

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Prioritou Evropy je obrana a restart ekonomického růstu.
- ECB už je na dostřel neutrálu.
- Americká ekonomika zpomaluje, ale recesi nečekáme.
- Fed musí zůstat ostražitý, letos ani jedno snížení sazeb.
- Klíč k růstu české ekonomiky drží ve svých rukou domácnosti. Jejich výdaje ochrání ekonomiku před recesí.
- Na zahraniční poptávku letos nemůžeme spoléhat.
- Nezaměstnanost se v průběhu roku vlivem sezónnosti sníží, ve srovnání předchozích let vzroste.
- Změna inflačního příběhu – ceny energií klesají, ale za potraviny si připlatíme.
- Bankovní rada ČNB sníží sazby letos už jen jednou, pokud nenastane černý scénář.
- Koruna bude hledat trend na pozadí geopolitických událostí.
- Maastrichtské kritérium schodku veřejných financí je splněno, strukturální schodek ale stále příliš vysoký.
- Nutnost vyšších výdajů na obranu vyústila v nárůst výnosů dluhopisů s nejdelsí splatností.
- Bankovní sektor – vklady drží status quo, úvěry akcelerují

Makroekonomická predikce	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	2026f	2027f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 828	6 308	7 050	7 619	8 010	8 399	8 789	9 198
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-5,3	4,0	2,9	0,1	1,0	1,6	2,0	2,4
HDP na hlavu (EUR)	20 580	23 391	26 511	29 119	29 275	30 819	32 510	34 440
Průmyslová výroba, r/r %	-7,0	6,5	2,1	-0,8	-0,9	0,6	2,2	2,8
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,2	4,1	3,8
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	4,6	5,8	4,3	8,0	7,1	5,9	5,3	5,2
PPI, r/r %, průměr	0,1	7,2	24,3	5,3	0,8	1,4	2,3	2,4
CPI, r/r % průměr	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,4	2,3
CPI, r/r %, konec období	2,3	6,6	15,8	6,9	3,0	2,3	2,6	2,3
Saldo vládních financí, % HDP	-5,6	-5,0	-3,2	-3,8	-2,7	-2,5	-2,2	-1,9
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	36,9	40,7	42,5	42,4	43,5	44,4	45,1	45,2
Obchodní bilance, mld. Kč	180	-10	-205	123	228	137	154	177
Běžný účet, % HDP	1,8	-2,1	-4,7	0,3	1,7	1,0	0,8	0,6
EUR/CZK, konec období	26,2	24,9	24,1	24,7	25,1	25,0	24,7	24,3
USD/CZK, konec období	21,4	22,0	22,6	22,4	23,7	22,9	21,5	21,1
2T Repo sazba ČNB, konec období	0,25	3,75	7,00	6,75	4,00	3,50	3,00	3,00
3M PRIBOR, konec období	0,36	4,08	7,26	6,77	3,92	3,45	3,25	3,25
2letý výnos, konec období	0,19	3,54	5,44	4,26	3,73	3,20	3,00	3,00
5letý výnos, konec období	0,80	3,16	5,21	3,72	3,86	3,50	3,15	3,10
10letý výnos, konec období	1,27	2,83	5,01	3,74	4,20	4,10	3,90	3,85

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	2,9	3,5	3,4	3,2
Maďarsko	0,6	2,5	3,0	3,0
ČR	1,0	1,6	2,0	2,4
Slovensko	2,1	1,9	2,5	1,9
SE	1,8	2,5	2,7	2,7
Rumunsko	0,9	1,8	3,0	3,0
Bulharsko	2,8	3,2	3,0	3,0
Chorvatsko	3,8	2,9	2,6	2,5
Srbsko	3,8	3,8	4,5	4,0
Bosna a Her.	2,3	2,7	3,2	3,5
Albánie	4,0	4,1	3,8	3,8
Kosovo	4,7	4,2	3,9	4,0
JVE	3,2	3,2	3,4	3,4
Rusko	4,1	0,9	0,9	0,9
Ukrajina	3,4	4,9	6,0	5,5
Bělorusko	4,0	2,0	2,0	2,0
SNS	3,8	2,6	3,0	2,8
eurozóna	0,8	1,2	1,7	1,9

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	3,7	3,8	3,0	2,5
Maďarsko	3,7	4,8	3,3	3,0
ČR	2,4	2,5	2,4	2,3
Slovensko	3,1	3,9	3,1	2,3
SE	3,2	3,8	3,0	2,5
Rumunsko	5,6	5,3	3,9	3,2
Bulharsko	2,4	5,2	3,2	2,8
Chorvatsko	3,0	2,6	2,0	2,0
Srbsko	4,7	3,8	3,3	2,8
Bosna a Her.	1,7	3,0	2,0	1,8
Albánie	2,2	2,4	3,0	3,2
Kosovo	1,1	2,7	2,3	2,1
JVE	3,0	3,6	2,8	2,6
Rusko	8,45	8,92	5,6	4,2
Ukrajina	6,5	11,5	6,5	5,0
Bělorusko	6,2	6,3	5,5	5,0
SNS	7,1	8,9	5,9	4,7
eurozóna	2,4	2,3	1,7	1,8

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	4,30	4,27	4,24	4,25
Maďarsko	395	410	425	435
ČR	25,1	25,0	24,8	24,5
Rumunsko	4,97	5,00	5,10	5,14
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	117,2	117,1	117,1	117,2
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	100,7	98,4	98,2	97,9
Rusko	100,28	98,83	111,23	116,15
Ukrajina	43,5	44,6	48,5	51,7
Bělorusko	3,49	3,94	4,42	4,92
USA	1,08	1,07	1,14	1,15
Švýcarsko	0,95	0,95	0,97	0,98

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,75	5,75	5,50	5,25
Maďarsko	6,50	6,50	6,50	6,50
ČR	3,75	3,50	3,50	3,50
Rumunsko	6,50	6,50	6,50	6,25
Rusko	21,00	20,00	19,00	16,00
Eurozóna	2,65	2,40	2,15	2,15
USA	4,50	4,50	4,50	4,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,76	5,85	5,65	5,40
Maďarsko	6,51	6,50	6,50	6,50
ČR	3,72	3,45	3,45	3,45
Rumunsko	5,90	5,90	5,90	5,75
Rusko	20,60	19,91	18,21	16,03
Eurozóna	2,33	2,35	2,10	2,10
USA	4,29	4,35	4,35	4,35

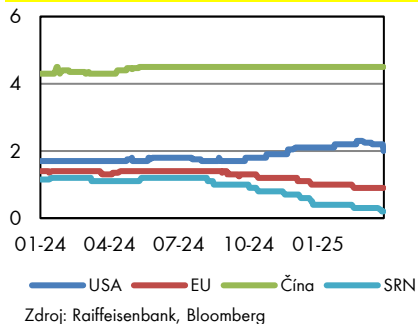
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

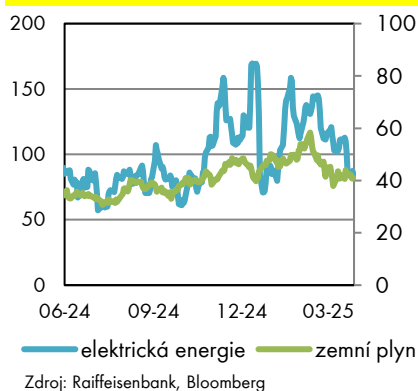
země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,79	5,50	5,20	4,90
Maďarsko	7,15	6,65	6,65	6,70
ČR	4,30	4,50	4,40	4,10
Rumunsko	7,42	7,45	7,40	7,15
Rusko	15,13	14,66	13,97	13,32
Eurozóna	2,73	3,10	3,05	2,80
USA	4,27	4,60	4,50	4,30

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

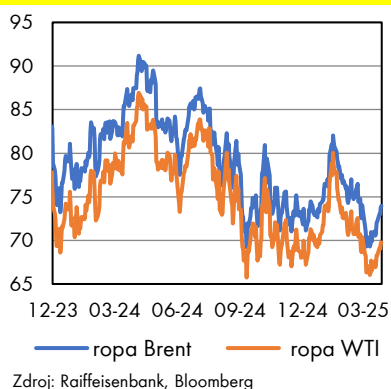
Očekávaný růst ve světě



Ceny energií zase klesají



Drill, baby, drill



Vnější prostředí

Evropa – světlé zítřky na obzoru?

Po dvou letech, kdy ekonomika eurozóny rostla ani ne o 1 %, nebude ani letošní rok jednoduchý, a to přinejmenším ze dvou důvodů. Zaprvé **ekonomika Německa dva roky za sebou klesala** a tento rok výraznější změnu nepřinese. Predikce se pohybují okolo kladné nuly a rizika směřují ekonomiku spíše dolů. Zadruhé právě se nacházíme na pokraji obchodní války mezi USA a Evropskou unií, přičemž země sedmadvacítky jsou v daleko vyšší míře odkázané na výkon svého exportu. **Dopad cel velmi pravděpodobně poškodí více evropskou ekonomiku, obzvláště Německo.** Pro Německo je americký trh zcela klíčový a zejména to platí pro automobilový sektor, na který by mělo být od 2. dubna uvaleno dodatečně 25% clo, přičemž Trump vyhrožuje uvalením cel i na dovoz komponent a náhradních dílů. V mezinárodním obchodě panuje proto stále značná nejistota a zmatek. Za těchto podmínek výraznější oživení Německa, a s ním i celé eurozóny, nelze v tomto roce čekat. Rozvolnění dluhové brzdy v Německu a plánované zvyšování výdajů na obranu v Evropě mohou v průběhu následujících let zmírnit nepříznivý dopad celních sporů se Spojenými státy a postupně obnovit ekonomický růst v Evropě i Německu. Nebýt 25% cla na automobily, růst ekonomiky EU by letos zrychlil z 0,8 % na 1,2 % a v roce 2026 na 1,7 %. Nová cla na vývoz z EU mohou výrazně oslabit očekávané oživení a přebít jinak příznivý poptávkový stimul v podobě rozvolnění německé dluhové brzdy. Rizikem je opětovná stagnace ekonomiky EU.

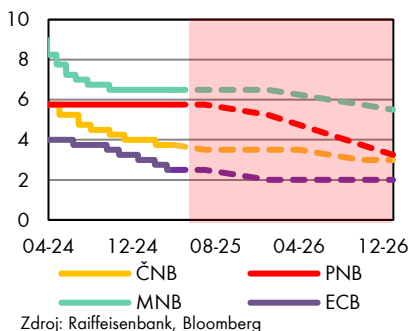
Inflační cíl na dosah ruky

Dezinflační trend v eurozóně pokračuje, ačkoli cesta není zcela přímá. Inflace se v únoru zastavila na 2,3 %, a je vyšší než v září 2024, nicméně je to dáno statistickými efekty a také nárůstem **cen energií**. Ty v minulém roce klesly o více než 2 %, letos očekáváme jejich zvýšení o necelé 1 %. **Potravinová inflace** by měla dále zpomalovat. Očekáváme její pokles z 2,9 % na 2,3 %. Naopak jsme byli nuceni mírně navýšit výhled pro **jádrovou inflaci z 2,4 % na 2,6 %**, zejména z důvodu **velmi pomalu klesající inflace ve službách**. Tu drží na zvýšené úrovni pokračující **rychlejší růst mezd**, a proto predikujeme snížení inflace ve službách ze 4 % na 3,2 %. Zároveň mírně zrychlí zdražování **cen zboží**, ale vzhledem ke stále utlumené poptávce by tempo růstu nemělo překročit 2 %. Rizikem ve směru vyšší inflace je celní válka a plánované vyšší výdaje na obranu, ale ty podle nás budou do značné části kompenzovány slabým ekonomickým vývojem. **Průměrnou inflaci letos očekáváme na úrovni 2,3 % a v příštím roce dokonce její pokles až na 1,7 %.**

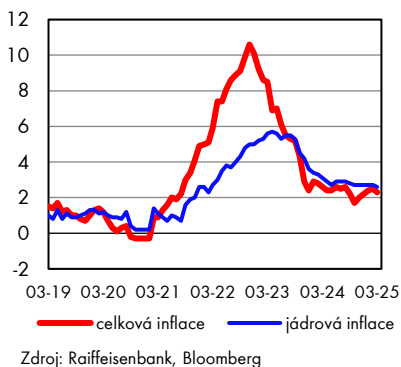
ECB se blíží ke konci se snižováním sazeb

Bankovní rada ECB v posledních měsících výrazným způsobem uvolnila měnovou politiku, když depozitní sazba klesla až na 2,50 %. Nicméně **prostor pro další snižování sazeb se zmenšuje**, což naznačuje i oficiální prohlášení po posledním zasedání na začátku března, kde se uvádí, že **měnová politika je „významně méně“ restriktivní**. Bankovní rada si nechala dveře otevřené pro dubnové zasedání, kde se bude rozhodovat mezi dalším snížením sazeb či přerušením cyklu uvolňování měnové politiky. **Naše revidovaná prognóza v dubnu očekává úrokovou stabilitu sazeb**, nicméně obě možnosti vnímáme jako rovnocenné. Další postup bude velmi záviset na příchodích datech včetně vývoje cel. ECB se podle nás díky příznivému inflačnímu výhledu a křehkému ekonomickému oživení k uvolňování měnové politiky vrátí, a to v červnu a září. **Depozitní sazba by činila 2 % a na této úrovni by mohla zůstat po delší dobu.** Původně jsme předpokládali další pokles během prvního čtvrtletí roku 2026 na 1,75 %, ale německá fiskální bazuka vytváří dodatečné proinflační riziko, proto očekáváme opatrnější přístup ze strany ECB.

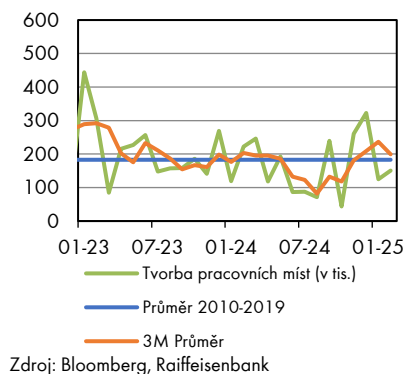
ECB dva kroky od cílové stanice



Inflace v eurozóně se blíží 2 %



Méně nových pracovních míst v USA



Americká ekonomika na rozcestí

Americké ekonomice se dařilo překonat všechny překážky, a i přes zvěsti možného zpomalení růstu, nebo dokonce hrozby recese v letech 2023 a 2024, rostla o takřka 3 %. S novým rokem ale přichází nová výzva v podobě Donalda Trumpa zpět v Bílém domě.

Počáteční euforii začíná střídat strach a obavy z dalšího vývoje. Pojem recese se vrátil do slovníku mnoha analytiků, investorů ale i běžných spotřebitelů, a to zejména v souvislosti s dopady celní války. Američané se začínají bát opětovného návratu vysoké inflace, což se odráží na zvýšených inflačních očekáváním. Na horizontu jednoho roku se inflace vyšplhala až na 5 % a v pětiletém až desetiletém horizontu stoupla na 4,1 %, což je nejvyšší hodnota od 90. let minulého století. Spotřebitelé na to konto mohou omezit své výdaje, přitom právě ty tlačily největší světovou ekonomiku k výšinám. Jejich anulizované tempo dosáhlo v posledním čtvrtletí minulého roku 4 % a oproti třetímu kvartálu 2024 dokonce zrychlilo. Ale na začátku nového roku velmi pravděpodobně zpomalí a vzhledem k tomu, že se firmy nejspíše ve větší míře snažily předzásobit, aby unikly efektu celních opatření, nelze vyloučit v 1. čtvrtletí tohoto roku dokonce pokles americké ekonomiky. Nicméně za celý letošní rok našim základním scénářem není recese, což potvrzuje **nejnovější odhad Fedu, který očekává pro letošek růst o 1,7 %.**

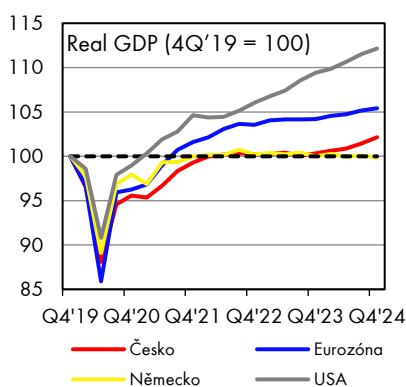
Inflaci v USA se nechce dolů

Dezinflační proces se v USA zastavil na mrtvém bodě. V jednom měsíci inflace překvapí pozitivně, v dalším negativně. Celková inflace se pohybuje nadále v blízkosti 3 % a jádrová inflace dokonce nad touto hranicí. Navíc ani výhled na další měsíce není zrovna nejoptimističtější, především v souvislosti s Trumpovými kroky v oblasti obchodní politiky. To reflektuje také březnová predikce Fedu, podle které by průměrná inflace vyjádřená cenovým indexem PCE (preferovanější před běžným indexem CPI) **měla stoupnout z 2,5 % v roce 2024 na letošních 2,7 %.** Oproti prosincové prognóze došlo **ke zvýšení odhadu jádrové inflace z 2,5 % na 2,8 %.** Rizika jsou vychýlena spíše směrem vzhůru. Otázkou zůstává, zda cla způsobí pouze jednorázové zvýšení inflace, nebo zda se stanou dlouhodobějším faktorem. Zároveň se výše popsany nárůst inflačních očekávání mezi spotřebiteli může postupně propisovat do skutečné inflace. Ačkoli se očekává pokles inflace v příštím roce blíže ke 2 %, **inflace se může ukázat jako rezistentnější, přičemž už nyní je predikován návrat na cílovou úroveň až v roce 2027.**

Fed míní a Trump mění

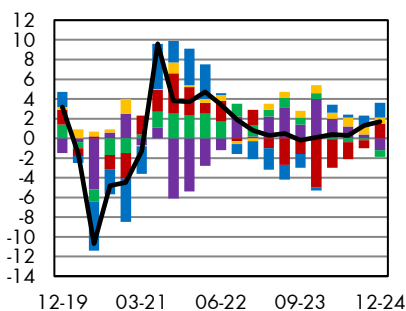
Americký Fed začal proces uvolňování měnové politiky v loňském září a souhrnně do konce minulého roku snížil sazby o 100bb. V letošním roce se ale Fed neodhodlal ani jednou zmírnit restriktci měnové politiky a sazby zůstávají v pásmu 4,25-4,50 %. Další vývoj je značně nejistý, jelikož ve hře je mnoho proměnných. Na jedné straně inflace zůstává zvýšená, inflační očekávání jsou na vzestupu a mezi proinflační rizika se řadí expanzivní fiskální politika (vysoký deficit vůči HDP a slib Trumpa snížit daně) a zejména celní politika nové americké administrativy. Na druhé straně se trh práce začíná mírně ochlazovat, protože vzniká méně nových pracovních míst a nezaměstnanost mírně roste. Zároveň americká ekonomika nejspíše zpomalí, a zvláště pokud domácnosti omezí své výdaje, může to tamní hospodářství bolet. Fed je v nezaviděné situaci. Předseda Jerome Powell se odmítl zavázat k jakýmkoli budoucím krokům, **další kroky se budou odvíjet od příchozích tvrdých dat z americké ekonomiky.** V rámci tzv. dot plotu se většina členů měnového výboru přiklání k variantě dvou snížení sazeb o 25bb. Trh dokonce sází na snížení sazeb do konce roku v rozsahu 80bb. Naše prognóza je výrazně opatrnější. Předpokládáme, že **Fed bude držet sazby na stávající úrovni po celý letošní rok. Obnovení cyklu uvolňování měnové politiky čekáme až v polovině roku 2026 s nástupem**

Konečně se odrážíme ode dna



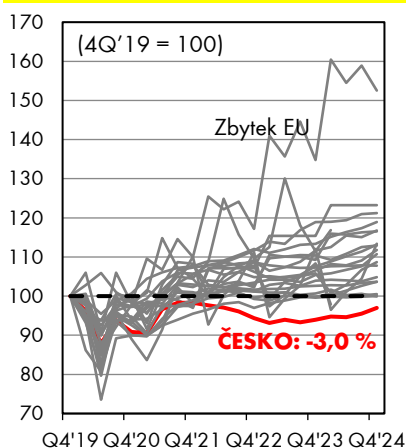
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Domácnosti = hlavní faktor HDP



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

nového předsedy Fedu. Na konci příštího roku by sazby mohly spadnout až do pásma 3,00-3,25 %.

Vnitřní prostředí

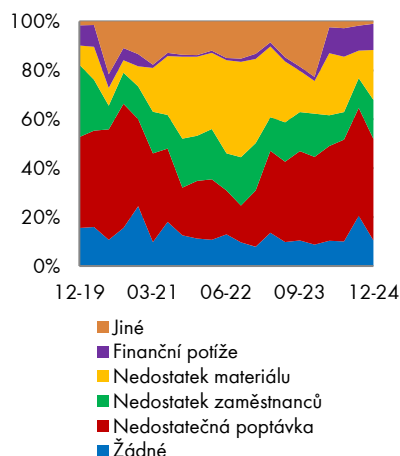
Celní válka omezuje prostor pro oživení české ekonomiky

Česká ekonomika v roce 2024 vzrostla o rovné 1 %, přičemž hlavní zásluhu na tom mají vyšší útraty domácností. Naopak příspěvek zahraniční poptávky byl takřka nulový, což má souvislost především s poklesem německé ekonomiky druhý rok v řadě. Podobnou strukturu tuzemské ekonomiky očekáváme i letos, jelikož motorem růstu bude **domácí poptávka**. Spotřeba domácností se stále ještě nevrátila na předcovidovou úroveň, míra úspor zůstává vysoká, růst reálných mezd započatý v loňském roce bude pokračovat. To jsou faktory, na základě kterých předpokládáme rostoucí ochotu domácností utrácet. Zásadním je další vývoj spotřebitelské důvěry, přičemž je důležité zabránit šíření tzv. blbé nálady, což by naopak omezilo jejich výdaje jako v předchozích krizových letech. Rovněž spotřeba vlády a investice budou mít pozitivní dopad na růst českého HDP. Naopak **na zahraniční poptávku letos spoléhat nemůžeme**, protože predikce růstu německé ekonomiky se pohybují okolo kladné nuly a dopad fiskální expanze se začne projevovat nejdříve od konce roku. Zároveň nelze pominout hrozbu celosvětové obchodní války. Zvláště citlivé je uvalení 25% cla nad stávající úroveň na dovoz všech automobilů do USA. Automobilový sektor tvoří přibližně 9 % českého HDP a ačkoli jeho vazby do USA nejsou významné (2,8 % exportu), bude nepřímo zasažen skrze Německo, pro které je americký trh jedním z nejdůležitějších. Zejména **s ohledem na zahraniční vývoj jsme snížili výhled růstu české ekonomiky v tomto roce z 2,1 % na 1,6 %**, přičemž rizika hodnotíme směrem k nižšímu růstu. **V příštím roce očekáváme, že naše hospodářství bude profitovat z německé fiskální bazuky a poroste o 2 %.**

Složky HDP: Růst zařídí domácnosti

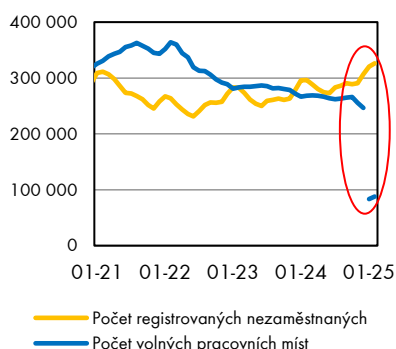
Podle naší prognózy se struktura HDP české ekonomiky bude letos velmi blížit té z minulého roku. Pilířem zůstane rostoucí **spotřeba domácností**, která v minulém roce vzrostla o 2 % a letos by její tempo mohlo zrychlit na necelá 3 %. Inflation se drží v tolerančním pásmu ČNB, tempo nominálních mezd jen mírně zpomalí a reálná koupěschopnost Čechů se bude dále zvyšovat. To by se mělo odrazit na vyšší důvěře spotřebitelů a jejich vyšší ochotě nakupovat zbytečné i nezbytné zboží. Domácí poptávku bude přizívat také **fiskální politika**, jelikož naplánovaný státní rozpočet obsahuje v absolutním vyjádření rekordní výši investic. Zároveň z důvodu geopolitických změn ve světě vláda rozhodla dál navyšovat výdaje do obrany nad 2 % HDP. Po poklesu **investic** očekáváme v tomto roce jejich nespěšné zvýšení. Firmy se smíří s aktuálními úrokovými sazbami a bohužel i s nejistotou týkající se výše dovozních cel do USA a nebudou dále odkládat nutná investiční rozhodnutí. Technologický pokrok se nezastaví a trh práce v Česku je přes mírný nárůst nezaměstnanosti stále ještě přehřátý. Pomoci by měl i silnější příliv finančních prostředků z EU fondů. Na druhé straně kvůli slabé německé ekonomice a obchodním sporům bude mít **zahraniční poptávka** velmi pravděpodobně negativní vliv na české HDP. Její oživení předpokládáme nejdříve na konci roku 2025, pokud fiskální plány budoucí spolkové vlády CDU/CSU a SPD začnou nabírat reálnějších obrysů a začnou se naplňovat. V takovém případě by se zvýšil objem zakázek německých firem, na čemž by mohly participovat i české podniky. **Změna stavu zásob** po dlouhém období negativního vlivu na růst tuzemské ekonomiky bude mít kladný dopad. Zejména v první polovině roku se firmy pravděpodobně snažily, a budou snažit, vyhnout vyšším cenám v důsledku celních opatření, a proto lze očekávat vyšší míru předzásobení materiálů, surovin, ale i hotových výrobků.

Průmysl čelí stále nízké poptávce



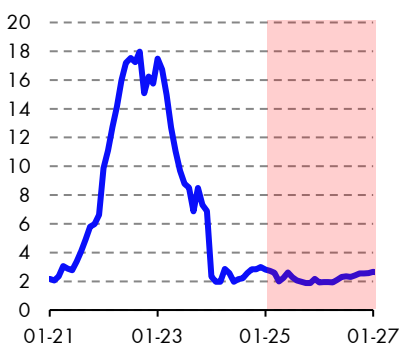
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Pozor na změnu metodiky ÚP!



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Inflace v tolerančním pásmu ČNB



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Český průmysl v útlumu zachrání německá rozpočtová bazuka

Meziroční průmyslová produkce poklesla v roce 2024 o 0,9 %. V prosinci byl hlavním důvodem meziročního propadu průmyslové výroby pokles automobilové produkce (vliv srovnávací základny). Omezila se i výroba dílů pro automobilový průmysl a výroba strojů a zařízení. Na konci roku velmi mírně rostl potravinářský a nápojový průmysl. V lednu 2025 se průmyslová výroba reálně snížila o 0,3 % meziměsíčně a o 0,6 % meziročně. Hodnota nových zakázek poklesla meziročně o 1 %. Nejistota, slabá zahraniční poptávka a levnější konkurence z Číny netrápí jen automobilový průmysl. Ojedinelý dvouciferný meziroční nárůst pozorujeme v odvětví výroby počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení, nicméně svou roli sehrála nízká srovnávací základna. **Pro letošní rok předpokládáme pouze slabý růst průmyslové produkce o 0,6 % z důvodu stále slabé zahraniční poptávky, a v roce 2026 o něco silnější růst 2,2 %.** Růst českého průmyslu může negativně ovlivnit pokles průmyslové výroby v Německu, zejména v automobilovém odvětví. Cla, která mají být počátkem dubna uvelana na dovoz automobilů do USA, poškodí český průmysl výrazně méně než hrozící cla na dovoz komponent a náhradních dílů. Nepříznivý vliv tarifů může později vykompenzovat alespoň zčásti rozvolnění německé dluhové brzdy, která umožní navýšit investice do obrany a infrastruktury.

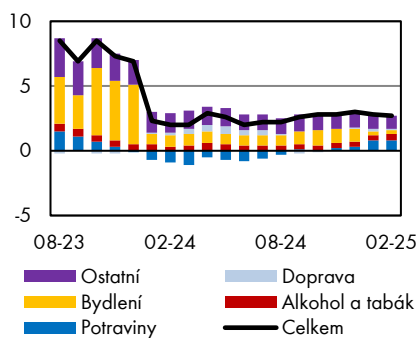
Mírné ochlazování extrémně přehřátého trhu práce

Z důvodu změn metodiky výpočtu volných pracovních míst nejsou porovnatelné předchozí údaje s aktuálními daty. S novou metodikou začínáme od začátku. Nově je zavedena maximální 6měsíční lhůta pro evidenci volného pracovního místa na úřadech práce. Po uplynutí této doby je z evidence vyřazeno. A co říkají „nová“ čísla? V únoru se počet volných pracovních míst zvýšil o 5,7 % oproti lednu a blíží se k hladině 90 tisíc. Na jedno volné pracovní místo je evidováno 3,7 uchazeče. Počet nezaměstnaných se v únoru meziročně zvýšil o 11 %. Míra nezaměstnanosti se zvýšila oproti lednu o 0,1 p.b. na 4,4 %. Nárůst po očištění sezónních vlivů není nijak dramatický. Trh práce stále pocítuje přezaměstnanost, avšak postupně se přibližujeme k přirozené míře nezaměstnanosti ve výši 4,5-5 %. V letošním roce se začíná projevovat slabý výkon české ekonomiky v posledních dvou letech. Zdá se, že firmy uzavřely své objednávkové knihy a vzhledem ke stále nízké poptávce jsou nuceny začít propouštět. Tento efekt by mohl zesílit v případě obchodních válek, proto **očekáváme nárůst průměrné nezaměstnanosti v letošním roce na 4,2 %. V příštím roce by se mohla mírně snížit na 4,1 %**, jelikož by se měly zvýšit zakázky z Německa z důvodu rozvolněnější rozpočtové politiky. Situace na trhu práce se projeví i ve vývoji mezd, Růst nominální mezd podle našich odhadů zpomalí z loňských více než 7 % na 5,9 % a v roce 2026 na 5,3 %. Návratu reálné kupní síly domácností na úroveň z roku 2019 se dočkáme nejdříve na přelomu roku.

Struktura inflace jiná, ale výsledek takřka stejný

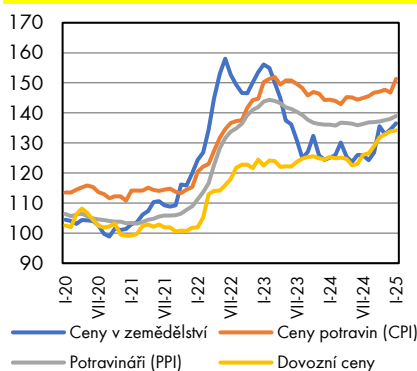
Přestože vysoká inflace je hudbou minulosti, úplné vítězství slavit zatím nemůžeme. Průměrná inflace v roce 2024 činila 2,4 %, a je v souladu s naší prognózou. Nicméně na přelomu loňského a letošního roku se inflace nejtěsnějším možným způsobem udržela v horní části tolerančního pásma ČNB (3 %). Tempo růstu **cen služeb** zatím příliš nezpomaluje, mimo jiné z důvodu pokračujícího růstu mezd. Obrat nastal u **cen potravin**, které v průběhu téměř celého minulého roku klesaly, nyní naopak rostou zvýšeným tempem. V dalších měsících jejich růst pravděpodobně příliš neochabne vzhledem k silnému nárůstu cen v zemědělství. Právě tyto dvě oblasti jsou překážkami k dosažení 2% cíle udržitelným způsobem. Příznivým je vývoj

Struktura meziroční míry inflace



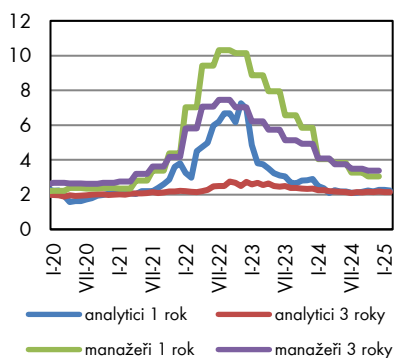
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Ceny potravin budou dál růst



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Inflační očekávání ukotvena



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

cen energií, které v letošním roce významným způsobem klesají. Řidiče mohou těšit **ceny pohonných hmot**, protože se v meziročním srovnání dále snižují. Tento trend by mohl pokračovat vzhledem k vyšší produkci ropy a silnější koruně vůči americkému dolaru. Struktura inflace se oproti minulému roku změnila, ale celkový výsledek zůstane téměř identický. **Za celý letošní rok očekáváme průměrnou inflaci ve výši 2,5 % a pro příští rok její nepatrný pokles na 2,4 %.**

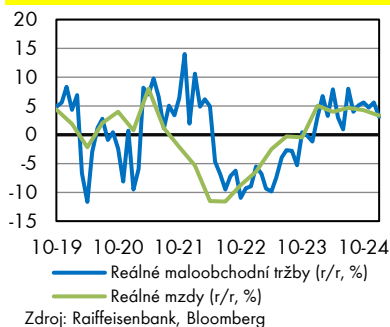
Maloobchod zpomalí, ale tržby dál porostou solidním tempem

V loňském roce se vývoj maloobchodu stabilizoval. Oživení trhu nebylo taženo vyššími cenami, ale zejména vyšším objemem prodeje. Tržby maloobchodu se zvyšovaly, důvěra spotřebitelů rostla. Pro českou ekonomiku mají výdaje domácností zásadní význam, avšak v únoru 2025 poklesla důvěra spotřebitelů na nejnižší úroveň za posledních 12 měsíců. Naopak se zvýšila důvěra mezi podnikateli v obchodě (+3,7 bodu). Jejich optimismus může souviset s nárůstem tržeb, který završil rok 2024. **V letošním roce očekáváme růst tržeb o 3,0 % a v roce 2026 o 2,7 %.** Mezi nejprodávanější sortiment patřilo farmaceutické a zdravotnické zboží a maloobchod s kosmetickými a toaletními výrobky. Výrazně se zvýšil prodej prostřednictvím internetu nebo zásilkových služeb a také maloobchod mimo prodejny. Nárůst je zapříčiněn nízkou srovnávací základnou. Nicméně právě zásilkový obchod měl nejvyšší podíl na růstu maloobchodních tržeb. Poklesl maloobchod s počítačovým a komunikačním zařízením a maloobchod s potravinami ve specializovaných prodejnách. Pro další oživení maloobchodu je důležitá ochota domácností utrácet. Čeští spotřebitelé nakupují cenově výhodné produkty privátních značek obchodních řetězců nebo zboží z promoakcí. Mírný pesimismus spotřebitelů pramení z obav ze zvyšujících se cen potravin, politické situace ve světě a možného zvýšení cen energií. Prognózu může negativně ovlivnit opatrnější utrácení nebo zvyšování inflace. Naopak rychlejší růst reálných mezd či zlevnění energií po utišení válečného konfliktu může mít pozitivní vliv na tržby. **Tržby maloobchodních prodejců bez prodeje aut podle nás letos vzrostou o 3,8 %, v roce 2026 očekáváme růst 3,4 %.**

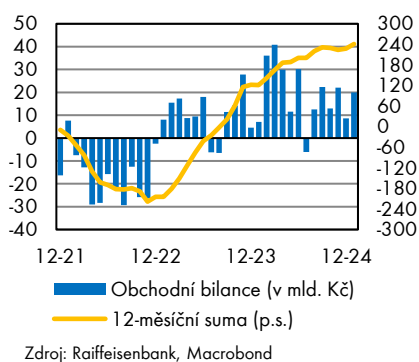
Nové možnosti vývozu a vliv německé rozpočtové politiky

Obchodní bilance Česka za rok 2024 dosáhla kladného salda ve výši 228 mld. Kč a meziročně se zvýšila o zhruba 100 mld. Kč. V porovnání s předchozím rokem se vývoz zvýšil o 4,9 % a dovoz o 2,7 %. Za rok 2024 plynulo téměř 90 % českého exportu do evropských zemí, třetina z tohoto objemu do Německa. Od roku 2018 lze pozorovat slábnutí německého průmyslu, přičemž české firmy pomalu hledají nová odbytiště v jiných státech. V posledním roce se zvýšil objem exportu do Asie (Singapur, Tchaj-wan). Zavedení 25% cla na zboží dovážené z Evropské unie do Spojených států by mělo dopad na naše hlavní evropské obchodní partnery, mezi které patří Německo, Irsko a Itálie. Česká ekonomika pocítí případné zavedení cel ze strany USA převážně nepřímo skrze hlavní obchodní partnery a dopad budou mít především na automobilový průmysl. **Prognóza aktuálně počítá s kladným saldem zahraničního obchodu ve výši 137 mld. Kč a v roce 2026 očekáváme přebytek zahraničního obchodu ve výši 154 mld. Kč.** Geopolitická nestabilita, zhoršení ekonomického výhledu EU a také slábnutí německého průmyslu mohou ovlivnit prognózu směrem dolů. Na druhou stranu rozvolnění rozpočtové politiky Německa,

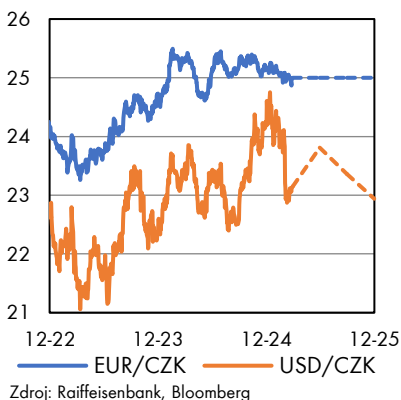
Retail bude těžit z růstu mezd



Exportéry nečeká lehký rok



Koruna bude letos hledat směr



kteří plánuje během následujících dvanácti let investovat půl bilionu eur do rozvoje infrastruktury, může český exportní trh postupně navýšit.

Ještě jedno snížení a dost

„**Stop and go**“, tak by se dala charakterizovat taktika bankovní rady ČNB, která v prosinci minulého roku přerušila cyklus uvolňování měnové politiky. Na letošním prvním zasedání v únoru sazby snížila a následně je v březnu opět ponechala beze změny. Měnová politika vzhledem k vývoji inflace zůstává restriktivní a z komunikace členů bankovní rady je zřejmá ochota držet sazby raději na vyšší úrovni, protože rizika jsou vnímána jako proinflační. Mezi ta se zcela pravidelně řadí ceny potravin, služeb, nemovitostí, zvýšená mzdová dynamika, ale také nadměrný deficit veřejných financí. Právě důležitost posledně zmíněného faktoru může v očích bankovní rady v dalších měsících ještě zesílit. Plánované vyšší výdaje na obranu totiž mohou vytvářet tlak na další růst cen v ekonomice, pokud budou neefektivní a zároveň nebudou provedena úsporná opatření v jiných oblastech veřejné politiky. To společně s velmi nejistým geopolitickým vývojem především v oblasti obchodní války vyústí v maximálně obezřetný přístup ze strany ČNB. Ta podle nás **letos sníží sazby pouze jednou (květen) a následovat bude dlouhá úroková pauza**, kdy budou vyhodnocována příchozí data. Pokud by se tuzemské ekonomice dařilo hůře, než je v současnosti predikováno, a zároveň by byly zřejmé tendence poklesu inflace k nebo dokonce pod 2 %, mohlo by dojít k obnovení uvolňování měnové politiky již ke konci tohoto roku místo námi predikovaného 2. čtvrtletí roku 2026.

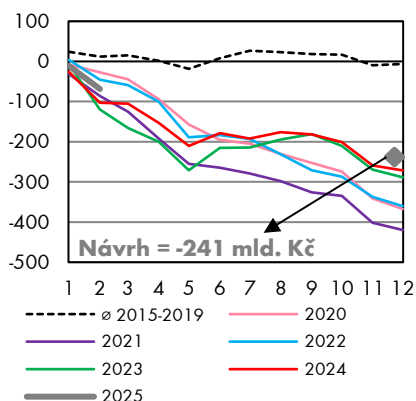
Koruna na křižovatce

Koruna má úspěšně za sebou první fázi stezky odvahy. Tuzemská měna se krátce zatřásla před nástupem Donalda Trumpa do Bílého domu, ale následně se oklepala a ani opakující se výhrůžky nejrůznějšími celními opatřeními ji nedostaly do kolen. Od začátku roku posílila vůči euru o 0,8 % a oproti americkému dolaru dokonce o 5,7 %. Ve zbytku roku ovšem ve vztahu k euru nevidíme výraznější prostor pro její další posílení. Ačkoli mírně se rozšiřující úrokový diferenciel (predikované jedno snížení sazeb v případě ČNB a dvě u ECB) a možné blížící se příměří mezi Ukrajinou a Ruskem by hrálo v její prospěch, podle nás tyto faktory zcela zastíní **hrozba plnohodnotné obchodní války mezi USA, Čínou a Evropskou unií**. Navíc oznámené uvalení cel z konce března na dovoz všech automobilů vyrobených mimo území USA a hrozba cel i na dovoz náhradních dílů je pro korunu velmi citlivou záležitostí. V následujících měsících bude koruna horko těžko hledat směr, kterým se vydat. Očekáváme, že se bude pohybovat v průběhu celého letošního roku **v blízkosti hranice 25 EUR/CZK**. Do defenzivy korunu kromě zmíněné geopolitiky může dostat také případný slabší výkon české ekonomiky doprovázený dřívějším, než námi a trhem aktuálně očekávaným, poklesem úrokových sazeb.

Dlouhý konec výnosové křivky obrátil směr

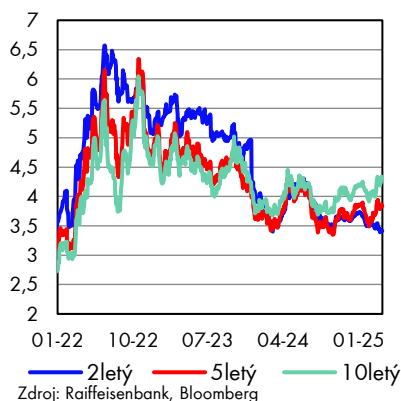
Německá rozpočtová otočka o 180 stupňů zamávala s finančními trhy, když symbol německé šetrivosti, dluhová brzda, padl. Zároveň to znamenalo zelenou pro investice v objemu až 500 mld. eur v následujících letech. Nastal masivní výprodej tamních dluhopisů, protože si finanční trhy uvědomují, že německá vláda si tyto peníze bude muset půjčit. To vyústilo ve výrazný nárůst evropského (německého) desetiletého dluhopisu na nejvyšší úroveň od sjednocení Německa (na 2,9 %). S tímto pohybem se svezl také jeho český protějšek, který

Konsolidace nesmí ustát



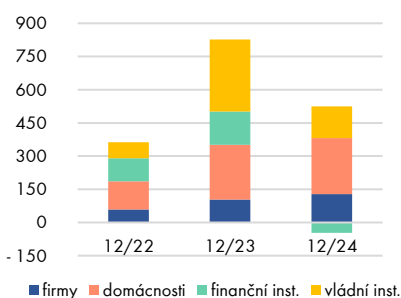
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Vývoj výnosové křivky v ČR



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Struktura meziročního růstu vkladů (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

stoupl během prvního březnového týdne o více než 30bb až k úrovni 4,4 %.

Navíc i Česká republika hodlá vydávat více peněz na obranu (každý rok zvýšení o 0,2p.b. HDP během dalších 5 let až na 3 % HDP) na pozadí změny geopolitického řádu ve světě. Vývoj bude ovšem ovlivňován i situací v USA, kde podle nás z důvodu přetrvávajících inflačních rizik bude Fed držet sazby déle, než aktuálně oceňuje trh. Naplnila by se naše prognóza, výnos desetiletého dluhopisu v USA by povyskočil směrem výše a s ním i ten český. **Očekáváme jeho nárůst z aktuálních 4,33 % až na 4,50 % do poloviny roku a následně jeho pozvolný pokles ke 4,10 % na konci tohoto roku.** Ve druhé půlce roku by se sice spread mezi desetiletým a dvouletým dluhopisem měl zužovat, ale stále zůstane relativně významného rozsahu (90bb na konci roku 2025).

Nová geopolitická situace – nové rozpočtové priority?

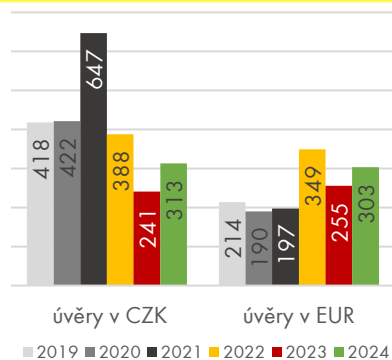
Hospodaření státu v prvních dvou měsících roku skončilo se schodkem ve výši 68,6 mld. Kč, což je o 33,9 miliard lepší výsledek než loni. Zásahu na tom má pozvolný náběh výdajů a velmi příznivý výběr daní (především spotřebních a DPFO). Panující nejistota ohledně cel na dovoz zboží do USA a blížící se podzimní parlamentní volby mohou **slibný vývoj státního rozpočtu** zvrátit. Návrh rozpočtu na rok 2026 navíc ovlivní nový příslib současné vlády navyšovat výdaje na obranu o 0,2 % HDP ročně s cílem dosáhnout 3 % HDP během následujících 5 let. V napjatém rozpočtu, který se musí vypořádat se strukturálním deficitem stále nad 2 % HDP (ale nižším než v roce 2021 na úrovni -3,3 %), nebude snadné najít dodatečné rezervy, aniž by se přistoupilo k úsporám v jiných kapitolách, popřípadě k hledání dodatečných příjmů. Dobrou zprávou ale je, že **už v roce 2024 se podařilo, podle našich odhadů, snížit schodek veřejných rozpočtů pod Maastrichtská 3 % HDP.** Další, i když velmi pozvolné, snižování schodků veřejných rozpočtů by mělo vést k postupné stabilizaci veřejného dluhu mezi 44-45 % HDP. Česko zásluhou fiskálního balíčku hraje ve **středoevropském regionu v tempu konsolidace veřejných financí stále prim.**

Bankovní sektor – domácnosti (zatím) nerozpouštějí své úspory

V meziročním srovnání se celkové vklady v loňském roce zvýšily o 7,8 %, což je podstatně méně než v předchozím roce, kdy vzrostly o 14,4 %. I přesto je **tempo růstu vkladů stále vyšší než v letech 2021-2022.** Z analýzy meziročních změn vkladů vyplývá, že zpomalení celoroční dynamiky růstu vkladů bylo způsobeno především segmenty finančních a vládních institucí. Na jejich účtech v loňském roce přibýlo 97 mld. Kč, což je pouze zlomek hodnoty roku 2023 (+476 mld. Kč). **Firemní sektor v loňském roce ušetřil více než v roce předchozím (+129 mld. Kč r/r), zatímco domácnosti si udržely přibližně stejný přírůstek vkladů (+253 mld. Kč r/r).** Celkové úspory firem a domácností se za poslední tři roky zvýšily o téměř bilion korun, což představuje značný potenciál pro podporu investic a spotřeby.

Meziroční tempo růstu úvěrů zpomalilo ze 7,0 % na 5,3 %. **Pomalejší růst vykázaly úvěry nefinančním podnikům (+5,2 % r/r), zatímco úvěry obyvatelstvu zrychlily na 6,0 % r/r.** Z hlediska nové produkce mají za sebou úspěšný rok firemní i retailové úvěry. **Objem nově poskytnutých hypoték meziročně vzrostl o 90,5 %** na celoroční hodnotu 213 mld. Kč. Nicméně, tento nárůst je ovlivněn nízkou srovnávací základnou z roku 2023, kdy bylo poskytnuto nejméně hypotečních úvěrů za posledních pět let, a stále vysokou

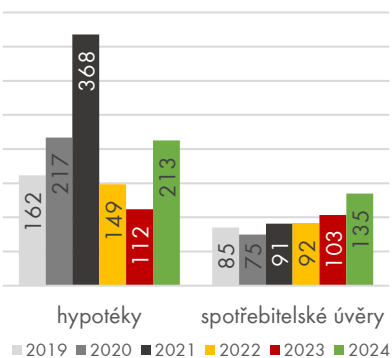
Nové firemní úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

hladinou cen nemovitostí, která zvyšuje částku čerpaných hypoték. Průměrná výše hypotéky se v průběhu loňského roku zvýšila z 3,35 milionu Kč na 3,85 milionu Kč. Celoroční **produkce spotřebitelských úvěrů opět překonala předloňský rekord**. V loňském roce spotřebitelé čerpali úvěry v objemu 135 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 30 %. U firemních úvěrů jsme sledovali nejen úvěrovou aktivitu, ale také jejich rozložení mezi úvěry v české měně a eurech. **Celkový objem nových firemních úvěrů se zvýšil o 24,1 % r/r** a dosáhl hodnoty 616 mld. Kč, přičemž v CZK bylo čerpáno 313 mld. Kč (+29,8 % r/r) a v EUR 303 mld. Kč (+18,8 % r/r). V průběhu posledních dvou let se postupně uzavíral úrokový diferenciál, což nahrávalo korunovým úvěrům, přesto poměr nových korunových a eurových úvěrů zůstává vyrovnaný. **Euroizace firemních úvěrů tak pokračuje**, přičemž podíl celkových úvěrů v bankovním sektoru denominovaných v EUR vzrostl za poslední rok o 2 procentní body na 52 %, zatímco před pěti lety činil pouze 32 %.

Nové retailové úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Helena Horská, Martin Kron, Tereza Krček, Lenka Kalivodová

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

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

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

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>

Ekonomický výzkum

Helena Horská

23 44 01 413

Martin Kron

23 44 01 070

Tereza Krček

23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 31. březen 2025, 11:00

Publikace byla vydána 31. březen 2025

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 osobami bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o 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 prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti 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 činnosti 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-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 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/>.