

## Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomika eurozóny zpomalí, ale bezprostřední recesi má šanci se vyhnout
- Ekonomiku USA podporuje trh práce, pod tlak ji ale dostává Fed
- Fed se soustředí na cenovou stabilitu, se sazbami půjde až ke 4 %
- ECB rezignovala na forward guidance, na neutrální úroveň sazby dostane koncem roku
- Ekonomika ČR se stala odolnější, riziko hluboké recese výrazně klesá
- Průmysl a export podporuje zvolnění problémů v automotive, rizikem je vývoj globální poptávky
- Maloobchod zatěžuje klesající důvěra spotřebitelů a vysoká cenová hladina
- Inflace se udrží ve dvouciferném tempu i v první polovině 2023, nákladové tlaky začnou převažovat
- ČNB se dostane pod tlak, snižování sazeb přijde až v druhé polovině roku 2023
- Státní rozpočet se potýká s dlouhodobými problémy a strukturální saldo přesahuje 300 mld. Kč
- Koruna se udrží v blízkosti současných hodnot, pomůže ji k tomu zejména ČNB
- Výnosová křivka zůstane i nadále inverzní, brzké otočení neočekáváme
- Bankovní sektor – poptávka po úvěrech prudce klesá, vklady se drží vysoko

<b>Makroekonomická predikce</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023f</b>	<b>2024f</b>	<b>2025f</b>
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 791	5 709	6 108	6 756	7 293	7 714	8 092
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,9	3,3	2,9
HDP na hlavu (EUR)	21 145	20 163	22 270	25 528	27 468	29 347	31 251
Průmyslová výroba, r/r %	-0,1	-6,9	8,7	0,5	0,4	5,0	6,5
Míra nezaměstnanosti MPSV	2,8	3,6	3,8	3,3	3,6	3,2	3,0
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	7,9	4,6	4,7	7,6	11,3	4,6	4,0
PPI, r/r %, průměr	2,6	0,1	7,1	27,5	8,7	1,1	1,4
CPI, r/r % průměr	2,8	3,2	3,8	16,3	10,7	2,9	2,2
CPI, r/r %, konec období	3,2	2,3	6,6	18,9	6,3	2,1	1,9
Saldo vládních financí, % HDP	0,3	-5,8	-5,9	-4,4	-3,9	-3,4	-3,0
Dlůh sektor vládních institucí, % HDP	30,1	37,7	42,0	42,4	43,2	44,3	45,2
Obchodní bilance, mld. Kč	146	180	-6	-221	-141	-11	75
Běžný účet, % HDP	0,3	2,0	-0,9	-4,1	-1,9	-0,2	0,3
CZK/EUR, průměr	25,7	26,5	25,6	24,7	24,7	24,4	24,0
CZK/USD, průměr	22,9	23,2	21,7	23,1	22,6	20,7	19,8
2T Repo sazba ČNB, konec období	2,00	0,25	3,75	7,25	6,25	3,50	2,75
3M PRIBOR, konec období	2,2	0,4	4,1	7,5	6,5	3,7	3,0
2letý výnos, konec období	1,4	0,2	3,6	6,4	5,2	3,3	2,9
5letý výnos, konec období	1,3	0,7	3,2	5,2	4,3	3,1	3,0
10letý výnos, konec období	1,6	1,3	2,7	4,3	3,8	3,4	3,3

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

**Reálný HDP (průměr, v % r/r)**

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

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

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

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	5,1	13,0	11,4	5,5
Maďarsko	5,1	12,3	10,5	4,8
<b>ČR</b>	3,8	16,3	10,7	2,9
Slovensko	2,8	11,3	11,8	2,3
<b>SE</b>	4,5	13,4	11,1	4,7
Rumunsko	5,1	12,7	9,1	5,3
Bulharsko	3,3	10,2	5,0	3,0
Chorvatsko	2,6	9,2	4,1	2,1
Srbsko	4,0	9,8	6,4	3,0
Bosna a Her.	2,0	8,5	3,5	2,0
Albánie	2,0	5,6	3,6	2,8
Kosovo	3,4	10,4	4,8	2,2
<b>JVE</b>	4,1	11,2	7,1	4,1
Rusko	6,6	14,5	6,9	3,0
Ukrajina	9,3	19,6	17,5	10,0
Bělorusko	9,5	16,0	18,5	12,5
<b>SNS</b>	7,0	14,8	7,9	n.a.
<b>eurozóna</b>	2,6	7,5	4,0	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**EUR/Národní měna (průměr)**

země	2021	2022f	2023f	2024f
Polsko	4,56	4,67	4,59	4,35
Maďarsko	359	388	405	415
<b>ČR</b>	25,6	24,7	24,7	24,4
Rumunsko	4,92	4,98	5,06	5,10
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,53	7,54	7,53	7,53
Srbsko	118	118	118	118
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	123	122	117	117
Rusko	87,2	72,3	87,5	n.a.
Ukrajina	32,3	34,9	41,7	46,6
Bělorusko	3,02	3,14	3,52	4,21
<b>USA</b>	1,14	1,18	1,07	1,09
Švýcarsko	1,07	1,08	1,02	1,01

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

**Základní úroková sazba centrálních bank**

země	aktuální	IX-22	XII-22	III-23
Polsko	6,50	7,00	7,00	7,00
Maďarsko	10,75	11,15	11,75	11,75
<b>ČR</b>	7,00	7,25	7,25	7,25
Rumunsko	4,75	5,75	7,00	7,00
Rusko	8,00	8,00	7,00	6,50
Eurozóna	0,50	1,00	2,00	2,50
USA	2,50	3,00	3,50	4,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**3M sazba peněžního trhu**

země	aktuální	IX-22	XII-22	III-23
Polsko	7,01	7,20	7,20	7,20
Maďarsko	12,05	11,55	12,05	11,95
<b>ČR</b>	7,31	7,50	7,50	7,50
Rumunsko	7,75	8,05	8,40	8,20
Chorvatsko	0,35	0,35	0,35	n.a.
Rusko	n.a.	9,31	8,36	7,41
Eurozóna	0,26	0,75	1,75	2,10
USA	2,83	3,25	3,75	4,00

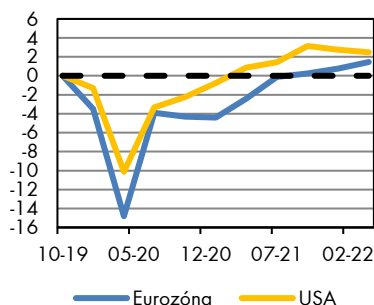
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

**10letý výnos státního dluhopisu**

země	aktuální	IX-22	XII-22	III-23
Polsko	5,79	6,60	6,10	5,55
Maďarsko	7,88	8,50	9,00	8,95
<b>ČR</b>	3,96	4,15	4,25	4,25
Rumunsko	8,25	9,17	9,30	9,10
Chorvatsko	2,74	3,50	3,20	3,20
Rusko	9,03	8,36	8,05	7,75
Eurozóna	0,87	1,40	1,60	1,80
USA	2,76	3,30	3,35	3,40

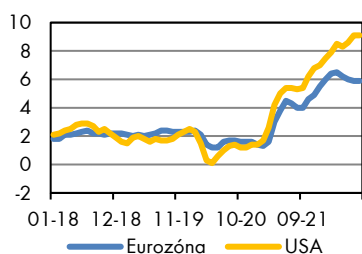
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Vývoj HDP v EMU vs. USA



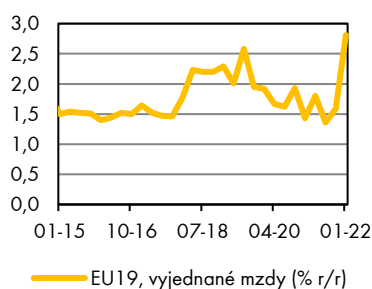
Pozn.: reálné HDP (Q4 '19=0%)  
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

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



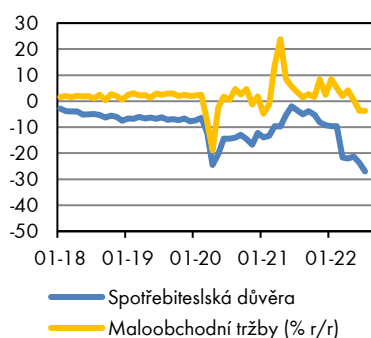
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Mzdy v EMU nabírají tempo



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Spotřebitelská nálada v EMU



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

## Vnější prostředí

### Ekonomika eurozóny – recese bezprostředně nehrozí

Ekonomika eurozóny během prvního letošního pololetí mírně vzrostla, konkrétně o 0,3 % v Q1 a dle předběžného odhadu o 0,7 % v Q2. **Podporu poskytly dozvuky oživení ekonomické aktivity po skončení pandemických restrikcí**, což se pozitivně projevilo především v sektoru služeb a turistickém ruchu. V tempu zůstávají také fixní investice firem. **Naopak negativně na ekonomickou aktivitu působí vysoké ceny energií, které narůstají na pozadí geopolitických rizik.** Ekonomika by se ale recesi nakonec mohla vyhnout. V posledních dvou čtvrtletích očekáváme snížení tempa růstu reálného HDP na 0,1 % mezikvartálně. Zpomalení nasvědčují předstihové ukazatele, především pokles spotřebitelské důvěry. V roce 2023 počítáme pouze s pozvolným oživením z důvodu přetrvávajícího negativního cenového šoku a procesu odvracení se od ruských dodávek energií. **V souhrnu reálný HDP eurozóny za celý letošní rok vzroste v průměru o 2,5 %, v příštím roce o 1,0 %.** Za předpokladu, že dojde ke zpřísnění sankcí proti Rusku a aktivnějšímu odříznutí od ruských dodávek energií, se predikce růstu reálného HDP na příští rok snižuje na 0,5 %.

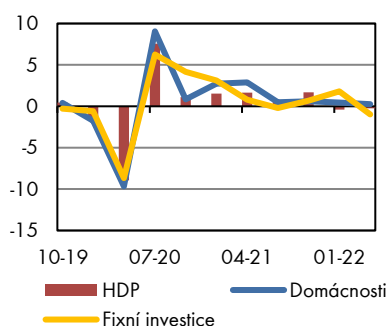
### Inflační tlaky začnou postupně zvolňovat

Slabé tempo růstu spotřebitelských cen v eurozóně je i nadále **způsobeno hlavně vývojem cen energií**. Jejich příspěvek do inflace je částečně limitován vládními opatřeními v některých členských zemích, avšak po jejich vypršení lze počítat s kladným impulsem do inflace. **Dalším významným proinflačním faktorem jsou potraviny**, jejichž ceny vzrostly v návaznosti na narušení exportů klíčových zemědělských produktů z Ruska a Ukrajiny. Výhledově ale kromě energií již nepočítáme se zdražováním komodit. Jejich ceny s vidinou ekonomického zpomalení na globálním komoditním trhu již klesají a směrem dolů se ubírají i očekávání v podnikatelské sféře. Například výsledky průzkumu německého Ifo institutu ukazují již třetí měsíc v řadě na pokles inflačních očekávání ve výrobě, stavebnictví a službách. Na druhé straně ale dochází k rozšiřování domácích cenových tlaků, zejména v cestovním ruchu a sektoru služeb. Tento vývoj bude výhledově podporovat nízká nezaměstnanost a narůstající dynamika vyjednaných mezd. Proti tomu ale stojí přísnější úvěrové podmínky a zvyšující se účty za energie. **Poptávková inflace by tak ve výsledku již neměla výrazně silnit.** Naše prognóza počítá s pouze nepatrným zvýšením meziročního tempa jádrové inflace z červencových 4,0 % na 4,2 %. Celková inflace, zohledňující energie i potraviny, by mohla rok zakončit pod 8 %, kam sestoupí z aktuálních téměř 9 %. **Za celý letošní rok odhadujeme průměrnou meziroční celkovou inflaci na 7,5 %, v roce 2023 na 4,0 % a 2,2 % v roce 2024.**

### ECB dostane úrokové sazby nad neutrální úroveň

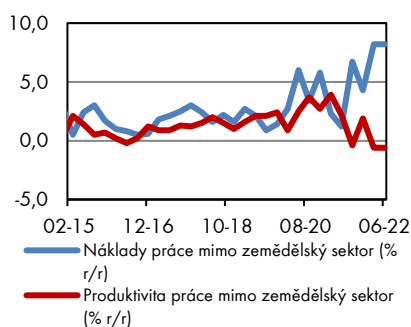
Po více než dekádě zvýšila ECB úrokové sazby, a to rovnou o půl namísto avizovaného čtvrt procentního bodu. Tím se rozloučila s forward guidance, která dávala smysl v prostředí sazeb poblíž nuly. V situaci normalizace měnové politiky během rozkolísané makroekonomické situace je ale lepší upřednostnit flexibilitu. ECB bude při dalších rozhodnutích o výši sazeb vycházet z dostupných dat, což implikuje zvýšenou citlivost peněžního trhu na klíčová ekonomická data. Současně bylo komunikováno, že **cíl cenové stability má přednost před riziky pro hospodářský cyklus.** Očekáváme proto, že ECB v následujících měsících začne komunikovat potřebu dostat úrokové sazby přechodně nad neutrální úroveň, tedy do restriktivního pásma. **Do konce roku počítáme se třemi hiky o 50bb a dvěma po 25bb začátkem 2023.** Případné negativní dopady na dluhopisový trh může ECB tlumit reinvesticemi v rámci PEPP anebo spuštěním nového nástroje TPI.

### Investice a spotřeba zpomalily



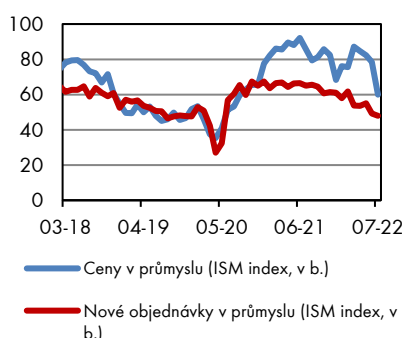
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

### Mzdové tlaky v USA



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

### Poptávka a ceny zvolňují



Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

## Ekonomika USA profituje ze silného trhu práce

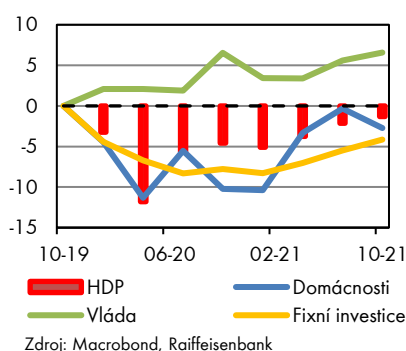
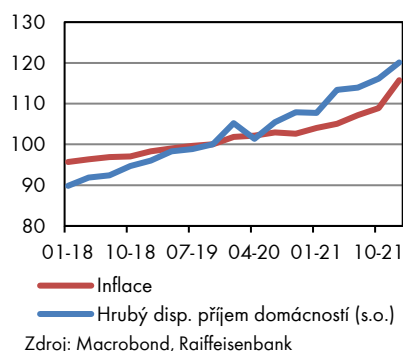
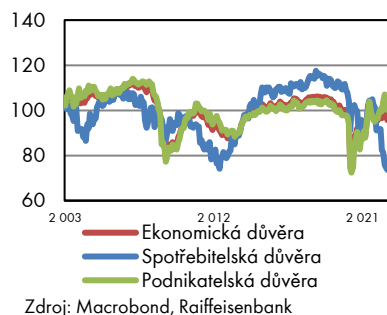
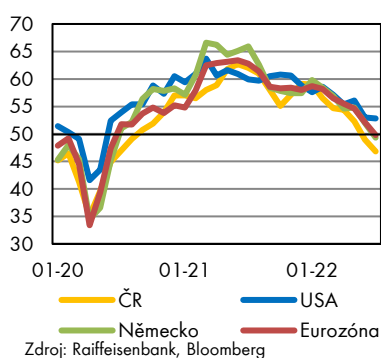
Po mezikvartálním poklesu o 0,4 % v Q1 '22 si americká ekonomika v Q2 '22 připsala další pokles mírně přes 0,2 %, čímž splnila definici **technické recese**. K výsledku znovu negativně přispěly volatilní složky čistých exportů a tvorby zásob. **K oslabení ale došlo také u složek směřodatných pro další vývoj ekonomiky – spotřeby domácností a (ne)rezidenčních fixních investic**. Ty bude tlumit i agresivní měnová politika Fedu. Na druhé straně ale zůstává **v dobré kondici trh práce**. Míra nezaměstnanosti se drží u 3,6 % a tvorba nových pracovních míst byla v posledních měsících nad očekáváním. Trh práce by měl podpořit spotřebu domácností v prostředí vysoké spotřebitelské inflace a vyšších úrokových sazeb. **Konsensus predikce pro růst americké ekonomiky se pro letošek pohybuje poblíž 2,0 % a pro rok 2023 u 1,3 %.**

## Inflace v USA se blíží vrcholu

Inflační tlaky v USA přetrvávají a vrchol mají ještě před sebou. **Jádrová inflace**, která lépe zachycuje domácí cenové tlaky, zatím nejeví známky zpomalování, kdy je ještě v sektoru služeb se zpožděním reflektován **vliv utaženého trhu práce a otevření ekonomiky z pandemických uzavírek**. Stejně jako většina ekonomik čelí i USA **externím cenovým vlivům** z titulu prudce narůstajících cen energií, což kromě účtů za energie navyšuje i ceny zboží a služeb. Nárůst meziročního tempa spotřebitelských cen z 1,7 % v únoru 2021 až na 9,1 % v červnu 2022 znervózňuje investory i spotřebitele a jejich **inflační očekávání** jsou odpoutána od 2% cíle. **Přicházejí ale již data indikující zpomalení tempa růstu cen**. Z pohledu služeb je relevantní pokles spotřebitelské nálady na historické minimum a zploštění trajektorie výdajů v segmentu služeb. Tlak na ceny zboží by měl také zvolnit. Ukazují to dílčí ukazatele měřící vývoj cen ve výrobě. Očekávaným zpomalením globální ekonomiky pak na komoditním trhu dochází k poklesu cen klíčových komodit jako ropy či mědi. **Konsensus odhadů počítá s inflací letos v průměru na 7,9 %, příští rok na 3,5 % a v roce 2024 na 2,5 %.**

## Fed bude postupovat rychle, i za cenu oslabení ekonomiky

Fed se bude držet svižného tempa zvyšování úrokových sazeb, aby dostal pod kontrolu zvýšenou dynamiku inflace, přičemž bude akceptovat negativní dopady do ekonomiky. **Naše prognóza počítá s úrokovými sazbami v restriktivním pásmu u 4 % v Q1 '23, výš než úroveň aktuálně implikovaná tržními sazbami**. Stejně jako ECB klade i Fed důraz na flexibilitu a tempo cyklu utahování měnových podmínek bude upravovat dle přicházejících dat z ekonomiky. Zároveň budou centrální bankéři **pokračovat v redukcí své rekordně vysoké bilance** přesahující 8,8 bln USD. Růst amerických sazeb dostal dolar až k úrovni parity k euru. Razantnější přístup od ECB ale tento efekt ztlumil. I přesto nadále počítáme se silným dolarem z důvodu geopolitických rizik, které disproporcionálně zatěžují ekonomiku eurozóny.

**Růst HDP a složek (Q4 '19 = 0 %)**

**Inflace a příjmy (Q4 '19 = 100)**

**Nálada v ekonomice**

**PMI pro zpracovatelský sektor**

**Českou ekonomiku přibrzdí cenový šok a nejistota**

Česká ekonomika má za sebou **úspěšné první pololetí**. V Q1 '22 vzrostla mezikvartálně v reálném vyjádření o 0,9 % a dle předběžného odhadu ČSÚ o 0,2 % v Q2 '22. Pozitivní dopad mělo zlepšení situace v dodavatelských řetězcích, což podpořilo průmyslovou výrobu a fixní investice firem. Ve spotřebě domácností se kladně projevil efekt dohánění odložené spotřeby z období uzavírek ekonomiky v souvislosti s pandemií. Proti tomuto efektu působilo zvýšení cenové hladiny a propad spotřebitelské důvěry. Ve výsledku spotřeba domácností již dvakrát po sobě mezikvartálně poklesla. **Ve druhé polovině roku očekáváme mírnou technickou recesi** zejména kvůli oslabení domácí i zahraniční poptávky z důvodu přísnějších podmínek financování přispívajících k vyšším provozním nákladům a poklesu reálných příjmů v návaznosti na cenový šok spojený s válkou na Ukrajině. Tímto směrem se již vydala řada předstihových indikátorů napříč jednotlivými sektory. **Oslabení ekonomické aktivity bude tlumit fiskální pomoc a pokračující čerpání z EU fondů.** V Q3 '22 a Q4 '22 očekáváme pokles reálného HDP mezikvartálně poblíž 0,5 %, následované pouze pozvolným zlepšením během prvního pololetí 2023 z důvodu předpokladu vleklého konfliktu na Ukrajině, se kterým souvisí i pomalé predikované zotavení v eurozóně. **Díky silnému výkonu ekonomiky v letošních prvních dvou čtvrtletích ponecháváme naši prognózu růstu ekonomiky letos na 2,5 % a kvůli technické recesi v zimních měsících následovanou pomalým zotavením jen na 0,9 % pro rok 2023.** Předkovidové úrovně HDP dosáhne v naší prognóze v Q3 '22. Rizika predikce jsou vychýlena směrem dolů z důvodů možnosti přerušení dodávek plynu. Při modelování přerušení dodávek plynu jako náhlého šoku vychází zásah do ekonomiky do výše 4 %. Mezitím však došlo k přípravě na tuto alternativu v podobě plnění zásobníků plynu či zajištění přístupu k LNG terminálům. Ekonomický dopad by tak byl výrazně nižší než zmíněný pokles o 4 %.

**Složky HDP**

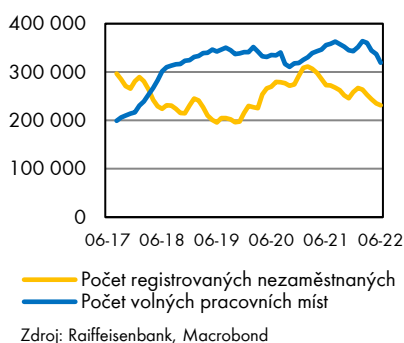
Oproti minulé prognóze došlo ke změnám ve struktuře HDP. Se silnějším cenovým šokem a zhoršením spotřebitelské nálady očekáváme pokles **spotřeby domácností** meziročně o 2,5 %. Nicméně utlumení spotřeby by nemělo trvat dlouho díky utaženému trhu práce a svižnému tempu nominálních mezd. V průběhu příštího roku již očekáváme oživení okolo 1,2 %. Vyšší, než predikovaná dynamika **fixních investic** signalizuje meziroční růst letos v průměru o 5,1 % a jen o 0,8 % v roce 2023, za předpokladu predikovaného poklesu na přelomu letošního a příštího roku. **Spotřeba vlády** by mohla letos meziročně vzrůst o 3,5 % podpořena výdaji spojenými s pomocí Ukrajiny a kompenzací růstu cen energií domácnostem. U **zahraničního obchodu** počítáme se záporným příspěvkem do meziročního HDP ve výši 0,1 pb.

**Průmysl nespasí ani zlepšení v automotive**

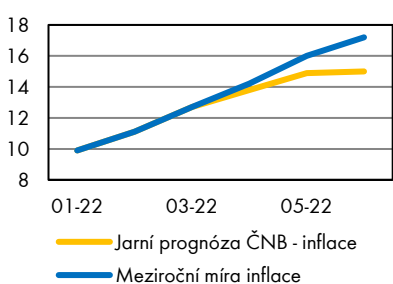
Po delší době konečně nastal zvrat v automobilovém sektoru a v posledních měsících se dokonce podařilo výrobu aut dostat do meziročního plusu. **Zpomalující výkon v ostatních sektorech** spolu s rychle klesajícími předstihovými ukazateli ale vytváří spíše pesimistický obrázek do zbytku roku. V zimních měsících zároveň stále existují otázky ohledně dostatku zemního plynu, byť jak už je výše uvedeno, nejhorším scénářům by se díky vyšší zásobám a dovozu LNG mělo podařit vyhnout. Ve střednědobém horizontu přesto očekáváme, že **meziročně se bude pohybovat průmysl v okolí kladné nuly – a to jak v roce 2022 (+0,5 %) tak v roce 2023 (+0,4 %)**. Zpět na výraznější růstovou trajektorii by se měl vrátit průmyslový sektor až v delším horizontu. Zásadní ovšem bude rychlost a podpora energetické transformace české ekonomiky z doposud silné závislosti na ruských dodávkách potřebných energetických surovin.



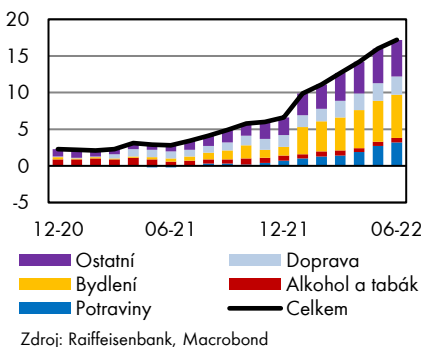
### Míra nezaměstnanosti MPSV



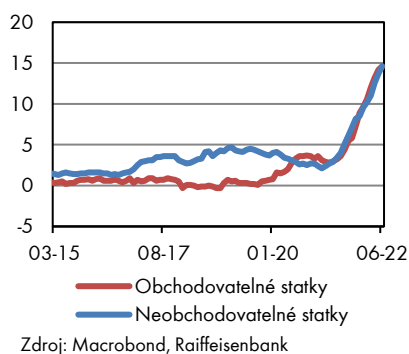
### Inflace a prognóza ČNB (%)



### Struktura meziroční míry inflace



### Inflace - domácí i vnější faktory



## Nízká nezaměstnanost podpoří mzdové tlaky

Stejně jako v řadě okolních států se i v Česku nezaměstnanost pohybuje v blízkosti historických minim. Nůžky zůstávají rozevřené i mezi počtem volných pracovních míst a množstvím uchazečů, kdy na každého zájemce připadá takřka 1,4 nabídky. V posledních měsících se počet volných pracovních míst sice začal snižovat, k tomu ale velkou měrou přispěl příliv uprchlíků z Ukrajiny, kdy došlo k obsazení části dříve nabízených pracovních pozic. Nadále klesající počet dostupných uchazečů pak uzavírání nůžek brzdí. **Zájemců o práci je nejméně od března 2020, kdy vypukla pandemie covid-19.** Trh práce tím pádem zůstává extrémně napjatý a nezdá se, že by v nejbližší době mělo dojít zásadnější změně. Ekonomické ochlazení odehrávající se zejména na přelomu roku sice může přispět k mírnému nárůstu nezaměstnanosti, zásadní obrát ovšem neočekáváme. Pro celý rok 2022 předpokládáme, že nezaměstnanost dosáhne v průměru 3,3 %, avizované **ekonomické ochlazení pak přinese mírný nárůst v roce 2023** na 3,6 %. V dlouhodobějším horizontu ale spolu s ekonomickým oživením bude nezaměstnanost mířit zpět ke 3 %. **Větší tlak lze zároveň očekávat ze strany zaměstnanců vůči zaměstnavatelům na výši mezd,** kdy letos sice reálně poklesnou, v příštím roce by ale díky dvojcifernému nominálnímu růstu mohly přesáhnout i vysoký očekávaný růst cenové hladiny.

## Inflace bude ustupovat jen velmi pomalu

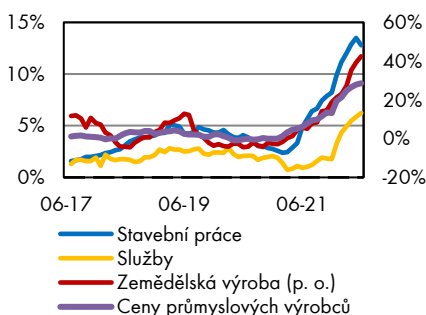
Růst spotřebitelských cen byl dosud velmi vysoký. Od konce minulého roku se meziroční míra inflace dostala z 6,6 % na 17,2 % v červnu. Ve struktuře inflace aktuálně dominuje vývoj cen v oddíle bydlení a potravin, které dohromady přispěly 9,1 pb. Pohled na ostatní položky ale i nadále potvrdí, že cenové tlaky přetrvávají napříč spotřebitelským košem. **V inflaci se nadále spojují vnější cenové tlaky nabídkového charakteru, ale i domácí tzv. poptávkové cenové tlaky.** Poukazuje na to zvýšená dynamika cen jak obchodovatelných, tak neobchodovatelných statků, které vykázaly v červnu shodně meziroční růst o 14,6 %.

Mezi **domácí faktory** patří přehřátý trh práce a trh nemovitostí, realizace odložené spotřeby z úspor naakumulovaných během pandemických uzavírek a fiskální impulz, včetně zrušení superhrubé mzdy, který podle našeho odhadu navyšoval inflaci o zhruba 2pb ke konci loňského roku. Mezi **vnější faktory** patří narušení dodavatelských řetězců a válkou na Ukrajině způsobený cenový šok projevující se zejména v cenách energií a potravin.

**Výhledově očekáváme, že domácí faktory budou odeznívat.** Důvodem je pokles reálných příjmů a v čase zpožděný nástup efektu předchozí restriktivní měnové politiky. **Ústup inflačních tlaků ale bude velmi pozvolný,** protože současně bude docházet k zesílení vnějších inflačních tlaků, konkrétně z titulu růstu cen energií a v menší míře cen potravin. To udrží inflační očekávání zvýšená, což nakonec bude limitovat i odeznívání domácích cenových tlaků. Navíc vyšší ceny energií se neprojeví jen primárně v růstu regulovaných cen, ale i sekundárně v cenách zboží a služeb. Nepomůže ani kurz koruny, který na pozadí oslabující ekonomiky ČR i eurozóny zůstane slabší.

**Za celý letošní rok očekáváme průměrnou míru inflace na 16,3 %, příští rok na 10,7 % a v roce 2024 na 2,9 %.** K očekávanému navýšení inflace dojde zejména kvůli zvýšení cen energií pro domácnosti. V naší prognóze počítáme se zvýšením během července, jak napovídají zveřejněné ceníky distributorů, a dále před letošní topnou sezónou a pak tradičně začátkem roku. Meziročně se tak inflace udrží okolo 19 % ještě na konci 2022, navzdory tomu, že její meziměsíční tempo by se mělo postupně snižovat. V příštím roce se meziroční dynamika inflace pravděpodobně udrží dvojciferná během

## Ceny výrobců



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

první poloviny roku, poté by měla klesnout k 6-7 %. Do tolerančního pásma ČNB (pod 3 %) se dostane až v Q2 '24.

Současně ale data indikují, že **nákladové cenové tlaky mají svůj vrchol již za sebou**. Na globálních trzích klesají ceny klíčových komodit a indikátory jako americký ISM nebo německý Ifo index hlásí pokles cen ve výrobě. To samé reportuje i PMI index pro český zpracovatelský sektor. **Ceny průmyslových výrobců** proto ztratí dynamiku. Po letošním průměrném růstu o 27,2 % očekáváme 8,7 % v roce 2023 a 1,1 % v 2024.

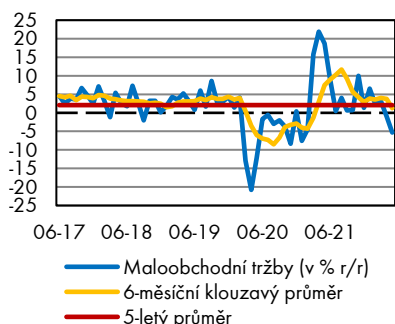
## Inflace a fiskální výdaje – adhoc analýza

Globální faktory způsobené pandemií a válkou na Ukrajině ovlivňují inflaci celosvětově. Přitom některé ekonomiky vykazují vyšší inflaci než jiné. Důvodem je jednak rozdílná citlivost na globální vlivy a jednak rozdílná domácí specifika. Jedním z nich jsou i fiskální výdaje. Naším cílem je odhadnout efekt navyšování výdajů vlády během pandemie na inflaci. Za tímto účelem následujeme metodiku představenou v Jorda et. al. 2022. Sestavením jednoduchého modelu Phillipsovy křivky, který zahrnuje mezeru reálných disponibilních příjmů domácností, odhadujeme, že vládní podpůrná opatření přispěla do jádrové inflace koncem roku 2021 zhruba 2 procentními body.

Reálné disponibilní příjmy zahrnují prostředky, které mají domácnosti k dispozici po uhrazení daní a běžných výdajů. Zahrnují tedy mimo jiné i vyplacené sociální transfery či efekt zrušení superhrubé mzdy. Mezeru příjmů domácností odhadujeme očištěním časové řady HP filtrem do konce roku 2019. Do období po 2019 extrapolujeme historický trend, jelikož HP filtr by měl tendenci během kladného impulzu do příjmů během pandemie nadhodnocovat trend. Intuice extrapolace lineárního trendu je, že nebyť pandemie, disponibilní příjmy by bývaly lineárně následovaly trend. Od příjmů v této hypotetické situaci odečteme skutečné příjmy a získáme požadovanou mezeru.

Mezera příjmů je vstupní proměnou do modelu Phillipsovy křivky spolu s inflačními očekáváním a kontrolní proměnou zachycující variaci v globální inflaci. Model je odhadován iterativně posouváním vysvětlujících proměnných v čase pro zachycení zpoždění efektu kladné mezery příjmů do inflace. Odhad nezahrnuje možný vliv tvorby úspor do výsledku. Celá analýza je k dispozici [zde](#).

## Maloobchodní tržby



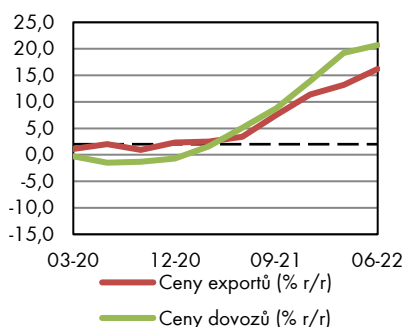
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Tržby v maloobchodu letos meziročně v mínusu

### Maloobchod bude letos patřit k sektorům, které sníží výkon ekonomiky.

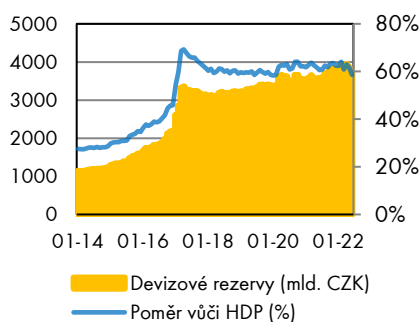
Hlavním důvodem je pokles reálných příjmů z důvodu prudkého zvýšení cenové hladiny, který převýšil jinak silný přírůstek nominálních příjmů. V Q1 '22 se hrubý disponibilní důchod domácností meziročně zvýšil o 76,9 mld. Kč (9,8 %) a ve formě mezd a platů obdržely domácnosti meziročně o 58,6 mld. Kč více (12,1 %). **Vyšší příjmy ale nestačí kompenzovat růst spotřebitelských cen, u kterého dominují kategorie bydlení a potravin, tedy nezbytného zboží a služeb**. I když domácnosti v těchto dvou segmentech nezvýší objem spotřeby, zaplatí nakonec při aktuálních cenách více, což vede k poklesu spotřeby ve zbytných segmentech. Očekáváme, že maloobchodní tržby letos poklesnou reálně o 2,4 % díky utaženému trhu práce se ale reálná dynamika mezd v rámci naší prognózy dostává zpět do kladných čísel, což by mělo mít za následek růst tržeb poblíž 1% během příštího roku. Ohledně struktury tržeb očekáváme uzavírání nůžek mezi jednotlivými segmenty způsobené rozdílným dopadem pandemických uzavírek.

### Vysoká dynamika cen dovozů



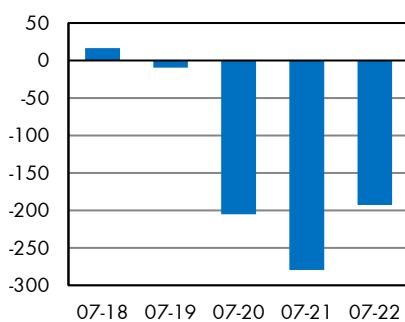
Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Devizové rezervy ČNB



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Saldo státního rozpočtu (mld. Kč)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Bilance zahraničního obchodu ve výrazném deficitu

Zahraničnímu obchodu prospělo **zmírnění komplikací v globálních dodavatelských řetězcích**, což se projevilo ve vyšší dostupnosti výrobních komponent a jejich nižších cenách. To podpořilo průmyslovou produkci a následně výkonnost exportu. **Naopak negativně by měla působit zahraniční poptávka.** Nové průmyslové zakázky v květnu meziměsíčně sice ještě vzrostly o 3,8 % (sezónně očištěno), zpomalení už ale hlásí pro globální zahraniční obchod důležité ekonomiky – Čína, Německo a USA. Ve stejném směru jde i výsledek tuzemského konjunkturálního průzkumu v průmyslu či výsledky šetření PMI pro zpracovatelský sektor. Snížení dynamiky, i když v menší míře, očekáváme také u dovozní strany bilance především kvůli predikovanému zvolnění spotřeby domácností a sekundárně kvůli oslabení fixních investic ke konci roku. Proti ale bude působit dovoz drahých energií, které nafukují nominální tempo importů. **V souhrnu pro letošek odhadujeme záporné saldo zahraničního obchodu ve výši 221 mld. Kč, které by se v příštím roce mělo snížit na 140 mld. Kč, než se dostane do plusu během roku 2024.**

## Vyšší inflace nedovolí ČNB začít dříve snižovat sazby

Po sérii vysokých hiků se v červenci dočkala bankovní rada holubičí obměny, v čele s guvernérem Alešem Michlem, který na posledních zasedáních vždy hlasoval pro stabilitu sazeb. Aktuální vývoj v české ekonomice ale nabourává dříve očekávanou přesilu holubic a **na srpnovém zasedání se tak rozvíří debata o možnosti dalšího zvýšení.** Podle nás půjde – ve srovnání s předchozími rozhodnutími – o kosmetickou úpravu (+25bb), která ale bude pro trh představovat důležitý signál, že i nová rada si uvědomuje potřebu zkotřit inflaci za každou cenu a je ochotná pokračovat v utahování měnové politiky. Pokud tak rada neučiní a absenci hiku bude obhajovat nákladovou složkou a alternativní prognózou, může se koruna dostat pod větší tlak, a trh tak bude usměrňovat radu k pozdějšímu, záříjovému nebo listopadovému zvýšení. Důvodem možných obav je kombinace hned několika faktorů – inflační očekávání pokračují v odpoutávání se od cíle (přes 7 % na horizontu tří let), výsledek HDP za Q2'22 skončil relativně vysoko nad jarní prognózou a stejně platí i o samotné inflaci, která se bude letos blížit 20 %. **Aktualizovaná základní prognóza tak pravděpodobně bude volat po dalším zvyšování,** otázkou pak zůstává, nakolik bude rada argumentovat zmiňovanou alternativní prognózou, o kterou se částečně opírala i bankovní rada v předchozím více jestřábím složení. V kombinaci s déle trvající vysokou inflací, která bude zřejmě dosahovat dvouciferných čísel i v první polovině příštího roku, odsouváme i původní předpoklad, že rada začne snižovat sazby již začátkem příštího roku. **První uvolňování měnové politiky podle nás přijde až ve druhé polovině roku 2023,** riziko zde ovšem představuje únorová obměna dvou členů bankovní rady, kde by teoreticky mohlo dojít k posílení holubičího křídla ČNB.

## Státní rozpočet pod tlakem války a růstu cen

Státní rozpočet se nedokázal vyhnout očekávanému navýšení a vláda tak schválila novelu, která počítá s o 50 mld. Kč větším záporným saldem. Finální deficit v roce 2022 by se tak měl vyšplhat na 330 miliard Kč, a to navzdory rekordním příjmům, které poprvé v historii patrně překonají 2 biliony Kč. Hlavním problémem českého rozpočtu ale není ani tak válka na Ukrajině nebo růst cen energií. Trápí ho zejména vysoké strukturální saldo, čemuž se podrobně věnuje i naše nejaktuálnější zveřejněná studie na otázku veřejného rozpočtu. Při srovnání s loňským rokem si podle červencových čísel vedl státní rozpočet o necelých 90 miliard Kč lépe a asi o 13 miliard je deficit nižší i při srovnání s rokem 2020. Tehdy ale rozpočet skončil ve zhruba 370 miliardovém manku, a pro vládu tak ve výsledku může být výzvou dostat i čísla nastíněného v novelizované verzi.



## Neudržitelný stav veřejných rozpočtů – adhoc analýza

V [samostatné publikaci](#) rozebíráme reálné možnosti konsolidace veřejných rozpočtů. Veřejné rozpočty míří samospádem mimo závazek této vlády „[co nejrychleji splnit maastrichtská kritéria](#)“, tj. stačit schodek pod 3 % HDP. Nůžky mezi příjmy a výdaji se za posledních 18 let rozevřely do extrémní šířky. Ruku v ruce s tím se tzv. strukturální saldo veřejných rozpočtů rekordně prohloubilo a podle našich odhadů se přiblížilo až k hranici 5 % HDP – v korunovém vyjádření překonalo 300 miliard korun. V praxi to například znamená, že **příjmy veřejných rozpočtů bez zdrojů z EU vystačí jen na povinné tzv. mandatorní výdaje!** Na investice a další běžné provozní výdaje si stát musí půjčovat, a ne za levno! Financovat na dluh běžný provoz státu je hazardem. Dosavadní praxe kombinující erozi rozpočtových příjmů s bezbřehým růstem výdajů je neudržitelná bez ohledu na závazek současné vlády.

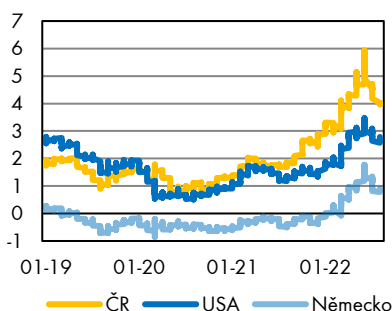
Cíl je jasný: Vzkřísit rozpočtovou disciplínu. Při tak značně nejistém budoucím vývoji je doporučováno opřít se o osvědčená **rozpočtová pravidla doplněná o předeschválené (daňové) reformy**. Ze stejných důvodů je důležité se nyní zaměřit hlavně na tzv. strukturální schodek (tj. schodek očištěný o hospodářský cyklus), který nebude přímo ovlivněn rozkolísaným hospodářským vývojem země.

Jak na to? Jedna z možných cest je dosáhnout **cyklicky vyrovnaného rozpočtu** během následujících tří let. Podle našich modelových propočtů by tento cíl vyžadoval přísnou konsolidaci v rozsahu zhruba 1,6 % HDP v průměru za rok (zhruba 160 miliard v dnešních cenách). Uplatnění tzv. zlatého pravidla/poměru konsolidace: 1/3 na vrub příjmů a 2/3 na bedra výdajů by představovala drakonické škrtky ve výši zhruba 110 miliard ročně. To by se neobešlo bez úspor v mandatorních a kvazimandatorních výdajích státu, tedy v rozsahu a kvalitě státních služeb i v samotné velikosti státního aparátu. Udržet míru veřejných investic by bylo dost obtížné.

Méně drakonickou cestou je **zmrazení cyklicky očištěných výdajů** a zároveň zafixování cyklicky očištěných příjmů na úrovni zhruba 25 % HDP s cílem snížit strukturální deficit pod hranici 3 % HDP do roku 2024. Za dva roky by se škrtky v cyklicky očištěných výdajích musely vyšplhat k celkem 175 miliardám! Fiskální úsilí jak na straně příjmů, tak i výdajů by činilo celkem 2 % HDP, tj. 1 % HDP ročně. Úspory by se opět nevyhnuly ani povinným mandatorním výdajům, pokud by stát zcela neobtěžoval investice.

Naopak varující je scénář počítající s indexací výdajů podle růstu cenové hladiny v Česku (deflátor z předchozího roku). V takovém případě by snížit strukturální schodek pod 3 % HDP do roku 2024 vyžadovalo zvýšení daňového/příjmového břemene o celých 5procentních bodů.

## Výnos 10letého st. dluhopisu (%)



Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

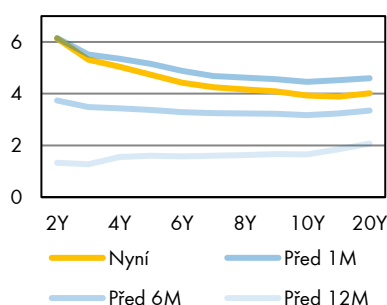
## Bez pomoci ČNB se koruna neobejde

Domácí měna je v posledních měsících silně ovlivňována ČNB. Ta je aktivní na devizovém trhu a zabraňuje zásadnějšímu oslabení, které by představovalo dodatečný proinflační impuls. Signály z finančního trhu naznačují, že v aktivním ovlivňování pokračuje i obměněná bankovní rada, navzdory obavám, že se u ní intervence podpory nedočkají. **Fundamentálně má koruna více důvodů oslabovat než posilovat** a pokud bankovní rada bude chtít udržet kurz koruny pod 25,0 EUR/CZK, nezbyvá jí než alespoň po nějaký čas v aktivitě na devizovém trhu pokračovat. **S tím počítá i naše prognóza, která předpokládá setrvání koruny v okolí 24,8 EUR/CZK zhruba do poloviny příštího roku.** Poté by zlepšující se ekonomická situace mohla korunu navrátit zpět k dlouhodobému trendu postupné apreciace. Hlavní riziko prognózy ale představuje změna postoje bankovní rady, kdy při ekonomickém ochlazení bude stále těžší argumentovat pro umělou podporu koruny a navzdory bohatým rezervám by se závazek ČNB mohl dostat pod tlak ze strany trhu.

## Prudký pokles výnosů se zastaví

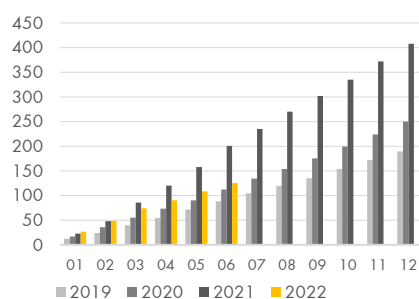
V posledních týdnech byl znatelný ústup výnosů zejména na delším konci, což neplatí jen pro Českou republiku, ale i např. pro americké nebo německé státní bondy. Důvodem jsou opět obavy z recese, které vedou k přílivu peněz do „bezpečných přístavů“. Nákupní horečka tak přispěla k tomu, že od poloviny června klesl výnos na desetiletém českém dluhopisu takřka o 2 procentní body do blízkosti 4 %. Ústup výnosů na přelomu roku jsme

### Vývoj české výnosové křivky (%)



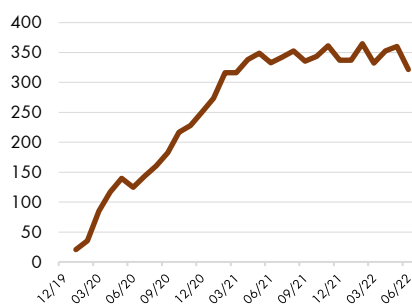
Zdroj: Raiffeisenbank, Bloomberg

### Nové hypotéky (YTD; mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### Nad-vklady celkem (mld. Kč)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

v rámci minulé prognózy předpokládali, nyní se ale vývoj zdá možná až příliš prudký a očekáváme proto, že **výnosy u desetiletých českých dluhopisů mohou v následujících měsících mírně růst, v okolí 4 % se pak budou pohybovat i v rámci příštího roku.** Co se týká výnosů na kratší straně křivky, nejbližší zasedání ČNB by jim ještě naposledy mohlo přinést podporu, odložené snižování sazeb pak přispěje k tomu, že se výnosy budou držet na vyšších úrovních o něco déle, než bylo původně předpokládáno. Návrat výnosové křivky z inverze do normálu je ale ještě velmi vzdálený, výhledově koncem roku 2024.

### Bankovní sektor – poptávka po úvěrech prudce klesá, vklady zůstávají vysoko

Bankovní sektor ve druhém čtvrtletí již naplno pocítil dopad aktuální ekonomické i politické situace. **Celkový objem úvěrů zpomalil tempo růstu,** a to jak ve firemním sektoru, tak v segmentu obyvatelstva. **Výrazně zpomalila i dynamika nových úvěrových obchodů.** Zatímco v prvním čtvrtletí uzavřely nefinanční podniky nové úvěrové smlouvy v objemu 136 mld. Kč, tedy vysoce přesahujícím objem nových úvěrů v doposud rekordním roce 2021, druhé čtvrtletí přineslo zhruba 26% pokles a návrat k předkovidovým hodnotám. **Od počátku roku tak firmy upsaly o 31 % méně úvěrů než v loňském roce** a díky očekávanému makroekonomickému vývoji bude tento propad ve druhém pololetí ještě výraznější. Podle dosti podobného scénáře se vyvíjí i úvěry poskytnuté obyvatelstvu především ty hypoteční. V prvním čtvrtletí nové hypotéky sice již trochu brzdily s růstem úrokových sazeb, avšak znovuzavedení přísnějších regulačních limitů ze strany ČNB motivovalo řadu domácností uspišit rozhodnutí čerpat hypoteční úvěr. Proto v prvních třech měsících bylo poskytnuto sice o třetinu méně nových hypoték než v roce 2021, avšak stále vysoko nad úroveň let 2020 nebo 2019. **S dalším zvýšením úrokových sazeb a rychlým tempem inflace došlo k výraznému propadu v poptávce po hypotečních úvěrech** a jejich objem se ve druhém čtvrtletí snížil o 31 % q/q. Když však srovnáme výsledky prvního pololetí letošního roku s lety 2020 a 2019 jsou nové hypotéky stále vyšší, a to o 12 % respektive 42 %. Pro letošní rok předpokládáme zhruba 50% pokles objemu nově poskytnutých hypoték, tedy celoroční objem okolo 200 mld. Kč, což by vzhledem k okolnostem nebyl špatný výsledek. **Spotřebitelské úvěry prozatím udržují svižné tempo růstu. Ve druhém čtvrtletí jich bylo poskytnuto dokonce o 4,5 % více než v prvním.** Od počátku roku tak domácnosti načerpaly necelých 50 mld. Kč, což je více než v předchozích třech letech. Pravda ovšem je, že spotřebitelské úvěry tvoří jen o něco více než čtvrtinu nových úvěrů domácnostem a jejich nárůst propad nových hypoték nevyrovná.

**Ve vývoji vkladů zatím nedochází k žádnému významnějšímu posunu.** Logickým řešením vyšších životních i provozních nákladů se zdálo využití nad-vkladů, které domácnosti i firmy nakumulovaly v bankovním sektoru v průběhu karanténních uzavírek. To se však neděje. **Celkový objem vkladů uspořené nad rámec trendu předkovidového roku 2019 zůstává nad 300 mld. Kč,** kde se pohybuje bez jednoznačného trendu. Pokračující růst vkladů podpořený vyššími úrokovými sazbami tak spíše potvrzuje, že domácnosti s vidinou horších časů více spoří a firmy odkládají rozvojové investice a své aktuální zisky ukládají na bankovní účty.

Helena Horská, David Vagenknecht, Vratislav Zámeš, Lenka Kalivodová

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

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

## Firemní bankovníctví

Firmy: Václav Štětina

23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

603 808 512

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

603 808 035

Firmy - region Morava: Petr Novotný

724 163 275

## Nemovitosti a projektové financování

Jan Rýdl

23 44 01 133

Martin Hofmeister

23 44 01 330

Michal Srb

23 44 01 071

Renata Dlesková

23 44 01 857

## Nemovitosti a strukturované financování

Tomáš Gürtler

23 44 01 215

Karel Vlasák

23 44 01 308

## Private Banking

Jiří Zelinka

23 44 01 039

Pavel Ráž

23 44 01 574

Zbyněk Zajiček

29 63 34 063

Pavel Pikna

24 24 32 437

Lena Krejnická

23 30 63 280

## Expotní financování a faktoring

Petr Fiala

23 44 05 468

## Financování obchodu

Petr Fojtl

## Treasury – Finanční instituce

Tomáš Valoušek

23 44 05 466

Kateřina Michalová

23 44 01 461

Lubomír Beránek

23 44 05 253

Kateřina Škutová

23 44 01 877

Andrea Balková

23 44 05 551

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: [info@rb.cz](mailto:info@rb.cz)

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

## Treasury – Trading

Štefan Balgavý

22 20 10 226

Eva Bobeničová

23 44 01 316

Roman Fol

23 44 01 144

Jozef Božek

23 44 05 509

Milan Fajkus

23 44 01 821

## Treasury - Sales

Pavel Křištof

23 44 05 907

Žaneta Chudá

23 44 01 195

Michal Michalov

23 44 01 830

Martin Bárta

23 44 05 510

Jakub Skotnica

23 44 05 502

Soňa Fenclová

23 44 01 346

Martin Skoumal

23 44 05 351

Robert Schwanzer

23 44 01 130

Karel Hubička

23 44 01 885

Ondřej Chládek

23 44 05 357

## Corporate Finance

Radek Musil

23 44 01 953

Jakub Hamr

23 44 01 868

Miroslav Frayer

23 44 05 167

## Treasury – Equities

Eva Polánová

23 44 01 803

Jakub Veselský

23 44 01 819

Jakub Schermer

23 44 01 838

Adam Zika

## Ekonomický výzkum

Helena Horská

23 44 01 413

David Vagenknecht

23 44 01 070

Vratislav Zámeš

23 44 05 685

Lenka Kalivodová

## 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 strategie a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě 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](http://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](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](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf)) nebo na webu RBI ([http://www.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](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 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 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 situací 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 situací 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](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/>.