

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Možnost embarga na ruské energie vnáší do výhledu ekonomiky eurozóny značnou nejistotu
- Ekonomika USA letos solidně poroste, zvolní až v roce 2023 na pozadí vyšších úrokových sazeb
- Fed se bude snažit krotit inflaci po 50 bodových krocích a nezadusit přitom poptávku
- Tempo ECB bude oproti Fedu volnější...to nahrává dolaru
- Ekonomika ČR by měla ke konci roku stagnovat, technickou recesi ale vyloučit nelze
- Průmysl a export ztratí výkon kvůli vysokým výrobním nákladům a nedostatku vstupů
- Maloobchod bude dohánět pandemické ztráty pomaleji kvůli nižším výdajům domácností
- Inflační tlaky na nabídkové straně sílí, poptávkové by měly zmírnit, vrchol inflace v létě
- ČNB si stanovila hranice v podobě dvou prognóz. Další zvyšování je takřka nevyhnutelné
- Válka na Ukrajině může vládu donutit novelizovat aktuálně plánovaný 280miliardový schodek
- Koruna sice dokázala válečné ztráty odmazat, letos ale bude dále pod tlakem
- Výnosová křivka setrvá i nadále v inverzi, postupně by ale měla klesat k nižším hodnotám
- Úvěrovou dynamiku táhne firemní sektor, vklady zůstávají vysoko

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022e	2023f	2024f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 790	5 694	6 121	6 569	6 808	7 217
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,8	3,3	2,5	0,9	3,3
HDP na hlavu (EUR)	21 179	20 145	22 273	24 633	25 602	27 674
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	-0,3	0,4	5,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,3	3,6	3,2
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	3,2	6,1	6,3	5,8	4,6
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	22,5	4,2	1,5
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	12,6	6,0	2,5
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	12,1	4,2	2,2
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,9	-4,9	-4,4	-3,7
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,1	37,7	41,9	43,6	46,2	47,6
Obchodní bilance, mld. Kč	146	180	-4	-20	37	86
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-0,8	-1,4	-0,2	0,5
CZK/EUR, průměr	25,7	26,5	25,6	24,8	24,7	24,2
CZK/USD, průměr	22,9	23,2	21,7	22,4	21,4	19,9
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,00	0,25	3,75	6,50	4,50	2,75
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	6,7	4,6	3,0
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	5,6	3,5	2,9
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	4,9	3,5	3,0
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	4,4	3,6	3,3

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	5,9	3,7	1,8	3,3
Maďarsko	7,1	2,5	2,0	3,5
ČR	3,3	2,5	0,9	3,3
Slovensko	3,0	2,0	2,0	2,5
SE	5,3	3,2	1,7	3,3
Rumunsko	5,9	2,2	3,0	4,3
Bulharsko	4,2	2,0	3,7	3,9
Chorvatsko	10,2	3,5	3,7	3,9
Srbsko	7,5	3,3	3,0	3,5
Bosna a Her.	7,1	3,2	3,0	3,0
Albánie	8,5	3,4	3,6	3,9
Kosovo	10,5	3,7	3,9	4,5
JVE	6,6	2,6	3,2	4,0
Rusko	4,6	-8,0	-2,3	0,9
Ukrajina	3,4	-33,0	9,0	3,0
Bělorusko	2,3	-4,0	0,0	1,0
SNS	4,4	-9,6	-1,5	1,0
eurozóna	5,3	3,0	1,0	1,3

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	5,1	10,1	11,1	3,8
Maďarsko	5,1	9,5	6,5	3,8
ČR	3,8	12,6	6,0	2,5
Slovensko	2,8	7,7	4,9	2,3
SE	4,5	10,3	8,4	3,4
Rumunsko	5,1	10,0	7,1	4,7
Bulharsko	3,3	10,2	5,0	3,0
Chorvatsko	2,6	7,5	3,1	2,0
Srbsko	4,0	8,1	4,2	3,0
Bosna a Her.	2,0	6,1	3,0	2,0
Albánie	2,0	5,6	2,6	2,8
Kosovo	3,4	8,0	3,9	2,2
JVE	4,1	9,2	5,6	3,7
Rusko	6,6	18,0	10,8	4,0
Ukrajina	9,3	15,0	13,5	9,0
Bělorusko	9,5	17,5	22,5	15,0
SNS	7,0	17,8	11,4	4,6
eurozóna	2,6	6,3	3,1	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	4,56	4,67	4,52	4,35
Maďarsko	359	370	360	368
ČR	25,6	24,8	24,7	24,2
Rumunsko	4,92	5,00	5,06	5,10
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,54	7,53	7,53
Srbsko	118	118	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123	122	121	121
Rusko	87,2	94,1	99,2	98,1
Ukrajina	32,3	35,4	40,7	45,3
Bělorusko	3,02	3,40	3,92	4,49
USA	1,14	1,18	1,11	1,15
Švýcarsko	1,07	1,08	1,04	1,08

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	VI-22	IX-22	XII-22
Polsko	5,25	5,75	6,00	6,00
Maďarsko	5,40	6,90	7,40	7,40
ČR	5,75	6,50	6,50	6,50
Rumunsko	3,00	3,50	4,50	4,75
Rusko	14,0	15,0	13,0	13,0
Eurozóna	0,00	0,00	0,25	0,50
USA	1,00	1,75	2,25	2,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	VI-22	IX-22	XII-22
Polsko	6,23	5,95	6,20	6,20
Maďarsko	6,79	7,25	7,50	7,50
ČR	6,01	6,70	6,70	6,65
Rumunsko	5,05	5,20	5,80	6,00
Chorvatsko	0,13	0,35	0,35	0,35
Rusko	20,0	16,9	14,6	14,6
Eurozóna	-0,43	-0,40	-0,15	0,05
USA	1,40	1,35	1,98	2,45

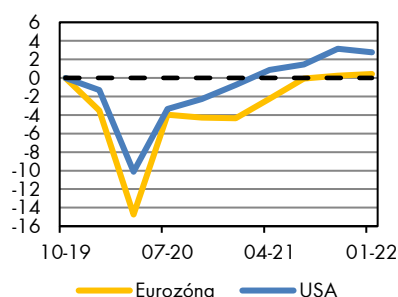
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	VI-22	IX-22	XII-22
Polsko	6,82	5,75	6,20	5,90
Maďarsko	7,26	7,55	7,50	7,45
ČR	4,67	4,55	4,45	4,35
Rumunsko	7,73	6,60	6,70	6,75
Chorvatsko	3,00	2,80	2,80	2,84
Rusko	10,3	10,3	9,51	8,86
Eurozóna	1,13	0,45	0,45	0,45
USA	3,13	2,56	2,85	2,90

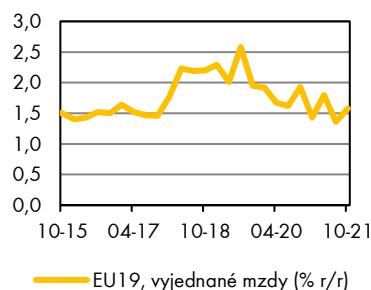
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vývoj HDP v EMU vs. USA



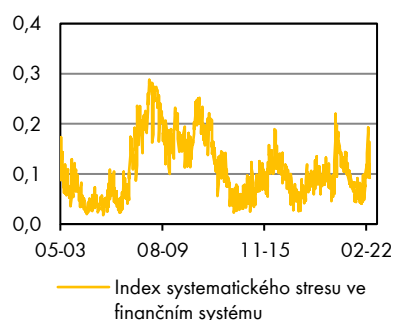
Pozn.: reálné HDP (Q4 '19=0%)
 Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Dosud nevýrazný růst mezd



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Stres ve finančním systému EMU



Zdroj: ECB, Raiffeisenbank

Vnější prostředí

Ekonomika eurozóny koncem roku sklouzne do stagnace

Výhled vývoje ekonomiky eurozóny je chmurný. Důvodem jsou ekonomické dopady války na Ukrajině, mezi které patří cenový šok na trhu s komoditami, výpadky dodávek výrobních komponent, prohloubení problémů v globální logistice, jenž přizívají lockdowny v Číně, a celkové zhoršení nálady v ekonomice. **Zpomalování ekonomické aktivity je viditelné už v datech za Q1 '22**, ve kterém HDP eurozóny přidal jen 0,2 % oproti poslednímu loňskému kvartálu, jenž byl provázen vlnou omikron. Pokles indikátorů sentimentu v čele se spotřebitelskou důvěrou, která se propadla do blízkosti úrovně z jara roku 2020, naznačují, že **tempo růstu ekonomiky zůstane nevýrazné i během Q2 '22**. V naší prognóze pak ve druhé polovině roku ekonomika dále slábne na pozadí předpokládaného vyostřování vztahů mezi EU a Ruskem. Prognóza počítá s výpadky dodávek energetických komodit v zimních měsících, což stáhne HDP do stagnace skrze zpomalení ve výrobním sektoru a tvorbě fixních investic. To by i přesto vystačilo na **průměrný letošní růst HDP mírně pod 3 %** oproti očekávaným 4 % z předválečného období. Jelikož se dopady výpadků dodávek energií projevují jen postupně a jejich náhrada není krátkodobou záležitostí, koncentruje se snížení výkonu ekonomiky do **příštího roku**, ve kterém odhadujeme **slabý růst o 1 %** oproti předchozím 2,5 %.

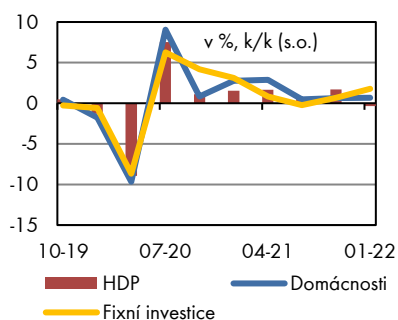
Energie stále dominují, inflace se ale stává plošnější

Spotřebitelské ceny trhají téměř s každým dalším měsícem nový rekord. V dubnu dosáhly meziročně 7,5 %. Z pohledu struktury inflace nadále platí, že dominují energie, jejichž cena byla vysoká již před válkou. **Postupně se ale začínají přidávat i domácí cenové tlaky**, i když v porovnání s USA zůstávají umírněné. Do ceníků zboží a služeb se propisují narůstající výrobní náklady v čele s drahými energiemi – index cen výrobců v březnu vystoupal až na 37 % a avizuje pokračující tlak na spotřebitelské ceny v nejbližších měsících. **V letošním roce počítáme s inflací v průměru na 6,3 %, v příštím na 3,1 % a v roce 2024 na 2 %**. Od cen komodit očekáváme výhledově stabilizaci, nikoliv pokles, spíše bychom měli pozorovat posun rovnováhy jejich cen směrem nahoru. Světová ekonomika navíc patrně vstupuje do éry de-globalizace s proinflačními dopady.

ECB bude „hikovat“ do velmi křehkého ekonomického prostředí

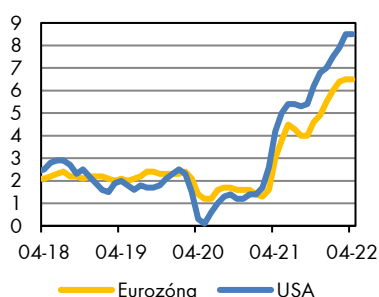
Centrální banka se nachází ve složité situaci vysoké inflace a zpomalující ekonomiky. I když ve statistikách spotřebitelských cen hrají hlavní roli energie, zvýšená jádrová inflace (v dubnu na 3,5 %) a formující se indikace o zvyšování mezd, jejichž růst byl dosud relativně mírný (růst vyjednaných mezd v Q4 '21 dosáhl 1,6 % r/r), znamená, že je stále složitější udržet si kredibilitu při politice záporných úrokových sazeb. **Od ECB očekáváme vypnutí podpůrného programu nákupu aktiv v Q3 '22 a krátce na to i první zvýšení úrokových sazeb**. Hlavní úroková sazba by se koncem roku měla dostat na 0,5 % a depozitní sazba opustit záporné teritorium.

Investice a spotřeba v tempu



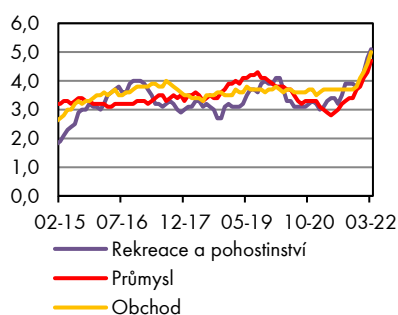
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Inflace (% r/r) v EMU vs. USA



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

USA: mediánové mzdy



Pozn.: Mediánová mzda (3 MA)

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Solidní krátkodobé vyhlídky americké ekonomiky

Ekonomické vyhlídky v USA jsou optimističtější než v Evropě, a to především z důvodu nižší závislosti na dodávkách komodit z Ruska. Roli hraje i rozdílné vnímání rizika z čistě geografické vzdálenosti od konfliktu. Investiční projekty v Evropě jsou v tomto ohledu relativně více ohroženy. Vyšší averzi k riziku znázorňuje odliv kapitálu z evropského korporátního dluhopisového trhu (-14 mld. USD během Q1 '22), zatímco situace na americkém trhu zůstává relativně klidná. **Konsensus odhadů pro růst ekonomiky USA se pro letošek pohybuje poblíž 3,2 % a v roce 2023 u 2,1 %.** Zveřejnění výsledků HDP za Q1 '22 sice odhalilo nečekaný mezikvartální pokles o 0,4 %, pro zbytek roku ale od toho neodvozujeme pokračující potíže, protože zdrojem poklesu byly zásoby a čisté exporty, zatímco pro další vývoj ekonomiky relevantní komponenty, jako domácí spotřeba a fixní investice, byly silné. Nárůst zaznamenala i zaměstnanost, na kterou by měla posléze navázat vyšší ekonomická aktivita. Výsledek HDP v Q2 '22 by proto měl být příznivější.

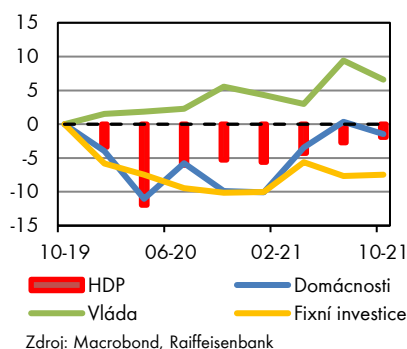
Vysoká inflace v USA sama sebe nezastaví

Stejně jako v Evropě je i v USA inflace rekordně vysoko a od začátku války ji také ovlivnily prudce zdražující energetické komodity. Tento vývoj má stagflační charakter, kdy ukrajuje z růstu HDP a navyšuje inflaci. Ta v březnu vykazovala 8,5 % meziročně a po vyloučení cen energií a potravin dosáhla 6,5 %. Její struktura ukazuje, že **inflační tlaky jsou v porovnání s eurozónou plošnější a více tažené domácí poptávkou**, což zvyšuje šanci, že budou setrvalejší, povedou ke stabilizaci inflačních očekávání na vyšší úrovni a samy od sebe jen tak neodezní. Pokud, jak aktuálně pozorujeme, zůstává domácí poptávka robustní, je těžší argumentovat, že vysoká inflace nakonec sama sebe zastaví. Bude zapotřebí i utahování měnových podmínek, což ztlumí poptávku a více ji sladí s nabídkou. **Podle mediánu odhadu dosáhne růst spotřebitelských cen letos v průměru 6,9 % a v příštím roce 3,0 %.**

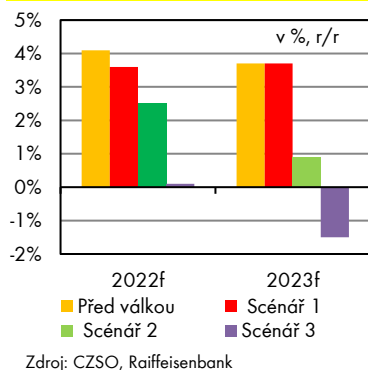
Fed se pokouší o hladké přistání tzv. „soft landing“

Americká centrální banka na posledním zasedání dle očekávání zvýšila úrokové sazby o 50bb a oznámila, v porovnání s obdobím 2017-2019, svižnou redukci své bilanční sumy počínaje červnem. Současně byl vyloučen hike o 75bb pro nastávající zasedání, avšak bylo zmíněno, že zvýšení o 50bb je reálné. Finanční trh tak aktuálně zaceňuje růst sazeb o 50bb hned na třech zasedání, v červnu, červenci a září. Důvodem agresivní měnové politiky jsou silné domácí inflační tlaky pramenící z utaženého trhu práce, ale i z fiskální podpory během pandemie. Ekonomický výhled je příznivý, a Fed se tak necítí omezen. **V naší prognóze očekáváme, že hlavní úroková sazba vystoupá na 2,5 % koncem roku 2022 a vrcholu dosáhne na 3,0 % v Q1 '23, kde setrvá do konce roku.** Následně očekáváme pozvolný návrat k rovnovážné úrovni na 2,5 %. Počinání Fedu zchladí ekonomický růst, ale současně ztlumí domácí inflační tlaky. Dolar bude z růstu úrokových sazeb těžit. Výnosy amerických dluhopisů očekáváme po zbytek roku na vzestupném trendu. Nahoru je ale nepotáhnou inflační očekávání, nýbrž narůstající reálné výnosy.

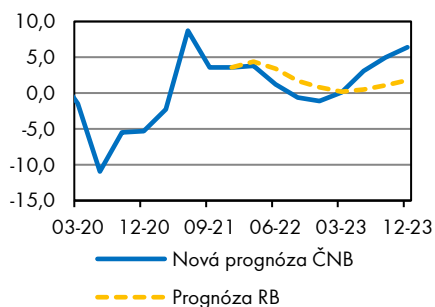
Růst HPD a složek (Q4 '19 = 0 %)



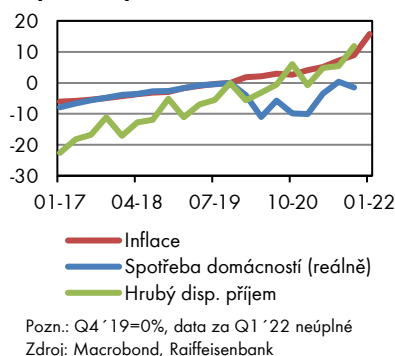
Scénáře vývoje HPD



Růst HPD (v % r/r)



Spotřeba pod tíhou inflace



Česká ekonomika je pod nepřetržitým tlakem

Česká ekonomika se ani nestačila vzpamatovat z pandemie a už čelí novým rizikům v souvislosti s válkou na Ukrajině. Ty jsou v porovnání s eurozónou vyšší. České hospodářství je průmyslově založené, tím i více energeticky náročné, a tudíž relativně více vystavené negativním dopadům vysokých cen komodit a nedostatku výrobního materiálu. Od vypuknutí války jsme vytvořili **tři scénáře ekonomického vývoje** s následujícími klíčovými předpoklady:

- **Scénář 1** zahrnuje (proti)sankce, s výjimkou energií
- **Scénář 2** předpokládá eskalaci sankcí včetně určitého omezení energetických obchodních toků mezi EU a Ruskem
- **Scénář 3** počítá s embargem na zemní plyn z Ruska a předpokládá, že čtvrtinu výpadku bude možno nahradit z jiných zdrojů

Náš aktuální výhled je postaven na scénáři 2. **Oproti předválečné prognóze počítá s letošním růstem HPD o 2,5 % (původně 4,1 %) a v příštím roce s 0,9 % (původně 3,7 %).** Negativní dopad do ekonomiky se v něm projevuje skrz prohloubení problému nedostatku komodit potřebných k výrobě, jejich vyšší ceny a celkově zhoršený ekonomický sentiment, jenž tlumí domácí poptávku. Neočekáváme recesi ekonomiky, ale krátkodobou recesi v průmyslu, která bude spolu s nižším objemem fixních investic hlavní brzdou HPD. Konzistentně s vývojem v eurozóně počítáme, že snížení výkonu ekonomiky se dostaví především ve druhém pololetí – po nevýrazném mezikvartálním růstu HPD v Q2 '22 odhadujeme v Q3 stagnaci a v Q4 pokles poblíž 0,1 %. Stejně jako v případě eurozóny **neočekáváme svižné zotavení ekonomiky během příštího roku, ale spíše pozvolný přechod na „nový normál“.**

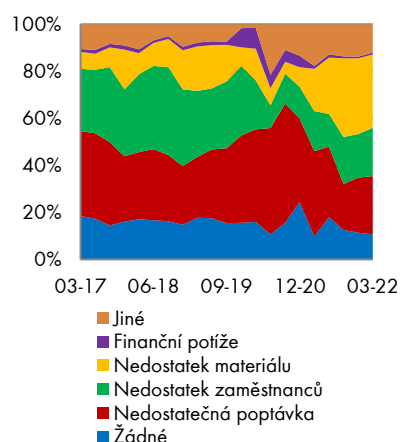
Aktuální geopolitický vývoj, v čele s odříznutím Polska a Bulharska od ruských dodávek zemního plynu a aktivní debatou Evropské komise o ukončení importů, částečně posouvá ekonomický výhled ke scénáři 3. Vyostření situace ohledně dodávek energií z Ruska posune ceny výš a po delší dobu (cenový kanál), zatímco zastavení přísunu plynu Česku prozatím nehrozí.

V pesimistickém scénáři 3 počítáme s přerušením dodávek zemního plynu z Ruska během Q2 '22. Pracujeme s předpokladem, že čtvrtinu výpadku bude možno nahradit z jiných zdrojů. Jelikož ale není snadné přenastavit výrobní procesy, počítáme současně s tím, že substituce zemního plynu jinými zdroji nebude v mnoha případech v krátkodobém horizontu možná. Ekonomika v tomto scénáři letos meziročně v průměru stagnuje a v roce 2023 poklesne o 1,5 %. Predikce nezahrnuje možné negativní sekundární makroekonomické dopady.

Složky HPD

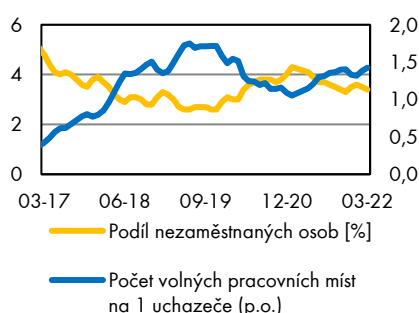
Spotřeba domácností v letošním roce dle prognózy meziročně vzroste o 1,7 % a do HPD přispěje 0,8pb. Pozitivně se projeví silný trh práce a nízká srovnávací základna ze začátku roku 2021. Nárůst výdajů očekáváme během teplého počasí především v sektoru služeb, který pandemické ztráty dosud doháněl jen velmi pozvolna. Brzdou bude naopak zhoršení nálady v souvislosti s válkou a prudký růst spotřebitelských cen, které od Q4 '19 vzrostly o 15,8 %, zatímco disponibilní příjmy podle nás nestihly držet krok. **Spotřeba vlády** poroste o 2,5 % a do HPD přidá 0,5pb. Oproti minulé prognóze je vyšší díky výdajům spojeným s pomocí Ukrajině a také domácnostem a firmám na pozadí vysokých cen energií. S předpokládanými zádrhly ve výrobě ke konci roku pak počítáme s dalšími vládními podpůrnými opatřeními. **Fixní investice** vzrostou o 2,2 %

Bariéry expanze v průmyslu



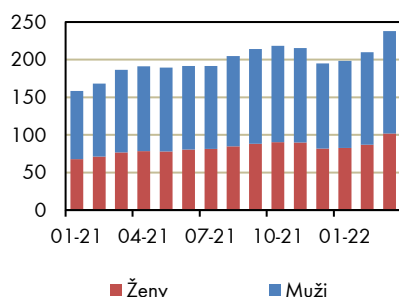
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Převis volných pracovních míst



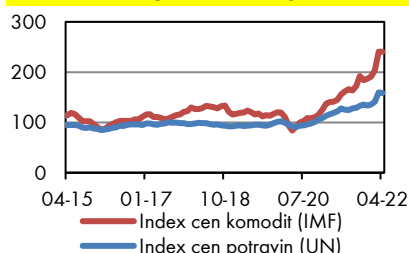
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond, MPSV

Ukrajinci pracující v ČR (v tis.)



Zdroj: Raiffeisenbank, MPSV

Světové ceny komodit a potravin



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

(+0,6pb do HDP). Firmy se budou snažit zvýšit produktivitu a optimalizovat vazby v dodavatelských řetězcích. Na přelomu roku se ale vzestupný trend přeruší z důvodu předpokládaných výpadků energetických komodit a poklesu ekonomické důvěry. Od **zahraničního obchodu** očekáváme kladný příspěvek ve výši 0,3pb, protože i přes oslabující export zpomalí tempo importů díky zvolnění domácí poptávky.

Průmysl bojuje s nedostatkem materiálu

Průmyslová produkce bude letos velmi utlumená. Ve srovnání s rokem 2021 očekáváme **nepatrný pokles o 0,3 %**. Důvodem jsou **vysoké náklady na výrobu**, které se s upadající poptávkou budou hůře přenášet do finálních cen. Závažnější komplikací je **nedostatek vstupů**, který je citelný ve stěžejním automobilovém průmyslu. Výroba automobilů v Q1 '22 poklesla meziročně o 18,7 %. Květnové šetření PMI sice potvrdilo zmíněné potíže, výhled ale vyzněl pozitivně, že firmy očekávají v průběhu roku růst objemu výroby. Ohledně jeho tempa jsme ale pesimističtí. **Ve druhé polovině roku se obáváme zhoršení situace z důvodu částečného přerušení dodávek energií na pozadí pokračujícího vyostřování situace mezi Ruskem a EU**. Nejvíce vystavené riziku jsou tak sektory s vysokou spotřebou energií a sektory závislé na dodávkách surovin z Ruska a Ukrajiny. Další vlnu nejistoty přináší tzv. „zero covid“ politika Číny, kvůli které jsou ekonomicky významné regiony v lockdownu, což negativně ovlivňuje globální ekonomiku a zhoršuje situaci v dodavatelských řetězcích. **S výraznějším oživením v průmyslu počítáme až v roce 2024 (poblíž 5 %)**.

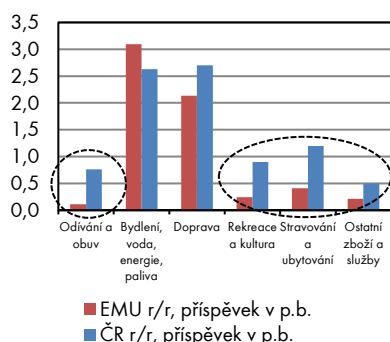
Nezaměstnanost zůstane přesto nízká

Z pohledu nezaměstnanosti patří tuzemská ekonomika v rámci EU dlouhodobě k premiantům a ani válka na Ukrajině ji tento status nevezme. **Převis volných pracovních míst nad uchazeči** je vysoký a podle březnových dat MPSV připadá na každého uchazeče přes 1,4 pracovního místa. Určitý otazník představují dopady masivního přílivu uprchlíků z Ukrajiny na tuzemský trh práce. Několik desítek tisíc nově přichozích již využilo možnost pracovat v ČR, prozatím především na dlouhodobě neobsazených pozicích. Uchazeče na úřadu práce lze naopak podle posledních dostupných dat počítat ve stovkách a vliv na samotnou nezaměstnanost by měl být marginální. V březnu podle metodiky MPSV klesl podíl nezaměstnaných na 3,4 % a dochází k postupnému návratu až pod 3% hranici, kde se domácí trh práce nacházel před pandemií. Tam naráží na své limity, kdy nezaměstnanost pro další pokles již nemá institucionálně příliš prostor a hlouběji pod 3 % se tak letos nedostane. **Pro celý rok 2022 podle naší prognózy podíl nezaměstnaných ve srovnání s předchozím rokem mírně klesne na 3,3 %**. Vzhledem k ekonomickému ochlazení na přelomu roku se situace v roce 2023 může mírně zhoršit, ale s přihlédnutím k aktuálnímu silnému stavu podíl nezaměstnaných stoupne jen velmi mírně na 3,6 %.

Poptávková inflace oslabí, nákladová sílí

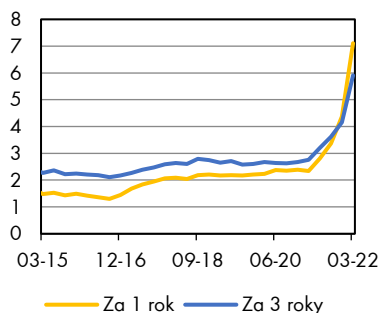
Inflační tlaky se postupně přelévají **směrem k externím nákladovým faktorům** taženým **komoditním šokem v čele s energiemi**. Ty se začaly citelně navyšovat již v H2 '21 na pozadí silící poptávky po otevření ekonomik a válkou na Ukrajině dostávají nový impuls. Na Rusko připadá téměř pětina světové zásoby zemního plynu, na kterém je řada především evropských zemí (Česko ze 100 %) závislá. Index cen komodit od MMF byl letos v březnu meziročně vyšší o 157 %. **Postupně se začnou přidávat i ceny potravin**. Ukrajina je globálně šestým nejvýznamnějším vývozcem pšenice,

Silnější domácí cenové tlaky v ČR



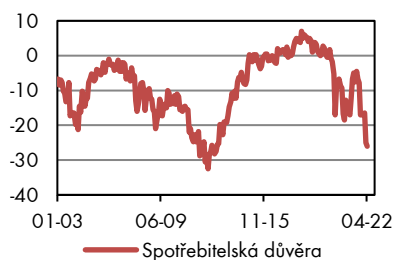
Pozn.: HICP, březen 2022
Zdroj: Eurostat, Raiffeisenbank

Inflační očekávání daleko od 2 %



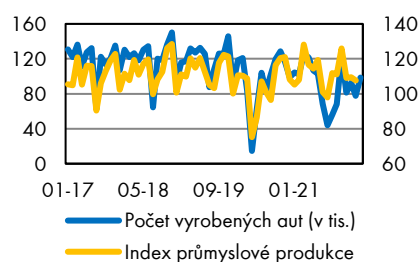
Zdroj: Šetření ČNB mezi nefinančními podniky, Raiffeisenbank, poslední údaj ke Q1/22

Spotřebitelská důvěra padá



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Výroba aut a výkon průmyslu



Zdroj: Raiffeisenbank, SAP, Bloomberg

důležitou roli hraje ale i na trhu se slunečnicovým olejem a dalšími potravinářskými komoditami. Index měřící růst cen potravin a agrárních komodit z dílny Spojených Národů byl letos v březnu meziročně vyšší o 68 %. **Zmíněné nákladové šoky jsou důvodem, proč celková inflace již převýšila jádrovou**, která energie a potraviny nezahrnuje. **Tento trend podle nás setrvá.** Růst úrokových sazeb započatý v červnu 2021 by se měl již pomalu negativně projevit v poptávce, kterou navíc ztlumí propad spotřebitelské důvěry, ke kterému došlo v závěru Q1 '22. To znamená, že tolerance pro navyšování cen zboží a služeb odezívá. **Jádrová inflace by proto neměla již dále silně nabírat obrátky, její sestup ale nečekáme.** Poptávkové inflační tlaky jsou relativně perzistentní, a i přes propad důvěry a vysokou inflaci je bude přizpůsobovat přehřívající se trh práce. Navíc, ač je zdražování energií externím inflačním šokem, sekundárním dopadem do jádrové inflace se nevyhneme, jelikož energie jsou stěžejní komponentou pro sektor zboží a v menší míře i pro sektor služeb. Pokud navíc přihlédneme k tomu, že podniky očekávají ceny energií i celkovou cenovou hladinu v ekonomice zvýšenou po delší dobu, tak začnou počítat s vyššími náklady nejen aktuálně, ale i v budoucnu, což je bude nutit dále přizpůsobovat ceníky. Počítáme proto pouze s pozvolným ustupováním inflace i poté, co se komoditní cenový šok zklidní. **Letos odhadujeme inflaci na 12,6 %, jádrovou na 11,4 %. V příštím roce inflace zvolní na 6 % a jádrová zhruba na 4 %. Blíže k cíli ČNB se obě míry inflace přiblíží až v roce 2024.**

Zatímco dopad energií do spotřebitelských cen je tlumen regulovanými cenami, v případě **cen v průmyslu** to neplatí. Jejich meziroční tempo je poblíž 25 %. Domácí náklady na výrobu zůstanou zvýšené kvůli externím cenovým tlakům, ovšem s očekávanou upadající investiční aktivitou a zpomalením průmyslu počítáme oproti minulé prognóze s nižším růstem cen kapitálu, což bude částečně kompenzovat pokračující tlak na růst mezd. **Ceny výrobců letos čekáme poblíž 22 % a v roce 2023 na 4,2 %.**

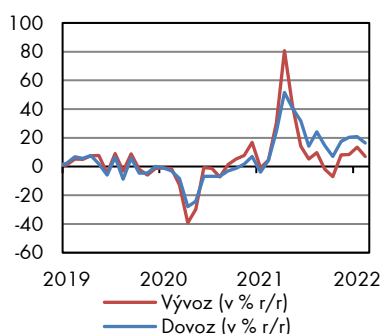
Tržby v maloobchodu se nejspíš nevyhnou mírnému poklesu

Dle výsledků z prvních dvou měsíců letošního roku byl maloobchod na dobré cestě postupného umazávání ztrát akumulovaných během pandemických uzavírek. V zimní prognóze jsme odhadovali meziroční růst maloobchodních tržeb v průměru o 4,5 %, vyjma aut o 4,0 %. Od té doby se ekonomický výhled zhoršil. Inflace je výrazně vyšší a v létě dosáhne 14 % s riziky vychýlenými směrem nahoru. Nominální mzdy s takovým tempem zdaleka neudrží krok, a reálně tak poklesne kupní síla domácností. Nejnovější inflační šok způsobený válkou na Ukrajině zvyšuje ceny především nezbytných statků, jako energií a potravin. To znamená, že spotřeba v reálném vyjádření bude snížena u zbytných služeb a zboží. Negativně bude působit také spotřebitelská nálada, která výrazně propadla během března kvůli obavám z dalšího zdražování a celkové nejistotě odvíjející se od invaze na Ukrajině. **Letos proto očekáváme, že tržby v maloobchodu meziročně poklesnou o 0,6 %. Zátěží budou především slabé prodeje automobilů. Bez nich tržby vzrostou v průměru o 0,8 %.** Naopak tahounem by měl být segment ubytování, stravování a pohostinství, který bude dohánět pandemické ztráty – tržby jsou v porovnání s 4Q '19 stále ještě o 30 % nižší. Z pohledu **strukturálních změn** očekáváme relativní zvýšení spotřebních výdajů na energie, protože podle našeho názoru se jejich ceny dlouhodobě stabilizují na vyšší úrovni.

Zahraniční obchod čelí geopolitické turbulenci

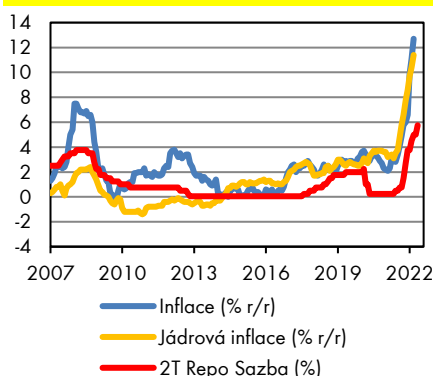
Zahraniční obchod díky úzkému napojení na průmysl přímo reflektuje zádrhely ve výrobě. Navíc se s vypuknutím války na Ukrajině začíná zhoršovat situace v zahraniční poptávce a ruský trh pro exportéry z měsíce na měsíc prakticky zmizel. První dopady války na

Výkonnost vývozu a dovozu



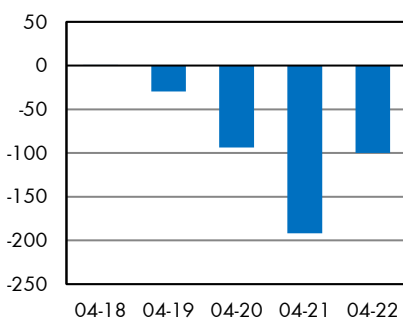
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Vývoj inflace a hlavní úrokové sazby



Zdroj: Raiffeisenbank, ČNB

Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Ukrajíně a pokračujících potíže v logistice nastíní březnový výsledek německého exportu, který meziměsíčně poklesl o 3,3 %, což je negativní zprávou pro re-exporty z Česka. **Výkon tuzemského exportu bude letos slabý a meziročně podle nás v reálném vyjádření vzroste jen o 1,2 % (zboží i služby).** Nevýrazný růst se dá očekávat i od importů z důvodu zpomalení investičních i spotřebitelských výdajů. Ovšem hodnotu importů budou přifukovat vysoké ceny dovážených komodit, především energetických. Očekáváme proto, že **deficit bilance zahraničního obchodu, do kterého ČR loni po 11 letech sklouzla, se letos prohloubí, a to z -4 mld. Kč na -20 mld. Kč.** V roce 2023 by se ale bilance měla vrátit zpět do kladných dvouciferných čísel, u kterých se stabilizuje na horizontu prognózy. Jako **riziko** pro exportně založenou českou ekonomiku vnímáme formující se **trend de-globalizace** umocněný pandemií a geopolitickou turbulencí mezi západem a Ruskem, která do budoucna zvyšuje šanci napjatých vztahů mezi západem a Čínou. Firmy už teď přehodnocují svou pozici v globálních dodavatelských řetězcích a je pravděpodobné jejich zkracování (tzv. near-shoring).

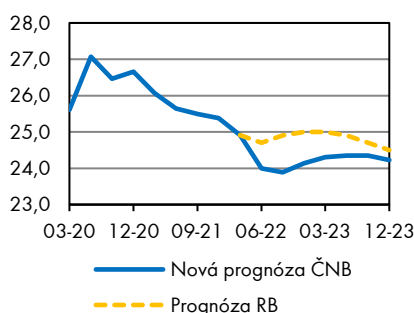
ČNB mezi mantinely dvou prognóz

Válka na Ukrajině přinesla další růst cen, čímž se dynamika inflace dostala vysoko nad zimní prognózu domácí centrální banky. Ta tak místo stabilizace sazeb rozhodla o dalším zvyšování. Na konci března posunula základní sazbu o 50 bazických bodů vzhůru a v květnu překvapila trh dalším zvýšením o 75bb. Bankovní rada zároveň **představila základní a alternativní prognózu**, kdy první počítá s růstem sazeb až k 8 %, zatímco druhá, odhlížející od nabídkových šoků naznačuje, že zvyšování by mělo na aktuální úrovni základní sazby (5,75 %) skončit. ČNB si tím vytyčila mantinely, v rámci kterých se chce pohybovat. První scénář představuje extrém bez vnímání nabídkové strany, druhý scénář ale zase riskuje dále se odpoutávající inflační očekávání, které už nyní i v delším tříletém horizontu sahají k 6 %. **Očekáváme proto, že centrální banka v čele s novým guvernérem zvolí cestu mezi, spíše o něco blíže k alternativnímu scénáři, a ještě předtím, než přestane sazba růst, zvýší současná bankovní rada repo sazbu ještě o dalších 75 bazických bodů.** Do konce roku 2023 by mělo pak dojít naopak k jejímu snížení na 4,50 %, kdy navzdory stále poměrně vysoké inflaci bude ČNB vnímat její zpomalování, a především i zpomalování poptávky a celkově ekonomického růstu

Plánovaný rozpočet se dostane pod tlak

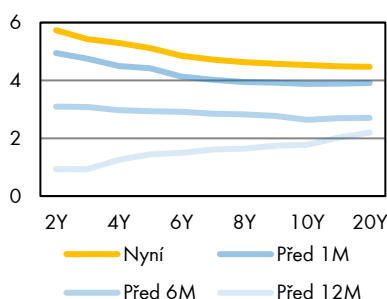
Pro letošní rok byl po úpravě schválen státní rozpočet se schodkem ve výši 280 miliard korun. Za první třetinu roku se zatím dostal do stomiliardového manka. Více než dva měsíce ale platilo rozpočtové provizorium. Jen co se rozpočet povedlo schválit, ocitl se pod novým tlakem. **Válka na Ukrajině přinese dodatečné náklady** hned z několika směrů. Za prvé je nákladná samotná primární podpora uprchlíků. Těch už do Česka od začátku války dorazilo z Ukrajiny přes 300 tisíc. Pro stát to znamená náklady navíc jak skrze humanitární a solidární dávky, tak i například skrze zdravotní pojištění, kdy se uprchlíci řadí mezi tzv. státní pojištěnce. Nákladné ale budou i druhotné dopady, kdy válka na Ukrajině zesílila již tak vysoký růst cen. Na jednu stranu to pro stát znamená dodatečné inflační příjmy, na druhou stranu i **vyšší výdaje posílené potřebou chránit ohrožené skupiny.** To v praxi vláda ukázala poměrně nedávno, když rozhodla o spíše plošném než cíleném příspěvku domácnostem na děti. Ve výsledku tak očekáváme, že vláda neudrží plánovaný schodek a bude nucena letošní rozpočet novelizovat. **Deficit bude dle našeho odhadu zhruba o 15 % vyšší na úrovni zhruba 320 miliard Kč.**

EUR/CZK (průměr)



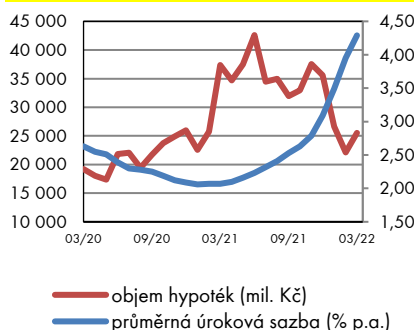
Zdroj: Raiffeisenbank, ČNB, Macrobond

Vývoj české výnosové křivky



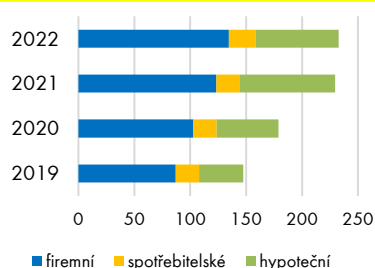
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Koruna bude ovlivňována především ze zahraničí

Po prvotním šoku z války se koruna dokázala rychle zotavit. Během prvních dvou týdnů oslabila zhruba o 6 %, jen aby se koncem dubna vrátila zpět na předválečné úrovni. **Přesto je situace, ve které se Česko nachází, diametrálně odlišná.** Válka na Ukrajině představuje hrozbu slabšího ekonomického vývoje, případné embargo na ropu nebo zemní plyn by tento vývoj ještě umocnilo. Zužovat se bude ve střednědobém horizontu i doposud ve prospěch koruny hrající úrokový diferenciál, zvlášť když trh vyhodnotil změnu v křesle guvernéra jako naději na více holubičí přístup. Zatímco domácí centrální banka bude mít v druhé polovině roku již odpracováno, na Fed a ECB hlavní utahování měnové politiky teprve čeká. Očekáváme proto mírně **slabší korunu, která by v průběhu roku mohla kolísat okolo hranice 25,00 EUR/CZK** a na této úrovni rok 2022 i zakončit. Postupný návrat k dlouhodobě posilující koruně očekáváme v druhé polovině příštího roku, který by koruna měla zakončit na úrovni 24,40 EUR/CZK. Embargo na energetické suroviny, či protisankce Ruska, popřípadě prudší ochlazení české ekonomiky představuje hlavní rizika této prognózy. Naopak změna v zatím vlažném přístupu centrální banky k podpoře CZK skrz prodej aspoň malého objemu z bohatých devizových rezerv ČNB by byla nadějí na něco silnější kurz koruny.

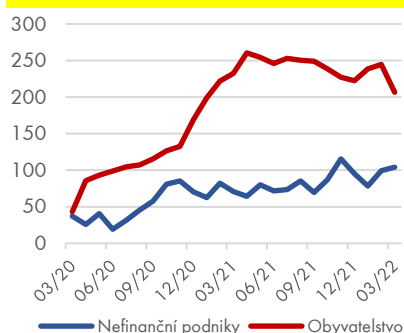
Výnosová křivka zůstane v inverzi déle

Výnosy státních dluhopisů letos pokračovaly ve strmém růstu, a to po celé své délce. U dvouletého státního dluhopisu vyrostl výnos od začátku roku zhruba o 2,2 p.b., u delší desetileté splatnosti rostl o něco pomaleji, přibližně o 1,7 p.b. Napomohla tomu jak domácí a zahraniční měnová politika centrálních bank, tak i vyšší riziková prémie vytvořená válkou na Ukrajině. **Celkově se křivka již přes půl roku nachází v inverzi** (výnosy krátkodobých dluhopisů jsou vyšší než u dlouhodobých), což odráží zejména očekávání ohledně dalšího postupu ČNB. Centrální bankou nastavené sazby se drží vysoko nad neutrální úrovní a nevyhnutelně musí začít klesat. Stane se tak ale později, než trh původně očekával, a zároveň budou výnosy klesat z vyšší hladiny. Samotná normalizace se tím pádem dočká dalšího odkladu a **pokles výnosu na dvouletém dluhopisu pod úroveň desetiletého bondu očekáváme až na konci roku 2023.** Napříč splatnostmi se ale podle nás výnosy již pohybují v okolí svých maxim. V krátkém horizontu sice může ceny dluhopisů tlačit níže další zvyšování sazeb a případná vyšší emisní aktivita v důsledku potřeby krytí nadměrné výdaje státního rozpočtu, **v následujících čtvrtletích ale očekáváme postupné směřování výnosů k nižším úrovním.** To i navzdory zpřísnování měnové politiky Fedu a ECB, v důsledku čehož porostou okolní výnosy a bude se tak ztraktivňovat alternativní příležitost k domácím státním bondům.

Bankovní sektor – slibné výsledky prvního čtvrtletí nevydrží

Do vývoje bankovního sektoru v prvním čtvrtletí letošního roku samozřejmě zasáhla válka na Ukrajině a s ní spjaté ekonomické důsledky sankcí vůči Rusku. Místo očekávané expanze po odeznění pandemie tak nastalo další období nejistoty budoucího ekonomického vývoje, jehož plný dopad však uvidíme až v dalších čtvrtletích letošního roku. První dva měsíce totiž ještě udržely výsledky celého prvního čtvrtletí na velmi pozitivních hodnotách. **Úvěry domácnostem i podnikům vykázaly ve srovnání s prvním čtvrtletím roku 2021 rychlejší tempo růstu, dynamika nově poskytnutých úvěrů zůstala svižná.** Nefinanční podniky uzavřely v prvním čtvrtletí nové úvěrové smlouvy v souhrnném objemu lehce nad 134 mld. Kč, což je o téměř 9 % více než v Q1 '21. U celkových firemních úvěrů pak došlo ke změně trendu, kdy oproti loňskému poklesu vzrostl objem investičních úvěrů (+1,9 % q/q) a úvěrů na oběžná

Nad-vklady (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

aktiva (+2,0 % q/q) a zpomalilo tempo růstu úvěrů na přechodný nedostatek zdrojů (+2,5 % q/q). **Do konce letošního roku počítáme se zpomalením úvěrové dynamiky ve firemním segmentu**, který bude trpět vysokými cenami vstupů a/nebo jejich nedostatkem, což povede opět k omezení investičních aktivit, případně až k existenčním potížím. **V segmentu obyvatelstva se udržel zvýšený zájem o hypoteční úvěry** před opětovným zavedením přísnějších regulatorních limitů ze strany ČNB, **i když zde již bylo jasně patrné zpomalení tempa růstu**. Za první tři měsíce roku bylo poskytnuto 74,3 mld. Kč nových hypoték, což je o více než 13 % menší objem než v Q1 '21. **Průměrná úroková sazba nových hypoték se totiž ke konci března zvýšila z loňských 2,07 % na 4,29 %**. S dalším navýšením úrokových sazeb, vysokou cenovou hladinou nemovitostí, stavebních materiálů i běžného zboží denní potřeby nelze v letošním roce očekávat nic jiného než výrazný propad poptávky po hypotečních úvěrech. Naopak **lze předpokládat, že poroste zájem o spotřebitelské úvěry**, které se mohou pro mnohé domácnosti stát řešením vysokých cen při pořízování zboží dlouhodobé spotřeby. To by i naznačoval vývoj nových spotřebitelských úvěrů v prvních třech měsících roku, kdy jich bylo poskytnuto lehce přes 24 mld. Kč (+18,8 % meziročně). Další možnost, jak mohou domácnosti kompenzovat vyšší výdaje v souvislosti s růstem cen, je čerpání finančních rezerv, které mají ve formě vkladů v bankovním sektoru. **Oproti trendu z předkovidové doby mají domácnosti aktuálně uspořeno zhruba o 207 mld. Kč více**. Je ovšem otázkou, jak moc budou domácnosti své úspory čerpat, protože ze zkušenosti víme, že v době krize či zvýšené nejistoty se jejich sklon k úsporám ještě zvyšuje. V prvním čtvrtletí vykázaly vklady domácností výrazně pomalejší tempo růstu (+0,7 % q/q) než v roce 2020 (+3,5 % q/q), avšak reakce na současnou politickou a ekonomickou situaci se teprve projeví. Také firemní sektor disponuje stále vysokou sumou nad-vkladů, zhruba 104 mld. Kč, která jim může pomoci překonat prvotní náraz zvýšených výdajů.

Helena Horská, David Vagenknecht, Vratislav Zámeš, 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>

Firemní bankovníctví

Firmy: Václav Štětina

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Petr Novotný

Nemovitosti a projektové financování

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Michal Srb

Renata Dlesková

Nemovitosti a strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

Private Banking

Jiří Zelinka

Pavel Ráž

Zbyněk Zajiček

Pavel Pikna

Lena Krejnická

Expotní financování a faktoring

Petr Fiala

Financování obchodu

Petr Fojtl

Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek

Kateřina Michalová

Lubomír Beránek

Kateřina Škutová

Andrea Balková

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>

Treasury – Trading

Štefan Balgavý

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Treasury - Sales

Pavel Křištof

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Karel Hubička

Ondřej Chládek

Corporate Finance

Radek Musil

Jakub Hamr

Miroslav Frayer

Treasury – Equities

Eva Polánová

Jakub Veselský

Jakub Schermer

Adam Zika

Ekonomický výzkum

Helena Horská

David Vagenknecht

Vratislav Zámeš

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 05. května 2022, 18:00

Publikace byla vydána 09. května 2022

UPOZORNĚNÍ

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

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

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

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

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

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

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

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádná ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich 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_RBBroker.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 nezbytně nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního 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 („Börsengesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace a dohled 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 o nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidružení k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

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

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

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

Informace týkající se Lichtenštejnského knížectví

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

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

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

Informace o zájmech a střetech zájmů

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