

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomiku eurozóny čeká mělká recese, naděje na rychlé oživení začínají upadat
- Americká ekonomika poroste – závratné tempo ale nelze očekávat
- Fed zpomalí tempo zvyšování sazeb, v restriktivním pásmu však zůstane po delší dobu
- ECB se drží jestřábího scénáře, zpomalovat tempo začne i bankovní rada
- Česká ekonomika na přelomu roku zpomalí, oživení v druhé polovině roku 2023
- Průmysl čeká stagnace, v deficitu zůstane i zahraniční obchod
- Maloobchod zůstává pod tíhou klesajících reálných mezd a nízké spotřebitelské důvěry
- Inflace bude relativně rychle ustupovat z výšin, do údolí inflačního cíle se ale jen tak nedostane
- ČNB sazby zvyšovat nebude, pokud je to nutné, brání oslabování koruny = implicitní režim ERM II
- Státní rozpočet počítá s hlubokými deficity, pod 3 % vůči HDP ale může klesnout již v roce 2024
- Koruna bude v příštím roce mírně oslabovat, i díky ČNB není očekávána výraznější volatilita
- Výnosy u dluhopisů mohou na přelomu roku ještě růst, dlouhodobě je však očekáván pokles
- Bankovní sektor – úvěry brzdí hypotéky; růst vkladů pokračuje, i když pomaleji

Makroekonomická predikce	2019	2020	2021	2022e	2023f	2024f	2025f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 791	5 709	6 108	6 686	7 163	7 619	7 997
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,9	3,3	2,9
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 270	25 369	27 095	28 888	30 794
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	2,1	0,4	5,0	5,5
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	7,2	11,8	5,3	4,8
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	24,8	8,0	2,3	1,5
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	14,9	8,8	3,2	2,4
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	14,7	7,6	2,4	2,0
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,1	-4,9	-4,1	-2,9	-2,5
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	30,0	37,6	42,0	44,1	45,8	46,2	46,6
Obchodní bilance, mld. Kč	146	180	-9,0	-202,2	-110,0	10,2	43,5
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3	0,3
CZK/EUR, průměr	25,7	26,5	25,6	24,6	24,6	24,5	24,1
CZK/USD, průměr	22,9	23,2	21,7	23,4	23,2	22,0	20,7
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,00	0,25	3,75	7,00	6,00	3,50	2,75
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	7,3	6,2	3,7	3,0
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	5,9	5,3	3,3	2,9
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	5,5	4,7	3,4	3,0
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	5,2	4,4	3,4	3,3

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2021	2022e	2023f	2024f
Polsko	6,8	4,3	1,0	3,1
Maďarsko	7,1	4,5	1,0	3,5
ČR	3,5	2,5	0,9	3,3
Slovensko	3,0	2,0	1,0	2,4
SE	5,9	3,8	1,0	3,1
Rumunsko	5,9	4,5	2,3	4,5
Bulharsko	7,6	2,8	1,5	3,5
Chorvatsko	13,1	5,8	1,8	2,7
Srbsko	7,5	2,4	1,9	3,0
Bosna a Her.	7,5	4,5	1,8	3,5
Albánie	8,5	3,9	3,0	3,9
Kosovo	10,8	3,5	2,9	4,4
JVE	7,5	4,1	2,1	3,9
Rusko	4,7	-3,5	-4,0	0,9
Ukrajina	3,4	-33,0	1,8	7,5
Bělorusko	2,3	-4,0	0,0	1,0
SNS	4,5	-5,2	-3,5	1,3
eurozóna	5,2	3,0	0,3	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	5,1	14,5	13,8	7,5
Maďarsko	5,1	14,4	15,7	5,8
ČR	3,8	14,9	8,8	3,2
Slovensko	2,8	11,7	12,5	3,3
SE	4,5	14,1	12,6	5,8
Rumunsko	5,1	13,8	11,7	4,8
Bulharsko	3,3	15,3	9,0	3,9
Chorvatsko	2,6	10,6	6,7	3,3
Srbsko	4,0	12,2	12,8	6,3
Bosna a Her.	2,0	14,0	6,0	3,0
Albánie	2,0	6,6	4,8	2,8
Kosovo	3,4	11,2	5,8	2,2
JVE	4,1	12,8	10,5	4,5
Rusko	6,6	13,3	6,7	4,0
Ukrajina	9,3	20,5	24,9	15,9
Bělorusko	9,5	13,0	15,5	12,5
SNS	7,0	14,1	8,1	5,0
eurozóna	2,6	8,5	6,0	3,4

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	4,56	4,73	4,77	4,65
Maďarsko	359	389	415	418
ČR	25,6	24,6	24,6	24,5
Rumunsko	4,92	4,94	4,99	5,06
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,53	-	-
Srbsko	118	118	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123	122	117	117
Rusko	87,2	70,9	77,1	88,8
Ukrajina	32,3	34,2	42,1	46,8
Bělorusko	3,02	2,73	2,78	3,26
USA	1,14	1,07	1,06	1,11
Švýcarsko	1,07	1,08	1,00	0,98

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	XII-22	III-23	VI-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	7,00
Rumunsko	6,75	6,75	7,25	7,25
Rusko	7,50	7,50	7,00	6,50
Eurozóna	2,00	2,50	3,00	3,00
USA	4,00	4,50	5,00	5,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

země	aktuální	XII-22	III-23	VI-23
Polsko	7,12	7,05	7,05	7,05
Maďarsko	15,59	16,70	13,85	11,95
ČR	7,26	7,25	7,25	7,20
Rumunsko	7,60	7,80	7,80	7,75
Rusko	8,39	8,31	6,91	6,91
Eurozóna	1,99	2,25	2,60	2,60
USA	4,73	4,70	4,95	4,95

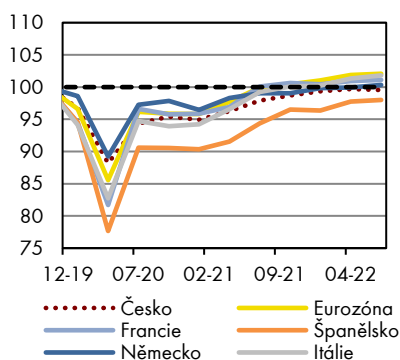
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

země	aktuální	XII-22	III-23	VI-23
Polsko	6,65	7,30	7,30	7,30
Maďarsko	8,21	8,00	7,85	7,75
ČR	4,69	5,20	5,15	4,80
Rumunsko	7,73	8,30	8,40	8,10
Chorvatsko	3,87	4,20	4,30	4,10
Rusko	9,47	8,30	8,30	8,30
Eurozóna	1,86	2,30	2,40	2,30
USA	3,57	4,20	4,00	3,80

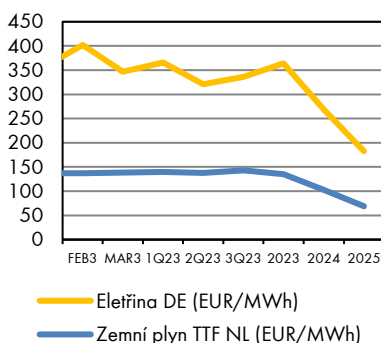
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Reálný HDP (4Q19=100)



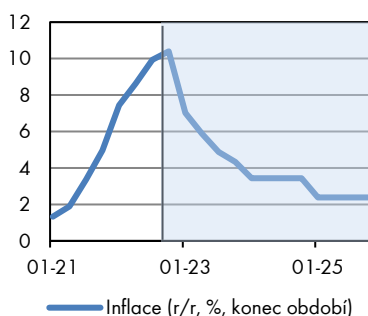
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Forward kontrakty cen energií



Zdroj: Refinitiv Reuters, Raiffeisenbank

Predikce vývoje inflace eurozóny



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Vnější prostředí

Eurozóna – mělká recese jako nejpravděpodobnější scénář

Ekonomika eurozóny si podle naší prognózy projde na přelomu roku **recesí**, byť spíše **mělkou**. Z pohledu mezikvartální dynamiky očekáváme pokles reálného HDP o 0,3 % v 4Q22 a 0,2 % v 1Q23. Důvodem je **energetická krize** a **zvýšená nejistota**, což se podle nás odrazí ve **snížené aktivitě ve výrobě**, především v energeticky náročných odvětvích, a **v poklesu spotřeby domácností** kvůli propadům reálných příjmů. Navíc kladný prorůstový efekt otevírání ekonomiky, jež se v některých ekonomikách eurozóny v 3Q22 ještě projevil, postupně vymizí. Na druhé straně **bude zásah do ekonomiky tlumit** zajištění spotřeby plynu na letošní zimu, fiskální pomoc pro firmy i domácnosti, pokles míry úspor a růst spotřebních půjček a zlepšení situace v dodavatelských řetězcích, jež do nedávna tlumily řadu sektorů v čele s automotive. Ve výčtu výše zmíněných faktorů se pravděpodobnost hluboké recese snižuje. To potvrzují i (s jistým zpožděním) příchozí data z reálné ekonomiky a také vpředhledící indikátory. Poslední jmenované současně ale upozorňuje na pomalé zotavování ekonomické aktivity. **Ekonomiku tak patrně nečeká oživení ve tvaru V, které bylo zčásti asociováno s koronavirovou krizí.** Důvodem je, že energetická krize je nejen **šokem poptávkovým**, ale také **strukturálně nabídkovým** – přizpůsobení se ve směru snížení spotřeby zemního plynu představuje v krátkodobém pohledu snížení potenciálu ekonomiky. **Po letošním průměrném růstu HDP o 3 % (2,5 % v letní prognóze) očekáváme v roce 2023 pouhých 0,3 % (1 % v letní prognóze), následovaných 2 % v 2024.** I přes slabší ekonomický výkon prognóza nepočítá s obrátem na trhu práce, protože pozorované přehřívání v postcovidové ekonomice bylo způsobeno spíše růstem vypsání pracovních pozic nežli nadměrným růstem zaměstnanosti. Kromě toho by firmy po zkušenostech s obtížným hledáním vhodných pracovníků mohly přistoupit spíše ke snížení odpracovaných hodin nežli k propouštění ve velkém rozsahu.

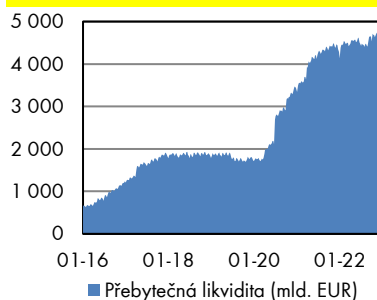
Eurozónu čeká dlouhá cesta k 2% inflačnímu cíli

Inflace bude podle naší prognózy kulminovat v 4Q22 poblíž 10,5 % meziročně poté, co v 3Q22 dosáhla v průměru 9,3 %. Jako důvod dalšího zvýšení inflace vidíme především externí vlivy převážně z titulu **energií**, u kterých nadále dochází k přenosu z velkoobchodních cen do cenů pro domácnosti. Vedle toho setrvává v tempu i **jádrová inflace**, která je více tažená domácími vlivy a z typické setrvačnosti bude odeznívat jen pozvolna. Jádrová inflace v naší prognóze vzroste z 4,4 % v 3Q22 na 5 % meziročně v 4Q22 a mezi 4-5 % se drží až do konce roku 2023. Na ústup by se měly nejprve vydat jádrové ceny zboží než služeb díky zklidnění cen na komoditním trhu, zvolnění cen v dodavatelských řetězcích a očekávání slábnoucí globální poptávky. Proinflačním rizikem je možnost vzestupu poptávky v čínské ekonomice za případného oživení aktivity, jež aktuálně skličuje politika nulového covidu. **Za letošní rok** očekáváme inflaci v průměru na **8,5 %**, v roce **2023** poblíž **6 %** a v **2024** u **3,4 %**. Na 2% cíl ECB se v naší prognóze dostává až v průběhu roku 2026.

ECB se drží jestřábího scénáře

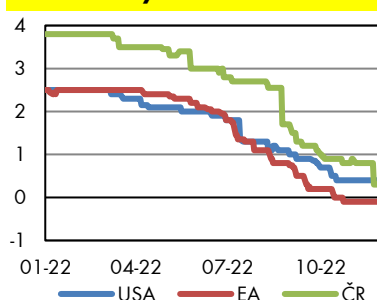
ECB pokračuje v utahování měnové politiky. K tomu využívá úrokové sazby a dále se snaží stáhnout z trhu nadměrnou likviditu. Na posledním listopadovém zasedání byla hlavní úroková sazba posunuta na 2 %, která ECB vnímá jako horní hranici neutrálního pásma. **Během 4Q22 až 1Q23 odhadujeme zvýšení sazby až na 3 %**, tedy na restriktivně působící úroveň. Důvodem jestřábího počínání ECB je obava z případných sekundárních dopadů do inflace, kdy by se navzájem popoháněly spotřebitelské ceny a mzdový růst, což by navyšovalo inflační očekávání, která jsou součástí aktuální cenotvorby. Nicméně poslední data indikují na kulminaci inflace, což by spolu s očekávaným poklesem domácí poptávky mělo ECB přimět ke **zpomalení tempa**

Přebytečná likvidita ECB



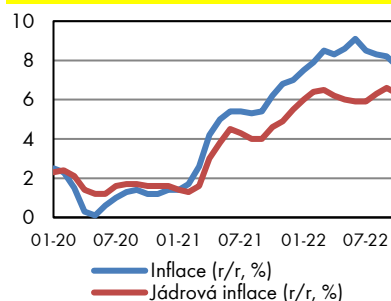
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Očekávaný růst HDP v 2023



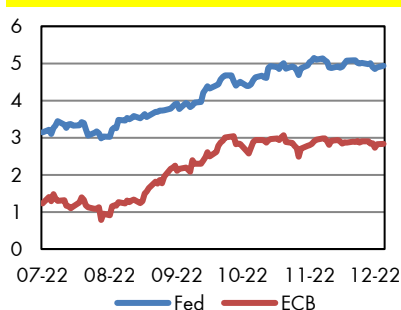
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Zvýšená inflace v USA



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Očekávaná finální výše sazeb



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Pozn: výše sazeb očekávaná po zasedání v červnu 2023; Fed funds rate a depozitní sazba ECB

zvyšování sazeb na 50 bazických bodů v prosinci, následované kumulovaným zvýšením o dalších 50bb během 1Q23. Ohledně snižování nadměrné likvidity se ECB rozhodla **zpřísnit podmínky v rámci TLTRO** půjček s cílem jejich předčasného splacení obchodními bankami. Program TLTRO byl zkonstruován jako podpůrný úvěrový nástroj, který ale převzal podobu bezrizikových zisků pro banky a nezapadá tak do procesu utahování měnové politiky. Další argument pro ECB je, že stažením likvidity přes TLTRO si centrální banka připravuje prostor pro případné spuštění programu TPI, aniž by tím navyšovala svou bilanci.

Razantní oživení se od americké ekonomiky neočekává

Po dvou mezikvartálních poklesech v řadě si ve třetím čtvrtletí dokázala americká ekonomika přeci jen polepšit a rostla anualizovaně o 2,7 % (mezičtvrtletně tak zhruba o 0,8-0,9 %). Na první pohled dobrý výsledek ale stojí zejména na pozitivním meziročním přírůstku na straně zahraničního obchodu, a naopak **spotřeba domácností pod dlouhodobým průměrem spolu s razantním zpomalením investic domácností do nemovitostí** varuje před dalším zpomalováním amerického HDP. Kromě vysokých cen se začínají na americkém trhu promítat i prvotní dopady rychle rostoucích úrokových sazeb, které Fed začal zvyšovat letos v březnu. Trh práce přitom zatím vývoj v kombinaci se slabším výhledem nereflektuje a nezaměstnanost i podle posledních listopadových dat zůstala pod 4 % v blízkosti historických minim. Výraznější otočku kormidlem tak od Fedu očekávat nelze a restriktivní měnová politika bude pravděpodobně přidušovat americkou ekonomiku i v nejbližších kvartálech. Konsenzus predikcí tak předpokládá, že **v letošním roce americká ekonomika poroste ještě o v celku slušných 1,8 %. V příštím roce by ale měl růst zpomalit jen na +0,4 %**. V roce 2024 se pak dostaví oživení, výhledově ale i očekávání ohledně něj v posledních měsících klesají a mediánový odhad předpokládá růst HDP o 1,3 %, tedy pod dlouhodobým potenciálem.

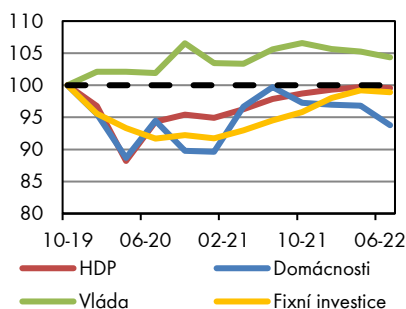
Inlace v USA, tentokrát snad již opravdu za vrcholem

V měsíčních statistikách si meziroční míra inflace svůj vrchol vybrala již v červnu (9,1 %) a od té doby výsledky statistického úřadu končí níže a níže. Poslední říjnová čísla ukázala na **meziroční růst cen o 7,7 %** a pro trhy šlo o vítanou vzpruhu. Ještě důležitější pak ale byl meziroční výsledek **jádrové inflace**, která po zářijovém 40letém maximu také poklesla. Trhy tak věří v postupné zpomalování růstu cen, byť tempo i kvůli napjatému trhu práce nemusí být nijak závratné. Optimisticky působí pokles cen u ojetých aut nebo oblečení, tempo růstu pak zpomalilo u potravin nebo zdravotnického zboží. Přesto není vše jen růžové. Ceny v restauracích dále rostou, spolu s tím i ubytování v hotelech a celkově jsou domácí tlaky přizívány nadprůměrným růstem mezd, který plyne nejen z již pozorované inflace, ale i napjatého trhu práce. **Konsensus odhadů počítá se scénářem, že letos inflace dosáhne v průměru 8,1 %**. Zatímco zde se toho již příliš nezmění, důležitější je výhled pro rok 2023. **Na ten je předpokládána průměrná inflace dosahující 4,3 %**, tedy stále nad cílem Fedu. Zpomalit by pak směrem k němu měla až v roce 2024, podle odhadů v průměru na 2,5 %.

Tempo hiků zpomalí, růst sazeb ale nekončí

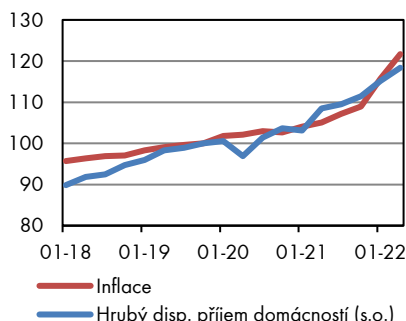
Na prosincovém zasedání pravděpodobně Fed poprvé poleví v ostře jestřábím tempu a po 4 zvýšeních o 75bb v řadě přijde na řadu náznak přibližování se k cíli. **Hike o 50bb** je ale z historické perspektivy i nadále neobvyklý a značí ochotu centrální banky rychle se prodírat dále do restriktivního teritoria. Naše prognóza počítá se scénářem, že prosincovým zvýšením cyklus utahování ještě končit nebude a začátkem roku 2023 doručí Fed kumulované zvýšení sazeb o 50bb, **čím před stabilitou dostane základní úrokovou sazbu do pásma 4,75–5,00 %**. Pokračovat zároveň bude v redukcii své vysoké rozvahy, která podle listopadových dat stále přesahuje 8,5 bilionu USD. O prvním snižování na nejbližších zasedání řeč jistě nebude, přesto výhledově bude trh zajímat, kdy

Růst HPD a složek (4Q19=100)



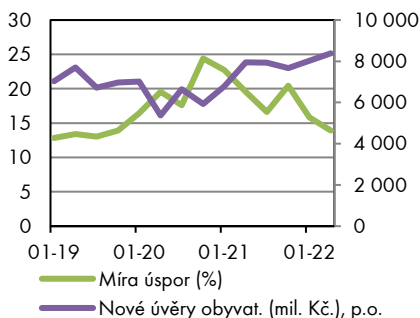
Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Inflace a příjmy (4Q19=100)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Čerpání úspor a úvěrů



Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Pozn: Míra úspor spočítána jako poměr
hrubých úspor k hrubému disponibilnímu
důchodu (sez. oč.)

by se tak mohlo stát. V naší prognóze předpokládáme, že **sazby poprvé klesnou až začátkem roku 2024** a snižování bude spíše jen pozvolné, tempem zhruba o 25bb za čtvrtletí.

Česká ekonomika – zlepšující se vyhlídky od druhé poloviny 2023

Podle zpřesněného odhadu HDP v 3Q22 mezikvartálně poklesl o 0,2 %, primárně vlivem poklesu reálné spotřeby domácností, což bylo na druhé straně limitováno oživením průmyslové výroby a exportu na pozadí zlepšení situace v logistice. Optikou průzkumů mezi průmyslovými podniky ale bude objem výroby slábnout a stejným směrem se s rekordně zápornou reálnou mzdou (o 10 % r/r v 2Q22) vydají i spotřební výdaje domácností. S ohledem na očekávaný pokles ekonomické aktivity v eurozóně bude navíc chybět kladný impuls zahraniční poptávky. **V 4Q22 tak podle naší prognózy následuje pokles reálného HDP o 0,5 % a poblíž stagnace zůstane i v 1Q23**, což HDP dostane do záporných hodnot také v meziročním srovnání (okolo -0,2 %).

Očekávání ohledně následujícího oživení, počínaje druhou polovinou roku 2023, jsou stejně jako v případě eurozóny opatrná, kdy energetická krize představuje strukturální zásah do ekonomiky. Po dobu adaptace na šok se přechodně sníží její potenciál. Tento efekt vnímáme v případě české ekonomiky v porovnání s eurozónou jako významnější z důvodu silnější orientace českého hospodářství na průmysl, a s tím související vyšší energetické náročnosti. Proces změn ve využití energetických zdrojů ale na druhé straně otevírá potřebu investic, pro které jsou navíc k dispozici prostředky z EU fondů – z programu RRF bylo dosud využito necelých 14 % z celkové alokované částky. Ve srovnání s eurozónou dále česká ekonomika dříve pocítí působení měnové politiky skrz úrokový kanál, jelikož ČNB odstartovala cyklus zvedání úrokových sazeb dříve než ECB.

Dosavadní vývoj ekonomiky zapadá do naší dosavadní prognózy a přicházející data a informace nás nenutí k výrazné změně předpokladů. **Letos proto nadále očekáváme průměrný meziroční růst reálného HDP o 2,5 % a v roce 2023 o 0,9 %**. Dosažení předcovidové úrovně očekáváme v 3Q23. Z důvodů zhoršení výhledu externího prostředí je ale odhad pro příští rok zatížen rizikem pomalejšího růstu. V roce 2024 by měl HDP dosáhnout 3,3 %.

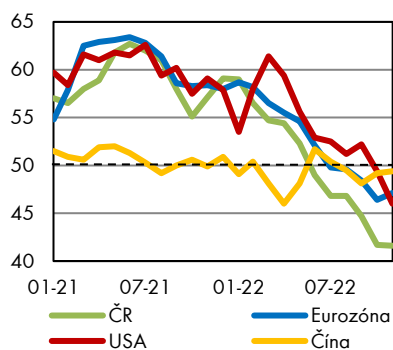
Složky HDP

Z pohledu struktury vývoje ekonomiky nedošlo oproti minulé prognóze k zásadním změnám. I nadále počítáme s tím, že ekonomickou aktivitu ztlumí především **výdaje domácností**. Po letošním poklesu o 0,7 % v meziročním srovnání očekáváme pro příští rok v průměru zhruba stagnaci. Propad spotřeby aktuálně snižuje klesající míra úspor při růstu objemů spotřebitelských úvěrů a v roce 2023 se přidá návrat reálných mezd zpět do meziročně kladných čísel. **Fixní investice** letos mohou meziročně přidat 5,2 % a příští rok 1,3 %. Pokles využití kapacit v ekonomice a důvěry v průmyslu indikují zpomalující tempo investic. **Tvorba zásob** by měla klesat na pozadí zlepšující se situace v dodavatelských řetězcích. **Vládní výdaje** přispějí do HDP kladně díky vládním investicím a výdajům spojených se snížením dopadu cen energií na firmy a domácnosti. **Zahraniční obchod** přispěje letos vzhledem k vysokým cenám dovozu do meziročního HDP negativně ve výši 0,3pb. Příští rok počítáme s kladným příspěvkem.

Rozpolcený stav českého průmyslu

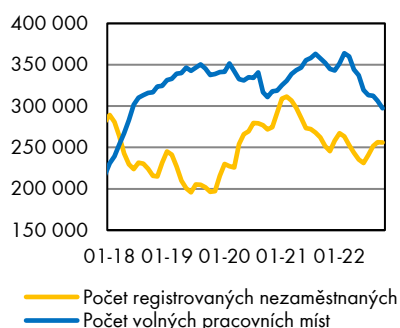
Český průmysl se v posledních měsících nacházel v rozpolceném stavu, kdy na jednu stranu nízká srovnávací základna v automotive vytvářela jeden silný meziroční výsledek za druhým, podrobnější výsledek ale jasně ukazoval, že zbytek sektorů se začíná zadýchávat. To pak platí obzvlášť pro nejvíce energeticky náročná odvětví. Předběžné ukazatele příliš prostoru pro zlepšení nenabízí, a očekáváme tak, že **v dalších měsících bude**

PMI pro zpracovatelský sektor



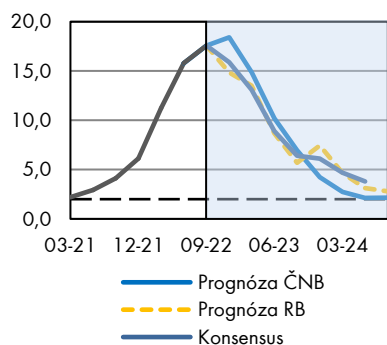
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Míra nezaměstnanosti MPSV



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Prognóza vývoje inflace (r/r, %)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Pozn.: Konsensus průzkumu od Bloomberg (ke konci listopadu 2022)

vyrchávat pozitivní efekt nízké srovnávací základny a měsíčně zveřejňované výsledky nabídnou spíše více pesimistický pohled. Dlouhodobější oživení českého průmyslu bude bržděno slabším globálním ekonomickým vývojem, kdy bude docházet k ochlazení poptávky u našich obchodních partnerů. I nadále tak **pro rok 2023 očekáváme výsledek v blízkosti nuly**, kdy silnější bude zejména druhá polovina roku. V roce 2024 se pak podle nás tuzemský průmysl bude posouvat směrem k dříve pozorovaným výsledkům, a produkce by tak mohla růst zhruba o 5 %.

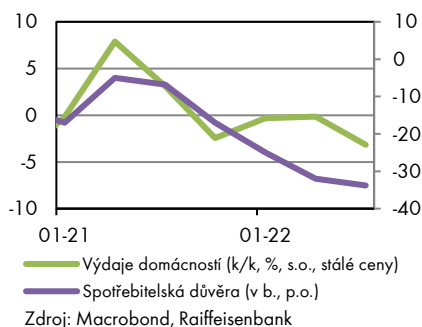
Nezaměstnanost v ČR vzroste ke 4 %

Česko z pohledu trhu práce i nadále patří k evropským rekordmanům, kdy obecná míra nezaměstnanosti zůstává nejnižší v rámci EU. **Přesto se ani tuzemskému trhu práce vlna ochlazení nevyhne**, a očekáváme tak mírné zhoršení. Takový trend ostatně naznačují i poslední data z trhu práce, kdy dochází k úbytku volných pracovních míst. Zatímco v první polovině roku na každého zájemce připadalo zhruba 1,4 volného pracovního místa, v říjnu už poměr klesl na 1,15:1. Silná vstupní pozice ale bude podle nás zabraňovat razantnímu nárůstu, a proto odhadujeme, že **podíl nezaměstnaných osob po letošních 3,4 % dosáhne v příštím roce v průměru 4,0 %**. K hranici 4 % přitom nezaměstnanost patrně vystoupá již koncem letošního roku, kdy negativní sentiment bude podpořen sezónními vlivy, které historicky v zimních měsících ženou nezaměstnanost měřenou MPSV výše. V druhé polovině příštího roku pak očekáváme postupné ekonomické ožívání, které zabrání tomu, aby se zpožděním reagující nezaměstnanost rosla i v roce 2024. Trh práce se tak znovu začne více utahovat a nezaměstnanost bude pomalým tempem klesat k průměrným 3,6 % v roce 2025.

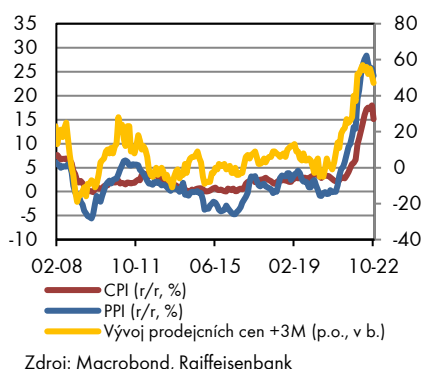
Inflaci potáhnou energie, brzdou bude skomírající poptávka

Vývoj inflace byl během 3Q22 nakonec umírněnější, než naše prognóza očekávala. Důvodem jsou fiskální opatření ohledně cen energií, díky nimž meziroční míra inflace v říjnu poklesla z 18 % na 15 %, přičemž bez vlivu vládního zásahu by míra inflace poskočila na 18,4 %. **Energie by měly hrát stěžejní roli ve vývoji inflace i v nastávajících několika kvartálech.** Zatímco v říjnu inflaci snížilo zrušení poplatků za obnovitelné zdroje a úsporný tarif, od listopadu by se v měsíčních zálohách mohlo navíc projevit zastropování cen energií, což inflaci podle našich propočtů pustí jen mírně nad 15 %. V lednu ale počítáme s dalším výrazným navýšením k 16 % z důvodu přenastavení ceníků dodavatelů energií, jelikož přenos z velkoobchodních cen do spotřebitelských byl dosud jen částečný. Navíc s koncem roku 2022 odezní efekt úsporného tarifu, avšak růst cen energií bude dále limitován aktivním cenovým stropem. **Proinflační vliv cen energií bude tlumit ústup cen pohonných hmot a odeznívající jadrová inflace** z důvodu klesající domácí i zahraniční poptávky a zlepšení situace v dodavatelských řetězcích. Meziroční míra inflace tak v naší prognóze postupně zvolňuje a dosahuje jednociferného tempa v květnu 2023. Trend ústupu míry meziroční inflace by měl být přechodně přerušen v závěru příštího roku, kdy počítáme s dalším proinflačním impulzem ze strany energií s příchodem nové topné sezóny a očekávaným zvýšením velkoobchodních cen elektřiny (dle futures kontraktů). Inflaci vytlačí vzhůru také snížená srovnávací základna z letošního podzimu. V roce 2024 očekáváme návrat inflace na klesající trajektorii a v jeho závěru by měl být dosažen dvouprocentní cíl stanovený ČNB. **Pro letošní a příští rok jsme po zohlednění vládních opatření snížili výhled na inflaci z 16,3 % na 14,9 % pro rok 2022 a z 10,3 % na 8,8 % pro rok 2023. V roce 2024 by inflace měla v průměru ještě přesahovat 3 %.** Důvodem pouze pozvolného snižování inflace je nejistota ohledně vývoje cen energií, opětovné oživení poptávky domácností v průběhu roku 2023 díky návratu reálných mezd

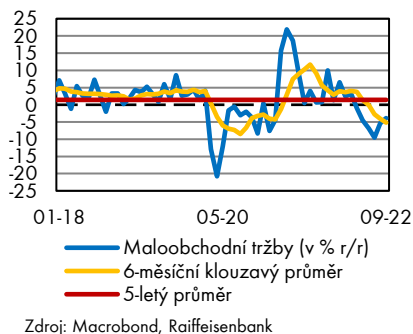
Klesající poptávka domácností



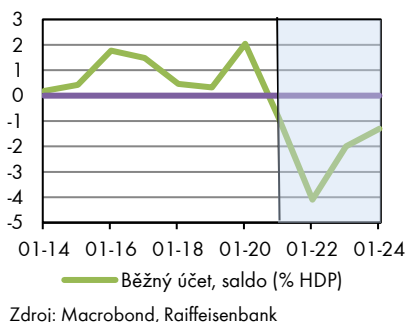
Inflace v bodě zlomu



Maloobchodní tržby



Pozice ČR vůči světu



zpět do kladných hodnot, a tendenci inflace stát se sebe-popohánějící v prostředí dvouciferného tempa po dobu několika měsíců.¹

Ceny průmyslových výrobců by se po epizodě prudkého nárůstu měly vracet zpět k nižším úrovním. **Po letošním meziročním tempu v průměru poblíž 24,8 % následuje růst o 8 % v roce 2023 a o 2,3 % v roce 2024.** Důvodem je odeznívání dosavadních proinflačních tržních faktorů v čele se zdražením energetických a jiných surovin a frakcí v dodavatelských řetězcích způsobujících cenové tlaky. Navíc již dochází k znovunastolení rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou, která byla po skončení covidových restrikcí narušena. Průmyslové vstupy by tak měly zlevňovat, a tím snižovat výrobní náklady. Opačným směrem by ale měly nadále působit jednotkové náklady práce vzhledem k očekávanému zvýšení dynamiky nominálních mezd.

Tržby v maloobchodu se zlepší až ve druhé polovině 2023

Ve statistice maloobchodních tržeb jsou již pozorovatelné známky snižování výdajů domácností. S výjimkou prvních dvou měsíců letošního roku a měsíce září tržby v maloobchodu očištěné o inflaci měsíc co měsíc klesaly. V nominálním vyjádření ale meziměsíčně rostly, což ukazuje, že spotřebitelé v inflačním prostředí vynaložili vyšší výdaje za menší množství zboží či služeb. **V nejbližších několika měsících by měly maloobchodní tržby zůstat utlumené.** Průměrná reálná mzda zůstává v záporu a spotřebitelská důvěra je s obavou z recese historicky slabá. Jistou stabilitu prozatím dodává snižující se míra úspor a růst spotřebitelských úvěrů. Vytvralejší kladný impuls ale poskytuje prognóza trhu práce, která nepočítá s výrazným ochlazením. Přidáme-li k tomu vysoká inflační očekávání i politické klima, lze očekávat vzestupnou mzdovou dynamiku. V průběhu příštího roku se mzdy dle prognózy dostanou reálně mírně do plusu a ekonomika bude mezikvartálně pozvolna růst, zatímco inflace klesat. V důsledku toho očekáváme zlepšení spotřebitelské nálady s pozitivním dopadem pro maloobchod. **Po letošním meziročním poklesu tržeb (vyjma aut) o 2,2 % (reálně) by měl v příštím roce následovat růst o 0,7 %.**

Bilance zahraničního obchodu ještě příští rok v deficitu

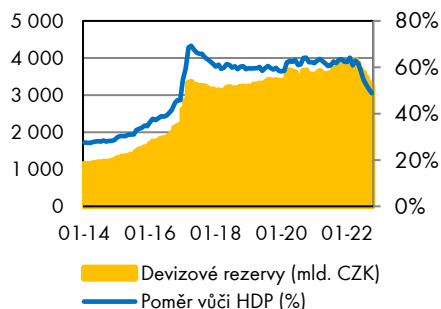
Bilance zahraničního obchodu se zbožím se letos vyjma ledna držela v deficitu, kdy vysoké ceny energií i jiných komodit navyšovaly hodnotu dovozů a chybějící výrobní vstupy ochromily zpracovatelský průmysl, a tím i vývozy. V závěru roku dochází ke zlepšení situace, kdy **ceny komodit klesají a průmysl táhne oživení automobilového průmyslu, což kladně působí na straně exportů.** Deficit zahraničního obchodu by se tak měl po zbytek roku držet již v nižších jednotkách miliard. **Za celý rok 2022 by mohl deficit dosáhnout 202 mld. Kč** (oproti 221 mld. Kč v letní prognóze). **V příštím roce predikujeme nadále zápornou bilanci poblíž 110 mld. Kč** (oproti 140 mld. Kč v letní prognóze). Export by měl sice krátkodobě těžit z dosud naakumulovaných zakázek, jakmile ale budou vyčerpány, narazí na klesající zahraniční poptávku. Na druhé straně bilance bude ale zpomalovat tempo dovozů kvůli klesající domácí poptávce – v prognóze počítáme s utlumenou spotřebou domácností i dovozně náročnými fixními investicemi. **V roce 2024 očekáváme i nadále s přesunem bilance zpět do kladných hodnot díky silnějšímu oživení v globální ekonomice.**

ČNB – stabilita sazeb, další zastávka snižování

Poprvé na srpnovém zasedání změnila ČNB taktiku a po 9 navýšení v řadě rozhodla o stabilitě úrokových sazeb. Stejně pak rozhodla v září i v listopadu. V původní prognóze

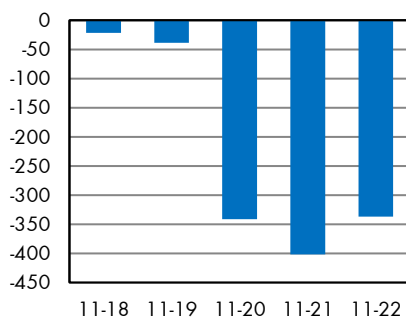
¹ II. Inflation: a look under the hood (bis.org)

Devizové rezervy ČNB



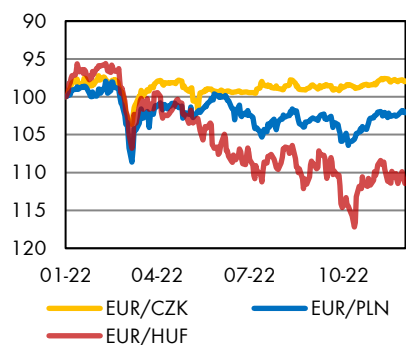
Zdroj: Bloomberg, ČNB, Raiffeisenbank

Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank
Pozn.: Stav státních financí ke konci listopadu daného roku

Vývoj FX v regionu (01/22=100)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank
Pozn.: invertovaná osa y - směrem nahoru znamená silnější měnu vůči EUR

jsme nevyklučovali možnost, že by Česká národní banka navzdory více holubičímu složení mohla v závěru letošního roku ještě přistoupit k „emergency hiku“, který by spíše než fundamentální změnu, představoval signál pro trh, že bankovní rada je ochotna zvyšovat sazby, pokud to situace bude vyžadovat. **V nové prognóze tento předpoklad opouštíme**, byť ani ne tak proto, že by se česká ekonomika dokázala proinflačních rizik zcela zbavit. Nižší, než očekávaná říjnová inflace sice překvapila, snížení šlo ale především na vrub vládních opatření, bez kterých by došlo k dalšímu zvýšení meziroční míry inflace. Důvodem je tak spíše to, že současná bankovní rada několikrát jasně naznačila, že preferuje stabilitu pro ekonomiku a raději než zvyšovat sazby a následně je rychle snižovat se bude snažit nastavení sazeb určitým způsobem „vyhlazovat“. Druhým zásadním důvodem je fakt, že **v posledních měsících se snížil i tlak na korunu a objemy intervencí proti letním vrcholům významně poklesly**. Od konce září dokonce ČNB podle předběžných odhadů nemusela intervenovat ve prospěch koruny vůbec. **Ke konci roku 2022 tak základní úroková sazba podle naší prognózy setrvá na úrovni 7 %, první snižování by mělo přijít v druhé polovině příštího roku**, zhruba tempem o 25bb na každém zasedání. Spolu s postupným návratem inflace k 2 % cíli by rychlost snižování mohla druhé polovině roku 2024 zrychlit. Na neutrální úroveň, kterou odhadujeme zhruba na 2,5-3,00 % by se ČNB měla dostat začátkem roku 2025.

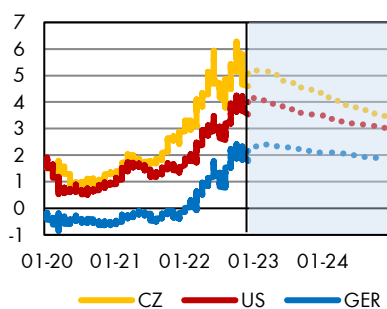
Státní rozpočet pod tlakem války a růstu cen

Poslední listopadová čísla ohledně plnění státního rozpočtu směřují k začátkem listopadu schválenému deficitu, který by v letošním roce měl dosáhnout 375 mld. Kč. V roce 2023 vláda předpokládá, že se část záporného salda povede snížit, a hospodařit tak bude s o 80 mld. nižším deficitem, tedy ve výši 295 mld. Kč. V roce 2024 podle našeho odhadu bude deficit dosahovat zhruba 240 mld. Kč, což by mělo odpovídat necelým 3 % HDP, kdy dostání pod tuto úroveň je jednou z podmínek plnění mastrichtských kritérií ohledně veřejných financí. Stoupat ale bude i kvůli vyšší dluhové službě celkové zadlužení, kdy v příštím roce by celkový dluh mohl odpovídat zhruba 46 % HDP. **Zásadní bude v nejbližší budoucnosti především to, jak se podaří současné vládě adresovat vysoké strukturální saldo**, které vede rozpočet do záporných čísel i při normálním stavu české ekonomiky, natož během turbulentní doby jako je ta aktuální.

Koruna zůstane v příštím roce pod tlakem

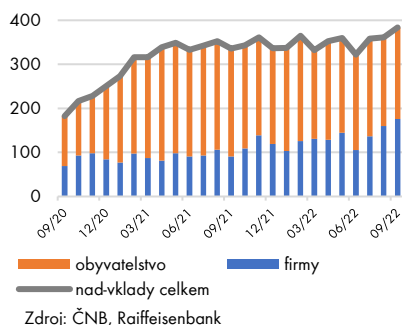
Koruna v předchozích měsících těžila z intervencí ČNB, kdy tuzemská centrální banka zabráňovala výkyvům ve směru slabšího kurzu a víceméně se chovala jako některé zahraniční centrální banky při udržování měny ve vymezeném fluktučním pásmu před vstupem do evropského mechanismu směnných kurzů (ERM II). Od letošního května tak koruna takřka neoslabil přes hranici 24,80 EUR/CZK. Zatímco v polovině léta byl tlak na korunu ještě relativně intenzivní a například během července využila ČNB v rámci jednoho měsíce k obraně koruny zhruba 7 % svých rezerv, v dalších měsících potřeba výrazněji intervenovat ustupovala. Trh tak nechal korunu více vydechnout a ta spolu s návratem globálního optimismu začala opět posilovat. Z části ale tento vývoj považujeme za předčasný či příliš optimistický a předpokládáme, že **ve střednědobém horizontu bude koruna spíše mírně oslabovat**. Letošní rok by tak mohla uzavřít v okolí 24,5 EUR/CZK. Slabší ekonomický vývoj na přelomu roku spolu s výhledem dřívějšího snižování sazeb (=snižování úrokového diferenciálu) ze strany ČNB než u ECB a Fedu může dostávat korunu pod tlak i ve zbytku příštího roku. Očekáváme tak další postupné oslabování k 24,7 EUR/CZK. Dlouhodoběji by naopak kombinace ekonomického oživení v roce 2024 a snižování sazeb u hlavních centrálních bank měla podpořit korunu, a ta by se tak od začátku roku 2024 měla vrátit na svou dlouhodobou trajektorii apreciacie.

Výnos 10letého st. dluhopisu (%)



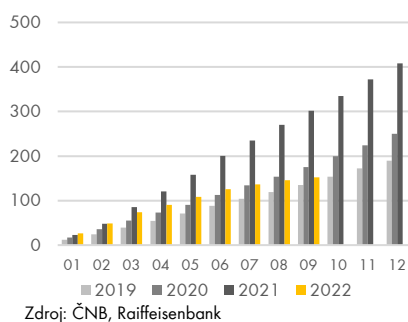
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

Nad-vklady (mld. Kč)



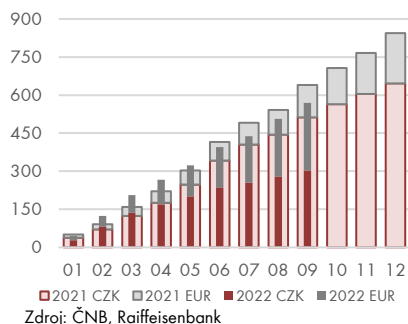
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové hypotéky (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Nové firemní úvěry (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Vládní dluhopisy by měly následovat globální trend

Po zveřejnění nižší než očekávané americké a české říjnové inflace zaměřily výnosy dluhopisů níže, a to jak v případě kratších, tak delších splatností. Platilo to jak pro americké, evropské, tak i pro české státní dluhopisy. Kombinace mírnějších očekávání ohledně dalšího postupu centrálních bank s určitou dávkou očekávání, že vrchol inflace je již minulostí vedla k poměrně svižnému tržnímu posunu. Na současných úrovních se podle nás v nejbližších měsících situace ustálí, u delších splatností mohou výnosy do konce roku i mírně růst. **Dlouhodoběji ale očekáváme pokles celé české výnosové křivky** i v souladu s námi očekávaným obdobným vývojem v zahraničí. Výnos desetiletého českého dluhopisu by se na konci letošního roku měl pohybovat kolem 5,2 %, na konci roku 2023 pak o necelý procentní bod níže. U dvouletého bondu bude vývoj závislý zejména na měnové politice ČNB. Postupné snižování sazeb od druhé poloviny příštího roku by mělo vést i ke snižování výnosů, kdy na konci roku 2022 očekáváme 5,9 %, na konci roku 2023 pak 5,3 %. Tempo výrazněji zrychlí až s očekávaným rychlejším snižováním úrokových sazeb během roku 2024, a na jeho konci tak výnos dvouletého bondu podle naší prognózy poklesne k 3,3 %. **Spolu s tím by mělo dojít i k překlopení výnosové křivky z dosavadní inverze**, ve které se od loňského října nachází.

Bankovní sektor – firmy se drží, obyvatelstvu dochází dech

Třetí čtvrtletí nepřineslo ve vývoji bankovního sektoru žádnou výraznou změnu dosavadních trendů. Zatímco jsme v úvodu roku předpokládali, že zvýšené životní a provozní náklady přimějí obyvatele a firmy k využití rezerv naspořených v době covidových uzavírek, převážily v průběhu roku obavy z budoucího ekonomického vývoje, které jsou vždy motivací k vyšší míře úspor. Projevu se to především **ve firemním sektoru, kde objem nad-vkladů dosahuje aktuálně svého maxima**. Vklady obyvatelstva značně zpomalily tempo růstu, tudíž i objem nad-vkladů se ve srovnání se svým maximem z dubna 2021 snížil zhruba o 50 mld. Kč, přesto však zůstávají vysoko okolo 200 mld. Kč. **Udržení vysoké míry úspor nahrává i nárůst úrokových sazeb**, navíc s výhledem jejich setrvání na vyšší úrovni po delší dobu, než se původně očekávalo. Následkem je i **postupný přesun vkladů z běžných účtů na účty termínované**, které tak zvýšily svůj podíl z loňských průměrných 23 % na aktuálních 35%. Podobný vývoj vkladů předpokládáme i v první polovině příštího roku.

V produkci nových úvěrů pokračuje rapidní propad poptávky po hypotečních úvěrech. Ve třetím čtvrtletí jich bylo poskytnuto lehce pod 27 mld. Kč, což je hodnota, kterou nové hypotéky běžně dosahovaly v rámci jednoho měsíce a častěji i mnohem více. V součtu je objem nových hypoték poskytnutých od počátku roku o 49,5 % nižší než v loňském roce. Působí to dramaticky, avšak svou roli tu hraje srovnávací základna, neboť minulý rok byl pro hypotéky mimořádně úspěšný. Ve srovnání s posledním před-covidovým rokem 2019 je letošní objem nových hypoték stále o téměř 13 % vyšší. Naopak **nové spotřebitelské úvěry udržují stabilní dynamiku** a jejich letošní objem 70,5 mld. Kč je nejvyšší za posledních pět let. **U nových firemních úvěrů pozorujeme přesun z úvěrů denominovaných v českých korunách k úvěrům eurovým**. Je to naprosto logické, neboť zatímco průměrná úroková sazba korunových úvěrů se z loňských 1,64 % vyhoupla na letošní úroveň 7,26 %, průměrná sazba nových eurových úvěrů vzrostla jen nepatrně z 1,40 % na letošních 1,70 %. Důsledkem je, že **podíl eurových úvěrů na celkové produkci nových firemních úvěrů vystoupal z loňských 20 % na 47%**. V součtu pak nefinanční podniky načerpaly od počátku roku 569 mld. Kč v nových úvěrech, což je hodnota jen o 11% nižší než v loňském roce.

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. 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 třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o 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 nebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

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

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

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

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

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

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního 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 („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 nutně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo 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 společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidruženi k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB anebo RB ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI není jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně 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 prodeje finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizujícím 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 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 Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě 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_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 Raiffeisenbank a.s. 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/>.