

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomika eurozóny dosáhne předkrizové úrovně již koncem roku
- V USA ekonomiku požene masivní fiskální stimul, aktuálně ji ale trápí nabídková strana
- ECB změnila definici inflačního cíle a upravila forward guidance, v praxi se ale mnoho nezmění
- Pod tlakem silící inflace Fed drží linii a na úrokové sazby patrně sáhne až začátkem roku 2024
- Ekonomika ČR překvapila pomalým rozjezdem, ve zbytku roku ale čekáme akceleraci
- Průmysl a zahraniční obchod balancují na hraně mezi příznivou poptávkou a komplikacemi ve výrobě
- Maloobchod svižně ožívá a již se přizpůsobil vlivům pandemie
- Inflace v létě přešlapuje v blízkosti 3 %, koncem roku tuto hranici zřejmě opět překoná
- České sazby půjdou nahoru, virus je ještě může přibrzdit, nikoliv však zastavit
- Návrh státního rozpočtu má v sobě spoustu vaty, deficit míří níž
- Koruna zůstává ve vleku pandemie, bude pokračovat v posilování, byť s fluktuacemi

Makroekonomická predikce	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 410	5 790	5 695	6 037	6 420	6 723
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,2	3,0	-5,8	3,7	4,4	3,0
HDP na hlavu (EUR)	19 880	21 179	20 146	21 963	23 980	25 387
Průmyslová výroba, r/r %	3,0	-0,2	-7,2	9,5	5,0	4,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,2	2,8	3,6	3,9	3,7	3,6
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	8,2	7,9	3,2	4,4	5,3	5,6
PPI, r/r %, průměr	2,1	2,6	0,1	6,0	3,1	0,9
CPI, r/r %, průměr	2,1	2,8	3,2	2,8	2,4	2,2
CPI, r/r %, konec období	2,0	3,2	2,3	3,3	2,3	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	0,9	0,3	-6,1	-6,3	-3,9	-3,4
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	32,6	30,3	38,1	42,0	43,4	44,9
Obchodní bilance, mld. Kč	99	146	181	177	175	171
Běžný účet, % HDP	0,5	0,3	3,6	2,4	1,2	0,6
CZK/EUR, průměr	25,6	25,7	26,5	25,9	24,9	24,6
CZK/USD, průměr	21,7	22,9	23,3	21,0	20,2	19,7
2T Repo sazba ČNB, průměr	1,06	1,92	0,77	0,55	1,50	2,15
3M PRIBOR, průměr	1,3	2,1	0,9	0,7	1,7	2,3
2letý výnos, průměr	1,0	1,4	0,4	0,8	1,7	2,1
5letý výnos, průměr	1,4	1,3	0,9	1,5	2,2	2,5
10letý výnos, průměr	2,0	1,6	1,1	1,8	2,4	2,8

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	-2,7	4,5	5,3	4,5
Maďarsko	-5,2	6,0	5,5	4,0
ČR	-5,8	3,7	4,4	3,0
Slovensko	-4,8	5,0	5,0	4,5
SE	-4,0	4,6	5,1	4,1
Rumunsko	-3,9	7,5	4,7	4,5
Bulharsko	-4,2	3,0	4,0	4,3
Chorvatsko	-8,0	5,1	4,9	4,0
Srbsko	-1,1	6,5	4,0	3,5
Bosna a Her.	-4,6	3,8	3,6	3,5
Albánie	-4,0	5,7	4,4	3,9
Kosovo	-2,7	6,1	5,5	4,3
JVE	-4,1	6,2	4,5	4,2
Rusko	-3,0	2,3	1,3	1,5
Ukrajina	-4,0	3,8	3,5	3,0
Bělorusko	-0,9	0,5	2,0	2,0
SNS	-3,0	2,4	1,5	1,7
eurozóna	-6,7	4,5	4,0	2,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	3,4	4,1	3,2	2,6
Maďarsko	3,3	4,7	3,8	3,3
ČR	3,2	2,8	2,4	2,2
Slovensko	2,0	2,0	3,0	2,5
SE	3,0	3,6	3,0	2,6
Rumunsko	2,6	4,2	3,8	3,2
Bulharsko	1,7	2,3	3,0	3,0
Chorvatsko	0,1	1,8	1,6	1,8
Srbsko	1,6	2,1	2,4	2,6
Bosna a Her.	-1,0	1,3	1,5	2,0
Albánie	1,6	1,8	2,4	2,7
Kosovo	0,2	1,7	1,9	2,0
JVE	1,8	3,2	3,1	2,9
Rusko	3,5	5,7	4,6	4,0
Ukrajina	2,7	9,0	6,7	5,0
Bělorusko	5,5	9,7	8,1	6,0
SNS	3,5	6,2	4,9	4,2
eurozóna	0,3	1,7	1,4	1,5

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	4,44	4,51	4,30	4,26
Maďarsko	351,2	353,0	350,0	350,0
ČR	26,6	25,9	24,9	24,6
Rumunsko	4,84	4,92	4,95	4,97
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,53	7,53	7,53
Srbsko	117,6	117,6	117,7	117,9
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123,8	122,6	122,5	122,0
Rusko	82,7	88,6	87,1	88,9
Ukrajina	30,7	33,2	34,4	35,4
Bělorusko	2,78	3,32	3,81	3,92
USA	1,14	1,20	1,23	1,23
Švýcarsko	1,07	1,10	1,12	1,12

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	IX-21	XII-21	III-22
Polsko	0,10	0,10	0,10	0,25
Maďarsko	1,20	1,80	2,10	2,10
ČR	0,50	0,75	1,00	1,25
Rumunsko	1,25	1,25	1,25	1,50
Rusko	6,50	6,75	6,75	6,75
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	0,25	0,25	0,25	0,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	IX-21	XII-21	III-22
Polsko	0,11	0,2	0,2	0,4
Maďarsko	1,35	2,0	2,2	2,2
ČR	0,78	0,9	1,2	1,5
Rumunsko	1,37	1,6	1,6	1,8
Chorvatsko	0,18	0,3	0,3	0,3
Rusko	6,39	7,4	7,4	7,4
eurozóna	-0,55	-0,6	-0,6	-0,5
USA	0,12	0,2	0,2	0,2

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

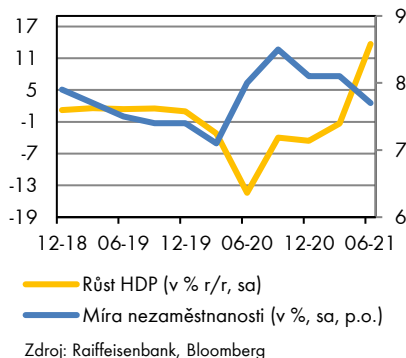
10letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	IX-21	XII-21	III-22
Polsko	1,67	1,8	2,0	2,0
Maďarsko	2,78	3,2	3,2	3,3
ČR	1,70	1,8	2,1	2,3
Rumunsko	3,69	3,5	3,6	3,7
Chorvatsko	0,51	0,7	0,7	0,7
Rusko	6,91	7,3	7,3	7,3
eurozóna	-0,48	-0,1	-0,1	-0,1
USA	1,17	1,9	1,9	1,9

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí

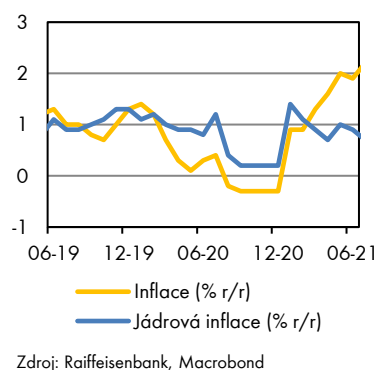
Eurozóna



HDP eurozóny dosáhne ještě letos předkrizových hodnot

Po skončení Velikonoc došlo v řadě členských států eurozóny k pozvolnému uvolnění pandemických restriktivních opatření. To zažehlo ekonomické oživení popoháněné především spotřebou domácností, které potvrdil předběžný výsledek reálného HDP za druhé čtvrtletí růstem o 2,0 % mezikvartálně (o 13,7 % meziročně). Aktuální průzkumy ekonomického sentimentu ukazují na pokračování bujaré ekonomické aktivity. Znatelný mezikvartální růst (nad 1 %) očekáváme i po zbytek letošního roku. **V příštím roce se ekonomika přesune z postcovidového restartu do procesu dlouhodobějšího zotavování.** Pro letošní rok jsme navýšili odhad reálného HDP eurozóny z 4,3 % na 4,5 %. V roce 2022 počítáme s růstem o 4,0 % a v roce 2023 s 2,5 %. Předcovidové hodnoty by měly být dosaženy již koncem letošního roku. Ekonomika eurozóny bude v nadcházejících kvartálech těžit z **uvolnění měnové a fiskální politiky**, příznivého výhledu na globální ekonomiku, a dále také z finančních prostředků čerpaných v rámci Fondu Obnovy EU.

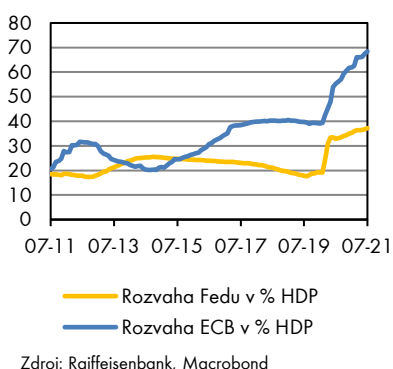
Spotřebitelské ceny v eurozóně



Inflace v eurozóně dočasně převýší 2 %

Inflace v eurozóně v červnu činila 1,9 % r/r, přičemž jádrová inflace dosáhla jen 0,9 % r/r. To ukazuje, že inflace byla významně tažena nízkou srovnávací základnou cen ropy. Tento efekt bude postupně slábnout. Nicméně v letních měsících se přidávají další proinflační faktory jako daňové úpravy, posuny v sezónnosti a přeceňování služeb a zboží po znovuootevření ekonomik. **Inflace tak bude patrně v nadcházejících měsících dočasně přestřelovat 2 % cíl ECB.** Ve střednědobém výhledu, po odeznění s pandemií souvisejících faktorů, ji očekáváme zpět pod 2 %.

Velikost rozvahy ECB a Fedu



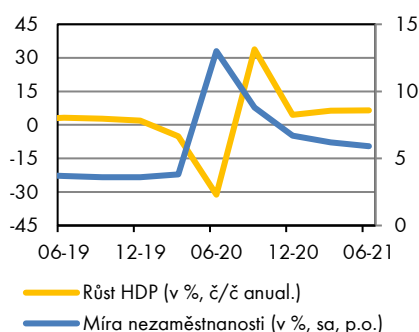
Změna sazeb v nedohlednu

ECB představila novou strategii. Hlavní změnou je nastavení **symetrického cíle inflace na 2 %** oproti předchozí definici „inflace blízko ale pod 2 %“. Definice inflačního cíle je nadále natolik flexibilní, že toleruje dočasné (přes-)podstřelování cíle. Dále ECB upravila tzv. **forward guidance**, ze které vyplývá, že nastavení úrokových sazeb je nově více podmíněno dosažením 2 % inflačního cíle. Od něj byla inflace v eurozóně v posledních letech vzdálena a jeho dosažení ECB neočekává ani v roce 2023 (s predikcí inflace na 1,4 %). Navíc ECB nevyhodnocuje jako splnění cíle krátkodobé dosažení 2 %. Inflace se musí držet na 2 % až do konce predikčního období. **Pro úrokové sazby to znamená, že zůstanou dlouhodobě nízké, s čímž trh ostatně již počítal.** Ve výsledku se tak v praxi nic zásadního nemění.

Ekonomika USA se rozjela pomaleji

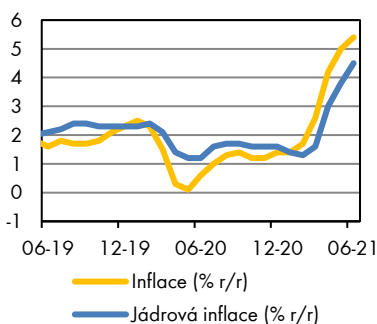
Americký HDP ve druhém čtvrtletí vzrostl o 6,5 % anualizovaně. Skončil tím pod mediánem tržního odhadu, jež činil 8,4 %. Nižší, než predikovaný růst jde pravděpodobně na vrub komplikacím na nabídkové straně. Naopak **hlavní oporou** ekonomiky byla **spotřebitelská poptávka**, která vzrostla o 11,8 % - druhý největší nárůst od 50. let 20. století. S postupným uzdravováním trhu práce, růstem mezd a progresem ve vakcinaci by měla **spotřebitelská poptávka** zůstat příznivá a nadále **táhnout ekonomický růst**. S pokračujícím oživením domácí i zahraniční poptávky díky rozvolňování restrikcí lze počítat i s **růstem investic**. Ty budou popoháněny masivními **fiskálními výdaji** a **expanzivní měnovou politikou**. Od ní se ale výhledově očekává zpříšňování nejprve přes snižování nákupu aktiv v rámci kvantitativního uvolňování a následně navýšování úrokových sazeb.

USA



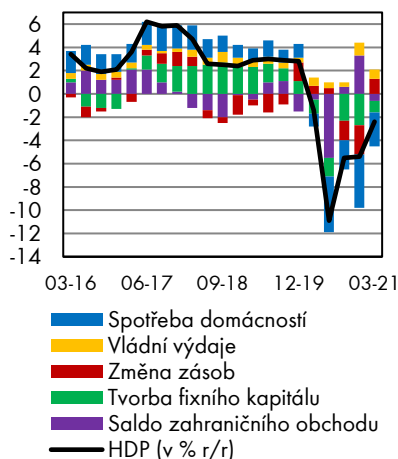
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Spotřebitelské ceny USA



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Inflační tlaky v USA jsou dočasného charakteru

Inlace je v USA aktuálně žhavým tématem. Ve druhém čtvrtletí měsíční **inflační statistiky** významně **překonávaly tržní očekávání**. V červnu růst spotřebitelských cen dosáhl meziročně na 5,4 % a ani v červenci se neočekává výraznější zvolnění. Překvapivě **vysoké tempo inflace** je ovšem významně **taženo kategoriemi citlivými na postpandemické otevírání ekonomiky**. Například ceny ojetých automobilů, u jejichž cen se navíc projevuje snížená výroba aut kvůli nedostatku součástek, tvořily 1,1pb z celkového 5,4% nárůstu. **Inlace** je tak **aktuálně tažena poptávkovými vlivy** v důsledku otevření ekonomiky a nabídkových faktorů (chybějící materiál spojený s rostoucí poptávkou).

Zásah Fedu je na obzoru

Struktura cenového růstu tak **Fedu** umožňuje držet se nadále argumentace pouze **přechodně zvýšené inflace**. Obtížné je ovšem určit, jak dlouhou dobu si pod pojmem „přechodně“ lze představit a jak silné cenové výkyvy ještě budou. J. Powell na posledním zasedání upozornil, že riziko inflace je aktuálně vychýleno směrem nahoru. Inflační vývoj je proto argumentem pro úvahy o brzkém zpomalení nákupu aktiv. Na druhé straně ale Powell zmínil, že oživení na trhu práce má před sebou ještě kus cesty. Je tudíž argumentem pro pokračování uvolněné měnové politiky. Aktuální vývoj vede k napětí uvnitř Fedu a během **letošního třetího kvartálu lze očekávat konkrétnější komunikaci postupu při snižování tempa nákupu aktiv**, k němuž podle nás následně dojde začátkem příštího roku. Lepší se situace na trhu práce a pokračující růst ekonomiky si posléze vynutí zvyšování úrokových sazeb, které očekáváme začátkem roku 2024, nevylučujeme ale ani rok 2023.

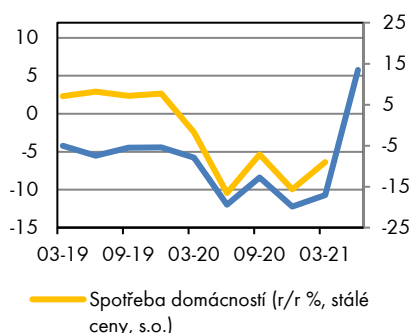
Česká ekonomika pozvolna ožívuje

Česká ekonomika vyšla ze zimní vlny epidemických uzavírek lépe, než očekávala naše květnová prognóza. Ztráty v prvním čtvrtletí dosáhly „pouze“ 0,3 % mezikvartálně. Ekonomika tak vstoupila do druhého čtvrtletí v relativně lepší kondici. V půlce dubna navíc došlo k vypnutí významné části restriktivních opatření. To se odrazilo v povzbudivých měsíčních statistikách z ekonomiky i ve vysokofrekvenčních datech. Pozitivně překvapil především maloobchod, kde tržby v dubnu meziměsíčně vzrostly reálně o 1,8 % a v květnu o 4,7 %. S pokračující postcovidovou „normalizací“ ekonomické aktivity počítáme, že dále zesílí jak spotřebitelská poptávka, tak investiční aktivity. Kladně působí i zlepšený výhled globální ekonomiky. **Růst reálného HDP pro letošní rok jsme proto navýšili z 3,1 % na 3,7 %**, což ukrajuje část ekonomického oživení z roku **2022, kdy predikujeme růst o 4,4 %** (v květnové prognóze o 4,8 %). **V roce 2023** nadále počítáme s růstem **v blízkosti 3 %**. Předcovidovou úroveň ekonomika dle nové prognózy i přesto dožene až začátkem příštího roku. **Nutno podotknout, že uzávěrka dat a zhotovení naší prognózy proběhlo před zveřejněním překvapivě nízkého růstu HDP ve druhém čtvrtletí**. Vyplývajícím **rizikům** se věnujeme na následujících straně.

Složky HDP: letos spotřeba, příští rok investice

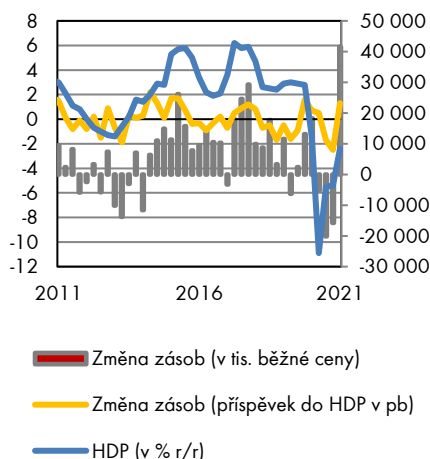
Z hlediska jednotlivých složek HDP bude **letos** nejvýznamnější položkou **spotřeba domácností** (s příspěvkem k HDP ve výši 1,5pb), následovaná **tvorbou zásob** (s příspěvkem k HDP ve výši 1,1pb). **Spotřeba vlády** si i letos udrží solidní tempo a do HDP přispěje 0,6pb, jelikož je nadále popoháněna s pandemií spojenými výdaji a nadcházejícími volbami letos v říjnu. Mírně negativní příspěvek očekáváme od **čistého exportu** (ve výši 0,2pb), jelikož obnova domácí poptávky je spojena s růstem objemu

Spotřeba by měla dále růst



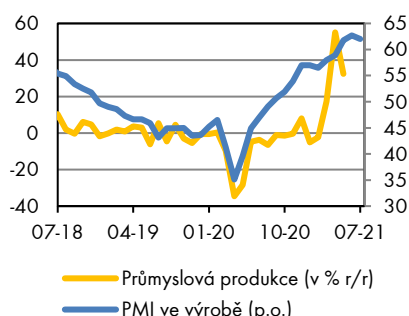
Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Tvorba zásob podpoří HDP



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

PMI přečte výkon průmyslu



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

importů, zatímco výkon exportu je navzdory příznivé zahraniční poptávce limitován nabídkovými vlivy, které zpomalují růst průmyslové výroby.

Po doplnění zásob předpokládáme, že firmy **v příštím roce** odstartují investiční cyklus. **Tvorba fixního kapitálu** by tím měla převzít prvenství z hlediska příspěvků do HDP (ve výši 1,9pb). Nicméně **spotřeba domácností** zůstane robustní na pozadí klesající nezaměstnanosti a růstu mezd (s odhadovaným příspěvkem do HDP ve výši 1,7pb). S odezněním pandemie a rostoucím apelu na fiskální konsolidaci se tempo **spotřeby vlády** sníží (s příspěvkem do HDP ve výši 0,2pb). **Čistý export** by měl kladně přispět k HDP (0,5pb). V roce **2023** se růst ekonomiky dle naší prognózy „stabilizuje“ poblíž **3 %**. Podpora se dostaví především realizací investic financovaných z fondu obnovy EU.

Zklamání v Q2 s sebou nese rizika

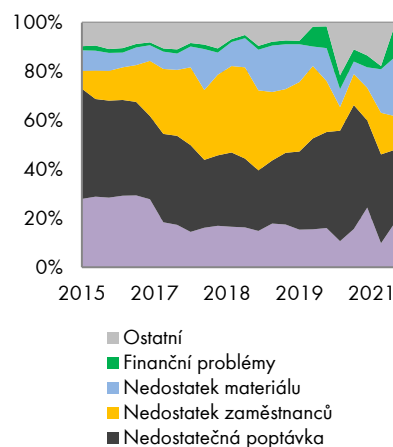
Dle předběžných údajů ČSÚ česká ekonomika **v druhém čtvrtletí** vzrostla mezikvartálně pouze o **0,6 %**, čímž byl překonán i ten nejpesimističtější tržní odhad (1,1 %, náš odhad činil 1,9 %, konsensus 2,0 %). Meziročně ekonomika vzrostla o rekordních 7,8 %, výsledek je ale třeba vnímat v kontextu poklesu o 10,9 % v 2Q20. Na detailní strukturu si ještě budeme muset počkat, nicméně ČSÚ velmi stručně uvádí, že za růstem ekonomiky stála spotřeba domácností (především v kategorii obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství) a zahraniční poptávka. Kladný mezičtvrtletní příspěvek průmyslu zmíněn není. Dle našeho názoru k nižšímu, než očekávanému výsledku přispěl **slabý výkon zahraničního obchodu**, kdy pokračující růst vývozu patrně převýšily dovozy díky oživení domácí spotřeby a investiční aktivity. Kromě spotřeby domácností jsme si ve druhém čtvrtletí slibovali vyšší růst HDP také díky svižnému doplňování stavu zásob, na který poukázala již data z prvního čtvrtletí. **Je ovšem možné, že** kvůli narušeným vazbám v dodavatelských řetězcích, například zpoždění dodání komponent či jejich nedostatek, **byl příspěvek doplňování zásob výrazně slabší, než jsme předpokládali**. Dále se domníváme, že **oživení spotřeby domácností** bylo v porovnání s prognózou **umírněnější**. V neposlední řadě bychom měli zohlednit nadále zvýšenou nejistotu dat, a tudíž možnost revize v rámci zpřesněného odhadu.

Uzávěrka dat a vypracování naší prognózy proběhlo před zveřejněním předběžného odhadu za Q2. Výhled na letošní rok je tak zatížen rizikem ve směru nižšího růstu než predikovaných 3,7 %. Nejistota vývoje ve druhé polovině roku je stále vysoká. Očekáváme sice pokračující růst ekonomiky, pro jeho tempo ale bude klíčový těžko předvídatelný **vývoj komplikací na nabídkové straně** v příštích několika měsících. Stále nelze vyloučit další odstávky výroby v některých firmách. **Dalším rizikem, které ovšem v prognóze do jisté míry zohledňujeme, je šíření delta mutace koronaviru.** Zhoršení epidemické situace na podzim by mohlo mírně zbrzdit tempo ekonomiky tažené přes spotřebu domácností. Nicméně síla tohoto faktoru nebude nikterak výrazná. Důvodem je zaprvé, že zkušenost z prvního čtvrtletí ukazuje na přizpůsobivost spotřebitelů i firem (např. přesun spotřeby online). Za druhé, rostoucí počet nakažených doposud není doprovázen výrazně rostoucím počtem hospitalizovaných jako tomu bylo dříve, což snižuje pravděpodobnost návratu plošných uzavírek ekonomiky.

Expanze průmyslu bržděna nedostatkem materiálů

V prvních pěti měsících letošního roku byla průmyslová výroba meziročně v průměru o 19,5 % vyšší, nicméně značnou měrou ji k tomu napomohl efekt nízké srovnávací základny ze stejného období loňského roku. Směrodatnější informaci proto poskytuje meziměsíční srovnání. Zatímco v dubnu průmysl po očištění vzrostl o 1,9 %, v květnu již

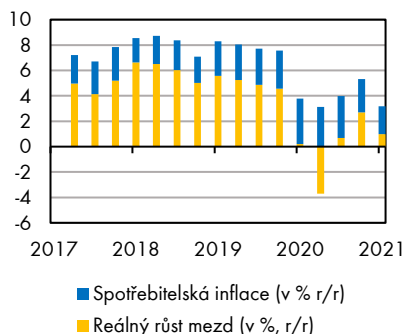
Průmysl blokuje nabídková strana



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

zaznamenal pokles o 3,6 % a v červnu očekáváme zhruba stagnaci. Za **oslabením výkonu průmyslu** nejsou poptávkové faktory – naopak objednávkové knihy se dále plní – ale již zmíněné přetrvávající **komplikace na nabídkové straně**. K těm patří především chybějící klíčové výrobní komponenty, jako například čipy či polovodiče, anebo prodlevy v dodávkách materiálu. Ve výsledku tak firmy paradoxně navzdory rostoucí poptávce odstavují část výroby (např. automobilka Škoda). Kromě nedostatku materiálu hlásí firmy obtíže s obsazováním nově vypsaných volných pozic. Stejný obrázek vytrvale poskytují i výsledky průzkumů mezi nákupními manažery ve zpracovatelském sektoru (PMI). **Aktuální komplikace mají původ v pandemii.** Při jejím vypuknutí firmy s očekáváním oslabené poptávky a produkce snížily objednávky. Rychlost a intenzita následného postcovidového oživení a nárůst poptávky byl při tom podceněn a z důvodů komplexity a rigidity odběratelsko-dodavatelských řetězců se objednávky jen těžko krátkodobě navyšují. Nabídková strana tak bude i v následujících měsících, podle některých anekdotických zpráv z průmyslu dokonce kvartálech, nadále pokulhávat. **Lze očekávat, že měsíční statistiky budou volatilišší** díky možným výkyvům ve výrobě aut. Nicméně téměř plné rozvolnění restrikcí doma i ve světě by mělo postupně působit stabilizačně a zamezit dalšímu zhoršování situace. I navzdory popsáním komplikací nás ale slušný začátek roku přiměl k navýšení prognózy **letošního růstu průmyslové výroby na 9,5 % z 6,8 %**. **V příštím roce** za předpokladu odeznění většiny komplikací budou výrobci odpracovávat naakumulované nedodělky. Výroba by mohla proto dále slušně růst, **poblíž 5 %**.

Nominální vývoj mezd a inflace

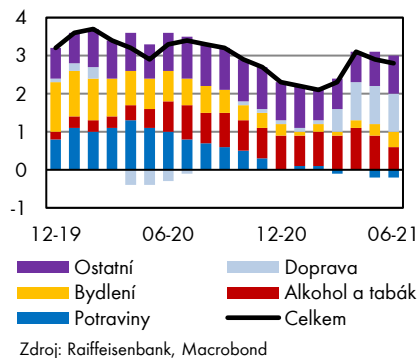


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nouze bude o pracovníky, nikoliv o práci

Český trh práce během pandemie ani pořádně nevychladl a už **opět vykazuje známky přehřívání**. Z předkrizových 3 % stačila míra nezaměstnanosti vystoupat jen na úroveň 4,3 %, což historicky odpovídá spíše ekonomické konjunktúře, a opět zamířila dolů. Kromě vládních podpůrných programů na tomto vývoji měl svůj podíl odolný český průmysl a také absence zahraničních pracovníků. Dostupné signály z ekonomiky pak ukazují, **že ani v dohledné době se zhoršení není třeba obávat** a s výjimkou cyklických výkyvů – jako je například tradiční zimní útlum sezónních prací – bude česká **nezaměstnanost pokračovat v mírném poklesu**. Potenciál pro další snižování je ovšem již značně omezený, jelikož nabídka pracovníků se čím dál více mívá s potřebami zaměstnavatelů. Za celý **letošní rok** tak v průměru očekáváme **nezaměstnanost** na úrovni **3,9 %** a po loňském zpomalení nabere tempo i **růst mezd**, které by mělo dosáhnout **4,4 %**.

Struktura meziroční míry inflace

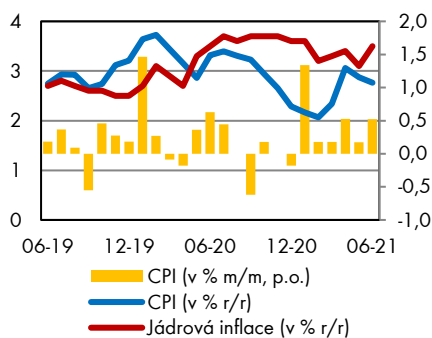


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Inflace po letní pauze letos ještě ožije

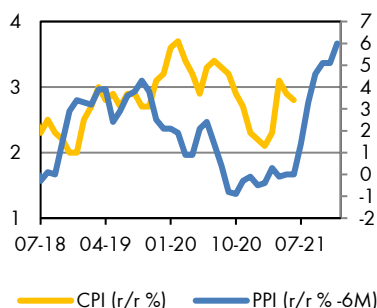
Spotřebitelská inflace dosáhla v meziročním srovnání vrcholu v dubnu, kdy se vyšplhala na 3,1 %. Významně ji k tomu napomohl efekt nízké srovnávací základny, který již postupně slábne, a tím i dynamika inflace. **Po letním přeshlapování těsně pod hranici 3 % by ale inflace měla v podzimních měsících opět zesílovat** a ke konci roku znovu překonat 3 % – v prognóze počítáme v 4Q21 s inflací v průměru na 3,2 %. **Proinflačně** budou působit **ceny potravin**, které budou reflektovat rostoucí ceny zemědělských výrobců, a dále vyšší **ceny regulovaných položek** (např. elektřiny). K tomu se přidávají proinflační faktory, které ovšem vnímáme jako přechodné. Aktuálně pozorujeme cenové výkyvy, za kterými stojí **otevírání ekonomiky**, během něhož dochází k přeceňování doposud dlouho uzavřených služeb. Počítáme tak s tzv. post-covidovými ceníky, které ovšem z dlouhodobého hlediska nejsou udržitelné. **Cenové tlaky na nabídkové straně** dle šetření mezi nákupními manažery PMI vytrvale rostou kvůli narušeným dodavatelským řetězcům. Návrat ekonomik do „normálního“ režimu by ale

Vývoj CPI a jádrové inflace



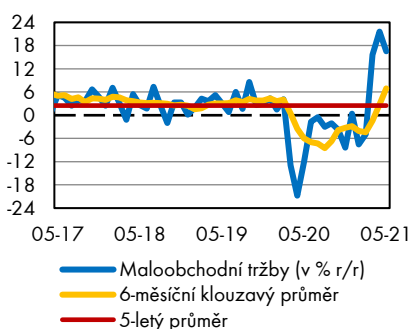
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Nabídková inflace sílí



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

postupně měl působit stabilizačně. Navíc na globálních trzích již dochází ke zpomalování růstu cen komodit. Jako větší a vytrvalejší proinflační riziko vnímáme oproti květnové prognóze **robustnější trh práce a svižnější růst mezd**. Tento vývoj způsobí, že jádrová inflace, která lépe zachycuje domácí inflační tlaky, bude zpomalovat pomaleji, než jsme původně očekávali. **V letošním roce** odhadujeme celkovou inflaci **v průměru na 2,8 %**, jádrovou inflaci na 2,9 %.

V roce 2022 bude **inflace výrazněji brzdít** s tím, jak postupně odezní dopady pandemie. Svou roli sehraje také vysoká srovnávací základna z roku 2021 a výhled posilující koruny. Zhruba od poloviny příštího roku bude inflaci dále krotit již započatý cyklus utahování měnové politiky, který na cenový vývoj působí zhruba s ročním zpožděním. V příštím roce odhadujeme celkovou **inflaci na 2,4 %**. Vyšší úrokové sazby by ji v roce 2023 měly dále dostat blíže k 2% inflačnímu cíli.

Ceny průmyslových výrobců jsou oproti minulé prognóze výrazněji ovlivňovány silícími tlaky na ceny vstupů. Za předpokladu částečné stabilizace narušených vazeb na nabídkové straně by mělo zvolnit tempo zdražování vstupů, dopravy či uskladnění a meziměsíční tempo cen výrobců by výhledově mělo ubrat na intenzitě. **Letos ale počítáme s výrazným růstem v průměru o 6 %**. V příštím roce by se mělo projevit snížení meziměsíční dynamiky a meziročně bude navíc působit i velmi vysoká srovnávací základna. Očekáváme růst o 3,1 %.

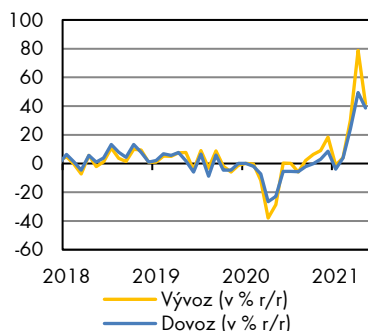
Maloobchodní tržby zpět na předpandemickou úroveň

Maloobchod ve druhém čtvrtletí výrazně profitoval ze **zrušení epidemických restrikcí**. V dubnu tržby meziměsíčně (po očistění) vzrostly o 1,7 % a v květnu o 4,7 %. Tržby jsou už zpět na předpandemickou úroveň, nicméně některé subkategorie ještě dále pokulhávají. **Část postpandemického oživení tím již proběhla** a v červnu i dalších měsících očekáváme mírné snížení meziměsíční dynamiky celkových tržeb. **Oživení ale není jednotné napříč odvětvími**. Přirozeně nejvíce dohánějí ztráty ty sektory, které byly restrikcemi nejvíce zasaženy, tedy sektor pohostinství, ubytování a stravování, kde v květnu došlo ke dvoucifernému meziměsíčnímu růstu. V souladu s naší květnovou prognózou tak aktuálně dochází k realizaci odložené spotřeby primárně v těchto kategoriích. Nicméně na základě předběžných údajů o HDP v druhém čtvrtletí, které poukazují na překvapivě pomalý mezikvartální růst, je spotřeba domácností po otevření ekonomiky pravděpodobně o něco umírněnější, než jsme předpokládali. Ve druhé polovině roku by ale měla zesílit, a to i navzdory přetrvávajícímu pandemickému riziku. Důvodem je, že se spotřebitelské návyky i nabídka firem více přesunuly do online prostředí, což činí maloobchod do jisté míry rezistentní (vyjma služeb) vůči možným zpřísněním epidemických restrikcí. **Letos počítáme s celkovým růstem maloobchodních tržeb v průměru o 5,2 %** po loňském poklesu o 4,9 %. **Vyjma prodeje aut odhadujeme růst o 3,2 %** po poklesu o 0,7 %. **V letech 2022-2023 by si tržby měly udržet slušné meziroční tempo mezi 3-5 %** díky robustnímu trhu práce, růstu mezd a nižší inflaci.

Zahraniční obchod HDP letos přibrzdí

Zahraniční obchod ve druhé polovině loňského roku působil ve směru růstu ekonomiky, a limitoval tak její celoroční propad, který dosáhl necelých 6 %. Přispěla k tomu dobrá situace v poptávce, především té německé, popoháněné oživením v Číně. Současné se objem importů držel při zemi. To letos neplatí. Již v prvním čtvrtletí došlo k nárůstu investic, především těch do zásob. S rozvolněním epidemických restrikcí navíc oživuje spotřebitelská poptávka. Tento vývoj se odráží ve **vyšší dynamice importů**. Příznivá situace v zahraniční poptávce indikuje, že by měla sílit i dynamika exportů. Na druhé straně ovšem na výkon exportu doléhají komplikace na nabídkové straně, jež zpomalují expanzi

Výkonnost vývozu a dovozu



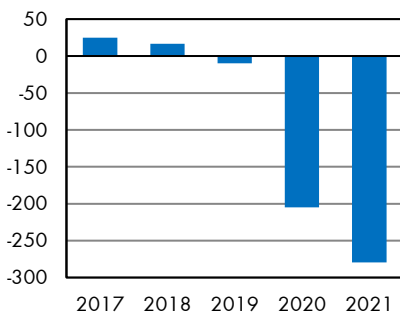
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	IX-21	XII-21	III-22
3M	0,78	0,9	1,2	1,5
6M	0,95	1,0	1,3	1,6
12M	1,1	1,2	1,4	1,8

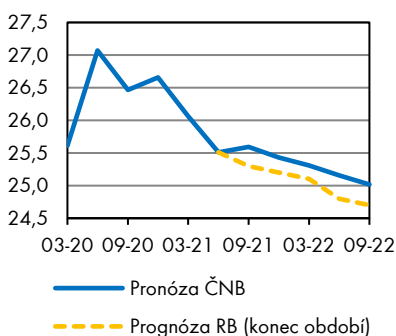
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Saldo státního rozpočtu (červenec, mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

průmyslové výroby, na kterou je český export úzce napojen. Rizikem pro objem exportů představují částečné odstávky ve výrobním procesu a klesající zásoby hotových výrobků. Hrozí proto, že čeští exportéři budou mít i po zbytek roku problém uspokojit plnění se objednávkové knihy. S vyhlídkou silící domácí poptávky, jak spotřebitelské, tak investiční, **očekáváme, že meziroční růst importů (zboží a služeb) letos překoná růst vývozu**, i když o něco méně, než jsme počítali v květnové prognóze.

Celkovou bilanci zahraničního obchodu se zbožím odhadujeme **letos na 177 miliard Kč**, tedy téměř na stejné úrovni jako loni (181 miliard Kč). Z toho vyplývá pro letošní rok mírně záporný příspěvek čistého exportu do HDP. V letech 2022-2023 odhadujeme bilanci lehce nad 170 miliardami.

České sazby míří nahoru, otázkou je jen tempo

Česká národní banka na příchod pandemie reagovala **razantním snížením základní sazby** o plné 2 procentní body a zřejmě je nakonec sama překvapena tím, že si ekonomika již hlasitě říká o opětovné zpřísnění politiky. Vlna bankrotů – ať již osobních či firemních – se nedostavila, nezaměstnanost zůstala utlumená a o slovo se naopak přihlásila nabídková inflace. Hlavní otázkou tedy nyní je, jak svižně české sazby opět porostou. Po prvním „signálním balónku“ v hodnotě 0,25pb, vyslaném v červnu, bude podle nás následovat další na srpnovém zasedání. Zadržování českého průmyslu v kombinaci s mutacemi koronaviru, které se po skončení období dovolených mohou opět přihlásit o slovo, následně vybidne ČNB k větší zdrženlivosti, a do konce roku 2021 se tak odhodlá již jen k jednomu dalšímu zvýšení. Skutečné projasnění ekonomického počasí se dostaví až v roce **2022**, což centrální bance umožní svižně zpřísnování politiky v objemu 0,25pb za kvartál, a rok tak zakončíme **s repo sazbou na úrovni 2,00 %**.

Plánované deficity jsou plné vaty, dluhová brzda zatím nehrozí

Dosavadní plnění státní pokladny v roce 2021 ukazuje, že **schválený deficit na úrovni 500 mld. Kč je výrazně naddimenzovaný**. Již v půlce roku se tlak na kasu začal citelně snižovat, přičemž se lze domnívat, že znovuotevřená ekonomika na ni bude mít blahodárný efekt. **Naši prognózu, počítající se schodkem ve výši 400 mld. Kč, tak ponecháváme beze změny**. Vzhledem k očekávanému ekonomickému oživení v roce 2022 a zároveň pomínutí nutnosti výplat prostředků z pandemických záchranných programů by zde mělo dojít i k dramatickému zlepšení salda rozpočtu, a to navzdory již schváleným dodatečným výdajům spojených například se zvyšováním důchodů nad valorizační mechanismus. **I bez jakékoliv aktivní snahy o konsolidaci ze strany vlády by tak deficit měl poklesnout do okolí 280 mld. Kč** a náraz do dluhové brzdy tak podle nás bezprostředně nehrozí. Nedávné úpravy daňového systému ovšem veřejné finance vychýlily do značné nerovnováhy, kterou bude v příštích letech nutné napravit.

Korunu čeká posilování doprovázené fluktuacemi

Česká měna se i nadále chová poněkud ztřeštěně, když výjimkou nejsou týdny trvající výkyvy kurzu i o 50 haléřů oproti euru, které jsou následně korigovány. Téměř bez výjimky se při tom jedná o reakce na růst a pokles obav o další zhoršování globální pandemické situace, které s sebou nesou přelévání kapitálu mezi aktivy různé míry rizikovosti. Tento vývoj podle nás bude pokračovat i v blízké budoucnosti, jelikož definitivního zažehnání

Kurz koruny

	aktuál.	IX-21	XII-21	III-22
EUR/CZK	25,47	25,3	25,2	25,1
USD/CZK	21,47	20,6	20,5	20,4

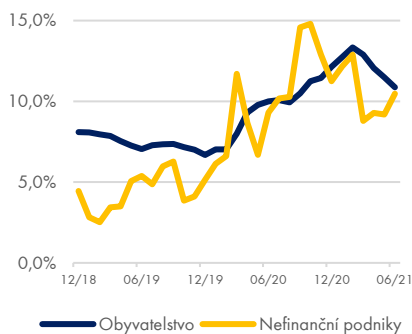
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	IX-21	XII-21	III-22
2 roky	1,34	1,5	1,6	1,6
5 let	1,60	1,8	2,0	2,1
10 let	1,70	1,8	2,1	2,3

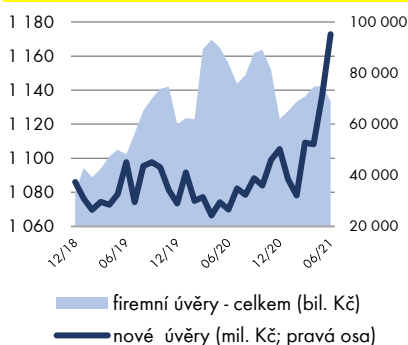
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Meziroční tempo růstu vkladů



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Firemní úvěry



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

virového rizika se patrně jen tak nedočkáme. **Po odhlédnutí od těchto výkyvů se bude ovšem zřetelně projevovat posilující trend**, poháněný primárně růstem tuzemských úrokových sazeb. Pod psychologickou hranici EUR/CZK 25,00, kam zavítala již těsně před vypuknutím pandemie, by se tak koruna mohla vrátit již počátkem roku 2022.

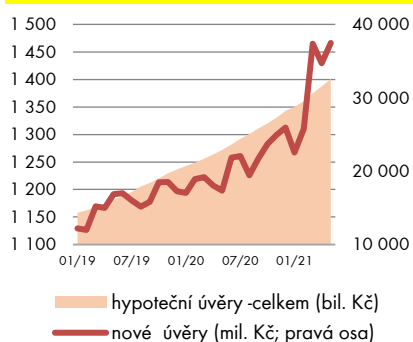
Dluhopisům se zatím nechce, ale jejich výnosy porostou

Výnos na českém desetiletém dluhopisu zažil počátkem letošního roku poměrně dramatický růst, který byl tažen rostoucími inflačními očekáváními ve Spojených státech v kombinaci se spekulacemi na blížící se zahájení cyklu zvyšování českých sazeb ze strany ČNB. **V poslední týdně se tento růst zastavil**, což souvisí s nejistotou ohledně budoucí politiky amerického Fedu, návratem obav o další vývoj pandemie a také poklesem očekávání na hodnotu, ke které by se tuzemské sazby mohly v nadcházejícím cyklu dostat. Podle nás se jedná pouze o **dočasnou přestávku** a výnosy opět zamíří vzhůru s tím, jak se rétorika Fedu otočí směrem k více jestřábímu tónu, opadnou obavy o vzednutí další pandemické vlny a ČNB pokročí v utahování tuzemských měnových podmínek.

Bankovní sektor – úvěrová expanze pokračuje

První pololetí letošního roku proběhlo v bankovním sektoru i nadále pod vlivem nejistoty budoucího vývoje pandemie a s ní souvisejících opatření, avšak již v mnohem optimističtější duchu. Makroekonomický vývoj a výhled ukazují, že i přes značné rozdíly v jednotlivých oborech činnosti je souhrnná kondice české ekonomiky velmi dobrá a oživení se zdá stabilní. I bankovní sektor ustál externí šok bez větších ztrát a již se plně věnuje standardním aktivitám. **Jako dopad odložené spotřeby a investic loňského roku však zůstává na bankovních účtech značná suma úspor.** Od počátku pandemie, tedy od konce února 2020, vzrostly celkové vklady o téměř tři čtvrtiny bilionu korun, což je o 36 % více než za stejné období předchozích let. Navíc **meziroční tempo růstu vkladů** zatím **zůstává** stále **svižné**, a to jak ve firemním sektoru (+10,5 %), tak u obyvatelstva (+10,9 %). **Do druhé poloviny roku počítáme se zpomalením tempa růstu vkladů** pod vlivem jednak otevření obchodů a služeb, jednak dovolených a prázdnin, kdy je sklon k úsporám již standardně nižší, a také pozvolným rozjezdem investic a nákupů ve firmách. Tomu odpovídá i vývoj úvěrů v první polovině letošního roku. Firmy doplňují spotřebované zásoby, opatrně se rozjíždějí nové investice a objem nově poskytnutých úvěrů roste. Za šest měsíců letošního roku bylo v součtu poskytnuto lehce nad **342 mld. Kč nových firemních úvěrů**, což je mnohem **vyšší objem než v předcovidovém období**. Přesto **celkový objem úvěrů nefinančním podnikům v meziročním srovnání poklesl**. Je to dáno jak srovnávací základnou, neboť v loňském roce byly úvěry ovlivněny odkladem splátek, tak splácením stávajících úvěrů. Mnohé firmy pravděpodobně využily období covidových restrikcí právě ke snížení dluhového zatížení svých rozpočtů. Zatímco **investiční úvěry** nadále vykazují značnou **volatilitu** a od počátku pandemie poklesly o 1,7 %, úvěry čerpané na přechodný nedostatek zdrojů přidaly od loňského února již více než 109 %. Ve druhé polovině roku očekáváme zlepšení podmínek pro rozvojové plány firem, a tudíž i nárůst úvěrů investičních. Samostatnou kapitolou jsou **úvěry hypoteční**. Jejich **objem** bez jakýchkoliv výkyvů neustále roste a aktuálně je **o více než 14,5 % vyšší než ke konci roku 2019**. Neutuchající poptávku po úvěrech ještě lépe ilustruje vývoj nově poskytnutých hypoték. **Od počátku letošního roku již bylo poskytnuto více než 200 mld. Kč nových hypoték**, což je hodnota nevídaná. V minulých letech, i těch doposud rekordních, první pololetí zůstávalo pod hranici 120 mld. Kč. Protože úroková sazba se i přes očekávané zvyšování pohybuje nadále na velmi nízké úrovni okolo 2 % a zároveň ceny nemovitostí

Hypoteční úvěry



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

zůstávají vysoké, očekáváme **i ve druhém pololetí svižný růst hypotečních úvěrů.**

To, že bude přepsán dosavadní rekord, je jisté, velmi pravděpodobně bude celoroční objem nových hypoték atakovat hranici 300 mld. Kč. V souvislosti s očekáváním zvyšování úrokových sazeb roste i objem úvěrů refinancovaných, kdy celá řada klientů využívá možnosti změnit nastavení stávajících úvěrových smluv. Objem refinancovaných hypoték je od počátku roku téměř trojnásobně vyšší, než jsme byli zvyklí vidat v předchozích letech, a proto se tato oblast úvěrových obchodů letos stává pro banky velmi zajímavou.

Helena Horská, Vít Hradil, David Vagenknecht, 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

Velké firmy: Barbara Tutass

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

Michal Špírek

Pavel Pikna

Lena Krejnická

Faktoring

Petr Fiala

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

Financování obchodu

Ivan Chleboun

Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek

Kateřina Michalová

Lubomír Beránek

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Michalová

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

23 44 01 362	Milan Fischer	23 44 01 145
23 44 05 228	Eva Bobeničová	23 44 01 316
603 808 512	Roman Fol	23 44 01 144
603 808 035	Jozef Božek	23 44 05 509
724 163 275	Milan Fajkus	23 44 01 821

Treasury - Sales

23 44 01 133	Pavel Křištof	23 44 05 907
23 44 01 330	Žaneta Chudá	23 44 01 195
23 44 01 071	Michal Michalov	23 44 01 830
23 44 01 857	Martin Bárta	23 44 05 510
23 44 01 215	Jakub Skotnica	23 44 05 502
23 44 01 308	Soňa Fenclová	23 44 01 346
	Martin Skoumal	23 44 05 351
	Robert Schwanzer	23 44 01 130
23 44 01 039	Karel Hubička	23 44 01 885
23 44 01 574	Ondřej Chládek	23 44 05 357
23 44 01 437	Jan Gazsi	23 44 01 775

Corporate Finance

24 24 32 437	Radek Musil	23 44 01 953
23 30 63 280	Jakub Hamr	23 44 01 868
	Miroslav Frayer	23 44 05 167
	Petra Kubů	23 44 01 822

Treasury – Equities

	Eva Polánová	23 44 01 803
	Jakub Veselský	23 44 01 819
	Jakub Schermer	23 44 01 838

Ekonomický výzkum

	Helena Horská	23 44 01 413
	David Vagenknecht	23 44 01 070
	Vít Hradil	23 44 05 685
	Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 03. srpna 2021, 15:00

Publikace byla vydána 04. srpna 2021

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 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 RB či RB z důvodu podpory investičních aktivit RB 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 nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky 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 pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejnského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

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