

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Praviděpodobná cla z USA na zboží z EU zbrzdí už tak pomalé oživení eurozóny v čele s Německem
- V ECB začíná převládat holubičí hlas na podporu ekonomiky
- Scénář „no landing“ v USA nabývá reálných kontur
- Co bude pro Fed důležitější – inflace, trh práce, nebo Trump?
- Tuzemskou ekonomiku podrží opět domácnosti
- Průmysl i zahraniční obchod čeká nelehký rok
- Maloobchodní sektor těží z rostoucí spotřeby domácností
- Nad inflací není vyhráno, rizika se množí
- Letos ČNB už sazby nesníží, v příštím roce pak zastaví už v 1H'25 na 3,50 %
- Silný dolar sváže ruce koruně, aby rychleji posilovala
- Spread mezi kratšími a delšími dluhopisy by se měl postupně zmenšovat
- Konsolidace brzdí růst dluhu, ale zastavit ho bez růstu ekonomiky nedokáže
- Bankovní sektor – dynamika nových úvěrů nabírá na obrátkách

Makroekonomická predikce	2020	2021	2022	2023	2024e	2025f	2026f	2027f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 828	6 308	7 050	7 619	7 987	8 376	8 742	9 103
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-5,3	4,0	2,9	0,0	0,9	2,1	2,4	2,4
HDP na hlavu (EUR)	20 160	22 653	25 521	28 071	28 145	29 670	31 447	33 290
Průmyslová výroba, r/r %	-7,0	6,5	2,1	-0,8	-1,2	2,1	2,7	2,6
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	3,9	3,8	3,7
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	4,6	5,8	4,3	8,0	6,9	5,6	5,0	4,8
PPI, r/r %, průměr	0,1	7,2	24,3	5,3	0,7	1,2	2,3	2,4
CPI, r/r % průměr	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,2	2,2
CPI, r/r %, konec období	2,3	6,6	15,8	6,9	3,1	2,3	2,6	2,3
Saldo vládních financí, % HDP	-5,6	-5,0	-3,2	-3,7	-3,0	-2,5	-2,2	-1,9
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	36,9	40,7	42,5	42,4	44,1	45,0	45,5	45,8
Obchodní bilance, mld. Kč	179,6	-10,0	-204,8	122,5	216,0	138,0	128,0	121,0
Běžný účet, % HDP	1,8	-2,1	-4,7	0,3	1,2	1,0	0,8	0,6
EUR/CZK, konec období	26,2	24,9	24,1	24,7	25,1	24,8	24,4	24,0
USD/CZK, konec období	21,4	22,0	22,6	22,4	23,7	24,1	23,2	22,6
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	3,90	3,45	3,25	3,25
2letý výnos, konec období	0,19	3,54	5,44	4,26	3,40	3,20	3,00	3,00
5letý výnos, konec období	0,80	3,16	5,21	3,72	3,65	3,35	3,15	3,10
10letý výnos, konec období	1,27	2,83	5,01	3,74	3,90	3,60	3,35	3,30

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2023	2024e	2025f	2026f
Polsko	4,54	4,31	4,33	4,28
Maďarsko	382	405	410	425
ČR	24,0	25,1	25,0	24,6
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	100,9	100,3	100,1
Rusko	91,9	100,7	102,5	102,7
Ukrajina	39,6	43,1	47,8	53,1
Bělorusko	3,25	3,49	3,94	4,42
USA	1,08	1,09	1,03	1,04
Švýcarsko	0,97	0,95	0,93	0,96

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	Q4-24	Q1-25	Q2-25
Polsko	5,75	5,75	5,50	5,25
Maďarsko	6,50	6,50	6,50	6,25
ČR	4,00	4,00	3,75	3,50
Rumunsko	6,50	6,50	6,50	6,50
Rusko	21,00	23,00	23,00	21,00
Eurozóna	3,40	3,15	2,90	2,65
USA	4,75	4,50	4,00	3,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

země	aktuální	Q4-24	Q1-25	Q2-25
Polsko	5,75	5,80	5,40	5,40
Maďarsko	6,50	6,25	6,25	6,00
ČR	3,90	3,90	3,70	3,45
Rumunsko	5,76	5,58	5,65	5,65
Rusko	21,30	23,75	23,22	20,75
Eurozóna	2,87	2,90	2,75	2,50
USA	4,39	4,20	3,85	3,65

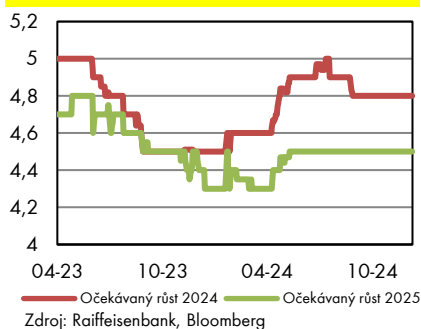
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

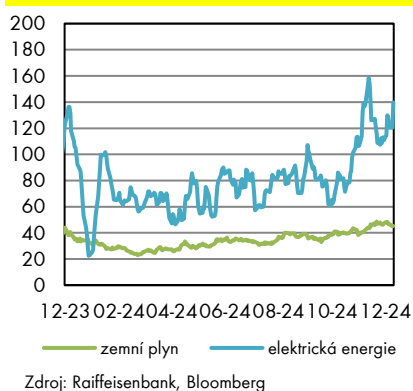
země	aktuální	Q4-24	Q1-25	Q2-25
Polsko	5,65	5,65	5,40	5,30
Maďarsko	6,39	6,55	6,60	6,45
ČR	4,05	3,90	3,70	3,60
Rumunsko	6,99	7,15	7,20	7,20
Rusko	15,14	17,80	17,52	16,00
Eurozóna	2,12	2,25	2,20	2,15
USA	4,23	4,20	4,30	4,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

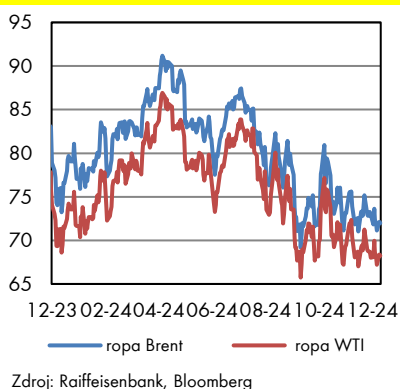
Čínská ekonomika opět zpomalí



Cena elektřiny jde opět vzhůru



Ceny ropy trendově klesají



Vnější prostředí

Křehký růst eurozóny

Ekonomika eurozóny vzrostla v minulém roce o 0,5 % a **malátný výkon evropského hospodářství pokračuje i v letošním roce. Náš odhad zůstává beze změny a nadále předpokládáme růst pouze o 0,8 %**. Nedaří se zejména státům, které jsou ve vyšší míře orientovány na průmysl, což je případ i **Německa**. Největší evropská ekonomika **balancuje na hraně recese**, když ve druhém kvartále mezičtvrtletně poklesla o 0,3 % a ve třetím čtvrtletí dosáhla nejmenšího možného růstu (+0,1 %). Německé hospodářství nejspíše druhý rok v řadě propadne a ani predikce pro příští rok příliš optimismu nenabízejí, když je aktuálně předpokládán růst o necelé procento. Německo čelí strukturálním (nedostatečné investice, vysoká míra byrokracie, zanedbaná digitalizace, stárnutí populace či negativní důsledky energetické politiky, které se znásobily se ztrátou levných energií z Ruska) i cyklickým problémům (nízká zahraniční poptávka – především z Číny, utlumená spotřeba domácností), které stahují výkon ekonomiky dolů. Německu by navíc uškodilo zavedení nových cel nebo zvýšení již existujících na dovážené zboží i z Evropské unie, čímž hrozí staronový prezident USA Donald Trump. Spojené státy přitom patří mezi nejdůležitější trhy pro německé firmy. Další bariéry v mezinárodním obchodě (zavedení 10% cel na dovoz zboží z EU) ale budou mít negativní dopad na celou eurozónu, proto **jsme snížili její očekávaný růst v letech 2025 i 2026 z 1,5 % na 1,2 %**.

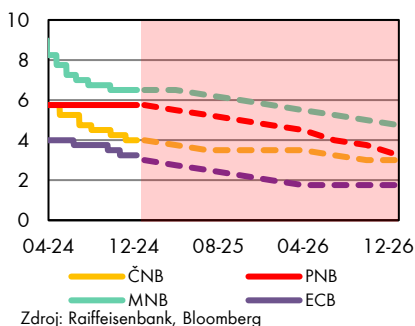
Definitivní zkrocení inflace v eurozóně na obzoru

V celém letošním roce se **inflace v eurozóně pohybuje v rámci tolerančního pásma ECB**, když v září zamířila dokonce pod 2% cíl a zastavila na úrovni 1,7 %. V říjnu pak došlo k mírnému nárůstu a bylo dosaženo inflačního cíle. Svou roli ovšem hrají i statistické efekty, proto očekáváme mírný nárůst inflace v první polovině příštího roku. Dezinflační proces v eurozóně je celkově ale relativně úspěšný, když inflaci tlačí dolů zejména **ceny energií**. V letošním roce očekáváme jejich pokles o 2,1 % a v příštím roce pak o dalších 1,4 %. Po letech 2022 a 2023, kdy **ceny potravin** rostly přibližně o 10 %, tempo zdražování výrazně zpomalilo. Pro tento rok odhadujeme růst ve výši 2,8 % a pro příští rok pak ve výši 2,3 %. Velmi příznivě se vyvíjejí **ceny zboží** a podle naší prognózy tomu tak bude i v příštím roce, kdy růst cen i vzhledem k utlumené poptávce zejména z průmyslu zůstane pod 2% hranicí. Na druhé straně **inflace ve službách** zatím nepolevuje a drží se okolo 4 %. Růst v terciální sféře není navíc tažen jen jednou specifickou skupinou, ale prochází napříč službami. **Jádrová inflace** tak zůstane zvýšená, když pro tento rok ji prognózuje na úrovni 3 % a pro příští rok na 2,4 %. **Celková inflace podle nás v průměru dosáhne letos výše 2,5 % a v roce 2025 přesně 2 %**.

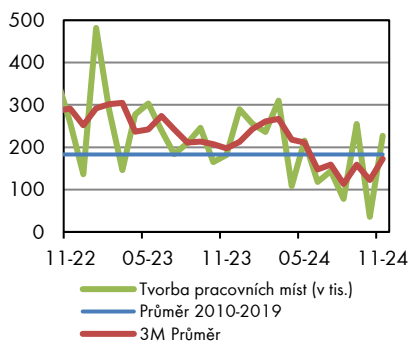
ECB šlápne na plynový pedál

Inflační vývoj v eurozóně umožnil Evropské centrální bance v červnu zahájit postupný proces snižování úrokových sazeb. V červenci následovala pauza, v září bankovní rada rozhodla o obnově cyklu uvolňování měnové politiky, který pokračoval i v říjnu. Původně přitom finanční trhy a analytici (včetně nás) očekávali opětovnou stabilitu sazeb na říjnovém zasedání, ale lepší se výhled inflace společně se slabou ekonomickou aktivitou v eurozóně přiměl členy bankovní rady k dalšímu snížení sazeb. Navíc předstihové ukazatele sentimentu týkající se zejména průmyslu zakládají na obavách ohledně dalšího posunutí oživení ekonomiky eurozóny, což více vnímají i někteří členové bankovní rady ECB. Zdá se tak, že se **v bankovní radě více začínají prosazovat holubice, které budou nejspíše přikládat vyšší důležitost ekonomickému růstu před inflací**, která se posune do pozadí. Tento narativ navíc může zesílit s nástupem

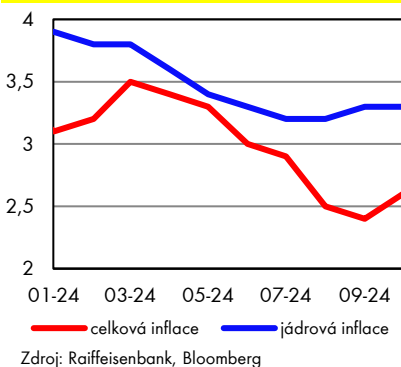
Snižování sazeb v Evropě



Mírné ochlazování trhu práce v USA



Inflační cíl v USA stále daleko



staronového prezidenta Spojených států amerických Donalda Trumpa, který se netají záměrem uvalit dovozní cla na evropské zboží. To může mít zásadní negativní dopad na evropské podniky koncentrující se na vývoz svých výrobků, a tím pádem i na výkon celé eurozóny. I proto se očekává významné uvolňování měnové politiky na horizontu jednoho roku, kdy investoři sází na snížení sazeb až o 160 bb. **My předpokládáme snížení sazeb o 125 bb do konce příštího roku, depozitní sazba by tak na konci letoška měla činit 3 % a na konci příštího roku pak 2 %. Dosažení neutrální úrovně 1,75 % pak očekáváme v prvním čtvrtletí roku 2026.**

Americká ekonomika nepřestává udivovat

Na finančních trzích se opakovaně zjevoval strach z potenciální recese největší světové ekonomiky, který zesílil se zveřejněním dat ze začátku srpna z amerického trhu práce, kdy počet nově vytvořených pracovních míst mimo zemědělský sektor výrazně zaostal za predikcemi a míra nezaměstnanosti se neočekávaně zvýšila. **Nicméně tento negativní výsledek se ukázal jako jednorázový a další data signalizují pokračující robustnost amerického trhu práce i celého hospodářství.** Aualizovaný růst ve druhém kvartálu dosáhl rovných 3 % a podle druhého odhadu statistiků růst ve třetím čtvrtletí jen nepatrně zpomalil na 2,8 %. **Ekonomiku podporuje zejména domácí poptávka,** když útraty domácností stouply o 3,5 % a oproti první polovině roku tak jejich tempo ještě zrychlilo. Předpokládaný negativní efekt restriktivní měnové politiky na spotřebu domácností se tak zatím nedostavil. Pozitivně se na HDP podílely také vládní výdaje, jejichž tempo bylo rovněž vyšší než v prvních dvou kvartálech tohoto roku. **Za celý letošní rok analytici v rámci průzkumu agentury Bloomberg odhadují růst ve výši 2,7 %. Výhled je příznivý i pro další dva roky, kdy je predikován růst okolo 2 %.** K tomu by měly pomoci i kroky staronového prezidenta USA Donalda Trumpa, který slibuje snižování daní, čímž by se fiskální politika stala ještě expanzivnější, než je nyní. **Z dlouhodobého hlediska ovšem mohou Spojené státy růst pomaleji,** pokud vejdou v platnost další cla či budou zvýšena již ta stávající, která zkomplikují mezinárodní obchod, na čemž v konečném důsledku budou trpět všichni.

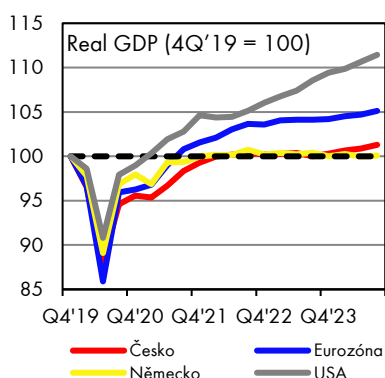
2% cíl se díky Trumpovi nejspíše vzdálí

Dezinflace ve Spojených státech amerických sice v průběhu letošního roku pokročila, ale relativně pomalým tempem. Inflace v listopadu činila 2,7 % a její **jádrová část pak zůstává stále zvýšená nad 3 %, když rostou zejména ceny v oblasti bydlení a také služeb.** Navíc ani z meziměsíčních statistik není vidět klesající trend, což ukazuje na pokračující inflační tlaky v těchto oblastech. Za celý letošní rok se inflace pravděpodobně dostane jen těsně pod 3 %. V příštím roce se sice očekává další pokles na průměrných 2,4 %, ale vzhledem k **plánovaným krokům Donalda Trumpa v prezidentském úřadě se vznášejí ve vzduchu proinflační rizika.** Toto vnímají i finanční trhy, když pro rok 2026 aktuální odhad průměrné inflace činí 2,5 %. **Dosažení 2% cíle tak může být ještě složitější, než se původně zdálo,** přičemž samotný Fed odhadoval ve své poslední prognóze ze září, že inflační cíl bude v dlouhodobém horizontu naplněn až v roce 2026. Příznivější výhled sice nabízí Fedem preferovanější cenový index PCE, ale na inflačním příběhu to nic nemění. V případě celkové i jádrové PCE inflace se v dalších dvou letech očekávají hodnoty nad 2 %.

Fed čelí novým výzvám

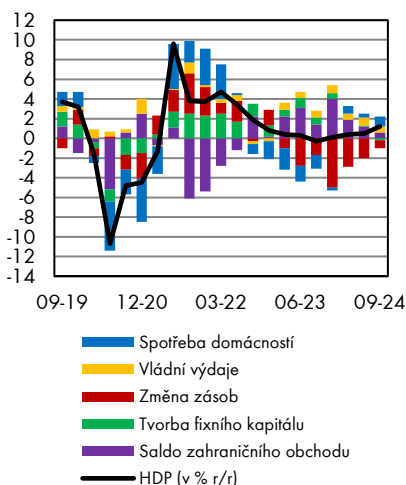
Finanční trhy letos stály před otázkou – jakým způsobem se bude měnit měnová politika za Atlantikem? A jejich očekávání se měnila více než aprílové počasí. Nejprve bylo predikováno velmi agresivní snižování sazeb, které bylo vystřídáno velkou ostražitostí už

Evropa za USA zaostává



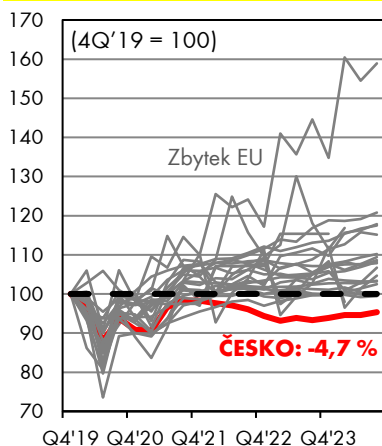
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nadále obezřetné domácnosti



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

jen se zahájením cyklu uvolňování měnové politiky. Následoval ale **velmi slabý výsledek z amerického trhu práce na začátku srpna**, který způsobil paniku na akciových trzích a strach investorů, že Fed je tzv. za křivkou. Proto se opětovně předpokládalo rychlé snižování sazeb, aby Fed naplnil svůj duální mandát a zabránil nepřiměřenému ochlazení trhu práce. **Měnový výbor přistoupil k výraznějšímu vykopnutí procesu uvolňování měnové politiky, když snížil pro analytiky nečekaně rovnou o 50bb.** Další data z americké ekonomiky ovšem ukazovala na stále robustní výkon tamního hospodářství, solidní trh práce a mírně zvýšenou inflaci, a tak finanční trhy hodily zpátečku. Do už tak složitého prostředí se přidal ještě **politický faktor**, když volby do prezidentského úřadu i do obou komor Kongresu na plné čáře vyhráli republikáni **v čele s Donaldem Trumpem, jehož deklarovaná hospodářská politika skýtá mnohá proinflační rizika.** Na tuto variantu by Fed musel zareagovat přísnější měnovou politikou. To reflektuje i naše prognóza, kdy očekáváme na prosincovém zasedání snížení o 25bb, čímž by se **sazby posunuly do pásma 4,25 - 4,50 % ke konci letošního roku. V příštím roce se pak podle nás sazby zastaví již ve druhém čtvrtletí na úrovni 3,50 - 3,75 %.** **Obnovení cyklu uvolňování měnové politiky pak čekáme až v polovině roku 2026 s nástupem nového předsedy Fedu,** který může být více nakloněn staronovému prezidentu a jeho holubičím postojům.

Vnitřní prostředí

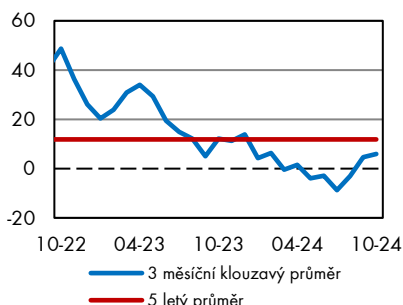
Domácí poptávka pilířem české ekonomiky

Česká ekonomika se v letošním roce pouze nesměle odráží ode dna. Mezičtvrtletní růst se v průběhu dosavadního roku pohyboval mezi 0,2-0,4 % a zaostal tak za původními odhady. Pomalejší oživení je dáno více faktory, kdy na prvním místě je třeba zmínit **nízkou zahraniční poptávku**, především z hlavních proexportních trhů, což se nutně muselo projevit na výkonnosti otevřené ekonomiky, jakou je ta naše. Ekonomika eurozóny letos sice vzroste o takřka 1 %, ale růst je tažen ekonomikami, které jsou primárně orientovány na služby, například Španělsko či Chorvatsko. Tzv. efektivní eurozóna, se kterou má Česká republika těsnější obchodní vazby, si ale tak dobře nevede. V tomto ohledu nelze nezmínit německou ekonomiku, na kterou je české hospodářství silně navázáno. Jednoduše řečeno, **nemají-li zakázky německé firmy, nemají zakázky ani české firmy**, což je případ zejména průmyslu či ještě konkrétněji automobilového průmyslu a odvětví na něj odkázaných. Predikce oživení největší evropské ekonomiky se ale neustále posouvají dále v čase. Druhým faktorem je pak **domácí poptávka, která se postupně zvyšuje, ale pomalejším tempem, než jsme předpokládali.** Domácnosti sice ve větším utrácejí, zároveň si ale ponechávají bezpečnostní polštář pro případ horších časů, když míra úspor dosahuje stále nadprůměrné hodnoty ve srovnání s předcovidovým obdobím. V příštím roce ovšem očekáváme, že s pokračujícím růstem reálných mezd budou domácnosti odvažnější včetně nákupů dlouhodobější povahy značící vyšší míru důvěry ve svou finanční situaci. Domácí poptávce pomáhají a budou také pomáhat v příštím roce vládní výdaje i přes dozvuky konsolidačního balíčku. **Revidujeme náš odhad růstu české ekonomiky pro tento rok z 1,1 % na 0,9 % vzhledem k dosavadnímu vývoji a pro příští rok snižujeme náš odhad z 2,7 % na 2,1 %** zejména kvůli předpokládanému zavedení 10% cla na evropské zboží ze strany nové americké administrativy. Na druhé straně toto opatření může vést k posílení amerického dolaru a naopak oslabení koruny, která by tak část cenového šoku vyšších cel absorbovala.

Složky HDP: Na zahraniční poptávku nelze příliš spoléhat

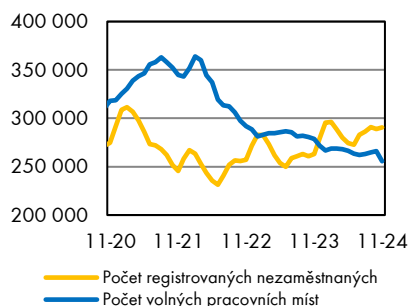
Spořeba domácností, která táhla celé tuzemské hospodářství do propasti v předchozích dvou letech, je hlavním důvodem oživení v letošním roce a mělo by tomu

Jen automotive nás nezachrání



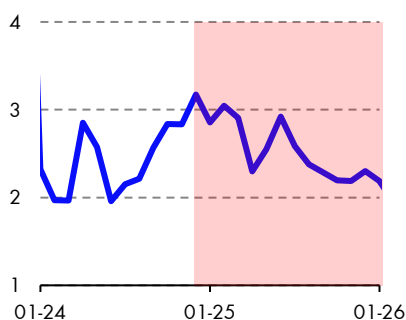
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Mírné ochlazování trhu práce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Rozkolísaná inflace v roce 2025



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

tak být i v příštím roce. Výdaje na konečnou spotřebu domácností podle naší prognózy vzrostou o 1,8 % a v příštím roce o více než 3 %. Domácnosti jsou povzbuzeny poklesem inflace, díky čemuž se v celém letošním roce obnovuje jejich kupní síla. Na druhé straně reálná mzda se nyní pohybuje zhruba na úrovni roku 2018, a proto mezi lidmi ještě zcela nepominuly obavy z případného návratu skokového zdražování. **Spotřebitelé tak sice více utrácejí, ale pomaleji než jsme původně předpokládali, když ve srovnání s předcovidovou úrovní je spotřeba nižší o téměř 5 %.** V případě svižnějšího růstu české ekonomiky a tím pádem i finanční situace jednotlivců existuje prostor pro rychlejší útraty. Domácí poptávka bude podporována také **vládními výdaji**, jejichž příspěvek k růstu HDP bude podle nás v podobných intencích jako v předchozích dvou letech. **Navzdory konsolidaci veřejných financí bude fiskální politika působit mírně prorůstově.** Vysoké úrokové sazby ČNB i nadále potlačují investiční aktivitu firem, a proto **tvorba fixních investic** nijak výrazně nepřispívá k růstu české ekonomiky. Vzhledem k předpokládané opatrnosti ze strany ČNB s dalším uvolňováním měnové politiky nelze očekávat výraznější změnu trendu. Na druhé straně potřeba nezbytných investic k zachování konkurenceschopnosti povede k mírnému oživení investiční aktivity. Od **zahraniční poptávky**, která bývala pro českou ekonomiku klíčová, si nemůžeme příliš slibovat vzhledem k malátnému výkonu Německa, potažmo celé eurozóny. Globální mezinárodní obchod navíc může utrpět, pokud Donald Trump naplní své předvolební sliby o zavedení cel na čínské, ale i evropské zboží. To by mělo pochopitelně negativní dopad i na nás, ať už přímo nebo nepřímo skrze Německo. Negativní vliv **změny stavu zásob** se dál snižuje, ale další vývoj bude závislý zejména na stavu zahraniční poptávky. Pokud by se ta začala zvyšovat nebo by bezprostředně hrozilo uvalení cel na dovoz klíčových komponent, firmy by více dovážely potřebné materiály a součástky, čímž by vytvářely nové zásoby a přechodně podpořily tvorbu HDP.

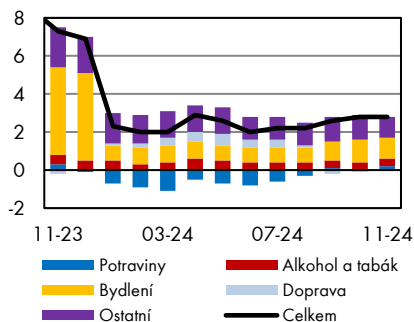
Opatrné oživení průmyslu po dalším roce ztrát

Nyní je již jisté, že rok 2024 bude pro český průmysl dalším ztrátovým obdobím, kdy **celková průmyslová produkce v meziročním srovnání pravděpodobně poklesne o více než 1 %** (odhadujeme -1,2 %). Tuzemští výrobci stále čelí dozvukům energetických šoků z předchozích let, které snížily jejich konkurenceschopnost, a to navzdory letošnímu poklesu cen energií. **Klíčovým problémem však zůstává utlumená zahraniční poptávka**, především z Německa, které je naším hlavním obchodním partnerem. Situaci dále komplikuje riziko možného uvalení cel na dovoz evropského zboží do USA a příliv čínského zboží na trh EU, což by negativně zasáhlo český průmysl, a to i nepřímo skrz expozici na německém trhu. **Výhled na rok 2025** je o něco optimističtější, i když ne bez rizik. Očekáváme meziroční **růst průmyslové produkce o 2,1 %**, podpořený mírným oživením zahraniční poptávky a pokračující stabilizací cen energií. Zejména automobilový sektor, který je tradičním tahounem českého průmyslu, by měl těžit z postupného zlepšení německé ekonomiky. Rizikem však zůstává slabší dynamika růstu v eurozóně a nejistota kolem budoucích obchodních vztahů mezi EU, USA a Čínou. **Naše prognóza počítá s pokračujícím růstem průmyslu i v letech 2026 a 2027, kdy očekáváme tempo 2,7 % a 2,6 % r/r**, kdy však bude výkon českého průmyslu také silně záviset na zatím nejistých externích faktorech.

K mírnému nárůstu nezaměstnanosti dojde, ale trh práce zůstane odolný

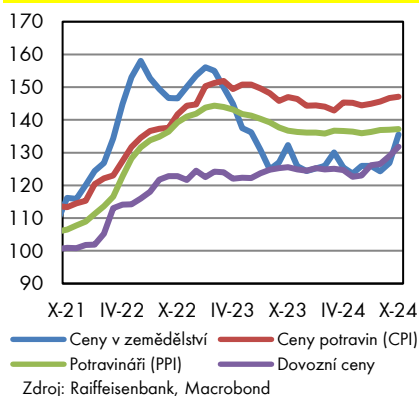
Český trh práce si i nadále udržuje svou relativní odolnost, přestože pomalý ekonomický růst a pokračující strukturální výzvy přináší mírné zvýšení míry nezaměstnanosti. Pro rok 2024 očekáváme podíl nezaměstnaných na úrovni 3,8 %, stejně jako v předchozí prognóze, ke změnám pak dochází v očekávání na další roky, kdy došlo k mírné revizi směrem nahoru. **Výhled na rok 2025 počítá s nepatrným nárůstem na 3,9 %**,

Ceny potravin dál klesat nebudou



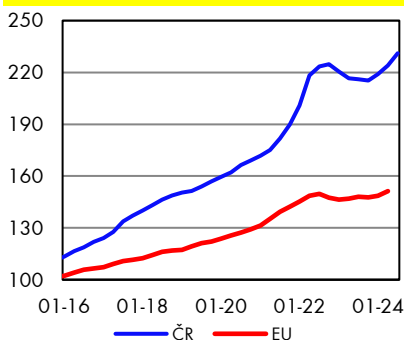
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Růst zemědělských cen i dovozu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

V ČR si za nemovitosti připlatíme



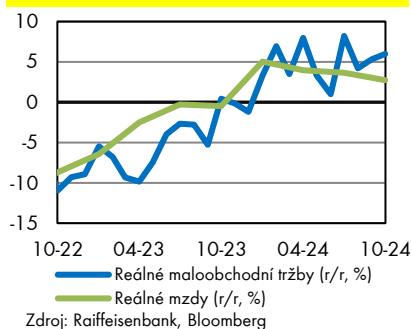
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

zatímco v následujících letech by měla nezaměstnanost opět mírně klesat, ale pouze na 3,8 % v roce 2026 a 3,7 % v roce 2027. Nedostatek pracovních sil zůstává významnou brzdou podnikatelských aktivit, přičemž situace se mění jen velmi pozvolna. Zpomalení poptávky v průmyslu i ve službách přináší jen mírnou redukci napětí na trhu práce, když v klíčových odvětvích českého průmyslu, jako je automotive, nedochází k výraznému propouštění, ačkoli v reakci na nízký objem zakázek není potřeba v takové míře přistupovat např. k zaměstnávání agenturních pracovníků. **Pracovní trh tak zůstává stále zamrzlý.** Tím hlavním, zásadním rizikem však jsou demografické faktory, kdy **stárnoucí populace a klesající počet ekonomicky aktivních obyvatel budou v příštích letech stále více ovlivňovat dynamiku trhu práce.** Klíčem k dlouhodobému řešení zůstává nejen rozšíření programů na přilákání odpovídajících pracovníků ze zahraničí, ale také investice do vzdělávání či opatření podporující mobilitu pracovní síly a aktivaci vnitřní pracovní rezervy skrze částečné úvazky či zapojení mladých rodičů do pracovního režimu dle jejich možnosti a preferencí. Ty by mohly pomoci zmírnit riziko případných nadměrných tlaků na růst mzdových nákladů, které zůstávají významným faktorem pro firmy i v období slabšího ekonomického růstu. V letošním roce odhadujeme růst mezd v průměru o 6,9 %, což v reálném vyjádření po úpravě o inflaci znamená, že **kupní síla průměrné mzdy letos vzroste o 4,4 %.** Postupně bude docházet k oslabování tlaků na další růst mezd, který však zůstane vysoký i **v roce 2025, kdy odhadujeme růst průměrné mzdy o 5,6 %** (3 % v reálném vyjádření). Ani to však zatím nebude stačit k navrácení kupní síly domácností na srovnatelnou úroveň z roku 2019, kterou překonáme až v roce 2026.

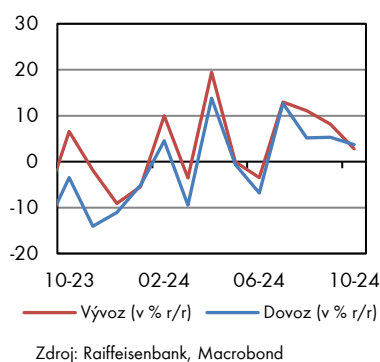
Cílová rovinka inflace s mnoha zákrutami

Dvouciferná inflace je minulostí, meziroční cenový nárůst se v celém letošním roce pohybuje v rámci tolerančního pásma ČNB, přesto **nelze vyhlásit definitivní vítězství nad inflací.** 2% cíli jsme se začali postupně vzdalovat a pomyslně se dotýkáme horní hranice tolerančního pásma ČNB. Rostoucí trend inflace v posledním čtvrtletí letošního roku je sice do jisté míry způsoben statistickými efekty, nicméně nelze nezmínit, že v ekonomice jsou **stále patrná proinflační rizika,** která nezmizí s příchodem nového roku. Růst **cen služeb** zůstává stále zvýšený, okolo 5 %, a signály výraznějšího zpomalování jsou v nedohlednu. Navíc v terciální sféře mohou tlačit ceny vzhůru vyšší mzdové nároky, které tvoří významnou část firemních nákladů. **Ceny potravin,** které po většinu letošního roku působily protiinflačně, budou mít v příštím roce opačný efekt mimo jiné kvůli obnovenému růstu cen v zemědělství. Po letošní stagnaci očekáváme nárůst cen potravin o zhruba 3 %. Dále je zřejmý rostoucí trend **imputovaného nájemného** (skrze rostoucí ceny nemovitostí), které tvoří přibližně desetinu váhy průměrného spotřebitelského koše. V důsledku geopolitického vývoje ve světě včetně vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách v USA se navíc stala i **koruna proinflačním rizikem** prostřednictvím vyšších dovozních cen. Na druhé straně nová americká administrativa bude mít pravděpodobně vřelejší vztah k těžbě nerostných surovin včetně **ropy,** proto jsme snížili náš odhad její ceny. V případě **regulovaných položek** očekáváme pouze jejich mírný nárůst, jelikož dodavatelé dále snižují ceny neregulované části (té dané komodity) a ERÚ ohlásil ve srovnání s předchozím rokem výrazně menší navýšení cen regulovaných položek. Utlučená poptávka v průmyslu bude důvodem pokračujícího velmi nízkého růstu **cen zboží,** ale vzhledem ke stále zvýšené inflaci ve službách předpokládáme mírný nárůst jádrové inflace. **Naši prognózu neměníme, když nadále predikujeme průměrnou inflaci pro tento rok ve výši 2,4 % a pro příští rok 2,5 %.**

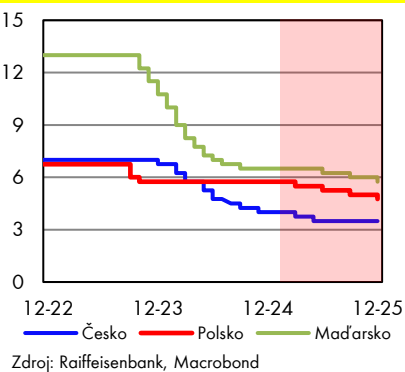
Vyšší reálné mzdy = vyšší tržby



Výkonnost vývozu a dovozu



Opatrná ČNB v příštím roce



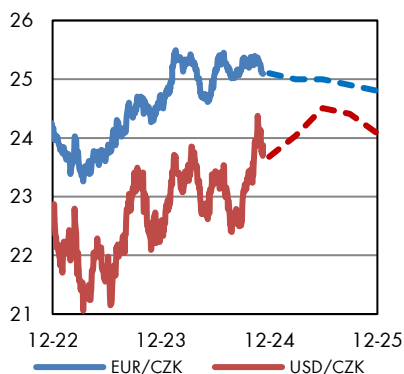
Domácnosti podávají pomocnou ruku maloobchodu

Maloobchodní prodejci si po dvou letech půstu užívají v tomto roce nárůst svých tržeb. Za prvních deset měsíců byly tržby v tomto sektoru meziročně vyšší o 4,4 %. Na první pohled se zdá, že se jedná o impozantní číslo, ale zdání klame. Porovnáme totiž letošní rok s rokem 2023, kdy dosáhla spotřeba domácností svého dna. **Reálné maloobchodní tržby ale zůstávají mírně pod úrovní ze začátku roku 2020 (před vypuknutím pandemie covid-19).** Spotřebitelská důvěra se sice zvyšuje, opatrnostní motiv mezi domácnostmi je ale stále cítit, když se míra úspor pohybuje okolo 18 %, přičemž dlouhodobý průměr před covidem byl o šest procentních bodů nižší. Pozitivními faktory jsou výrazně nižší inflace než v předchozích dvou letech a při historicky nadprůměrném růstu nominálních mezd velmi solidní růst reálných mezd. Jejich úroveň je ale aktuálně na té z roku 2018, a tak není překvapivé, že spotřebitelé nevzali obchody útokem. Mírně rostoucí trend útrat je ovšem zřejmý, a jsou to právě **výdaje domácností, které drží českou ekonomiku nad vodou. Z toho těží i maloobchodní sektor jako celek, kdy očekáváme celoroční růst tržeb o 4,3 %.** Z pohledu prodejen dle prodávaného sortimentu se mezi vítěze řadí prodejci na internetu, farmaceutického a zdravotnického zboží a s kosmetickými a toaletními výrobky, kde pravděpodobně hraje roli odložená poptávka. Poraženými jsou obchodníci s výrobky pro domácnost, jimž klesaly tržby v průběhu téměř celého roku, a to navzdory známkám ožívování hypotečního trhu. **Pro příští rok předpokládáme, že tržby maloobchodních prodejců nespécializujících se na prodej či opravy aut dosáhnou podobné výše jako letos, konkrétně 4,5 %.**

Rok plný výzev před exportéry

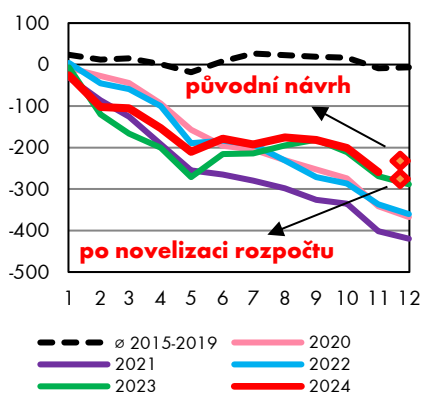
Za deset měsíců letošního roku byla obchodní bilance v přebytku čítající 195 mld. Kč, ale naneštěstí pro českou ekonomiku není hlavním důvodem tohoto jinak velmi dobrého výsledku silná zahraniční poptávka. Exportéři a celá česká ekonomika věřila, že již brzy nastane obrat u našich hlavních obchodních partnerů, místo toho ale přicházelo jedno zklamání za druhým a nad příštím rokem visí mnoho otazníků. Růst ekonomiky eurozóny by mohl sice v příštím roce mírně zrychlit a přehoupnout se přes 1 %, ale rizika jsou vychýlena směrem níže, a to zvláště kvůli **předpokládanému zavedení cel na evropské zboží** staronovým prezidentem USA Donaldem Trumpem. V našem základním scénáři počítáme s 10% clem na dovoz zboží z Evropské unie do Spojených států, což by opět zhoršilo konkurenceschopnost evropských exportérů. Samostatnou kapitolou je pak vývoj **Německa**, které pravděpodobně hospodářsky propadne druhý rok v řadě. Největší evropskou ekonomiku trápí slabá zahraniční poptávka, což se následně odráží i na utlumené poptávce po našich výrobcích jakožto významného subdodavatele zvláště německého průmyslu. Případné zavedení cla z USA by mohlo být pro Německo ještě bolestivější než pro jiné státy eurozóny, protože americký trh je pro naše západní sousedy druhý nejdůležitější. Aktuální predikce na příští rok předpovídají růst největší evropské ekonomiky o necelé procento, ale rizika ještě nižšího růstu jsou zřejmá. Na špatné kondici německého hospodářství by trafil také čeští exportéři. **Pro tento rok predikujeme, že bilance zahraničního obchodu skončí v plusu ve výši 216 mld. Kč** zejména díky nižšímu objemu dovozů za nižší ceny, a to navzdory probíhajícímu konfliktu na Blízkém východě, který ale výrazněji neovlivnil například ceny ropy. **V příštím roce předpokládáme snížení kladného salda na 138 mld. Kč,** ale vzhledem ke stále napjaté geopolitické situaci ve světě je prognóza zatížena značným stupněm nejistoty.

Očekávaný vývoj CZK v r. 2025



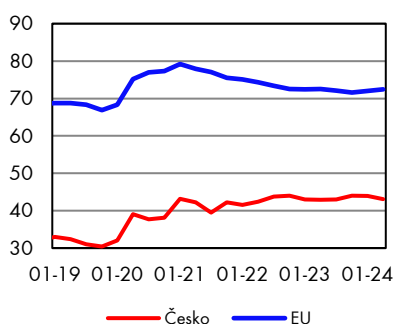
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Negativní dopad povodní



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Náš veřejný dluh k HDP neroste



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

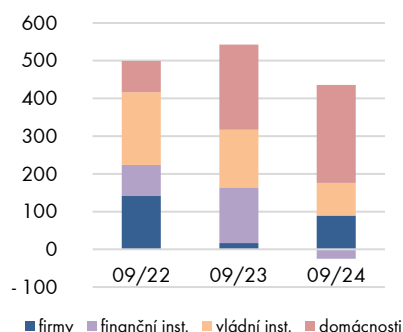
Pokles sazeb se v příštím roce zastaví

Cyklus uvolňování měnové politiky, který probíhal po celý letošní rok, se blíží velmi pravděpodobně k dočasné pauze, téměř jistě následované zpomalením svého tempa. První, o něco méně významná **pauza, by měla podle našeho aktuálního očekávání nastat již nyní v prosinci**, kdy předpokládáme, že Česká národní banka ve světle obnovených inflačních rizik úrokové sazby více nesníží. Přesto zůstává platná teze, že nastavení měnové politiky je striktní a má tlumící účinky na hospodářskou aktivitu, což při rozumném vývoji inflace v příštím roce bude umožňovat **mírný pokles sazeb na 3,50 % během první poloviny roku 2025. Poté by se měl cyklus uvolňování měnové politiky dočasně zastavit, přičemž k dalšímu snižování sazeb až k terminální úrovni 3 % by mělo dojít až v roce 2026** v závislosti na vývoji inflace a vnějších podmínek. Jedná se tedy o markantní změnu prognózovaného vývoje v porovnání se zářijovou verzí této publikace, která předpokládala dosažení terminální úrovně sazeb již v příštím roce. Za revizí stojí zejména reflexe nové reality v rámci výhledu geopolitického i geoeconomického vývoje, ovlivněného do značné míry vítězstvím Donalda Trumpa v listopadových prezidentských volbách v USA, které vedlo k nutné redefinici výchozích scénářů. Ačkoli očekávaná trajektorie sazeb ECB zůstává beze změny, kdy nadále předpokládáme jejich pozvolný pokles až na úroveň 1,75 % (vzhledem k úspěšnému dezinflačnímu procesu v kombinaci s nutnou podporou chabého ekonomického růstu eurozóny), výzvy v rámci tuzemské ekonomiky budou vybězet spíše k pomalejšímu postupu po vzoru amerického Fedu. Česká národní banka nyní stojí před výzvami v podobě vyšší očekávané inflace, která bude podle prognózy jejich vlastního aparátu v příštím roce v průměru dokonce o 0,6 p.b. vyšší (2,6 %), než očekávali ještě během léta. S tím přitom souhlasí i někteří členové bankovní rady, kteří označují převažující rizika za proinflační spíše než za deflační. Naše prognóza v příštích letech sice čeká mírně nižší inflaci než ČNB, rovněž však počítáme s překračováním inflačního cíle na horizontu měnové politiky, kdy budou směrem výše opět působit ceny potravin, ale i importované statky a služby skrze slabší korunu oproti předchozí prognóze. Z hlediska kurzového kanálu půjde zejména o vliv komodit a dalších statků importovaných z dolarových oblastí, jelikož dolar by měl v příštím roce těžit z rostoucího zájmu investorů, přičemž pro korunu bude relativně náročnější udržet svou pozici vůči dolaru než vůči euru.

Cesta koruny na silnější hodnoty bude obtížná, nikoli nemožná

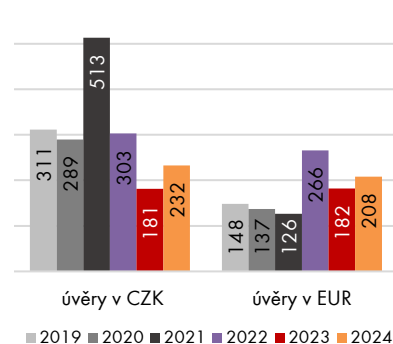
V příštím roce budou hrát prim Spojené státy, a zejména americký dolar, který bude těžit z množství faktorů kombinujících zvýšení nejistoty na globálních trzích, slibnou hospodářskou kondici USA a opatrnější postup Fedu při snižování úrokových sazeb. V posledních měsících bylo právě přecenění úrokových sazeb Fedu klíčovým faktorem, který hrál v neprospěch koruny. Ještě v září totiž trhy sázely na razantní pokles sazeb ve světle zdánlivě ochabující ekonomiky USA, již na přelomu října však s příchodem uspokojivějších dat začalo docházet k postupnému mírnění těchto očekávání, což znamenalo prohloubení úrokového diferenciálu korunových vs dolarových swapů. Výhled přísnější měnové politiky následně umocnilo i vítězství Donalda Trumpa ve volbách, které s sebou přineslo nová inflační rizika. Svou roli však sehrálo i globální zvýšení averze k riziku, když docházelo k eskalaci válečných konfliktů, což investoři reflektovali odklonem od menších a rizikovějších měn, mezi které patří i česká koruna. Ze situace dále těžila zejména americká měna, kdy prostřednictvím tzv. "dolarového indexu" v listopadu vzrostla její hodnota na nejvyšší úroveň od konce roku 2022. Očekáváme, že tyto faktory budou alespoň v určité míře přetrvávat i v příštím roce, kdy navíc nesmíme opomenout ani dopad potenciální celní války mezi USA, Evropou a Čínou, což by výrazně zhoršilo pozici českých exportéru a mohlo dále oslabit problémový domácí průmysl. Přesto však předpokládáme, že **ve druhé polovině příštího roku přece jen dojde k mírnému posilování české měny, a to vzhledem k příznivějšímu vývoji úrokového diferenciálu vůči eurozóně**, která bude snižovat sazby rychleji než ČNB. Zároveň počítáme

Struktura meziročního růstu vkladů (mld. Kč)



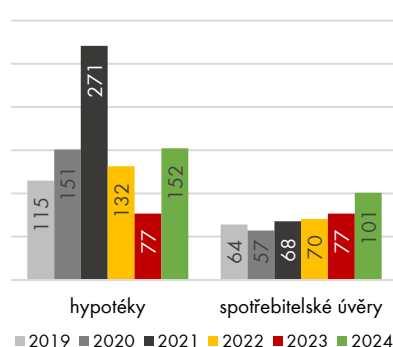
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové firemní úvěry 3Q (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové retailové úvěry 3Q (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

i s podporou fundamentálních faktorů spojených s oživením české ekonomiky, ačkoli její růst bude v příštím roce oproti předchozímu odhadu nižší.

Postupné zplošťování výnosové křivky

V průběhu letošního roku bankovní rada ČNB dosud snížila sazby o 275bb. To se projevilo na postupném poklesu výnosů napříč splatnostmi, díky čemuž se výnosová křivka začala narovnávat. **Inverze**, která je jedním z varovných signálů potenciální recese, **se tak stala minulostí dříve, než bylo původně očekáváno**. Majitelé státních dluhopisů s delší platností jsou tak odměňováni vyššími výnosy. S růstem nejistoty ohledně budoucího globálního vývoje, k čemuž přispívá řada otevřených válečných konfliktů, ale i výsledky amerických prezidentských voleb, však v posledních měsících dochází k růstu rizikové prémie, což tlačí vzhůru výnosy napříč splatnostmi. Zároveň vzhledem k novým proinflačním rizikům dochází i k přecenění pravděpodobností vývoje úrokových sazeb ČNB, kdy trh dává větší váhu opatrnějšímu výhledu. Vyšší očekávaná trajektorie sazeb se pak projevuje v růstu termínové prémie, která podporuje výnosy na delších splatnostech (5 a 10 let). Aktuálně se výnos desetiletého dluhopisu pohybuje okolo 4,06 %, pětiletého pak 3,71 % a dvouletého 3,47 %. Tento vývoj je v souladu s naší prognózou a v dalších měsících vzhledem k jen mírnému ladění měnové politiky předpokládáme, že strmějších tvarů už výnosová křivka dosahovat nebude. Naopak by mělo postupně docházet zpět k jejímu **zplošťování, jelikož větší prostor pro pokles mají výnosy s delší splatností. Spread mezi desetiletým a dvouletým dluhopisem by se tak mohl mírně zúžit z nyníjších 60bb na 40bb ke konci příštího roku.**

Konsolidace veřejných financí i ve volebním roce?

Vláda udělala první krok, aby zvrátila nebezpečný trend veřejných financí započatý v covidové době. Byly předloženy důležité parametrické **změny důchodového systému**, které by měly zapříčinit, že **se deficit důchodového účtu v roce 2050 bude pohybovat mezi 1-1,5 % HDP**. Pokud by bylo zachováno aktuální nastavení důchodového systému, odhaduje se, že deficit důchodového účtu by atakoval 5 % HDP, což by v dnešních cenách činilo přibližně 400 mld. Kč. To je důležitý milník z dlouhodobého hlediska. Co se týká aktuálního stavu veřejných financí, konsolidace probíhá pomaleji, než bylo původně deklarováno. Po novelizaci státního rozpočtu je navrhovaný deficit pro tento rok ve výši 282 mld. Kč a pro příští rok ve výši 241 mld. Kč. Negativní roli sehrály ničivé povodně ze září, ale jedná se o jednorázový faktor. Větším problémem je, že **strukturální deficit se podařilo snížit z více jak 3 % do blízkosti 2 % HDP**. Bez dalších změn především v mandatorních výdajích a s ohledem na rostoucí obranné závazky státu nebude možné schodek dál snižovat. Naopak. Hrozí, že by rostl. Prostor pro aktivní rozpočtovou politiku a (růstové) priority vlády se stále smršťuje. Navíc při anemickém růstu české ekonomiky vzniká tlak na veřejné rozpočty. **V letošním roce bude podle nás deficit veřejných financí vůči HDP na úrovni 3 %, tedy přesně na limitu Maastrichtského kritéria. V příštím roce předpokládáme, že deficit bude činit 2,5 % HDP**, ale rizikem této prognózy je nižší než předpokládaný růst naší ekonomiky a zvýšené výdaje ve volebním roce. Celkový dluh veřejných financí se zvýší k 45 % HDP v příštím roce. Nicméně **v rámci středoevropského regionu jsme v tempu konsolidace veřejných financí napřed.**

Bankovní sektor – úvěrová aktivita nabírá na síle

Ve třetím čtvrtletí tempo růstu vkladů mírně zrychlilo, a to především vlivem růstu vkladů v segmentu vládních institucí (+7,4 % q/q). Bez nich by **celkové vklady udržely trend**

zpomalování s letošním přírůstkem 4,2 % oproti loňské hodnotě 7,0 %. Meziroční tempo růstu vkladů bez vládních institucí zůstává stejné jako na konci loňského třetího kvartálu, tedy 6,6 %. Vývoj vkladů nefinančních podniků bývá volatilní, naopak **stabilitu růstu vkladů dodává segment domácností**, který letos představuje přibližně 55 % meziročního nárůstu vkladů. Na účtech obyvatel v letošním roce přibýlo lehce přes 180 mld. Kč, zatímco v loňském roce to bylo necelých 165 mld. Kč. Průměrná výše úspor na jednoho obyvatele se za posledních 12 měsíců zvýšila zhruba o 25 tis. Kč na 330 tis. Kč. **Drobní střadatelé tak dál na svých účtech drží značný objem finančních prostředků**, který představuje silný potenciál pro růst spotřeby domácností. Ze zkušenosti s konzervativním a opatrným přístupem českých střadatelů však neočekáváme rychlé a intenzivní využití této finanční rezervy.

Meziroční tempo růstu celkových úvěrů dosáhlo na konci třetího čtvrtletí hodnoty 5,5 %, což představuje výsledek plně srovnatelný s rokem 2023. **Oživení poptávky po úvěrech je nejlépe patrné v produkci čistě nových úvěrů**. Ve firemním sektoru bylo od počátku roku poskytnuto téměř 441 mld. Kč nových úvěrů, což je o 21,4 % více než vloni. S postupným uzavíráním úrokového diferenciálu **nabírají opět na síle nové firemní úvěry poskytnuté v korunách**, i když poměr korunových a eurových úvěrů zůstává prozatím vyrovnaný. **Tempo růstu nových hypotečních úvěrů dosahuje díky nízké srovnávací základně z podzimu roku 2023 mimořádně vysoké hodnoty +98,0 % r/r**. Od počátku letošního roku bylo v hypotékách poskytnuto 152 mld. Kč, což je srovnatelné s rokem 2020. **Rekordy letos trhají nové spotřebitelské úvěry**, kterých domácnosti ke konci třetího čtvrtletí načerpaly téměř 101 mld. Kč. To je o 31 % více než v loňském roce, který jsme již označovali za rekordní. V souvislosti s takto živou úvěrovou aktivitou **dochází i k nezanedbatelnému nárůstu spotřebitelských úvěrů v potížích se splácením** (+19 % r/r), avšak podíl těchto problematických úvěrů na celkovém portfoliu vzrostl jen mírně na 4,3 %. **V příštím roce očekáváme zrychlení tempa růstu celkových hypotečních úvěrů z letošních 4 % r/r na 6–6,5 % r/r**. Spotřebitelské úvěry by si měly udržet letošní dynamiku +9–9,5 % r/r. U firemních úvěrů se očekávání z počátku letošního roku vlivem korekce ekonomického růstu nejspíše nenaplní, avšak v příštím roce očekáváme zrychlení tempa růstu na 6,5–7,0 % r/r.

Helena Horská, Martin Kron, Vít Mikušek, Lenka Kalivodová

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

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

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

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

Firemní bankovníctví

Firmy: Václav Štětina

23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

603 808 512

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

603 808 035

Firmy - region Morava: Petr Novotný

724 163 275

Nemovitosti a projektové financování

Jan Rýdl

23 44 01 133

Martin Hofmeister

23 44 01 330

Michal Srb

23 44 01 071

Renata Dlesková

23 44 01 857

Nemovitosti a strukturované financování

Tomáš Gürtler

23 44 01 215

Karel Vlasák

23 44 01 308

Private Banking

Jiří Zelinka

23 44 01 039

Pavel Ráž

23 44 01 574

Zbyněk Zajiček

29 63 34 063

Pavel Pikna

24 24 32 437

Lena Krejnická

23 30 63 280

Expotní financování a faktoring

Petr Fiala

23 44 05 468

Financování obchodu

Petr Fojtl

Large Corporates

Barbara Tutass

606 651 646

Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek

23 44 05 466

Kateřina Michalová

23 44 01 461

Lubomír Beránek

23 44 05 253

Kateřina Škutová

23 44 01 877

Andrea Balková

23 44 05 551

Treasury – Trading

Štefan Balgavý

22 20 10 226

Eva Bobeničová

23 44 01 316

Roman Fol

23 44 01 144

Jozef Božek

23 44 05 509

Milan Fajkus

23 44 01 821

Treasury - Sales

Pavel Křištof

23 44 05 907

Adam Zilvar

23 44 01 775

Ondřej Sobotka

23 44 01 195

Martin Bárta

23 44 05 510

Jakub Skotnica

23 44 05 502

Soňa Fenclová

23 44 01 346

Martin Skoumal

23 44 05 351

Robert Schwanzer

23 44 01 130

Karel Hubička

23 44 01 885

Ondřej Chládek

23 44 05 357

Tomáš Urban

23 44 01 830

Corporate Finance

Radek Musil

23 44 01 953

Jakub Hamr

23 44 01 868

Miroslav Frayer

23 44 05 167

Treasury – Equities

Eva Polánová

23 44 01 803

Jakub Veselský

23 44 01 819

Jakub Schermer

23 44 01 838

Ekonomický výzkum

Helena Horská

23 44 01 413

Martin Kron

23 44 01 070

Vít Mikušek

23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 11. prosinec 2024, 15:30

Publikace byla vydána 12. prosinec 2024

UPOZORNĚNÍ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irsku (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

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

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