

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomika eurozóny pokračuje v oživení
- V USA zádrhely na straně nabídky již negativně ovlivňují i spotřebu
- ECB a FED pod tlakem finančních trhů, obě banky si ale ještě mohou dovolit s „hiky“ počkat
- Ekonomiku ČR žádné rychlé oživení nečeká, spíše pozvolný rozjezd s možnými zádrhely
- Předpandemickou úroveň dosáhneme později – spíše až ve druhé polovině roku 2022
- Průmysl a zahraniční obchod tlumí ekonomiku, a to navzdory silné poptávce
- Maloobchod zažívá nerovný vývoj napříč segmenty
- Inflace se přiblíží na 7 %, inflační šok začne odeznívat až ve druhé polovině roku 2022
- Šoková terapie ČNB: české sazby ještě citelně narostou, následně zamíří zpět dolů
- Rozpočet dopadne lépe, než vláda čekala – letos i příští rok
- Fiskální konsolidace a oživení ekonomiky bude snižovat veřejné schodky ke 3 % HDP
- Koruna se konečně rozhoupala k posilování a bude v něm (i když pozvolna) pokračovat
- Výnosy dluhopisů si největší nárůstu již odbily
- Bankovní sektor zažívá nebývalou úvěrovou expanzi

Makroekonomická predikce	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 410	5 790	5 695	6 100	6 642	7 101
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,2	3,0	-5,8	2,6	4,1	3,7
HDP na hlavu (EUR)	19 880	21 179	20 146	22 169	24 760	26 738
Průmyslová výroba, r/r %	3,0	-0,2	-6,9	8,2	4,3	4,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,2
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	8,2	7,9	3,2	5,8	5,0	5,6
PPI, r/r %, průměr	2,1	2,6	0,1	6,8	6,3	1,4
CPI, r/r % průměr	2,1	2,8	3,2	3,8	5,4	2,7
CPI, r/r %, konec období	2,0	3,2	2,3	6,6	3,3	2,5
Saldo vládních financí, % HDP	0,9	0,3	-5,6	-6,2	-3,8	-3,2
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	32,1	30,0	37,7	41,5	41,9	42,5
Obchodní bilance, mld. Kč	99	146	180	60	34	139
Běžný účet, % HDP	0,4	0,3	3,6	0,0	0,2	1,0
CZK/EUR, průměr	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,3
CZK/USD, průměr	21,7	22,9	23,3	21,5	21,0	20,9
2T Repo sazba ČNB, průměr	1,06	1,92	0,77	1,05	3,55	2,85
3M PRIBOR, průměr	1,3	2,1	0,9	1,3	3,8	3,1
2letý výnos, průměr	1,0	1,4	0,4	1,4	2,9	2,5
5letý výnos, průměr	1,4	1,3	0,9	1,8	2,9	2,7
10letý výnos, průměr	2,0	1,6	1,1	1,9	2,8	2,8

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2020	2021e	2022f	2023f
Polsko	4,44	4,55	4,40	4,26
Maďarsko	351,2	353,0	350,0	350,0
ČR	26,5	25,6	24,6	24,3
Rumunsko	4,84	4,92	4,97	5,01
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,53	7,53	7,53
Srbsko	118	118	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123,8	122,6	122,5	122,0
Rusko	82,7	86,7	82,1	83,3
Ukrajina	30,7	32,6	32,5	32,3
Bělorusko	2,78	3,03	3,36	3,60
USA	1,14	1,19	1,18	1,16
Švýcarsko	1,07	1,09	1,11	1,12

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	XII-21	III-22	VI-22
Polsko	1,25	0,75	1,00	1,25
Maďarsko	1,80	2,10	2,25	2,40
ČR	2,75	3,50	3,75	3,75
Rumunsko	1,50	1,75	2,25	2,50
Rusko	7,50	8,00	8,00	8,00
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	XII-21	III-22	VI-22
Polsko	1,45	0,90	1,15	1,40
Maďarsko	2,09	2,20	2,35	2,50
ČR	3,09	3,78	4,00	3,97
Rumunsko	2,34	2,25	2,60	2,85
Chorvatsko	0,25	0,25	0,25	0,25
Rusko	7,79	8,36	8,36	8,36
eurozóna	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
USA	0,14	0,15	0,15	0,15

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

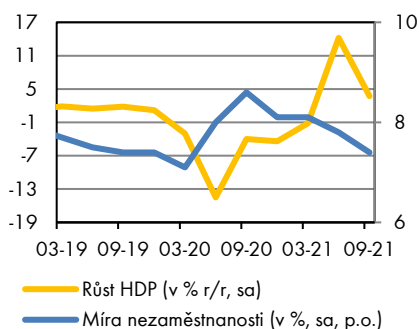
10letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	XII-21	III-22	VI-22
Polsko	2,91	2,40	2,45	2,45
Maďarsko	3,88	3,85	3,85	3,85
ČR	2,60	2,80	2,80	2,78
Rumunsko	4,93	4,75	4,90	5,05
Chorvatsko	0,43	0,7	0,7	0,7
Rusko	8,12	7,94	7,93	7,88
eurozóna	-0,25	-0,2	-0,1	-0,1
USA	1,46	1,65	1,75	1,80

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

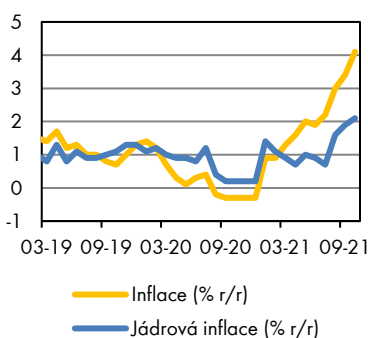
Vnější prostředí

Eurozóna



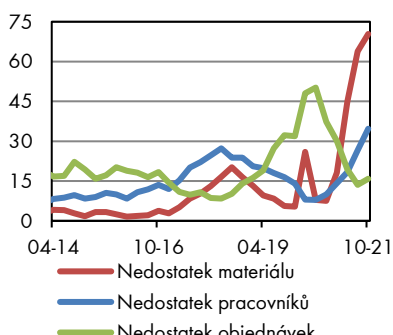
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Spotřebitelské ceny v eurozóně



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Ifo průzkum hlásí rostoucí potíže



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Pozn.: Ifo průzkum pro zpracovatelský sektor;
 Procentuální rozdíl mezi kladnou a zápornou odpovědí

Ekonomika eurozóny bude pokračovat v oživení

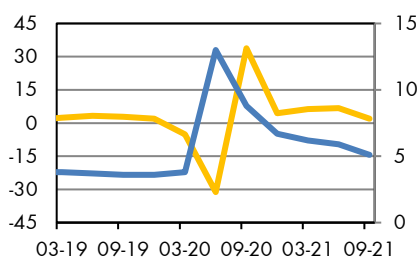
Ekonomika eurozóny v Q3 letošního roku vzrostla o 2,2 % k/k podpořena především rozjezdem sektoru služeb během letních měsíců po skončení koronavirových uzavírek. Na druhé straně růst přibrzdily komplikace na straně nabídky, jež se projevují v nižším objemu průmyslové výroby. HDP eurozóny tak zpomalují průmyslově založené ekonomiky jako například Německo. Očekáváme, že negativní dopad komplikací na nabídkové straně bude citelnější během **Q4 21**, ve kterém odhadujeme **růst HDP o 0,6 % k/k**. Celkově by tak za celý rok **2021** měl průměrný **růst** dosáhnout **5,0 %**. Pro **příští rok a rok 2023 jsme odhad ponechali na 4,0 % a 2,5 %**. I když bude ekonomická aktivita i v roce 2022 tlumena nedostatkem materiálů a vyššími výrobními náklady, setrvávají **měnová i fiskální politika expanzivně nastaveny** a podpoří tak ekonomickou aktivitu. Příznivě působí také stabilní trh práce a akumulované nad-úspory. Na HDP bude mít dále pozitivní dopad **čerpání prostředků z Fondu obnovy EU**, které podpoří především ekonomiky na jihu eurozóny, kde se navíc pozitivně projeví také restart turistického ruchu.

Inflace v eurozóně dlouhodobě stále pod 2% cílem

Vývoj inflace v eurozóně v letošním roce je z velké části ovlivněn faktory, které jsou mimo kontrolu centrální banky. Inflace sice zrychlila a letošní rok zakončí nad většinou odhadů z poloviny roku, nicméně odchylka jde na vrub z velké části nečekaně vysokým cenám energií, ať už se jedná o růst cen pohonných hmot anebo koncových cen energií pro domácnosti. V říjnu inflace dosáhla meziročně na 3,4 % a v nejbližších měsících inflaci patrně dále potlačí vzhůru **cenové tlaky ve výrobní sféře a propisování vyšších cen energií**, zatímco dynamika cen služeb by mohla postupně zvolňovat. Inflaci letos očekáváme v průměru na **2,3 % oproti 1,7 %** v minulé prognóze. V prvních měsících příštího roku setrvá inflace zvýšená. Poté by měla zamířit relativně rychle pod 2,5 % s tím, jak zvolní pandemický inflační šok a z meziroční dynamiky vypadne statistický efekt snížení a následného navýšení DPH v Německu. **Inflace se proto podle nás dlouho nad inflačním cílem ECB neudrží** a už příští rok završí v průměru na 1,6 % (1,4 % v minulé prognóze). Proinflační riziko vidíme v možných sekundárních dopadech ve vývoji mezd.

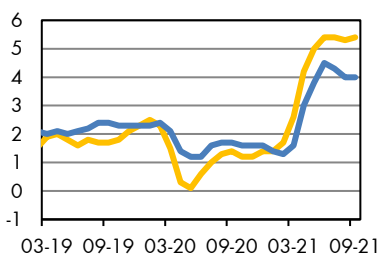
ECB odmítá tlak finančního trhu na dřívější zvýšení sazeb

Vyhlídky umírněného vývoje inflace na horizontu jednoho roku a déle dodávají ECB čas. Podle ECB inflace sice bude vyšší a déletrvající, než původně očekávala, avšak nadále zastává názor **o přechodnosti vyšší inflace** (což je v souladu i s naším očekáváním). Na projekci úrokových sazeb se proto nic nemění a sázky finančního trhu na první zvýšení hlavní úrokové sazby již před koncem 2022 šéfka ECB Lagarde odmítá. Podle zhodnocení ekonomického vývoje nebudou podle ECB splněny podmínky pro zvýšení úrokové sazby na konci 2022 a ani dlouho po něm. **S prvním „hikem“ počítáme až v Q1 2025**. U programu nákupu aktiv **PEPP** očekáváme začátkem roku 2022 další snížení objemů, ke kterému ovšem bude docházet postupně, bez abruptního ukončení po březnu 2022.

USA


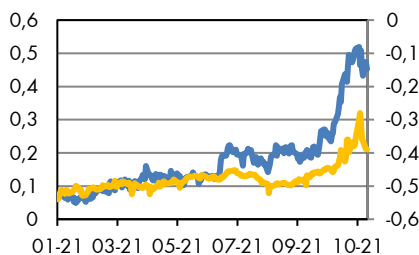
— Růst HDP (v %, č/č anual.)
— Míra nezaměstnanosti (v %, sa, p.o.)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Spotřebitelské ceny USA


— Inlace (% r/r)
— Jádrová inflace (% r/r)

Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

Očekávání "hiků" v EUR vs USA


— US 2Y OIS — EA 2Y OIS (p.o.)

Zdroj: Raiffeisenbank, Refinitiv

Pozn.: 2Y OIS je zkratka pro 2 Year Overnight Index Swap a může být použit jako „měřítko/ukazatel“ očekávání měnové politiky

Ekonomiku USA přibrzdily překážky na straně nabídky

Americká ekonomika čelila v Q3 21 problémům v subdodávkách, což se podobně jako v případě eurozóny projevilo primárně ve slabším výkonu průmyslu, v čele s automotive. Problémy sekundárně negativně dolehly i na výdaje domácností, firemní investice a výkon exportu. Kvůli utlumené aktivitě ve zmíněných sektorech nakonec **HDP v Q3 vzrostl o analizovaná 2 % oproti odhadovaným 2,6 %**. Nicméně aktuální výsledky průzkumů mezi spotřebiteli poukazují na svižnou dynamiku spotřeby, která se s otevřením ekonomiky přelila ze zboží do služeb. Společně s akumulací zásob, které navyšuje nedokončená výroba, by výdaje domácností měly podpořit růst HDP i v Q4. **Pro letošní rok se pohybuje medián odhadů růstu americké ekonomiky mírně pod 6 % a pro rok 2022 poblíž 4 %**. HDP bude v nadcházejících několika čtvrtletí popohánět domácí spotřeba díky zlepšujícímu se trhu práce, vysoké fiskální výdaje a také soukromé investice, které budou s odstupem dopadů pandemie sílit.

Americká inflace rozděluje na dva tábory

Inflační tlaky v USA byly v posledních měsících intenzivnější, než se čekalo. **Inflace v září činila 5,4 % a do konce roku patrně dále vzroste**. Debatě o inflaci dominuje stěžejní otázka, zda inflace bude nakonec **pouze přechodná anebo déletrvající**. Argument o přechodnosti spočívá v tom, že inflaci ovlivňují s pandemií spjaté faktory, které nebudou mít dlouhodobý strukturální dopad. Argumenty o dlouhodobější inflaci vypichují svižný růst mezd, vyšší ceny v oddíle bydlení, které mívají větší setrvačnost, expanzivní měnovou i fiskální politiku a sekundární dopady růstu cen energií, například v cenách potravin. Celkově se přikláníme spíše k přechodnosti cenových tlaků. To znamená, že inflace by měla již v příštím roce postupně slábnout. Avšak **měla by se držet blíže k 2% cíli Fedu, než tomu bylo v minulosti**.

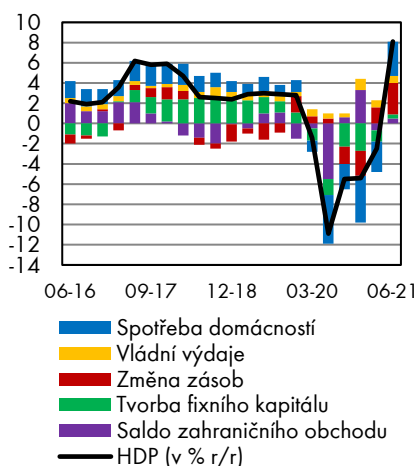
Fed „blokuje“ trh práce

Dvojí mandát drží Fed v těžké situaci. Inflace – jedna část mandátu – značně přestřeluje cíl, zatímco plná zaměstnanost – druhá část mandátu – ještě nebyla dosažena, jelikož trh práce ještě nedohnal covidové ztráty. I přes povzbuzující měsíční statistiky z trhu práce je **stále ještě zaměstnáno o 4,2 miliónu méně lidí než před pandemií**. Fed se drží názoru pouze přechodné inflace a prozatím jen potvrdil snížení objemu nákupu aktiv, tedy tlumení QE, což bylo v souladu s jeho předchozí komunikací, a na trhu proto nedošlo k žádným turbulencím. **Proces tlumení QE bude pokračovat i v průběhu příštího roku, na jehož konci by již mohlo dojít ke zvýšení sazeb**. V dřívější akci Fedu brání pouze pomalé „uzdravení“ trhu práce. Pro načasování prvního zvýšení sazeb budou klíčové přicházející měsíční statistiky z trhu práce, přičemž Fed nebude sledovat pouze agregovaná čísla o růstu zaměstnanosti a mezd, nýbrž i jejich distribuci napříč společností a jednotlivými sektory ekonomiky.

Pouze pozvolné oživení české ekonomiky

Během jarních a letních měsíců ukazovaly předstihové indikátory na svižný rozjezd českého hospodářství poté, co došlo k rozvolnění většiny vládních pandemických restrikcí. **Současné ale již byly patrné komplikace na straně nabídky, které se dále vyostřily**. Ikonický se v tomto stal automobilový sektor a jeho nedostatek čipů. Z důvodu provázanosti na zahraniční obchod se zmíněné **komplikace nepříznivě projevují nejen ve výrobě, ale i ve výkonu exportu** a přitěžují jsou i pro **spotřebu domácností** (zejména v kategorii zboží), která již tak lehce ztrácí dynamiku po opadnutí prvotního postlockdownového dohánění pozdržené spotřeby. To samé platí i **pro investice do fixního kapitálu**. Celkový negativní dopad nedostatečné nabídky byl patrný již v Q3 21, kdy HDP vzrostlo o 1,4 % k/k (o 0,3 pb méně, než jsme predikovali)

Příspěvky k růstu HDP (v p.b.)

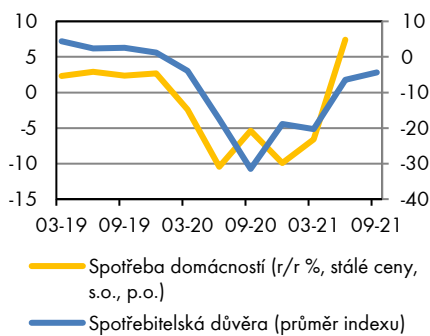


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

a podle naší prognózy zesílí v **Q4 21**, kdy očekáváme mezikvartální růst o 0,6 %, přičemž riziko vidíme vychýleno směrem k nižšímu růstu. **Česká ekonomika proto letos vzroste jen okolo 2,6 %, oproti 3,7 % v letní prognóze.**

Předpokládáme, že potíže na nabídkové straně budou přetrvávat i v příštím roce. Se zlepšováním situace počítáme až v druhé polovině roku. Růst ekonomiky bude proto z mezikvartálního pohledu v prvních dvou čtvrtletí spíše průměrný. Vyšší dynamiku HDP očekáváme až v posledních dvou kvartálech, kdy se projeví konec problémů se subdodávkami, což by mělo nastartovat výrobu a export. I přesto ale predikujeme tempo růstu „jen“ okolo 1,5 % mezikvartálně. Jinými slovy nepočítáme s tím, že by se po covidovém šoku dostavil rychlý restart ekonomiky. **V roce 2022 očekáváme růst reálného HDP v blízkosti 4 %, oproti 4,4 % v předchozí prognóze.** Předcovidové úrovně by měla ekonomika dosáhnout až v Q3 22, tedy zhruba o dva kvartály později, než jsme původně předpokládali. **V roce 2023 počítáme s růstem o 3,7 %, oproti předchozím 3,0 %.** Hlavním důvodem jsou bazické efekty v důsledku posunutí oživení ekonomiky v čase (více koncentrováno do H2 2022). Náš pohled na 2023 jinak v zásadě neměníme. Nadále počítáme s prorůstovým efektem čerpání NGEU fondů (okolo 0,3pb), avšak nově do výhledu zapracováváme negativní efekt očekávané silnější fiskální konsolidace.

Spotřebitelská důvěra se zvedá



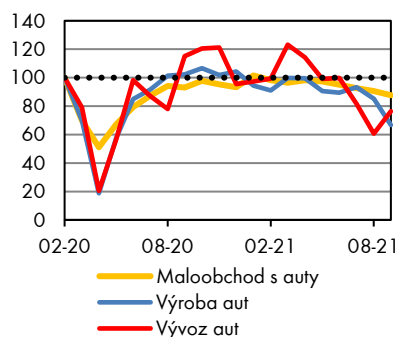
Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Pozn.: Jedná se o průměry jednotlivých kvartálů

Složky HDP: ekonomiku táhne spotřeba a přidají se investice

HDP letos nejvýrazněji podpoří investice do zásob, které firmy doplňovaly po uzavírkách ekonomiky. Zásoby navíc navyšuje i nedokončená výroba. V Q2 21 byla tvorba zásob navýšena o 37,5 mld. Kč (ve stálých cenách). Celkově se jedná o extrémní nárůst, když zásob bylo za první pololetí naakumulováno jako za celý běžný rok. Podle posledních průzkumů (například PMI indexu) ovšem jejich dynamika ve druhé polovině roku slábne. Prvenství přebírá **spotřeba domácností**, která pravděpodobně citelně ožila v letních měsících, zejména v sektoru služeb. Ekonomiku patrně značně podpoří i v Q4 21, i když se do cesty staví výrazně vyšší než očekávaný růst spotřebitelských cen a nejistota ohledně vývoje cen energií. **Zahraníční obchod** bude letos negativně působit do HDP. Důvodem je slabší export na pozadí napjatých dodavatelských řetězců a současně svižné tempo importu díky domácí poptávce (spotřeba i investice). **Vládní spotřeba** bude působit kladně. Její růst zahrnuje s covidem spojené výdaje a kladně se projeví také nedávné volby.

Auta zpomalují ekonomiku

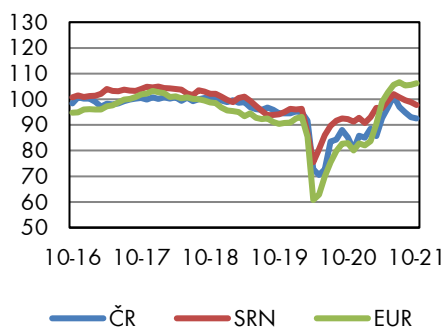


Zdroj: ČSÚ, Raiffeisenbank

Pozn.: 02/2020 = 100

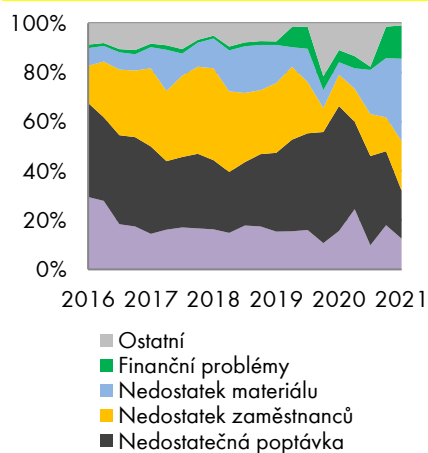
V příštím roce počítáme s ustálením tvorby zásob a nastartováním investičního cyklu, který ale bude zejména v první polovině roku limitován potížemi v subdodávkách a agresivnějším cyklem zvyšování hlavní úrokové sazby. Počítáme s růstem investic do fixního kapitálu letos v blízkosti 6 % (po letošním odhadovaném tempu okolo 3 %). **Spotřeba domácností** setrvá robustní díky postupnému zlepšování ekonomické situace, snižující se nezaměstnanosti a růstu mezd. Jejich nominální růst ale sotva vykompenzuje vyšší inflaci. **Reálné mzdy proto mohou v příštím roce stagnovat či mírně poklesnout, což ztlumí výdaje domácností.** Na druhé straně je ale naakumulována vysoká suma nad-úspor, která bude pomalu přecházet do výdajů na spotřebu. Je ovšem otázkou, jak silně spotřeba nakonec reálně poroste, jelikož je třeba zohlednit zdražení bydlení, energií či potravin, což povede k nuceným výdajům za nezbytné zboží a služby. Ovšem stabilní trh práce, rychlejší růst mezd oproti minulé prognóze a možné vládní úlevy (například snížení zdanění energií) podle nás zmíněné obtíže převýší a spotřebu domácností odhadujeme na 4,5 %, oproti 4,1 % v letní prognóze. **Zahraníční obchod** se bude potýkat s problémy po dobu trvání výpadků subdodávek, což je podle předpokladu prognózy zhruba prvních šest měsíců příštího roku. Příspěvek čistých exportů do HDP bude spíše neutrální. Tempo růstu **vládních výdajů** by se měl

Podnikatelská důvěra (index, v b.)



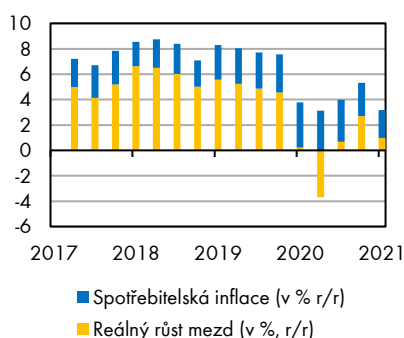
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Bariéry v průmyslu



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nominální vývoj mezd a inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

snížit zhruba o polovinu s tím, jak odpadnou s pandemií spjaté výdaje a nová vláda bude usilovat fiskální konsolidaci.

Průmyslu chybí materiál

Průmysl má díky silné domácí i zahraniční poptávce **potenciál k expanzi**. Bohužel je **ale držen při zemi narušenými vazbami na nabídkové straně**, která nebyla připravena na tak razantní nástup celosvětové poptávky po restartu ekonomik. Některé firmy, jako například Škoda Auto, již musely vícekrát přistoupit k omezení výroby, především kvůli chybějícím čipům. Potíže se ale týkají i jiných průmyslových odvětví, například stavebnictví. Kromě náporu ze strany poptávky jsou dodavatelské řetězce zatíženy regionálními uzavírkami továren z důvodu protipandemických nařízení (v poslední době především v Asii) a dále extrémního počasí. Komplikaci představuje také nedostatek pracovních sil. Výsledkem je tlak na růst cen výrobních materiálů, který je dále přizhíván nebývalým růstem cen energií a tlakem na růst mezd za účelem nalákání chybějících pracovníků. Pro firmy je v takovém prostředí **obtížné navyšovat využití výrobních kapacit a produktivitu navzdory plnicím se objednávkovým knihám**.

Průmyslová výroba v posledních měsících pouze osciluje poblíž předpandemické úrovně, přičemž v září sklouzla o 5,5 % níže, výroba aut o 33 %. Jinak by tomu nemělo být ani v říjnu především kvůli výpadkům ve výrobním procesu Škoda Auto. I přesto **průmyslová výroba letos poroste v průměru okolo 8 %**, a to z velké části díky tomu, že jsme během letních měsíců pozorovali dvouciferný růst, který kompenzoval prudké výpadky z loňska. **V příštím roce** očekáváme pokračování zmíněných obtíží v průmyslu, jelikož počítáme s uklidněním situace na nabídkové straně až se začátkem léta. Během příštího roku může také, se znalostmi o dopadu pandemie, docházet ke strukturálním změnám v dodavatelských řetězcích s cílem dosáhnout větší odolnosti. Navíc bude pokračovat tlak na snižování emisí. Tyto procesy v krátkodobém časovém horizontu pravděpodobně přibrzdí růst průmyslu a sníží produktivitu. **Pro příští rok očekáváme růst průmyslového sektoru o více než 4 %**, méně než v předchozí prognóze, která počítala s 5 %.

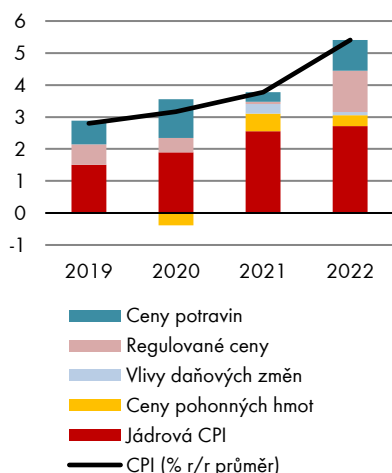
Zaměstnanci dál tahají za delší konec provazu

Český trh práce se již pevně vrátil do svého předkrizového stavu, kdy dobrovolná nezaměstnanost prakticky neexistuje a **podniky postrádají pracovní sílu**. Propouštění se prakticky neděje ani v situaci, kdy český průmysl vlivem nedostatku výrobních vstupů tlumí výrobu, jelikož jsou si firmy dobře vědomy toho, jak obtížně by pracovníky znovu najímaly, až se situace uklidní. Jejich volání po zjednodušení procesu pro příchod zaměstnanců ze zahraničí zatím politickou reprezentací nebyla vyslyšena, a žádný dramatický obrat tak není v dohledu. **Rok 2021 tak podle nás skončí průměrnou mírou nezaměstnanosti na úrovni 3,8 %**, což je z historického pohledu relativně příznivé číslo, a rok 2022 přinese další pokles na 3,4 %. Z výrazného převisu poptávky po pracovní síle nad nabídkou pak plyne tlak na další růst českých mezd, který se bude pohybovat mezi 5 a 6 %.

Inflační šok nás bude doprovázet i v první půlce 2022

Spotřebitelská **inflace letos skončí podstatně výš, než se obecně čekalo**. Za odchylkou od odhadů z poloviny roku stojí intenzivnější cenové tlaky na nabídkové straně a silnější domácí poptávkové tlaky, které reflektuje vysoká jádrová inflace. Jedná se tedy o **kombinaci externích, covidem způsobených faktorů**, které postupně odezní,

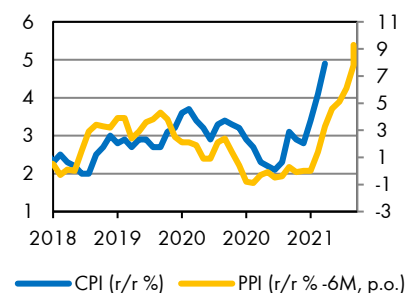
Očekávaná struktura inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

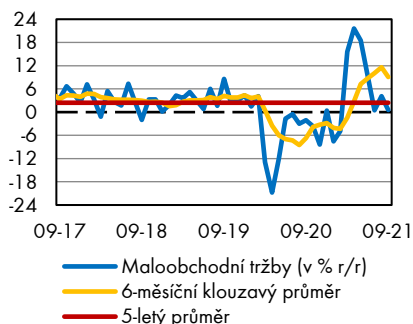
Pozn.: Příspěvky v procentních bodech

Nákladová inflace zatím stoupá



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Maloobchodní tržby



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

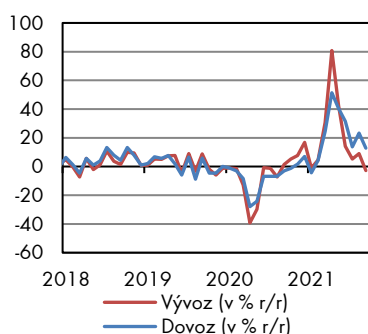
a v domácí ekonomice vytvořených cenových tlaků, které budou trvalejší, než faktory pramenící z nerovnováhy v ekonomice po covidovém šoku. Zde stojí za zmínku přehřátý trh práce, růst cen nemovitostí a fiskální expanze. **Inflace by měla vrcholit na přelomu roku poblíž 7 %.** Značnou nejistotu představují ceny energií, které procházejí turbulentním obdobím, a sílu obvyklého lednového upravení ceníků je proto těžké odhadnout. Energie ale nenavýší inflaci pouze skrze vyšší ceny energií pro domácnosti, ale i přes navýšení výrobních nákladů napříč odvětvími, které budou posléze prosakovat do spotřebitelských cen. Dále počítáme se zdražováním potravin i s vyššími cenami v kategorii bydlení. S výraznějším rozvolněním turistického ruchu by si slušné tempo mohly zachovat i ceny služeb. **S poklesem meziroční dynamiky spotřebitelské inflace pod 4 % počítáme až na podzim 2022 a k 3 % by měla inflace zamířit koncem roku 2022.** Pomůže jí k tomu vysoká srovnávací základna z letošního roku, odezňující komplikace na nabídkové straně, a s tím spojený růst výrobních cen, posilování kurzu koruny a v neposlední řadě také začátkem léta zahájený cyklus zvyšování úrokových sazeb ČNB. **Za celý letošní rok by měla celková inflace v průměru dosáhnout na 3,8 %, jádrová inflace na 4,0 %.** V příštím roce odhadujeme inflaci na 5,4 % a jádrovou na 4,9 %. V roce 2023 očekáváme postupné přibližování k 2% cíli ČNB a inflaci v průměru na 2,7 %.

Ceny průmyslových výrobců tlačí vzhůru nedostatek výrobních komponent a zdražování přepravy a uskladnění zboží, ke kterému dochází poté, co komplexní síť dodavatelských řetězců nezvládla nápor kolektivního (prakticky na světové úrovni) restartu ekonomik. **Počítáme s růstem výrobních cen letos o 6,8 % a příští rok o 6,3 %.** Dynamika cen komodit na světových trzích by měla postupně zvolňovat a protiinflačně bude působit statistický efekt srovnávací základny.

Nerovný vývoj napříč segmenty maloobchodu

Maloobchodní tržby již zanechaly pandemii za sebou. **Vyjma prodeje aut se od května stabilně drží přibližně 5 % nad předcovidovou úroveň, přičemž v předchozích měsících ještě zhruba 5 % ztracely.** Skokové oživení časově odpovídá rozvolnění většiny protipandemických restrikcí, ke kterému došlo během dubna. Odhlédneme-li však od agregovaného čísla, vidíme, že **vývoj maloobchodu napříč segmenty zůstává velmi rozdílný** a některé ještě pokračují v dohánění covidových ztrát. Jedná se především o sektor HOREKA, kde bylo sice během léta zaznamenáno zlepšení, i přesto ale byly tržby o zhruba 30 % níže než před vypuknutím pandemie. Sektor HOREKA bude proto v příštích měsících tlačit celkové tržby vzhůru za předpokladu absence lockdownu. Naopak zátěží bude maloobchodní prodej aut, kde se projevují výpadky na straně výroby. Očekáváme, že **maloobchodní tržby letos vzrostou v průměru o 5,5 % po loňském propadu o 4,9 %.** **Vyjma prodeje aut odhadujeme růst o 4,1 % po předchozím poklesu o 0,7 %.** V příštím roce by měly tržby růst okolo 4,5 %, bez zahrnutí aut těsně pod 4 %. Rizika vnímáme jako vybalancovaná. Na jedné straně očekáváme trend postupného poklesu míry nezaměstnanosti a pokračující tempo růstu nominálních mezd. Navíc domácnosti od začátku pandemie naakumulovaly přibližně 203 mld. Kč nad-úspor. Na straně druhé očekáváme vyšší růst spotřebitelských cen tažený především jádrovou inflací, cenami potravin a energií. Tého struktury inflace se nelze vyhnout ani případnou změnou spotřebitelského chování, a bude tak tržby v maloobchodu v reálném vyjádření tlumit.

Výkonnost vývozu a dovozu



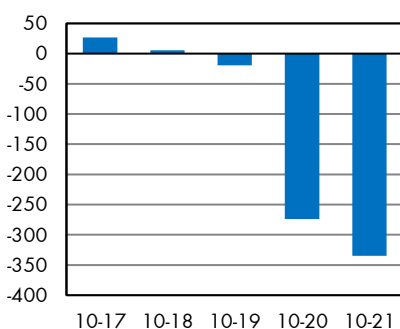
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Sazby peněžního trhu ČR

PRIBOR	aktuál.	XII-21	III-22	XI-22
3M	3,06	3,8	4,0	4,0
6M	3,26	4,0	4,2	4,2
12M	3,51	4,2	4,4	4,3

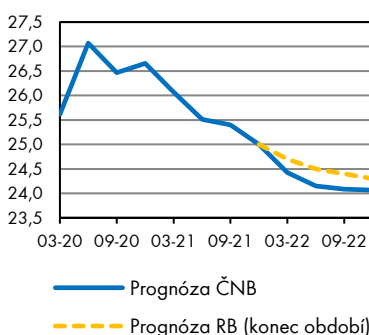
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Zahraněční obchod zpomaluje ekonomiku

Zatímco ve druhém čtvrtletí zahraniční obchod kladně přispěl k meziročnímu růstu HDP 0,5 procentního bodu, **bude příspěvek za třetí a čtvrté čtvrtletí s největší pravděpodobností záporný**. Důvodem je, že zatímco tempo importů zesilovalo s tím, jak se s rozvolněním restrikcí zvýšila ekonomická aktivita, a tedy i poptávka, tempo exportů začalo slábnout spolu s průmyslem. **Celkově tak očekáváme saldo zahraničního obchodu se zbožím letos poblíž 60 mld. Kč**, což představuje podstatnou revizi z původních 179 mld. Kč. Důvodem je silnější než očekávaný negativní dopad zauzlených výrobních řetězců, klopýtající výroba automobilů, a na druhé straně svižné oživení poptávky, což žene importy nahoru. Jejich hodnotu navíc přifukují vysoké dovozní ceny. **Odhad růstu exportů jsme proto snížili a růstu importů naopak navýšili**. Ve stejném směru jsme revidovali i výhled pro rok 2022, přičemž předpoklad pokračujících potíží v globálních dodavatelských řetězcích během prvního pololetí je pro odhad klíčový. Jak z predikce indexu exportu, tak z šetření mezi exportéry vyplývá, že nejen konec, ale i začátek roku bude pro export obtížný. Až v jeho druhé polovině a během 2023 by měla dynamika exportů převyšovat importy. Přispěje k tomu růst ekonomiky eurozóny a především Německa, na které je tuzemský export úzce napojen. **Celoroční bilanci zahraničního obchodu v 2022 odhadujeme v blízkosti pouhých 30 mld. Kč. Vyšší, poblíž 140 mld. Kč, by měla být až v roce 2023**. Slabší výkon exportu a silnější růst importů se propisuje i do predikce **platební bilance**, která by v poměru k HDP letos měla být na nule, či mírně záporná. V roce 2022 ji očekáváme jen mírně vyšší, na 0,2 % HDP.

ČNB boj s inflací vzdát nehodlá

Česká národní banka započala cyklus zvyšování sazeb jako jedna z prvních v regionu a nasadila poměrně svižné tempo. Po počátečních dvou zvýšeních o 25 bazických bodů přišlo záříjových 75bb a konečně listopadových 125bb, čímž se základní repo sazba dostala až na 2,75 %, tedy **o plného půl procentního bodu nad předpandemickou úroveň**. Centrální banka tak vytáhla energicky do boje se vzdouvající se tuzemskou inflací a podle dostupných informací nemá v úmyslu kapitulovat ani v dohledné době. Čeští bankéři se většinou neztotožňují s pohledem jejich západních kolegů, kteří pokrizovou inflaci považují za přechodnou a způsobenou dominantně globálními vlivy. Naopak velkou část z ní spatiřují v přehřátém trhu práce či štedré fiskální politice. Podle našeho názoru tak ještě do konce roku 2021 doručí další zvýšení o 75bb a **vrcholu cyklu zpříšňování bude dosaženo v první polovině roku 2022 s repou sazbou na úrovni 3,75 %**. Poté by se již na horizontu měnové politiky mělo projevit výrazné ochlazení inflace, a sazby tak zamíří zpět dolů k neutrálním hodnotám.

Deficit veřejných financí míří níže, než bylo v plánu

Jak jsme již delší dobu upozorňovali, plánovaný deficit pro rok 2021 byl významně naddimenzován, a **realita tak nakonec spíše spíše ke 400 nežli avizovaným 500 mld. Kč**. Na tomto pozitivním vývoji měl podíl hlavně lepší výběr přímých daní, než s jakým počítalo ministerstvo. Pravděpodobná nastupující vláda deklaruje ambici rozpočet pro rok 2022 přepracovat i za cenu krátkodobého provizoria, ovšem dramatické změny v takto omezeném čase nepředpokládáme. I bez nich ovšem konečný deficit podle nás bude citelně nižší, než je v současné době plánováno. Po odpadnutí významné části výdajů spojených s pandemií a vlivem pokračujícího ekonomického restartu se i bez přičinění vlády schodek samovolně sníží o vyšší desítky miliard. **Očekáváme tak jeho pokles do okolí 280 mld. Kč**.

Kurz koruny

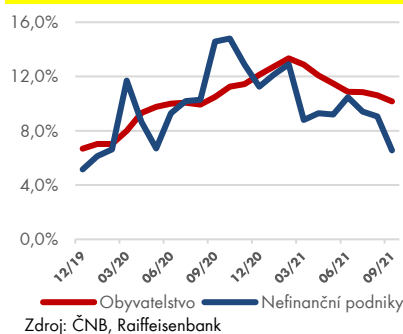
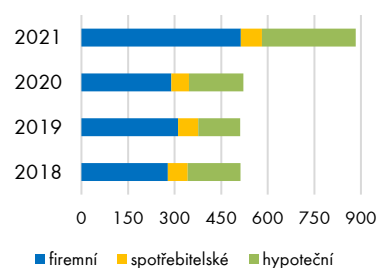
	aktuál.	XII-21	III-22	VI-22
EUR/CZK	25,20	25,0	24,7	24,5
USD/CZK	21,77	21,0	20,9	20,8

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	XII-21	III-22	VI-22
2 roky	3,09	3,2	2,9	2,9
5 let	2,86	3,0	2,9	2,9
10 let	2,65	2,8	2,8	2,8

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Meziroční tempo růstu vkladů

Nové úvěry (YTD; mld. Kč)

Koruna má konečně volné ruce k posilování

Česká měna se po dlouhém období pandemického oslabení konečně dočkala a vrací se na předkrizové úroveň. Pomáhá jí k tomu hlavně rozšiřující se úrokový diferenciál mezi českými a evropskými sazbami. **Ten by se měl v nadcházejícím období dále zvětšovat, což koruně dodá další impulz.** V příštím roce by se k tomuto mělo přidat i tuzemské ekonomické oživení, a to speciálně v případě, že se podaří alespoň částečně vyřešit problémy s dodávkami výrobních vstupů do průmyslového sektoru. V neposlední řadě lze očekávat, že koruna bude těžit z potlačování dalších vln pandemie, které s příchodem chladnějšího počasí opět vystrašily trhy. Rok 2021 tak koruna podle nás zakončí na psychologické hranici EUR/CZK 25,00 a **během prvního pololetí 2022 pak vůči euru posílí o dalších 50 haléřů.**

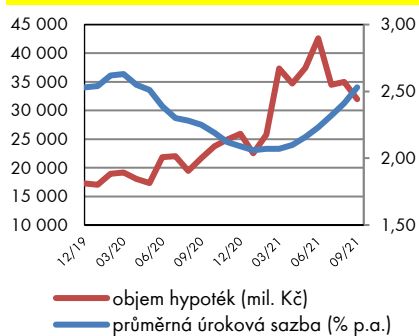
Výnosy dluhopisů jsou blízko vrcholu

Letošní dramatický nárůst českých výnosů je z převážné části již za námi. Výhled na jesťábí politiku České národní banky je v dluhopisech již zacenen a prostoru pro překvapení směrem nahoru se zde již mnoho nenabízí. Fed i ECB navíc drží svou holubičí pozici a ani z mezinárodního prostoru tak nelze očekávat výraznější tlak na růst. Pravděpodobná budoucí nová česká vláda pak deklaruje odhodlání přepracovat výhled na fiskální politiku směrem k nižším deficitům, které byly tou dosavadní podle našeho názoru významně přifouknuté. Inverzní tvar výnosové křivky aktuálně reflektuje očekávání na relativně krátké období vyšších tuzemských sazeb, a měl by se v průběhu příštího roku obracet směrem k normálu.

Bankovní sektor – úvěrová expanze pokračuje

Uvolnění restriktivních opatření v průběhu léta pomohlo i bankovnímu sektoru k postupnému návratu k normálu. **I přestože vklady nadále rostly, bylo jasně patrné zpomalení jejich tempa.** Po prvním pololetí, kdy byl nárůst úspor podpořen jednak omezením obchodů a služeb, jednak vyššími příjmy v důsledku zrušení superhrubé mzdy, vykázaly vklady ve třetím čtvrtletí již přiměřenější tempa růstu. Vklady na účtech nefinančních podniků připsaly za třetí kvartál jen 1,1 %, což je v porovnání s téměř 5% růstem ve stejném období loňského roku vítaná změna. Přesto podle našich výpočtů **přinesla dosavadní koronavirová krize do vkladů firem zhruba 122 mld. Kč nad rámec běžného objemu úspor. V sektoru obyvatelstva je objem tzv. nad-vkladů ještě výraznější, přibližně 184 mld. Kč,** ale i v něm se tempo růstu úspor postupně snižuje. Do posledního čtvrtletí letošního roku jsme vstoupili opět s nejistotou ohledně zhoršující se pandemické situace, s vyšší úrovní spotřebitelských cen a zároveň s razantně vyšší úrovní úrokových sazeb. Proto lze očekávat, že především obyvatelstvo zareaguje vyšší mírou úspor, kterou bude jen lehce brzdit tradičně zvýšená spotřeba v souvislosti s vánočními svátky. **V oblasti úvěrů pokračuje nebývalá úvěrová expanze,** i když jsou patrné již první náznaky jejího brzdění. **Ve firemním segmentu bylo od počátku roku poskytnuto již 512,9 mld. Kč nových úvěrů, což je hodnota naprosto mimořádná.** To podporuje myšlenku úspěšného ekonomického oživení, i když zatím vidíme nárůst především v úvěrech na oběžná aktiva (+4,5 % YTD), tedy na doplnění zásob či export a import, a nikoliv v úvěrech investičních (-2,2 % YTD). Pozitivní je, že ve srovnání s loňskem se radikálně snížilo tempo růstu úvěrů na přechodný nedostatek zdrojů (+6,6 % YTD oproti +71,0 %). V segmentu obyvatelstva dosahuje suma nových úvěrů poskytnutých od počátku letošního roku již téměř 398 mld. Kč. **Hlavní roli hrají standardně úvěry hypoteční, které již nyní s objemem 302 mld. Kč překonávají všechny dosavadní rekordy.** Avšak právě hypoteční úvěry vykazují

Nové hypotéky



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

značnou citlivost na výši úrokových sazeb, proto je velmi pravděpodobné, že v závěru roku a ani v roce příštím již nebudou čerpány v tak vysokých objemech jako doposud.

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>

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

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štěfina

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

Treasury – Trading

Milan Fischer

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Treasury - Sales

Pavel Krištof

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Karel Hubička

Ondřej Chládek

Jan Gazsi

Corporate Finance

Radek Musil

Jakub Hamr

Miroslav Frayer

Petra Kubů

Treasury – Equities

Eva Polánová

Jakub Veselský

Jakub Schermer

Ekonomický výzkum

Helena Horská

David Vagenknecht

Vít Hradil

Lenka Kalivodová

23 44 01 362

23 44 05 228

603 808 512

603 808 035

724 163 275

23 44 01 133

23 44 01 330

23 44 01 071

23 44 01 857

23 44 01 215

23 44 01 308

23 44 01 039

23 44 01 574

23 44 01 437

24 24 32 437

23 30 63 280

23 44 05 468

23 44 01 374

23 44 01 191

23 44 01 455

23 44 05 466

23 44 01 461

23 44 05 253

23 44 01 877

23 44 05 551

23 44 01 461

23 44 01 145

23 44 01 316

23 44 01 144

23 44 05 509

23 44 01 821

23 44 05 907

23 44 01 195

23 44 01 830

23 44 05 510

23 44 05 502

23 44 01 346

23 44 05 351

23 44 01 130

23 44 01 885

23 44 05 357

23 44 01 775

23 44 01 953

23 44 01 868

23 44 05 167

23 44 01 822

23 44 01 803

23 44 01 819

23 44 01 838

23 44 01 413

23 44 01 070

23 44 05 685

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 09. listopadu 2021, 12:00

Publikace byla vydána 10. listopadu 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 sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracovaná třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

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

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

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisů Finanzanalyse-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 Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.