2 %), ale recese v tuto chvíli není příliš pravděpodobná**.

Jak dlouhá bude cesta k 2% cíli?

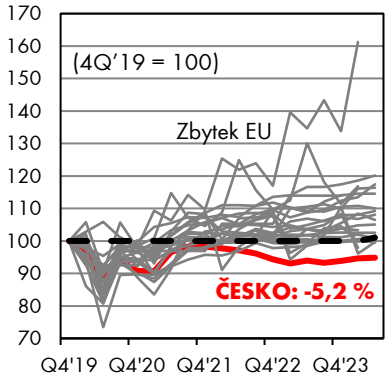
Inflace ve Spojených státech amerických dosáhla svého vrcholu 9,1 % v červnu 2022, od té doby sice klesá ale relativně pomalu. Fed proto dosud ponechával úrokové sazby na stávající úrovni, aby se mu inflaci podařilo zkrotit. Výsledky se pomalu začínají dostavovat, když po nárůstu v prvním čtvrtletí tohoto roku až na 3,5 % **inflace v červenci klesla těsně pod 3 %. Rovněž její jádrová složka se začíná pomalu snižovat**, ačkoli ta zůstává i nadále nad 3% hranicí. Fed je ale se současným cenovým vývojem mnohem spokojenější, což vyplývá i z komunikace měnového výboru. **Inflace by v průměru za letošní rok podle mediánu trhu měla mírně poklesnout pod 3 %, ale ani v příštím roce by neměla dosáhnout 2% cíle, což připouští i sám Fed**. Cenový index PCE, který je americkou centrální bankou preferovanější, sice nabízí příznivější výsledky v letošním roce, ale **pro příští rok jsou predikce velmi podobné jako v případě používanějšího CPI (2,3 %)**. Mezi rizika této prognózy se ovšem řadí zejména rostoucí ceny v oblasti služeb, jejichž setrvačnost je stále znatelná podobně jako v Evropě. Dále pak ceny pohonných hmot a dalších vstupů, které jsou ovlivňovány geopolitickými vlivy a také situací v dodavatelských řetězcích. **Inflačního cíle udržitelným způsobem tak může být dosaženo až v roce 2026.**

Předcovidová úroveň překonána



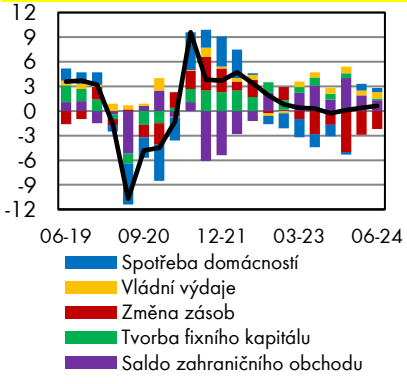
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Spotřeba domácností zaostává



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Fed konečně začne snižovat sazby

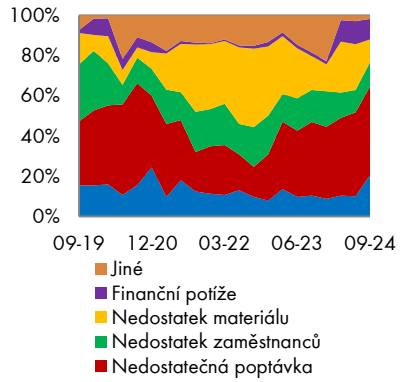
Očekávání finančních trhů ohledně dalšího postupu amerického Fedu se v tomto roce mění od extrému k extrému. Na začátku roku se očekávalo svižné uvolňování měnové politiky se zahájením již v březnu. Fed byl ovšem donucen držet sazby na velmi restriktivní úrovni 5,25-5,50 %, aby se mu podařilo inflaci stlačit blíže ke 2 %. Zároveň výkon amerického hospodářství byl až nečekaně silný a trh práce přehřátý. Z těchto důvodů se postupně sázky trhu ohledně začátku snižování sazeb posunuly nejprve na červen a poté až na září. Dokonce vyvstaly spekulace o potenciálním odložení cyklu uvolňování měnové politiky až na příští rok. **Změna nastala se zveřejněním srpnových údajů z tamního trhu práce**, které vyvolaly strach na finančních trzích, že Fed dělá tzv. hospodářsko-politickou chybu. Strach investorů byl tak silný, že se diskutovalo i o možnosti mimořádného zasedání, kde by Fed sazby snížil. Tato varianta nenastala, jelikož vývoj za Atlantikem není ani zdaleka tak dramatický, jak ho finanční trhy vnímaly. **Zářijový termín zahájení cyklu snižování sazeb se ovšem zdá jistý**. Otázkou je, zda půjdou sazby dolů o 25 či 50bb. Trhy nejprve tíhly více k výraznějšímu kroku, ale s posledními příchozími daty došlo ke korekci **a nyní se předpokládá spíše standardní krok o 25bb**. **S tímto scénářem dlouhodobě počítá i naše prognóza. Měníme ale náš budoucí výhled**, kdy již neočekáváme, že Fed bude snižovat sazby pouze jednou za čtvrtletí, ale na každém letošním zasedání. **Na konci letošního roku by tak základní úrokové sazby mohly klesnout do pásma 4,50-4,75 % a v roce 2025 zamíří pod 4 %**.

Vnitřní prostředí

Letos s berlemi, příští rok bez nich

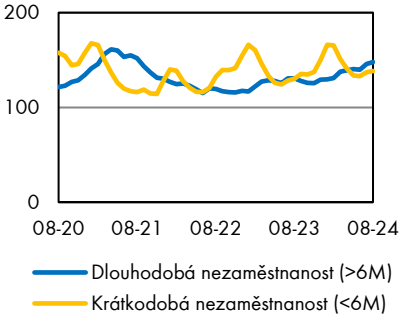
Velká revize národních účtů z dílny Českého statistického úřadu mírně pozměnila příběh české ekonomiky v minulých letech. **Předcovidové úrovně se sice podařilo dosáhnout již ve druhém čtvrtletí roku 2022, nicméně od té doby de facto přešlapujeme na místě**. Důvodem byla zejména výrazně utlumená **spotřeba domácností**, která sice nebyla tak silného rázu, jak ukazovaly předchozí odhady, ale stále zdaleka nejvíce poklesla v rámci zemí Evropské unie. Nyní se situace ale otáčí a jsou to právě domácnosti, které táhnou tuzemské hospodářství vzhůru. Naplňuje se tak naše hypotéza o rostoucích útratách domácností v důsledku až neočekávaně rychlého poklesu inflace, a tím pádem i významnějšího nárůstu reálných mezd. Tento trend by měl pokračovat i v dalších měsících, což se podepisuje na rostoucí důvěře spotřebitelů. Domácí poptávka nabírá na síle i díky **rostoucím výdajům vládních institucí**, které překonávají naše původní odhady. Vláda na jedné straně nechce podvázat hospodářský růst, nicméně na druhé straně konsolidace veřejných financí nedosahuje dříve slíbeného tempa. Hlavní brzdou české ekonomiky je **situace v průmyslu**, kdy se ukazuje, že předpokládané oživení již v polovině tohoto roku bylo až přespříliš optimistické. Chabý výkon je dán především nízkou domácí i **zahraniční poptávkou**. Tuzemský průmysl, který je z vysoké míry proexportně orientovaný, velmi nervózně sleduje dění v Německu. Predikce ekonomického růstu největší evropské ekonomiky se pohybují okolo nuly, a jelikož jsme jedním z hlavních subdodavatelů tamního průmyslu, má tento vývoj velmi negativní konsekvence i pro český průmysl. Očekáváme, že druhý rok po sobě průmyslová produkce mírně poklesne a restart průmyslu nastane až v příštím roce. Vzhledem k revizi ČSÚ a vývoji v zahraničí **snižujeme naší predikci růstu české ekonomiky z 1,5 % na 1,1 %**, přičemž rizika jsou vychýlena k horšímu výsledku v případě horší než očekávané výkonnosti našich hlavních proexportních partnerů. **Pro příští rok nadále předpokládáme růst o 2,9 %**, nicméně výše rizik hraje opět v neprospěch tuzemské ekonomiky.

Problémem průmyslu je poptávka



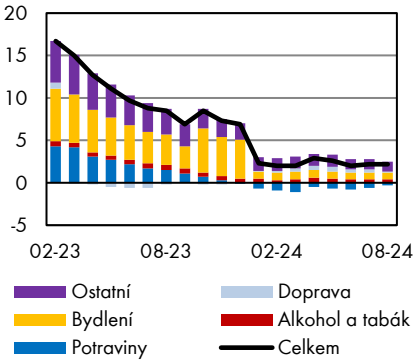
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Počet nezaměstnaných dle délky hledání práce (v tis.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Potraviny tlačí inflaci dolů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Složky HDP: Zahraniční poptávka jako Pandořina skříňka

Hlavní důvod zaostávání za ostatními zeměmi Evropské unie, **spotřeba domácností**, působí a bude působit tentokrát opačným směrem. Inflace se v průběhu letošního roku pohybuje mezi 2-3 %, díky čemuž reálné mzdy zaměstnanců po dlouhých více než dvou letech vzrostly. Důvěra spotřebitelů tak zejména z tohoto důvodu začíná růst, nicméně stále zcela nepominuly obavy z dalšího zdražování. Proto domácnosti sice utrácejí více, ale ne bezmyšlenkovitě, zůstávají i nadále obezřetné a udržují si tzv. polštář na horší ekonomické časy. **Spotřeba domácností tak podle nás letos vzroste o přibližně 2 % a její tempo zrychlí ke 3 % až v příštím roce.** Příspěvek **vládních institucí** bude i nadále kladný navzdory přijetí konsolidačního balíčku, nicméně jeho negativní efekt na růst HDP není významnějšího charakteru, jak se před jeho přijetím spekulovalo. Po výrazném propadu v prvním čtvrtletí se **fixní investice ve druhém čtvrtletí zvýšily** mezičtvrtletně i meziročně. Investiční aktivita je ale stále potlačována vysokými úrokovými sazbami, tudíž očekáváme v tomto roce pouze minimální nárůst tvorby hrubého fixního kapitálu. Ta by mohla zrychlit v příštím roce ruku v ruce s uvolňováním měnové politiky ze strany ČNB. Co se týká **zahraničního obchodu**, očekáváme sice pozitivní vliv na českou ekonomiku, ale v menším rozsahu, než jsme se původně domnívali. Zároveň v případě naplnění pesimistického scénáře, kdy by německá ekonomika upadla do recese, nelze vyloučit ani nulový příspěvek od zahraniční poptávky. Záporný efekt **změny stavu zásob** by měl pomalu ustupovat, jak podniky budou dál rozpouštět své dříve nabyté zásoby, aby uspokojily rostoucí poptávku.

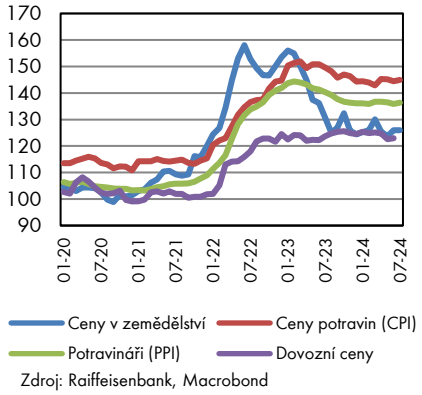
Průmysl se topí v problémech

Krušné časy v průmyslu pokračují. **Po loňském propadu skončí velmi pravděpodobně v červených číslech i letos**, přestože původní odhady předpokládaly návrat k růstové trajektorii. Jenže zdroje růstu chybí. Hlavní tahoun tuzemského průmyslu, **automobilový sektor**, sice na začátku tohoto roku navázal na velmi solidní čísla z minulého roku, ale od druhého čtvrtletí znatelně zpomaluje i díky loňské vysoké srovnávací základně. Změnu trendu nelze očekávat ani ve zbývající části roku, jelikož výkon německého průmyslu, včetně i pro největší evropskou ekonomiku klíčového odvětví automotive, je jalový. To je obrovský problém pro celý český průmysl, protože ten je jedním z hlavních subdodavatelů německého souseda. Navíc vzhledem ke struktuře našeho průmyslu, energeticky velmi náročného, ani jiná odvětví nepřispívají k jeho oživení. Skokové zdražení energií způsobilo snížení konkurenceschopnosti českých firem na mezinárodních trzích, díky čemuž zůstává domácí i zahraniční poptávka nízká. Pokles nových zakázek z nejdůležitějších proexportních trhů přetrvává a obrat nastane nejspíše až v příštím roce. **Výrazně tak revidujeme odhad průmyslové produkce za celý letošní rok, která by mohla poklesnout o 0,5 %. V příštím roce by pak mohla vzrůst přibližně o 3 %, ale rizikem zůstává vývoj v eurozóně a zejména v Německu**.

Nezaměstnanost letos mírně stoupne, pak bude ale opět klesat

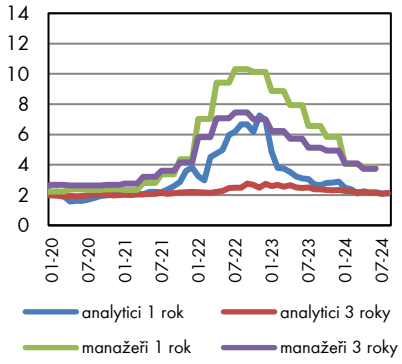
Tuzemský trh práce zůstává napjatý navzdory ekonomické stagnaci české ekonomiky, jejíchž dopady na nezaměstnanost nejsou takřka patrné. Patříme tak v tomto ohledu i nadále mezi premianty v rámci Evropské unie. Nicméně tato zdánlivá výhoda se stává spíše zátěží tuzemského hospodářství. **Firmy uvádějí právě nedostatek kvalifikované ale i nekvalifikované pracovní síly jako jednu z hlavních příčin, která brzdí rozvoj jejich podnikatelské aktivity**. Částečnou úlevu nepřinesl ani příchod ukrajinských uprchlíků, kteří pokud měli zájem o práci (v mnoha případech i neodpovídající jejich vzdělání), byli rychle absorbováni tuzemským pracovním trhem. Pomoci by mohlo zvýšení kvót pracovníků ze třetích zemí, navíc v situaci, kdy se

Ceny potravin ve výrobní škále



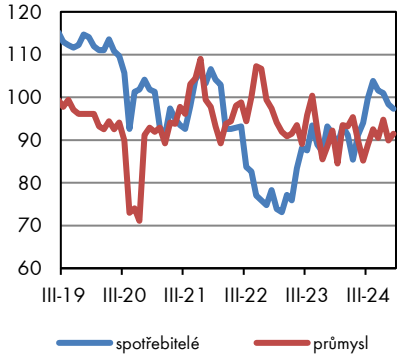
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Inflační očekávání mírně ustupují



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Rostoucí důvěra spotřebitelů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

dopady demografického vývoje budou stupňovat a česká pracovní síla se bude smršťovat. Již v tuto chvíli připadá **na jednoho uchazeče o zaměstnání přibližně jedno pracovní místo**. Firmy tak nemají příliš na výběr při hledání nových zaměstnanců a zároveň za současné konstelace na trhu práce je to spíše zaměstnanec, kdo má lepší vyjednávací pozici týkající se budoucího mzdového ohodnocení. Tlak na růst mzdových nákladů by se tak dále zvyšoval. **Podíl nezaměstnaných z výše zmíněných důvodů podle naší predikce vzroste v tomto roce jen nepatrně na 3,8 % a v příštím roce poklesne na 3,7 %**.

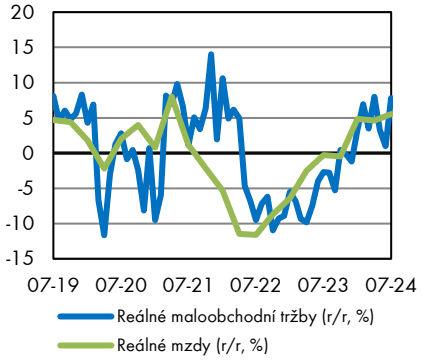
V příštím roce návrat k cíli – nebo také ne?

Inflační tsunami posledních dvou let je za námi, když se inflace v letošním roce vrátila do tolerančního pásma ČNB. Dokonce rychleji, než jsme původně předpokládali. Důvodem je především **výrazný pokles cen potravin**, který je dán dvouciferným poklesem cen zemědělských výrobců po většinu tohoto roku, snížením DPH u potravin z 15 % na 12 %, ale také konkurenčním bojem mezi supermarkety v podobě nejrůznějších slevových akcí. Současný vývoj se tak v mnoha měsících podstatně lišil od běžných sezónních vlivů, a také predikce do dalších měsíců je zatížena vysokou mírou nejistoty. Domníváme se, že se prostor pro další snižování cen potravin zmenšuje, jelikož meziměsíčně ceny zemědělců začínají stoupat a v meziročním srovnání se tempo poklesů snižuje. Zároveň na konci roku bude hrát roli i statistický efekt, když již na konci minulého roku ceny potravin klesaly. **V příštím roce očekáváme, že ceny potravin porostou přibližně 3% tempem po letošním mírném poklesu.** Jeden z hlavních faktorů vysoké inflace v předchozích letech, **ceny regulovaných položek (zejména energií)**, se vyvíjí v tomto roce v souladu s naší prognózou, kdy jejich růst pravděpodobně dosáhne více než 5 %. Přestože energetické společnosti se předbíhají s prohlášeními o klesajících cenách za elektřinu i plyn, na statistikách se to zatím neprojevuje, a to nejen kvůli skokovému nárůstu regulované části. V příštím roce sice tempo podle nás klesne ke 2 %, ale především díky vysoké srovnávací základně. **Ceny pohonných hmot** v tomto roce rostou velmi umírněným tempem navzdory pokračujícímu konfliktu na Blízkém východě a slabší koruně. V následujících dvou letech předpokládáme, že díky stabilizaci cen ropy a silnější koruně, budou mít ceny pohonných hmot mírně pozitivní vliv na inflaci za předpokladu dále se nezhoršující geopolitické situace. Naopak **ceny služeb** nadále rostou tempem pohybujícím se okolo 5 % a ani v příštím roce nepřiblíží výrazněji k cílovým 2 %. Inflace v tomto sektoru zůstane zvýšená z důvodu rostoucích mezd, které na jedné straně zvýší náklady firem a na druhé straně povzbudí spotřebitele k vyššímu utrácení. **Průměrná inflace podle nás v tomto roce dosáhne výše 2,4 % a v příštím roce mírně zrychlí na 2,5 %** v souvislosti s napjatým trhem práce, zvýšenou inflací ve službách či obnovením růstu cen zboží.

Maloobchod rovná se internet

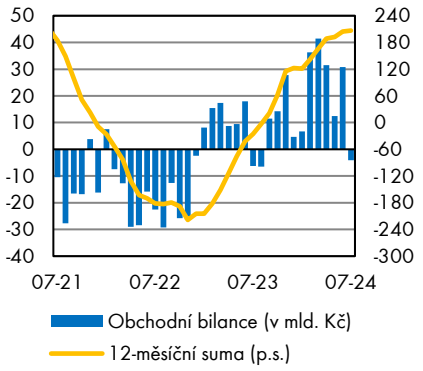
Maloobchod po rok a půl trvajícím poklesu zažívá reinkarnaci, která začala v prosinci minulého roku. Od té doby **maloobchodnímu sektoru jako celku nepřetržitě rostou tržby**, kdy v mnoha měsících byly výrazně překonány odhady analytiků. Důvodem za vyššími útratami je skokové snížení inflace do blízkosti 2% cíle ČNB a s tím související reálný nárůst mezd. Spotřebitelé se tak již v takové míře neostýchají pořídit si statky a služby, které si v předchozím období odpírali. **Nicméně vývoj se v jednotlivých prodejnách dle prodávaného sortimentu výrazně liší**. V posledních měsících dochází k významnému nárůstu tržeb prodejcům s kosmetickými a toaletními výrobky, které dosahovaly dvouciferného tempa. To lze vysvětlit pravděpodobně odloženou poptávkou a také předchozími nákupy v zahraničí, především v Polsku, kde byly tyto produkty cenově výhodnější. Ovšem ve chvíli, kdy se inflace v Polsku zastavila na vyšších úrovních a ceny pohonných hmot jsou na srovnatelných úrovních,

S růstem mezd rostou i tržby



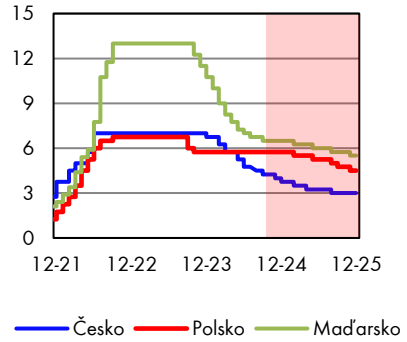
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Přebytky zahraniční bilance



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nejnižší sazby jsou a budou v ČR



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

výhodnost přeshraničních nákupů se znatelně snižuje. V dalších měsících se ovšem dá předpokládat zpomalení tempa růstu maloobchodních tržeb v této oblasti. Naopak nadále se nedaří prodejcům s výrobky pro domácnost, ačkoli hypoteční trh začíná ožívat, na tržbách obchodníků působících v této části se to zatím neprojevuje. Lepší časy jsou ovšem na obzoru s dalším snižováním sazeb bankovní radou ČNB. Hlavní silou maloobchodního sektoru je internetový a zásilkový obchod a vzhledem k současným celospolečenským trendům se nedá očekávat zásadnější změna v tomto ohledu. **Za celý maloobchodní sektor bez prodeje aut očekáváme, že tržby v letošním roce vzrostou o necelá 4 %**.

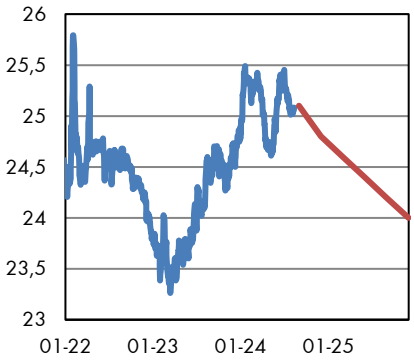
Překoná saldo zahraniční bilance hranici 200 mld. Kč?

Bilance zahraničního obchodu v minulém roce skončila s přebytkem ve výši 122,5 mld. Kč, kdy došlo k výraznému uklidnění cen komodit na světových burzách, které výrazněji nenarušil ani doutnající konflikt na Blízkém východě. Loňský výsledek byl ovšem překonán za pouhých šest měsíců letošního roku, k červenci činilo kladné saldo 155,2 mld. Kč, a to navzdory tomu, že zahraniční poptávka je zabrzděná. Ekonomika eurozóny sice roste o něco rychleji, než jsme odhadovali v první polovině roku, ale **problémy přetrvávají u našeho hlavního obchodního partnera, Německa**. Oživení, předpokládané již v polovině tohoto roku, se nedostavilo a nedá se vyloučit, že nenastane ani ve druhé polovině roku. To je jedno z hlavních rizik pro celou českou ekonomiku, která je na německém hospodářství až nezdravě závislá. Tuzemští exportéři vyvezou třetinu svého zboží právě za naše západní hranice. Zahraniční obchod je ze své podstaty ovlivňován **geopolitickými událostmi ve světě** a ty volnému mezinárodnímu obchodu příliš nenahrávají. Boje na Ukrajině ani Blízkém východě neutichají, nejistota ohledně výsledků amerických prezidentských voleb přetrvává a potenciální obchodní válka mezi USA, EU a Čínou ani zdaleka nepřispívá ke klidu malých otevřených ekonomik, jako je ta naše. **Pro tento rok očekáváme, že přebytek obchodní bilance překoná 200 mld. Kč a v dalších letech se bude pohybovat mezi 100-200 mld. Kč, nicméně z výše zmíněných důvodů je tato predikce zatížena vysokým stupněm nejistoty**.

Letos žádná přestávka, vrchol snižování sazeb v příštím roce

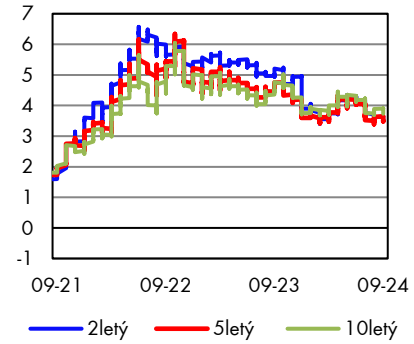
V průběhu celého letošního roku bankovní rada České národní banky uvolňuje restrikci své měnové politiky, kdy nejprve byly úrokové sazby snižovány po 50bb. Na svém posledním zasedání v srpnu ale členové bankovní rady rozhodli o zpomalení tempa snižování úrokových sazeb v rozsahu jen 25bb. **Tento postup bude podle naší predikce aplikován i na všech zbývajících zasedáních v letošním roce, čímž by se základní úroková sazba na konci tohoto roku zastavila na úrovni 3,75 %**. Ačkoli poslední makroekonomická prognóza z dílny analytického aparátu ČNB naznačovala opatrnější přístup, podle nás, vzhledem k očekávané inflaci pohybující se na měnově-politickém horizontu (12-18 měsíců) okolo 2% cíle, existuje prostor pro další uvolňování měnové politiky. Udržování reálných úrokových sazeb ve stávající výši včetně případného striktního dodržení navrženého postupu v srpnové prognóze by nepřiměřeně dusilo českou ekonomiku, přičemž se zdá, že inflační rizika ustupují. To vyplývá i ze zápisu z posledního zasedání ČNB, kde došlo k rétorické změně, kdy **bankovní rada již nehodnotí rizika jako proinflační, ale jako vyrovnaná**. Zároveň rychlejšímu snižování sazeb nahrává předpokládané snižování sazeb také hlavními zahraničními centrálními bankami (Fed a ECB), díky čemuž by se úrokový diferenciál mezi korunovými a eurovými/dolarovými sazbami přestal zužovat. Tlak na oslabující korunu, která byla jedním z proinflačních rizik, by tak z tohoto důvodu pomalu pomíjel. Úrokové sazby pak budou klesat i v příštím roce, kdy očekáváme, že **vrchol uvolňování měnové politiky nastane zhruba v polovině roku 2025. Tehdy by 2T repo sazba**

Koruna bude trendově posilovat



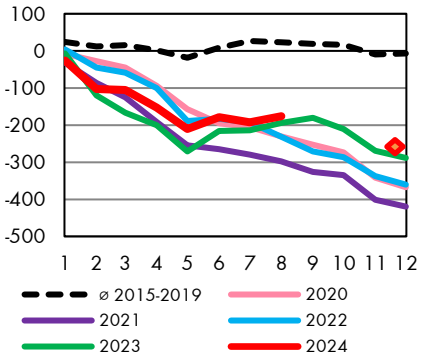
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Zplošťování výnosové křivky



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Veřejné finance dostávají zabrat



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

spadla na 3 %, kde by mohla delší dobu setrvat, jelikož se domníváme, že právě na této úrovni se pohybuje přirozená/neutrální úroková sazba.

Koruna pod kuratelou centrálních bank

Koruna je v letošním roce silně ovlivňována očekáváními finančních trhů, jak Česká národní banka, ale i klíčové zahraniční centrální banky (ECB, Fed) postupovaly, postupují a budou postupovat v rámci cyklu uvolňování měnové politiky. Poprvé se naše měna dostala pod tlak po nečekaně razantním snížení sazeb o 50bb v únoru, ačkoli bankovní rada neznala oficiální výsledek lednové inflace. Pro korunu to byl šok, na který reagovala skokovým oslabením k hranici 25,50 EUR/CZK. Následovalo relativní období stabilizace, které narušila květnová makroekonomická predikce z dílny ČNB, ze které vyplývala ochota bankovní rady držet sazby na výrazně restriktivnější úrovni, než naznačovala prognóza z února. Zároveň tuto myšlenku podpořil dubnový výsledek inflace, která podstatně překonala očekávání trhu i ČNB, když vyskočila z 2 % na 2,9 %. Koruna posléze posílila až k 24,60 EUR/CZK. Významnou roli ovšem hrály i **zahraniční faktory**. V případě amerického Fedu se podstatně měnila očekávání trhu ohledně dalšího postupu měnové politiky, nejprve od uvažovaného razantního snižování sazeb, přes ponechání sazeb na stávající úrovni až opětovně po rychlé snižování sazeb v závislosti na inflačních datech a z trhu práce. Poslední otřes nastal na začátku srpna v souvislosti s rostoucí nezaměstnaností i nižším počtem nových pracovních míst mimo zemědělský sektor, což vyústilo v obavy ohledně potenciální recese největší ekonomiky světa. Finanční trh tak začal zaceňovat rychlé snižování sazeb Fedem. To způsobilo významné oslabení dolaru, ze kterého profitovaly rizikovější měny včetně koruny až k 25 EUR/CZK. Jak v případě ECB, tak Fedu by zářijové zasedání mělo přinést snížení sazeb v rozsahu 25bb a další by měla následovat. **Nicméně ve zbytku roku se domníváme, že koruna má omezený prostor k posílení. Na konci roku by se mohla obchodovat za 24,80 EUR/CZK.** Významnější apreciaci očekáváme až v příštím roce na pozadí rostoucí zahraniční poptávky, oživení české ekonomiky a úrokového diferenciálu hrajícího ve prospěch koruny. **Ta by mohla na konci roku 2025 atakovat hranici 24 EUR/CZK**.

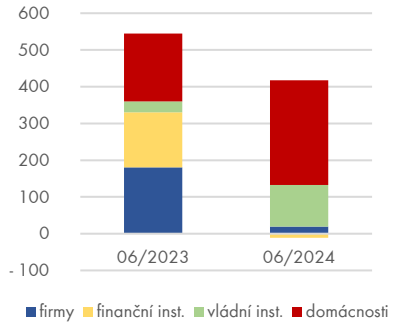
Výnosová křivka se narovnává

Restriktivní měnová politika České národní banky se promítla na výnosové křivce, která se dostala do inverzního tvaru, tj. vyššími výnosy byli odměňováni majitelé státních dluhopisů s kratší splatností. Normalizace výnosové křivky ovšem probíhá rychleji, než jsme se domnívali. Inflace totiž v letošním roce překonává odhady ze začátku roku, když poklesla až k 2% cíli ČNB. To dávalo a dává prostor bankovní radě dále snižovat úrokové sazby svižněji, přestože její členové vyjadřují opatrnost ohledně dalšího postupu. To vnímají i finanční trhy, což se projevuje **klesajícími výnosy napříč splatnostmi**. Výnos desetiletého dluhopisu se aktuálně pohybuje okolo 3,78 %, pětiletého pak 3,49 % a dvouletého 3,44 %. Vzhledem k predikovanému pokračování uvolňování měnové politiky ze strany ČNB **očekáváme další zplošťování výnosové křivky. V dalších měsících by se spread mezi desetiletým a dvouletým dluhopisem mohl pohybovat okolo současné úrovně**.

Zadlužování pokračuje, ač pomalejším tempem

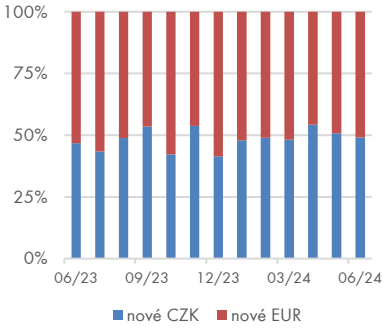
Jedním z hlavních příslibů současné vlády před parlamentními volbami v roce 2021 byla konsolidace veřejných financí, které se v covidové době vydaly na velmi nebezpečnou cestu, když byla rozvázána pravidla o rozpočtové odpovědnosti. Deficit vládních institucí

Struktura meziročního růstu vkladů (mld. Kč)



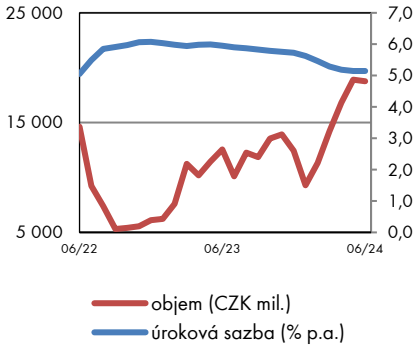
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové firemní úvěry



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

vůči HDP v roce 2020 činil 5,6 % a o rok později 5,0 %. Současná koalice tak přebírala vládní finance v nezáviděníhodném stavu. Navíc na začátku volebního období vypukla válka na Ukrajině, která mimo jiné vyvolala skokový růst cen energií, se kterým se vláda rozhodla domácnostem a firmám v určité míře pomoci. To způsobilo další dodatečný tlak na veřejné rozpočty, které ovšem vládě z objektivních důvodů nelze vyčítat. Na druhé straně dědictví zrušené superhrubé mzdy, které snížilo daňové příjmy, a naopak zvýšily výdaje v již napjatém rozpočtu. **Podíl mandatorních výdajů se opět zvýšil**, když bylo schváleno, že Česká republika bude vydávat 2 % HDP na obranu, každý rok bude valorizována platba za státní pojištěnce a učitelé mají garanci 130 % průměrného platu. Tím se snižuje manévrovací prostor pro vládu a všechny. Nicméně i díky přijetí konsolidačního balíčku (kombinace zvýšení příjmů a snížení výdajů) poprvé po čtyřech letech dodržíme **Maastrichtské kritérium týkající se výše deficitu veřejných financí vůči HDP (-2,6 %) a v příštím roce také v důsledku vyššího ekonomického růstu dospějeme k mírně lepšímu výsledku (-2,4 %). Dluh sektoru vládních institucí v poměru k HDP by v tomto roce mohl dosáhnout výše 43,7 %, ale v dalších letech by neměl růst takovým tempem jako v předchozích letech i v souvislosti s ozdravným balíčkem.**

Bankovní sektor – dostatek zdrojů pro oživující úvěrovou aktivitu

Tempo růstu celkových vkladů postupně zpomaluje. Zatímco na počátku roku meziroční růst vkladů bez vládních institucí dosahoval úrovně 8,8 % v polovině letošního roku to bylo již jen 5,7 %. Stojí za tím především **výrazné zpomalení růstu vkladů firemního sektoru**, které od počátku roku přidaly jen 3,6 %, zatímco vloni to bylo téměř 10 %. **Naproti tomu vklady obyvatelstva** ve srovnání s loňským rokem **rostou rychleji** a připadá na ně téměř 64 % meziročního navýšení celkových vkladů. **Z dlouhodobého hlediska tedy stále sledujeme kumulaci úspor, která nadále tlumí spotřebu domácností.** Když totiž srovnáme současnou výši vkladů v bankovním sektoru s hypotetickou úrovní, kdyby se vklady vyvíjely podle trendu před covidovou pandemií, **stále můžeme hovořit o zhruba 550 mld. Kč tzv. nad-vkladů**. Z toho připadá na úspory domácností lehce přes 400 mld. Kč. To je ohromný potenciál, který by mohl podpořit jak spotřebu, tak investice. S dalším snižováním úrokových sazeb logicky očekáváme útlum zájmu o termínované vklady, jejichž podíl se během období vyšších úrokových sazeb vyhoupl z před-covidových 27 % na aktuálních 38 %.

Již zmíněný pokles tržních úrokových sazeb ovlivnil i úvěrový trh. **V prvním pololetí zrychlilo tempo růstu nových úvěrů jak firmám, tak domácnostem.** Od počátku roku bylo poskytnuto necelých 271 mld. Kč nových firemních úvěrů, což je o 5,4 % více než v loňském roce. Rozdělení mezi úvěry korunové a eurové je v letošním roce nebývale rovnoměrné, i když se zdá, že s potupným uzavíráním úrokového diferenciálu získávají korunové úvěry mírnou převahu. Přesto **v celkovém objemu firemních úvěrů tvoří ty eurové více než 51 %.** V retailovém segmentu nepřestávají překvapovat spotřebitelské úvěry, jejichž nová produkce láme od počátku roku všechny dosavadní rekordy. Domácnosti v prvním pololetí načerpaly téměř 67 mld. Kč nových spotřebitelských úvěrů, což je o téměř 32 % více než vloni, a to jsme již tehdy hovořili o rekordním roku. Také **na hypotečním trhu sledujeme zvláště ve druhém čtvrtletí evidentní oživení aktivity.** Od počátku roku bylo poskytnuto necelých 90 mld. Kč nových hypoték, což je, i díky velmi nízké srovnávací základně, o 86 % více než vloni. Svou roli sehrála i **novela zákona o spotřebitelském úvěru**, která od září letošního roku mění pravidla předčasného splácení hypoték a **znovu zavádí poplatky za mimořádné splátky** mimo přesně specifikované okamžiky v průběhu hypoteční smlouvy. Noví žadatelé tak možná uspíšili svá rozhodnutí, aby pro jejich smlouvu ještě platily stávající podmínky. U již existujících smluv klienti provedli změnu ve smluvních podmínkách či refixaci před platností zákona, neboť od 1. září každá taková změna znamená přechod na nové podmínky předčasného splácení. S tím souvisí i mimořádné

nárůsty nových úvěrů v kategorii „Ostatní nová ujednání", která právě zahrnuje stávající úvěrové obchody, u nichž došlo ke změnám smluvních podmínek. **V závěru roku tak můžeme čekat zpomalení tempa růstu nových hypoték, které však bude jen mírné**, protože možnost zpoplatnit předčasné splácení dává bankám prostor pro rychlejší pokles úrokových sazeb nových hypoték.

Helena Horská, Martin Kron, Vít Mikušek, 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
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 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 Krištof	23 44 05 907
Adam Zilvar	23 44 01 775
Ondřej Sobotka	23 44 01 195
Martin Bárta	23 44 05 510
Jakub Skotnica	23 44 05 502
Soňa Fenclová	23 44 01 346
Martin Skoumal	23 44 05 351
Robert Schwanzer	23 44 01 130
Karel Hubička	23 44 01 885
Ondřej Chládek	23 44 05 357
Tomáš Urban	23 44 01 830
Corporate Finance	
Radek Musil	23 44 01 953
Jakub Hamr	23 44 01 868
Miroslav Frayer	23 44 05 167
Treasury – Equities	
Eva Polánová	23 44 01 803
Jakub Veselský	23 44 01 819
Jakub Schermer	23 44 01 838
Ekonomický výzkum	
Helena Horská	23 44 01 413
Martin Kron	23 44 01 070
Vít Mikušek	23 44 05 685
Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 12. září 2024, 14:30

Publikace byla vydána 12. září 2024

UPOZORNĚNÍ

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

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

Raiffeisenbank a.s. („RB")v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii 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. 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 třetím 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 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 žádné 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) 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 angažován 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 nezbytně 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 Irska (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 vyjádření 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 spolumanažer 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 společnosti 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 přidružení 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 anebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovné ani nevýslovné 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 kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

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

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

Informace týkající se Lichtenštejnského 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 poctivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejnského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmissbrauchs-Verordnung.

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

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a střetech zájmů

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