# Strategie
# Česká republika

1. čtvrtletí 2023

Raiffeisen BANK
Banka inspirovaná klienty

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Zpomalení ekonomiky eurozóny ztlumil fiskál, aktuálně se musí vypořádat s vyššími úrok. sazbami
- Americká ekonomika bude letos silnější, než se na přelomu roku očekávalo
- Podceňování Fedu se nevyplatilo a trh rychle mění očekávání. Zvyšování sazeb bude pokračovat
- ECB zvyšuje sazby a snižuje svou bilanci. Hlavní sazba na 4 % během léta 2023
- Od české ekonomiky očekáváme postupné zlepšení s přetrvávajícími riziky (poptávka, ceny energií)
- Průmysl a zahraniční obchod profitují ze zlepšení situace v dodavatelských řetězcích
- Maloobchodní tržby očekáváme letos meziročně v poklesu kvůli snížení výdajů domácností
- Inflace bude klesat, ale její setrvačnost a strukturální faktory jí nedovolí rychlý návrat k 2% cíli
- ČNB opět půjde vlastní cestou a snižovat sazby začne dříve, než očekává trh
- Státní rozpočet zůstává v problémech, inflační příjmy nestačí pokrývat rostoucí výdaje
- Spanilá jízda české koruny nebude nekonečná, v průběhu roku čekáme korekci
- Výnosy českých dluhopisů ovlivní zejména globální vývoj, do kratších splatností promluví ČNB
- Bankovní sektor – spoření vyhrává nad spotřebou; poptávka po úvěrech dál klesá

| Makroekonomická predikce | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023f | 2024f | 2025f |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| HDP v běžných cenách, mld. Kč | 5 791 | 5 709 | 6 109 | 6 783 | 7 376 | 7 917 | 8 368 |
| Růst HDP, stálé ceny, r/r % | 3,0 | -5,5 | 3,5 | 2,4 | 0,9 | 3,3 | 2,9 |
| HDP na hlavu (EUR) | 21 145 | 20 163 | 22 271 | 25 781 | 28 522 | 30 173 | 32 257 |
| Průmyslová výroba, r/r % | -0,1 | -6,9 | 8,7 | 1,8 | 0,0 | 3,0 | 4,3 |
| Míra nezaměstnanosti MPSV | 2,8 | 3,6 | 3,8 | 3,4 | 4,0 | 3,8 | 3,5 |
| Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r) | 7,9 | 4,6 | 4,7 | 6,5 | 10,0 | 5,7 | 5,1 |
| PPI, r/r %, průměr | 2,6 | 0,1 | 7,1 | 24,3 | 8,0 | 3,0 | 2,5 |
| CPI, r/r % průměr | 2,8 | 3,2 | 3,8 | 15,1 | 11,3 | 3,7 | 2,4 |
| CPI, r/r %, konec období | 3,2 | 2,3 | 6,6 | 15,8 | 8,4 | 3,1 | 2,3 |
| Saldo vládních financí, % HDP | 0,3 | -5,8 | -5,1 | -4,9 | -4,0 | -2,8 | -2,4 |
| Dluh sektoru vládních institucí, % HDP | 30,0 | 37,7 | 42,0 | 44,2 | 45,7 | 46,3 | 46,7 |
| Obchodní bilance, mld. Kč | 146 | 180 | -9,0 | -198,1 | -57,0 | 63,3 | 108,1 |
| Běžný účet, % HDP | 0,3 | 2,0 | -0,8 | -5,6 | -1,0 | -0,2 | 0,6 |
| CZK/EUR, průměr | 25,7 | 26,5 | 25,6 | 24,6 | 24,0 | 24,4 | 24,1 |
| CZK/USD, průměr | 22,9 | 23,2 | 21,7 | 23,3 | 22,0 | 21,4 | 20,7 |
| 2T Repo sazba ČNB, konec období | 2,00 | 0,25 | 3,75 | 7,00 | 6,00 | 4,00 | 3,00 |
| 3M PRIBOR, konec období | 2,2 | 0,4 | 4,1 | 7,3 | 6,2 | 4,2 | 3,3 |
| 2letý výnos, konec období | 1,4 | 0,2 | 3,6 | 5,4 | 5,3 | 3,6 | 2,9 |
| 5letý výnos, konec období | 1,3 | 0,7 | 3,2 | 5,2 | 4,7 | 3,5 | 3,0 |
| 10letý výnos, konec období | 1,6 | 1,3 | 2,7 | 5,0 | 4,6 | 3,6 | 3,3 |

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

**Reálný HDP (průměr, v % r/r)**

| země | 2022 | 2023f | 2024f | 2025f |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 4,6 | 1,0 | 3,6 | 3,5 |
| Maďarsko | 4,4 | 1,0 | 3,5 | 3,7 |
| **ČR** | 2,4 | 0,9 | 3,3 | 2,9 |
| Slovensko | 1,7 | 1,0 | 2,5 | 2,5 |
| **SE** | 3,9 | 1,0 | 3,4 | 3,3 |
| Rumunsko | 4,5 | 2,3 | 4,5 | 4,0 |
| Bulharsko | 3,0 | 1,5 | 3,5 | 3,5 |
| Chorvatsko | 6,3 | 1,2 | 2,7 | 3,0 |
| Srbsko | 2,4 | 1,9 | 3,0 | 3,0 |
| Bosna a Her. | 4,0 | 1,5 | 3,0 | 3,2 |
| Albánie | 3,9 | 3,0 | 3,9 | 4,2 |
| Kosovo | 3,0 | 2,9 | 3,7 | 3,8 |
| **JVE** | 4,2 | 2,0 | 3,9 | 3,7 |
| Rusko | -3,5 | -4,0 | 0,9 | 0,9 |
| Ukrajina | -33,0 | 1,8 | 7,5 | 4,0 |
| Bělorusko | -4,0 | 0,0 | 1,0 | 2,0 |
| **SNS** | -6,5 | -3,6 | 1,3 | 1,1 |
| **eurozóna** | 3,3 | 0,3 | 2,0 | 1,3 |

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)**

| země | 2022 | 2023f | 2024f | 2025f |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 14,3 | 13,8 | 7,5 | 3,0 |
| Maďarsko | 14,5 | 18,2 | 6,1 | 4,5 |
| **ČR** | 15,1 | 11,3 | 3,7 | 2,4 |
| Slovensko | 12,1 | 9,8 | 3,9 | 3,8 |
| **SE** | 14,0 | 13,6 | 6,0 | 3,2 |
| Rumunsko | 13,8 | 11,3 | 4,8 | 3,4 |
| Bulharsko | 15,3 | 9,5 | 3,5 | 3,2 |
| Chorvatsko | 10,8 | 7,5 | 3,3 | 2,0 |
| Srbsko | 11,9 | 11,2 | 6,3 | 3,5 |
| Bosna a Her. | 14,0 | 6,0 | 3,0 | 2,5 |
| Albánie | 6,7 | 4,8 | 2,8 | 3,1 |
| Kosovo | 11,2 | 5,8 | 2,2 | 2,3 |
| **JVE** | 13,2 | 10,0 | 4,4 | 3,2 |
| Rusko | 13,3 | 6,7 | 4,0 | 4,0 |
| Ukrajina | 20,0 | 21,5 | 15,9 | 10,0 |
| Bělorusko | 13,0 | 15,5 | 12,5 | 10,0 |
| **SNS** | 13,7 | 7,8 | 5,0 | 4,6 |
| **eurozóna** | 8,4 | 5,2 | 2,7 | 2,2 |

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

| země | 2022 | 2023f | 2024f | 2025f |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 4,70 | 4,75 | 4,65 | 4,60 |
| Maďarsko | 391 | 407 | 418 | 425 |
| **ČR** | 24,6 | 24,1 | 24,4 | 23,9 |
| Rumunsko | 4,93 | 4,98 | 5,06 | 5,12 |
| Bulharsko | 1,96 | 1,96 | 1,96 | 1,96 |
| Chorvatsko | 7,54 | - | - | - |
| Srbsko | 118 | 118 | 118 | 118 |
| Bosna a Her. | 1,96 | 1,96 | 1,96 | 1,96 |
| Albánie | 122 | 117 | 117 | 118 |
| Rusko | 72,3 | 75,4 | 83,4 | 92,8 |
| Ukrajina | 33,9 | 43,2 | 46,8 | 50,0 |
| Bělorusko | 2,73 | 2,87 | 3,27 | 3,76 |
| **USA** | 1,05 | 1,09 | 1,14 | 1,16 |
| Švýcarsko | 1,01 | 0,99 | 1,01 | 1,02 |

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank (%, eop)**

| země | aktuální | I-23 | II-23 | III-23 |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,75 |
| Maďarsko | 13,00 | 13,00 | 13,00 | 12,00 |
| **ČR** | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 6,50 |
| Rumunsko | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 7,00 |
| Rusko | 7,50 | 7,50 | 7,50 | 7,50 |
| Eurozóna | 3,25 | 3,50 | 4,00 | 4,00 |
| USA | 4,50 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu (%, eop)**

| země | aktuální | I-23 | II-23 | III-23 |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 6,94 | 7,05 | 7,05 | 7,05 |
| Maďarsko | 16,29 | 16,85 | 12,95 | 11,95 |
| **ČR** | 7,20 | 7,20 | 7,20 | 6,70 |
| Rumunsko | 6,97 | 7,05 | 7,05 | 7,05 |
| Rusko | 8,30 | 8,40 | 8,40 | 8,40 |
| Eurozóna | 2,85 | 3,20 | 3,60 | 3,60 |
| USA | 4,98 | 4,95 | 4,95 | 4,95 |

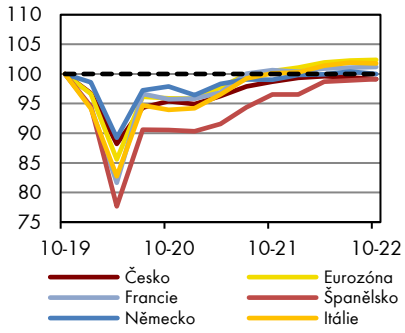
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**10letý výnos státního dluhopisu (%, eop)**

| země | aktuální | I-23 | II-23 | III-23 |
|---|---|---|---|---|
| Polsko | 6,69 | 6,90 | 6,90 | 6,60 |
| Maďarsko | 8,89 | 7,85 | 7,75 | 7,65 |
| **ČR** | 5,17 | 5,20 | 5,00 | 4,75 |
| Rumunsko | 7,96 | 7,75 | 7,65 | 7,40 |
| Chorvatsko | 4,08 | 3,80 | 3,80 | 3,75 |
| Rusko | 11,01 | 10,43 | 10,43 | 10,4 |
| Eurozóna | 2,71 | 2,50 | 2,50 | 2,40 |
| USA | 3,90 | 4,00 | 3,80 | 3,60 |

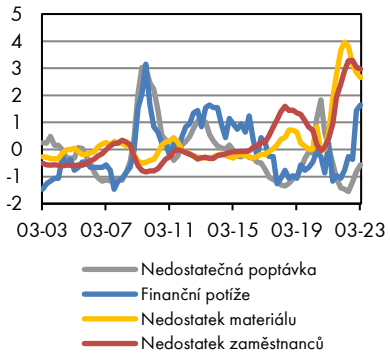
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**Reálný HDP (4Q19=100)**



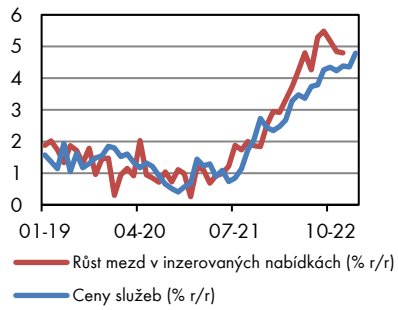

Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

**Faktory limitující produkci (z-scores)**




Zdroj: Reuters, Raiffeisenbank

**Růst mezd je proinflačním rizikem**




Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

# Vnější prostředí

## Eurozóna – ekonomiku drží fiskální výdaje

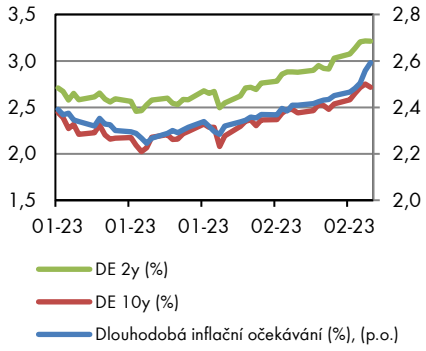
Ekonomika eurozóny si v závěru roku 2022 v kontextu cenového šoku a snižování spotřeby zemního plynu vedla poměrně dobře. Reálný HDP v 3Q22 vzrostl o 0,3 % a v 4Q22 o 0,1 %. Na straně výroby nakonec nedošlo k obávanému výraznému poklesu díky klesajícím cenám energií, zlepšení situace v dodavatelských řetězcích a zlepšení globálního ekonomického výhledu. K tomu přispělo probíhající oživení ekonomiky Číny, které je sice koncentrováno primárně v sektoru služeb, ale sekundárně ovlivní i ostatní části ekonomiky s následným kladným impulzem pro světový zahraniční obchod. **Kromě pozitivního výhledu na externí prostředí dochází k obratu i interně** díky ustupující inflaci a utaženému trhu práce, což by v druhé polovině roku mělo povzbudit výdaje domácností. **Za celý letošní rok očekáváme průměrný růst HDP o 0,3 % a o 2,0 % v 2024**. Je ale třeba poznamenat, že na odolnosti ekonomiky eurozóny má nezpochybnitelnou zásluhu **vládní podpora**, která domácnostem a firmám kompenzovala narůstající životní, respektive provozní náklady. Některá vládní opatření zůstávají v platnosti i v letošním roce. V obou letech (2022-2023) má objem podpůrných opatření podle propočtů ECB dosáhnout 2 % HDP.[1] Ovšem negativní šok zhoršující se finanční situace ještě neřekl poslední slovo. Růst úrokových sazeb i růst cen energií ovlivňuje ekonomiku s časovou prodlevou, a je tak otázkou, zda a jak dlouho dokážou domácnosti a firmy udržovat nastolený objem spotřeby/investic. Pokles poptávky je v datech pozorovatelný již nyní. Úvěrové standardy bank byly zpřísněny a poptávka po nových úvěrech upadá. **Ze strany spotřeby domácností proto vidíme riziko pro náš aktuálně relativně optimistický výhled.**

## Nová éra inflace? Návrat k 2% cíli se odkládá

S poklesem poptávky, návratem cen energií na předválečnou úroveň a s ústupem potíží v dodavatelských řetězcích ztrácí inflace impulz. V únoru dosáhla v eurozóně na 8,5 %, zatímco v 4Q22 dosáhla v průměru 10 %. To ale neznamená, že má eurozóna inflační problém vyřešený. **Zatímco během roku 2022 dominovaly v inflaci energie, cenové tlaky se postupně rozšířily i do sektoru služeb**, čímž vyvíjí tlak na jádrovou inflaci. V porovnání s USA je ale problém s růstem cen služeb nižší. Ovšem s ohledem na utažený trh práce a růst mezd je riziko, že cenové tlaky ve službách budou ustupovat pomaleji, než by si ECB s ohledem na 2% inflační cíl přála. Podle indikátoru růstu mezd od firmy Indeed dosáhl růst mezd ve Francii, Německu, Itálii, Španělsku, Nizozemí a Irsku (cca. 80 % celkové zaměstnanosti v eurozóně) ke konci minulého roku 5,2 %, zatímco mezi roky 2019-2021 se držel pod 2 %. To vytváří tlak na ECB zvyšovat úrokové sazby navzdory statistikám, které již ukazují, že poptávka upadá. Navzdory úsilí centrálních bankéřů **očekáváme letos pokles meziroční inflace z loňských 8,4 % jen na 5,2 %** z důvodu typicky setrvalých cenových tlaků v sektoru služeb a očekávanému zdražení energií během letošní zimy. **V roce 2024 počítáme s ústupem na 2,7 % a nad 2% inflačním cílem by se inflace měla udržet ještě v roce 2026**. Jako důvod pro vytrvale vyšší inflaci vidíme kombinaci **strukturálních faktorů**: (i) demografický vývoj (stárnoucí populace), a tedy nadále utažený trh práce, (ii) měnící se povaha globálního zahraničního obchodu, (iii) konec dezinflace putující z Asie, (iv) přechod k zeleným energiím, (v) zvýšení míry zadluženosti vlivem řešení krizí. Pokud ekonomika nejen eurozóny, ale i globální, vstupuje do éry strukturálně vyšší inflace, jak výše zmíněné faktory naznačují, centrální banky budou muset reagovat. Zvýšení inflačního cíle by pravděpodobně mělo za následek značné negativní dopady do kredibility, přijatelnější je spíše rekalibrace odhadů neutrální úrokové sazby směrem nahoru. Dá se argumentovat, že strukturální změny v ekonomice mohou zvýšit potřebu investic, což by při stabilitě na straně úspor tlačilo neutrální reálnou sazbu vzhůru.

[1] Fiscal policy and high inflation (europa.eu)

**Trh nečeká rychlý ústup inflace v EMU**



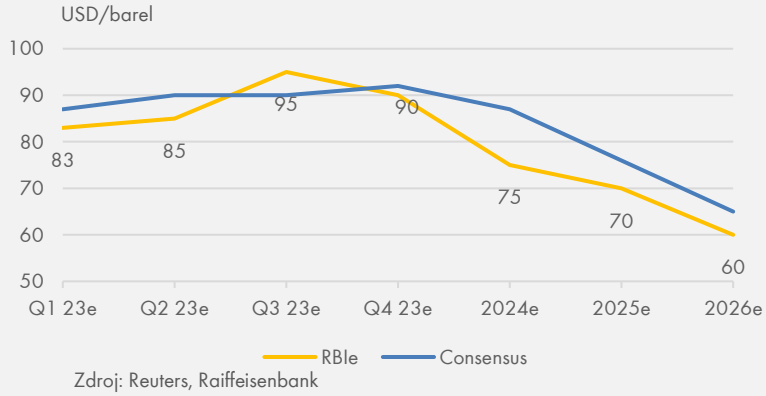

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

## ECB je v kontradikci „meeting-by-meeting" a „forward guidance"

Narůstající dlouhodobější inflační očekávání začátkem března již na 2,5 %, sílící mzdové tlaky a perzistentní jádrová inflace dostávají ECB pod tlak. Kotva pro holubičí sekci ECB v podobě zpřísněných úvěrových standardů a upadající úvěrové poptávky není dostačující a **další hike o 50bb v březnu je téměř daný**. **Otázkou je, kde se úroková sazba zastaví**. Trh aktuálně očekává, že hlavní úroková sazba dosáhne na **4 %** během letošního léta. S tím počítá i naše prognóza, podle které **potrvá stabilita sazeb až do 1Q24**. Poté následuje pozvolné snižování s hlavní sazbou na 3,5 % v 4Q24 a 3,0 % v 4Q25. Nicméně v příštích měsících s ohledem na rozkolísanost ekonomických dat nelze vyloučit další vlnu přehodnocování tržních očekávání. Nepomáhá ani těžko čitelná reakční funkce ECB pramenící z disonance, kterou si ECB sama vytvořila. Na jedné straně zdůrazňuje strategii „meeting-by-meeting" postupu, na straně druhé ale dává trhu jistou formu forward guidance, když komunikuje konkrétní posuny v sazbách s několikatýdenním předstihem. Kromě zvyšování úrokových sazeb ECB letos v březnu odstartovala **kvantitativní utahování** – maturující bondy v rámci APP portfolia již nebudou plně reinvestovány. Tento krok byl očekáván, a na trhu tak nevedl k růstu rizikových prémií.

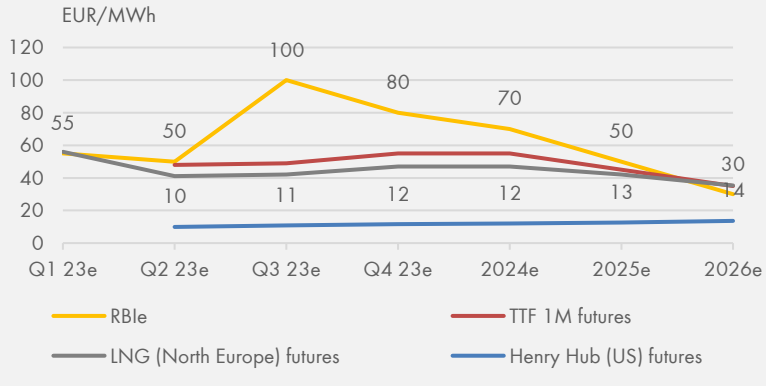
### Box – u energií očekáváme s novou topnou sezónou další zdražení

**Ropa** – cena v naší prognóze v 3Q23 stoupne k 100 USD/barel z aktuálních 85 USD/barel. Důvodem je dynamika poptávky a nabídky. V 1H23 by měl globální trh s ropou čelit přebytku produkce, ale v 2H23 zase deficitu na pozadí očekávání oživení globální ekonomiky. Výhled se opírá o dva stěžejní předpoklady: (i) dodávky ruské ropy setrvají robustní i po EU sankcích na ruské ropné produkty, (ii) u OPEC+ nedojde ke změně strategie výroby.



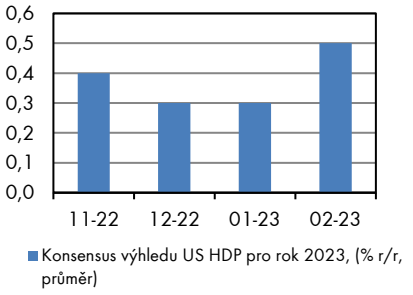

Zdroj: Reuters, Raiffeisenbank

**Zemní plyn** – cena se v naší prognóze pohybuje v 1H23 poblíž aktuálních 50 EUR/MWh, což je o 85 % méně než během otřesu trhu kvůli ruské invazi na Ukrajinu. Důvodem je mírná zima, nadprůměrně naplněné zásobníky a restart Freeport terminálu v USA. V 3Q23 ale počítáme s nárůstem ceny zemního plynu k 100 EUR/MWh vlivem snížení ruských dodávek, nedostatečných regazifikačních kapacit pro importovaný LNG a požadavkem Evropské komise na 90% naplnění zásobníků plynu. Dalším rizikem je možný přechod energetických společností zpět k plynu od aktuálně levnějších alternativ, jako například uhlí. Počínaje 4Q23 očekáváme postupné snižování ceny zemního plynu (viz graf níže).



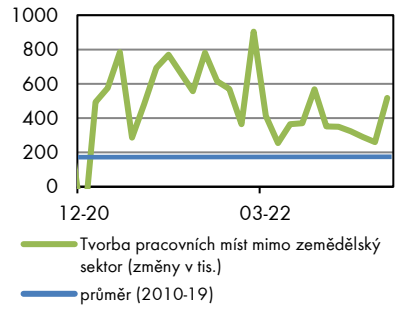

Zdroj: Reuters, Raiffeisenbank

**Zlepšující se ekonomický výhled**



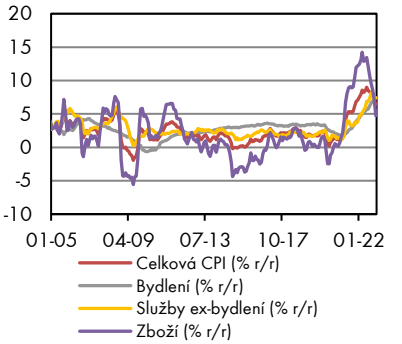

Zdroj: Consensus Economics, Raiffeisenbank

**Napjatý trh práce v USA**



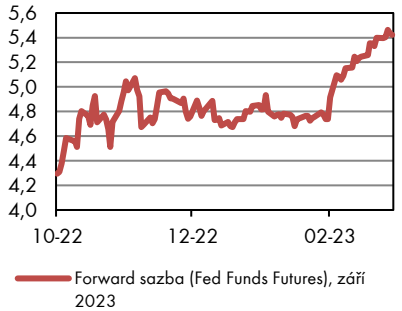

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

**Ceny služeb nepolevují, zboží ano**




Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

**Trh přecenil vrchol sazeb k 5,4%**




Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

## Americká ekonomika bude letos silnější, než se očekávalo

Vyhlídky největší světové ekonomiky pro rok 2023 nejsou nejrůžovější, přesto z dosavadních odstínů šedi začínají přecházet do barevnější škály. Podle agentury Bloomberg očekávali analytici ještě na začátku letošního roku, že v roce 2023 poroste americká ekonomika o 0,3 %. Nyní již očekávají růst o 0,8 %. **Stále více tak věří, že Fedu se nakonec podaří nepříliš často úspěšný manévr v podobě měkkého přistání.** Vyloučit recesi v USA nelze, kdy ta technická (2 mezičtvrtletní poklesy v řadě) je očekávána na období Q2-Q323, ovšem v těsné blízkosti nuly s potenciálem na přehoupnutí do kladných čísel. Hlavním jazýčkem na vahách bude složka domácí spotřeby, která je pro americkou ekonomiku zásadní. Mírné zlepšení může představovat krok směrem k měkkému přistání, výraznější zlepšení ale naopak dva kroky zpět. Kromě kol ekonomiky totiž rostoucí poptávka pohání i prostor pro zvyšování cen. Rostoucí inflace vytváří tlak na Fed a Fed zase skrze vyšší sazby vytváří tlak na ekonomický vývoj. I proto je měkké přistání tak složitou disciplínou, kdy centrální banka ovlivňuje veličiny v relativně vzdálené budoucnosti, skrze nejistě se chovající kanály, a to ještě za pomoci dat získávaných se zpožděním. V rámci dlouhodobějšího výhledu mediánový odhad naznačuje, **že se americká ekonomika vrátí do „předcovidového normálu", charakterizovaného relativně pomalým ale za to více stabilním růstem.** Po 0,8 % v letošním roce je očekáván růst o 1,3 % v roce 2024 a o 2,0 % v roce 2025.

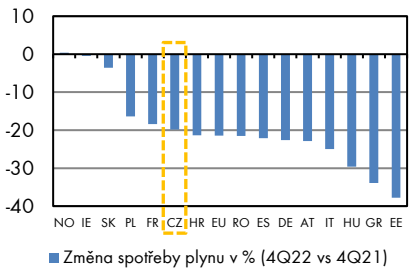
## Inflace v USA bude klesat, otázkou je jak rychle

Čísla, která přicházela na přelomu roku z americké ekonomiky, podpořila euforii ohledně návratu inflace ke svému cíli. Meziroční míra dosáhla vrcholu v červnu nad úrovní 9 % a do konce roku stihla vyklesat až na 6,5 %. Doprovázející data naznačovala, že v tandemu s cenami oslabuje i spotřebitelská poptávka a byť ne tak rychle, dochází k oslabování i na trhu práce. To vše by podporovalo pokračující ústup inflace. Výraznější otočku v náladě přinesla až data ohledně vývoje v americké ekonomice ze začátku letošního roku. Prudký nárůst vytvořených pozic stlačil nezaměstnanost na úroveň před vypuknutím pandemie (3,4 %), lepší nálada spotřebitelů vedla k prudkému meziměsíčnímu růstu maloobchodních tržeb a hned několik prosincových čísel se k tomu dočkalo tiché revize směrem k pesimističtějším hodnotám. **Trh se tak připravil spíše na scénář pomalejšího ústupu inflace, čemuž odpovídá i více jestřábí očekávání ohledně budoucího nastavení sazeb.** V letošním roce by podle mediánového odhadu analytiků měla inflace dosáhnout 4 %, v roce 2024 a 2025 by se pak měla pohybovat poblíž 2,5 %.

## Podceňování Fedu se nevyplatilo a trh rychle mění očekávání

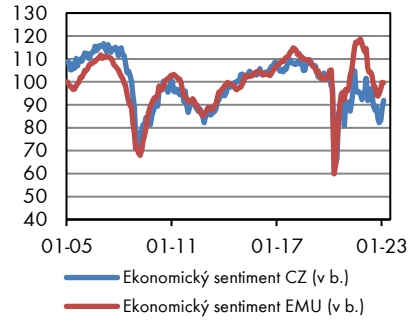
Poměrně dlouho se trh zdráhal věřit prosincové prognóze Fedu, která počítá s tím, že základní sazba poroste nad 5 % a setrvá zde minimálně do konce letošního roku. Nic nezměnilo ani únorové zasedání, kdy i přes jestřábí apely zůstával trh naladěný na poslední hiky a podzimní snižování sazeb. Tomu nahrávalo i zpomalující tempo hiků, **kdy po čtyřech zvýšeních o 75bb přistoupila americká centrální banka ke konci roku 2022 k navýšení „jen" o 50bb, aby se v únoru vrátila ke standardnímu tempu v podobě 25bb hiku.** Jenže série lednových dat ukázala, že zatímco americký ekonomický růst může být letos silnější, desinflace bude naopak pomalejší. Pro Fed tak práce s největší pravděpodobností ještě nekončí a díky lepšímu ekonomickému výhledu si zároveň může dovolit v restriktivních teritoriích zůstat po delší dobu. Na nejbližším březnovém zasedání tak americká centrální banka takřka s jistotou doručí další hike, pravděpodobně o 25bb. Trh ale předpokládá, že nebude poslední a že zvyšovat sazby bude Fed i na zasedání v květnu a červnu. Horní úroveň hlavní sazby by se tak dostala k 5,5 %, kde by mohla setrvat do konce letošního roku.

**Evropa se adaptuje poměrně rychle**




Zdroj: Eurostat, Raiffeisenbank

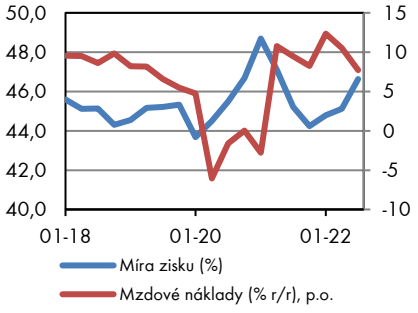
**Nálada v ekonomice se stabilizuje**




Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

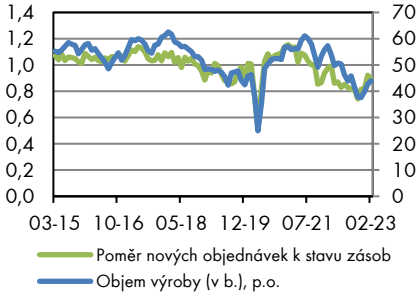
Pozn.: Výsledky šetření Evropské komise

**Ziskovost firem se zotavuje**




Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

**Jak zaneprázdněni jsou výrobci?**




Zdroj: S&P Global, Raiffeisenbank

## Česká ekonomika tlumena poptávkou, popoháněna investicemi

Česká ekonomika v loňském roce ukázala rezistenci vůči externím šokům a dosáhla na průměrný meziroční růst 2,4 % navzdory pesimistickým scénářům poklesu HDP po vypuknutí války na Ukrajině. V Q3 a Q4 2022 si česká ekonomika prošla technickou recesí (-0,3 % k/k v 3Q22 a -0,4 % v 4Q22). Pokles ekonomiky byl způsoben snížením poptávky, zatímco odeznění potíží v dodavatelských řetězcích umožnilo výrobcům dokončit dříve obdržené objednávky, což se kladně projevilo i v zahraničním obchodu. Dosavadní vývoj byl zatím v souladu s naší prognózou a nejbližší výhled zapadá do výsledků předstihových indikátorů. **Náš výhled vývoje HDP tak nechováme proti minulé prognóze beze změny na 0,9 % v roce 2023 a 3,3 % v 2024**. Z pohledu jednotlivých kvartálů očekáváme slabý start letošního roku s mezikvartální stagnací v 1Q23 následovanou oživením především v druhé polovině roku. **Podporu poskytne vyšší aktivita v eurozóně**, což by mělo vést ke zlepšení aktuálně utlumené situaci v zahraniční poptávce. Nižší míra nejistoty a plnící se objednávkové knihy by měly přimět firmy k nastartování investic. K tomu přispěje očekávané snižování úrokových sazeb, a tedy vyhlídka příznivějších podmínek financování v kombinaci s čerpáním prostředků z RRF fondu EU. Navíc míra zisku firem v prostředí vyšších marží narůstala, což připravilo prostor pro investice. Opačným směrem ale působí narůstající mzdové náklady (letos počítáme s růstem nominální mzdy v průměru o 10 % meziročně), zatímco produktivita práce nevykazuje známky růstu. I přesto ale budou **domácnosti pod tíhou inflace**. Zejména v 1H23 bude pokles spotřeby domácností brzdit ekonomiku. Ztrácet tempo by měla také **tvorba zásob**, kdy firmy na pozadí zhoršené situace v poptávce korigují předchozí nárůst. **Z pohledu rizik** hodnotíme ekonomický výhled pro letošní rok ve srovnání s koncem roku 2022 jako více vybalancovaný, nadále ale vnímáme riziko nižšího růstu především z důvodu možného podcenění oslabení poptávky domácností.

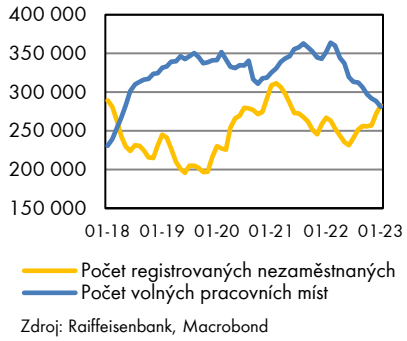
## Složky HDP

Z pohledu struktury ekonomiky bude letos HDP snižován především skrz **spotřebu domácností**. V reálném vyjádření byly výdaje domácností v roce 2022 ve srovnání s rokem 2021 o 0,9 % nižší. Jelikož se dopad cenového šoku ze strany energií částečně přesouvá i do letošního roku a reálné mzdy setrvají po většinu roku meziročně v poklesu, počítáme s poklesem spotřeby domácností meziročně o 0,4 %, což ukrojí z HDP 0,2pb. **Fixní investice** byly v roce 2022 meziročně vyšší o 6,2 %, letos počítáme s růstem o 1,7 %. Negativně působí pokles poptávky i slabší výhled na průmysl, kladně naopak RRF fondy a příznivý vývoj ziskovosti navzdory cenovému šoku. **Tvorba zásob** by měla, na pozadí lepší situace v dodavatelských řetězcích a utlumené poptávky, přispět k HDP negativně. **Vládní výdaje** přispějí do HDP pozitivně díky vládním investicím a opatřením snižujícím dopad cen energií na domácnosti a firmy. **Zahraniční obchod** přispěje do HDP letos odhadem 1pb.

## Průmysl bude letos stagnovat

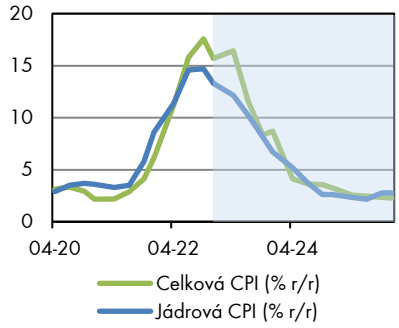
Po 8,7% růstu v roce 2021, kdy pomohla zejména nízká, pandemií ovlivněná srovnávací základna, vzrostla průmyslová produkce během loňského roku o 1,8 %. Pozitivní efekt přišel ze strany automotive, kdy se zejména v druhé polovině roku podařilo vyřešit velkou část problémů s nedostatky materiálů. V letošním roce podobných žolíků již příliš nezbývá a **český průmysl se zároveň bude muset vypořádat se slábnoucí zahraniční i domácí poptávkou**. **K tomu se v únoru znovu objevily problémy na nabídkové straně a automobilky tak musejí snižovat výrobu.** Na druhou stranu v prvních měsících letošního roku bude průmysl ještě těžit z nižší srovnávací základny, v druhé polovině roku by pak celkové ekonomické oživení mohlo zlepšit i situaci na straně poptávky. Síla pozitivních i negativních efektů vychází

**Bilance na trhu práce**



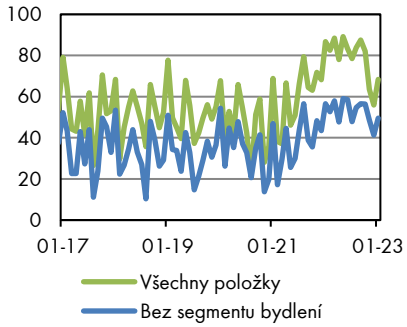

Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

**Pomalý ústup inflace**




Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

**Podíl spotřeb. koše s růstem >2%**




Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Pozn.: Graf ukazuje součet vah položek spotřebitelského koše převyšujících 2% meziměsíční anualizovaný růst

vesměs neutrálně a tomu odpovídá i naše prognóza, kdy **pro letošní rok očekáváme stagnaci průmyslové výroby** s potenciálem spíše k mírnému poklesu.

## Český trh práce čeká mírné ochlazení

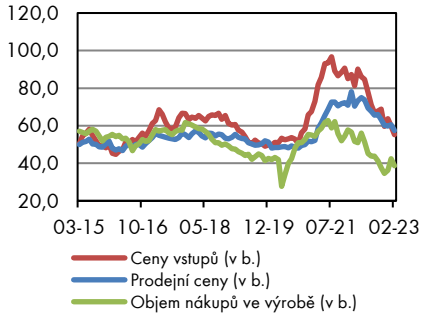
Český trh práce zůstává nejnapjatější v rámci EU a navzdory ekonomickému zpomalení nelze jeho výraznější ochlazení očekávat. V loňském roce dosáhl podíl nezaměstnaných za celý rok v průměru 3,4 %, což představuje zlepšení proti roku 2021 (3,8 %). Letošní leden přinesl poprvé od března 2018 **situaci, kdy je na českém trhu práce více uchazečů nežli volných pracovních míst.** K srovnávání poměru docházelo nepřetržitě od poloviny roku 2022 v důsledku očekávaného slabšího ekonomického vývoje a také přílivu uprchlíků z Ukrajiny na český trh práce. **Varování přichází i ze směru některých předstihových ukazatelů**, kdy podle únorového šetření mezi nákupními manažery (PMI) docházelo v českém zpracovatelském průmyslu k největšímu propouštění od července 2020. Částečně to potvrzuje i průzkum ČSÚ mezi zaměstnavateli napříč sektory, který ukazuje nejslabší sentiment od března 2021. To tak ve výsledku nahrává **nárůstu nezaměstnanosti, který ale podle našeho odhadu nebude příliš prudký a zároveň vzhledem k očekávanému ekonomickému oživení ani příliš dlouhý.** V letošním roce očekáváme podíl nezaměstnaných v průměru na 4,0 %, v roce 2024 pak již ale pokles na 3,8 %.

## Inflace na sestupném trendu po většinu roku

**Inflace je aktuálně značně ovlivněna vládními opatřeními chránícími před cenovým šokem ze strany energií. Z toho důvodu může být letmý pohled na meziroční vývoj spotřebitelských cen zavádějící**. Z prosince na leden vzrostla meziroční míra inflace z 15,8 % na 17,5 % primárně vlivem skončení úsporného tarifu a odpuštění poplatku za podporované zdroje energie. Po očištění inflace od zmíněných vládních zásahů ale meziroční míra inflace poklesla z 19,3 % na 18,1 %. Pro ještě méně volatilní míru inflace poslouží jádrová složka (očištěna o regulované ceny, ceny potravin, pohonných hmot a vlivu daňových změn)[2]. Ta vlivem nižší poptávky, silné koruny a snižujících se cenových tlaků v dodavatelských řetězcích od konce loňského roku klesá a v lednu dosáhla na 12,3 % proti 13,3 % o měsíc dříve. **V naší prognóze jádrová inflace pokračuje v pozvolném ústupu** díky předpokladu nadále utlumené poptávky, jen mírnému oslabení koruny do blízkosti 24 EUR/CZK v polovině 2023 a vpředhledícím indikátorům signalizujících nižší cenové tlaky ve výrobě. Naopak rychlejšímu, než odhadovanému poklesu bude bránit **utažený trh práce s proinflačním dopadem do sektoru služeb**. Očekávané zdražení energií během 2H23 se ve spotřebitelských cenách projeví až v roce 2024 z důvodu letos aktivních cenových stropů. Ovšem, i přesto mohou firmy zkoušet přenášet očekávané navýšení provozních nákladů již letos, především pak v případě oživující se poptávky ke konci roku. **Celková inflace bude v meziročním srovnání také klesat**, jelikož ceny zemního plynu a elektrické energie byly již během ledna víceméně dorovnány ke stanoveným stropům, a pro další překvapení ze strany regulovaných cen tak nezbývá ve zbytku roku již moc prostoru. To ale znamená, že předpokládaný růst velkoobchodních cen energií v 3Q a 4Q 2023 bude do ceníků domácností promítnut až v příštím roce, což z velké části vysvětluje opětovné vzedmutí meziroční míry inflace počínaje rokem 2024. **Po průměrné inflaci na 15,1 % v 2022, očekáváme inflaci letos na 11,3 % proti původnímu odhadu 8,8 %.** Důvodem je především silnější cenový impulz během ledna, který posouvá vzhůru meziroční inflaci i pro zbylé měsíce, a dále svižnější růst cen potravin. **Ve srovnání se zimní prognózou vyhodnocujeme aktuální predikci z pohledu rizik jako vyváženější**. Mezi **proinflační rizika** řadíme utažený trh práce a dle našeho modelu snížený potenciál ekonomiky, což zmenšuje

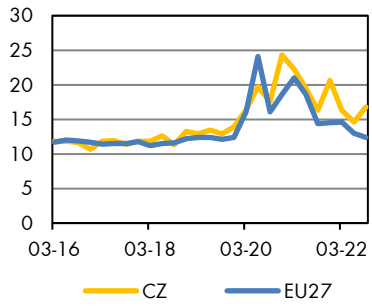
[2] Jádrová inflace dle metodologie ČNB

**Klesající cenové tlaky ve výrobě**



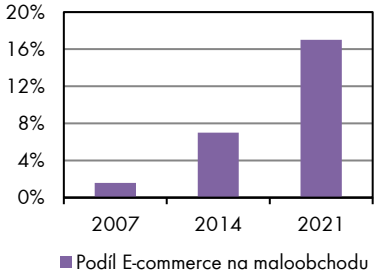

Zdroj: S&P Global, Raiffeisenbank

**Míra úspor (%) 4. nejvyšší v EU**



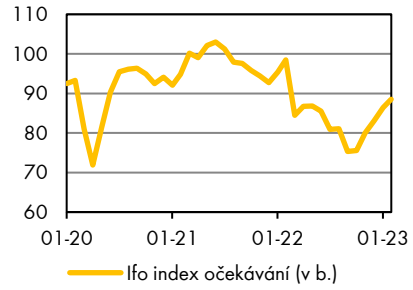

Zdroj: ČSÚ, Eurostat, Raiffeisenbank

**Potenciál sektoru E-commerce**




Zdroj: ČSÚ, APEC, Raiffeisenbank

**Zlepšující se výhled ekonomiky SRN**




Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

prostor pro oživení poptávky, aniž by docházelo k tvorbě proinflačních tlaků. Naopak **riziko nižší inflace** se přímo váže na riziko nižšího než predikovaného růstu HDP skrz nižší spotřebu domácností. **Stejně jako v případě eurozóny očekáváme pomalý návrat k 2% cíli z důvodu strukturálních změn v globální ekonomice (viz. strana 3).**

**Ceny průmyslových výrobců** vloni vzrostly proti roku 2021 v průměru o 24,3 %. **Letos odhadujeme meziroční růst o 8 %, v roce 2024 okolo 3 %**. K nižšímu meziročnímu tempu přispějí nižší cenové tlaky v nákladech, především pak odeznění předchozího dramatického zdražení energetických komodit. Opačným směrem ale budou působit narůstající jednotkové náklady práce a během letošního podzimu opětovný (i když v kontextu roku 2022 podstatně menší) růst ceny zemního plynu.

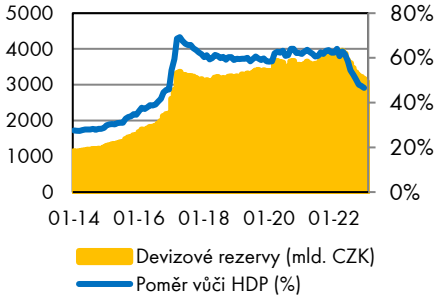
## Maloobchod netrpělivě vyhlíží pokles inflace

V závěrečném loňském kvartálu přesáhla inflace 15 %, s čímž nominální dynamika mezd neměla šanci udržet tempo, když dosáhla na 7,9 %. Již pět kvartálů v řadě reálné mzdy v meziročním srovnání poklesly. Současně setrvává míra úspor v evropském srovnání vyšší (konkrétně čtvrtá nejvyšší v EU), což poukazuje na opatrnost či spořivost českých spotřebitelů. **Propad reálných příjmů či mezd v kombinaci s vyšší mírou úspor se negativně odráží ve spotřebě domácností a zprostředkovaně v maloobchodních tržbách**. V minulém roce byly tržby v maloobchodu (vyjma prodejů automobilů) meziročně nižší o téměř 3 %. **Letos očekáváme mírnější pokles, poblíž 1,7 %**, a to díky ústupu inflace za současně vyšší dynamiky růstu nominální mzdy. Meziroční pokles reálných příjmů se bude ve výsledku snižovat a během druhé poloviny roku by se reálné mzdy mohly dostat zpět do černých čísel. Kromě toho míra nezaměstnanosti v naší prognóze letos již výrazně nad 4 % nevzroste a aktuálně špatná nálada spotřebitelů by se na pozadí klesající inflace a zvýšení ekonomické aktivity měla zlepšit. Tento vývoj dále zesílí během **roku 2024**, kdy navíc míra nezaměstnanosti v našem výhledu klesá zpět pod 4 %. **Maloobchodní tržby by se tak měly dostat v reálném vyjádření meziročně zpět do plusu, v průměru o 5 %.** Z pohledu struktury maloobchodu stojí za zmínku sílící pozice sektoru e-commerce.

## Zahraniční obchod čeká poslední rok v deficitu

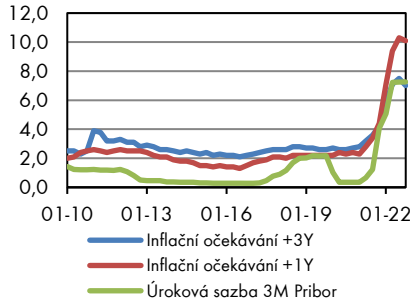
Zahraniční obchod zakončil minulý rok historicky vysokým deficitem bilance poblíž 200 mld. Kč. Významným dílem se na výsledku podílely ceny komodit, které navyšovaly hodnotu importů. Z dat je patrné, že již došlo k citelné **korekci cenového vývoje komodit**, především u těch energetických. S odeznívajícím cenovým šokem souvisí klesající poptávka, což v kombinaci letos **ztlumí dovozní stranu** zahraničního obchodu **především v 1H23**, kdy očekáváme poptávku domácností a firem ještě slabou, zatímco v 2H23 by mělo docházet k postupnému navyšování výdajů a investic. Poptávka ale neklesá jen v domácí ekonomice ale i v zahraničí, což zhoršuje výhled výkonu exportu. S uvolněním v dodavatelských řetězcích výrobci mohou dokončovat nedodělané zakázky, což se kladně promítá do exportu. Stav nedokončené výroby ale dle PMI průzkumů klesá a bez plnících se objednávkových knih **export postrádá výraznější impulz k růstu**. Situace v zahraniční poptávce by se měla zlepšit až v druhé polovině roku na pozadí oživení ekonomiky eurozóny. Nebude ale podle nás dostačující na to, aby hodnota vývozů nakonec převýšila dovozní stranu a dostala bilanci zahraničního obchodu se zbožím do přebytku. **Pro letošní rok predikujeme deficit bilance ve výši 57 mld. Kč, v roce 2024 již přebytek okolo 60 mld. Kč.**

**Devizové rezervy ČNB**




Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

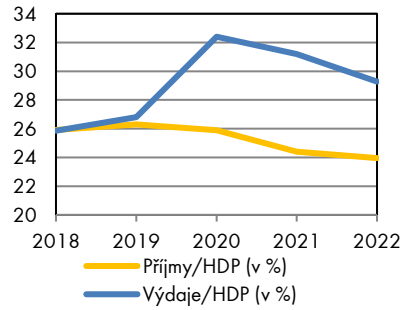
**Jak utažené jsou měnové podmínky?**




Zdroj: Macrobond, ČNB, Raiffeisenbank

Pozn.: Inflační očekávání mezi nefinančními podniky

**Nůžky mezi příjmy a výdaji**




Zdroj: MFČR, ČSÚ Raiffeisenbank

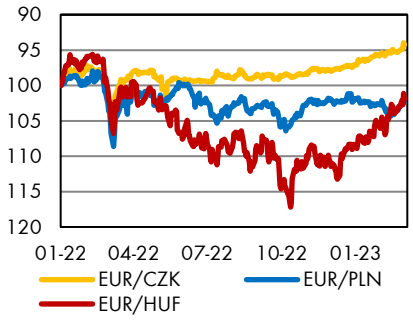
## ČNB může snížit sazby dříve, než očekává trh

Spolu s všeobecným posunem očekávání ohledně dalšího postupu velkých centrálních bank se objevily pochybnosti i v otázce přístupu ČNB. Zatímco v posledních měsících minulého roku jsme byli s prognózou očekávající snižování sazeb „až" v druhé polovině roku za trhem, který očekával cuty na přelomu Q1/Q2'23, nyní jsme se ocitli na druhé straně barikády. Rizika jsou sice vychýlena směrem k déle trvající stabilitě, přesto **náš základní scénář i nadále počítá s tím, že bankovní rada přistoupí k prvnímu snížení sazeb na srpnovém nebo zářijovém zasedání**. Lednová inflace sice překvapila trh, ČNB však jako jedna z mála s vyšší úrovní počítala a výsledek je v souladu s její aktuální prognózou. Ta v současném stavu nabádá bankovní radu ke zvýšení sazeb a snížení pod aktuální úroveň během 3Q23. Bankovní rada ovšem vychází z alternativní prognózy předpokládající déle trvající stabilitu a snižování v průběhu posledního letošního kvartálu. Zatímco v jarní aktualizaci se tyto prognózy pravděpodobně setkají a volání po zvyšování zmizí, **v letní aktualizaci** již spojená prognóza **díky klesající inflaci dá zelenou snižování sazeb**. Meziroční míra inflace podle našeho odhadu bude v té době jen těsně v jednociferných číslech. Skrze měnovou politiku ale ovlivňuje centrální banka vzdálenější horizont a pro takový nemusí 7% sazba dávat z pohledu modelu smysl. Prostor pro brzké snižování může otevřít případný ústup inflačních očekávání, který povede k růstu reálných sazeb. Ty přitom již nyní za současných podmínek považuje většina bankovní rady za dostatečně restriktivní a jejich další navyšování – skrze stabilitu nominálních sazeb – by mohli někteří členové považovat za zbytečně přísné. V neposlední řadě hraje ČNB do karet i nečekaně silná koruna a to bez aktivních zásahů ČNB na devizovém trhu. Částečné oslabení z důvodu snižování sazeb by mohlo znamenat pouze oslabení (korekci) na úrovně, které v kontextu posledních let lze považovat za stále silné. **Na konci roku 2023 tak i nadále očekáváme základní sazbu proti aktuálním úrovním o 100bb nižší, na 6,0 %.** Zatímco v kratším období tak zůstává naše prognóza nezměněná, v delším období očekáváme pomalejší ústup sazeb zpět k neutrálním úrovním. Důvodem je zejména výhled na inflaci, kdy nejsme optimističtí jako ČNB, která očekává návrat k 2% cíli na začátku příštího roku. Předpokládáme, že **meziroční inflace setrvá po celý rok 2024 zvýšená** a složitý úkol bude dostat ji alespoň do tolerančního pásma. To centrální bance nedovolí příliš akcelerovat tempo snižování a ještě **na konci roku 2024 bude podle nás základní sazba dosahovat 4 %.**

## Státní rozpočet v problémech

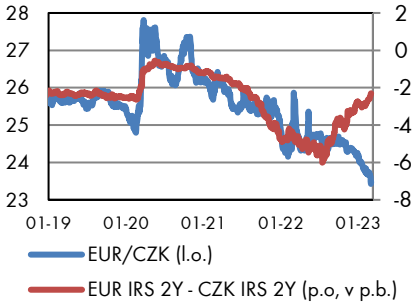
Za první dva měsíce letošního roku dosáhl deficit státního rozpočtu takřka 120 mld. Kč a co dříve byl těžko snesitelný výsledek za celý rok, stihne dnes stát nabrat do dluhu prakticky v rámci týdnů. Meziroční srovnání sice není zcela férové kvůli mimořádným výdajům na kompenzace za energie a nižší srovnávací základně v důsledku loňského rozpočtového provizoria, přesto je jeho vyznění alarmující. Zatímco proti loňskému únoru vyrostly příjmy i díky vyšším inflačním výběrům o necelou desetinu, **výdaje vzrostly o více jak 35 %.** Reflektovány ještě nejsou příjmy z windfall tax, přesto je jasné, že **stát jednoduše nedokáže pokrýt své výdaje a od roku 2020 zůstávají nůžky mezi příjmy a výdaji výrazně rozevřené**. Pro letošní rok plánuje vláda deficit ve výši 295 mld. Kč, avšak při současném tempu zadlužování existují rizika, že deficit bude vyšší. Zásadní je i výsledek plánované konsolidace rozpočtu na příští rok, díky které chce vláda ušetřit dodatečných 70 miliard Kč.

**Vývoj FX v regionu (01/22=100)**



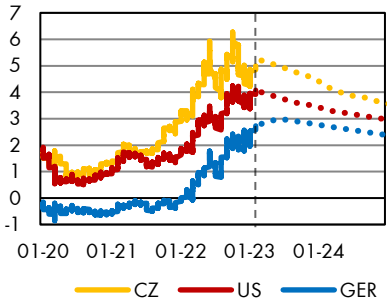

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg
Pozn.: invertovaná osa y – směrem nahoru znamená posilování vůči EUR

**Úrokový diferenciál a EUR/CZK**




Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

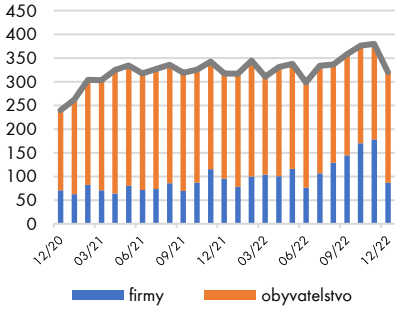
**Výnos 10letého st. dluhopisu (%)**




Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

d

**Nad-vklady (mld. Kč)**




Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

## Spanilá jízda koruny se dočká svého konce

V prvních březnových dnech posílila koruna vůči euru až pod hranici 23,4 EUR/CZK, což v historickém kontextu je vše, jen ne obvyklé. Silnější proti euru totiž byla domácí měna jen během krátkých 8 dní v červenci 2008, celý rok pak ale zakončila u hranice 27,0 EUR/CZK. Podobně razantní oslabení od české koruny v letošním roce neočekáváme, **postupnou depreciaci však vidíme jako nejpravděpodobnější scénář**. Důvodem je zejména rychle se zužující úrokový diferenciál, kdy na jednu stranu očekáváme další relativně razantní zvyšování úrokových sazeb ze strany ECB, na stranu druhou přibližující se sazby České národní banky seshora. Ve výraznějším oslabení koruny ale bude bránit vliv obecně pozitivně působícího eura posilujícího vůči dolaru v kombinaci se zlepšujícím se zahraničním obchodem, který přirozeně nahrává silnější koruně. Zásadní hranice rezistence je pak utvářena ochotou České národní banky intervenovat ve prospěch koruny v případě výraznějšího oslabení. V minulém roce byla aktivní na úrovních okolo 24,75 EUR/CZK a předpokládáme, že pokud by koruna měla tendenci oslabit za tuto hranici, vstoupí centrální banka znovu aktivně na trh. Samotná hrozba podtržená dostatečnou zásobou devizových rezerv ale podle nás bude stačit k tomu, aby koruna přirozeně neměla tendenci oslabovat za tuto hranici. Ze současných úrovní podle nás koruna bude postupně oslabovat, kdy spolu s komunikací snižování sazeb může toto tempo zrychlit v druhé polovině letošního roku. **Na konci 2023 očekáváme kurz 24,50 EUR/CZK, v průběhu první poloviny roku 2024 by ale koruna mohla znovu začít postupně posilovat.**

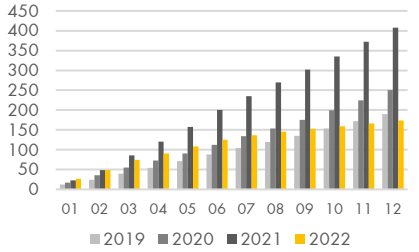
## České státní dluhopisy výrazně ovlivňuje globální vývoj

Konec loňského a začátek letošního roku se nesl ve znamení poklesu globálních výnosů, a to zejména u delších splatností. Podobný trend se nevyhnul ani České republice, kde výnos desetiletého vládního dluhopisu poklesl během ledna až do blízkosti 4 %. Únorové vystřízlivění ovšem přineslo obrat a globální vývoj se opět odrazil i ve vývoji na tuzemském finančním trhu. Výnos u desetiletého dluhopisu tak začátkem března překračuje 5 % a i přes vyšší volatilitu je v souladu s naší dosavadní prognózou. **I nadále očekáváme, že výnos desetiletého dluhopisu se v kratším horizontu bude pohybovat v okolí 5 %, s postupným ústupem směrem k rovnovážným úrovním.** Ten ale může být přibrzděn přísnější než doposud očekávanou měnovou politikou hlavních centrálních bank, a na konci letošního roku tak výnos bude podle našeho odhadu stále přesahovat 4,5 %. Zatímco u delších splatností bude pohyb koordinovaný s vývojem v USA a eurozóně, kratší strana může v důsledku odlišné měnové politiky ČNB reagovat odlišně. U amerických nebo německých dvouletých dluhopisů vystoupal v posledních týdnech výnos na nejvyšší úrovně za posledních takřka 15 let, ale české kratší bondy reagují jen s velkou opatrností. Trhy sice posunuly svá očekávání ohledně rychlosti snižování úrokových sazeb, ovšem mizivá šance na utahování měnové politiky a vyhlídky snižování sazeb v letošním roce nedávají příliš prostoru k růstu výnosů. Naopak očekáváme, že aktuální úrovně představují vrchol, kdy zejména ke konci letošního roku by mělo docházet k výraznějšímu poklesu výnosů na dvouletých vládních bondech. Ke konci roku očekáváme snížení do oblasti nad 5 %. **I nadále zůstane česká výnosová křivka v inverzi, kdy dlouhodobější obrat do normální podoby očekáváme nejdříve s koncem příštího roku**.

## Bankovní sektor – rychlé oživení se nekoná

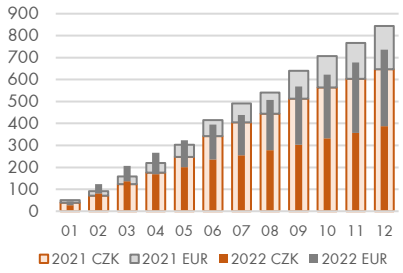
Během čtvrtého čtvrtletí loňského roku **pokračoval trend růstu vkladů ve firemním sektoru a zpomalování tempa růstu vkladů obyvatelstva**. Tomu odpovídal i vývoj nad-vkladů. Zatímco ve firemním sektoru každý měsíc dosahovaly nad-vklady nového maxima, obyvatelstvo postupně čerpalo ze svých finančních rezerv. Změna trendu nastala v prosinci. Ve firemním sektoru došlo k tradičnímu odlivu vkladů

**Nové hypotéky (YTD; mld. Kč)**




Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

**Nové firemní úvěry (YTD; mld. Kč)**




Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

přes přelom roku, který skokově snížil objem nad-vkladů. V lednu se pak na účty firem vrátilo jen lehce přes polovinu vyvedených prostředků. Proto objem firemních nad-vkladů v začátku letošního roku již nedosahuje tak vysokých hodnot a pohybuje se okolo 130 mld. Kč. Oproti tomu nad-vklady obyvatelstva se vrátily na jarní úrovně a aktuálně dosahují 237 mld. Kč. **V souhrnné výši zůstává v bankovním sektoru naspořeno přibližně 368 mld. Kč nad úroveň předkovidového trendu**. V první polovině letošního roku očekáváme, že vysoké provozní náklady budou omezovat investiční aktivity firem, kterým tak zůstávají volné finanční prostředky. Ty pak budou firmy ve větší míře držet na svých účtech díky výhodnému úročení. U obyvatelstva předpokládáme, že opět převáží opatrnostní přístup, který zesílí potřebu úspor na úkor spotřeby.

Na straně úvěrů k žádné výrazné změně ve vývoji nedošlo. **Hypoteční trh se dál potácí u dna**, když objem nových hypoték v posledním kvartále loňského roku nedosáhl ani na 22 mld. Kč. To je hodnota, kterou jsme viděli jako měsíční produkci ještě v únoru 2022. V celoročním souhrnu bylo v loňském roce poskytnuto o 57 % nových hypoték méně než v roce 2021. Ani ve srovnání s posledním předkovidovým rokem 2019 již **loňská produkce** neobstojí, **srovnatelná je až s výsledkem roku 2015**. Ani leden letošního roku nenaznačil rychlé oživení hypotečních obchodů. S objemem 6,2 mld. Kč se jedná o nejslabší měsíční výsledek za posledních 10 let. **Naopak poptávka po spotřebitelských úvěrech zůstává stabilní až mírně rostoucí**. Za celý rok 2022 bylo v nových spotřebitelských úvěrech poskytnuto sice jen o 0,8 % více než v roce 2021, ale znamená to **nejvyšší celoroční objem od roku 2013**. I když z pohledu nové produkce to vypadá, že spotřebitelské úvěry se stávají favoritem retailového byznysu, stále představují „jen" 13,6 % veškerých úvěrů poskytnutých obyvatelstvu. **Firemní úvěry pokračovaly ve spanilé eurové jízdě.** V posledním čtvrtletí tvořily nové úvěry poskytnuté v eurech téměř polovinu celé produkce. V souhrnu za loňský rok poklesly v meziročním srovnání korunové úvěry o 40 %, zatímco eurové úvěry vzrostly o 77 %. Tento trend můžeme očekávat i v prvním pololetí letošního roku, neboť úrokový diferenciál mezi sazbou korunovou a eurovou zůstává, i přes postupné zvyšování eur sazby, vysoký a pro firmy mimořádně zajímavý.

*Helena Horská, David Vagenknecht, Vratislav Zámiš, Lenka Kalivodová*

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

# Raiffeisenbank a.s.

*Banka inspirovaná klienty*


Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4
tel.: 234 401 111
ID datové schránky: **skzfs6u**
SWIFT kód: RZBC CZ PP
Reuters Dealing kód: RAIF
jmeno.prijmeni@rb.cz
http://www.rb.cz

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz
Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900
(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).
Business linka: 841 164 164
Seznam poboček:
https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true


| | |
|---|---|
| **Firemní bankovnictví** | |
| Firmy: Václav Štětina | 23 44 05 228 |
| Firmy - region Severozápad: Robert Kott | 603 808 512 |
| Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák | 603 808 035 |
| Firmy - region Morava: Petr Novotný | 724 163 275 |
| **Nemovitosti a projektové financování** | |
| Jan Rýdl | 23 44 01 133 |
| Martin Hofmeister | 23 44 01 330 |
| Michal Srb | 23 44 01 071 |
| Renata Dlesková | 23 44 01 857 |
| **Nemovitosti a strukturované financování** | |
| Tomáš Gürtler | 23 44 01 215 |
| Karel Vlasák | 23 44 01 308 |
| **Private Banking** | |
| Jiří Zelinka | 23 44 01 039 |
| Pavel Ráž | 23 44 01 574 |
| Zbyněk Zajíček | 29 63 34 063 |
| Pavel Pikna | 24 24 32 437 |
| Lena Krejnická | 23 30 63 280 |
| **Expotní financovánín a faktoring** | |
| Petr Fiala | 23 44 05 468 |
| **Financování obchodu** | |
| Petr Fojtl | |
| **Treasury – Finanční instituce** | |
| Tomáš Valoušek | 23 44 05 466 |
| Kateřina Michalová | 23 44 01 461 |
| Lubomír Beránek | 23 44 05 253 |
| Kateřina Škutová | 23 44 01 877 |
| Andrea Balková | 23 44 05 551 |

| | |
|---|---|
| **Treasury – Trading** | |
| Štefan Balgavý | 22 20 10 226 |
| Eva Bobeničová | 23 44 01 316 |
| Roman Fol | 23 44 01 144 |
| Jozef Božek | 23 44 05 509 |
| Milan Fajkus | 23 44 01 821 |
| **Treasury - Sales** | |
| Pavel Krištof | 23 44 05 907 |
| Žaneta Chudá | 23 44 01 195 |
| Michal Michalov | 23 44 01 830 |
| 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 |
| **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 |
| Adam Zika | |
| **Ekonomický výzkum** | |
| Helena Horská | 23 44 01 413 |
| David Vagenknecht | 23 44 01 070 |
| Vratislav Zámiš | 23 44 05 685 |
| Lenka Kalivodová | |


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

Publikace byla vydána 6. prosince 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 kopírována a rozšiřována třetím osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu "Kapitalmarktgesetz" („KMG") a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz")), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty") musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady**

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

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

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

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

**Informace týkající se Lichtenštejnského knížectví**

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

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

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

**Informace o zájmech a střetech zájmů**

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