Strategie
Česká republika

3. čtvrtletí 2018

Raiffeisen BANK
Banka inspirovaná klienty

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2017	2018f	2019f
Polsko	4,6	4,6	3,9
Maďarsko	4,0	4,2	3,4
ČR	4,6	3,5	3,2
Slovensko	3,4	4,0	4,0
Slovinsko	5,0	4,3	3,0
SE	4,4	4,2	3,6
Rumunsko	7,0	4,2	3,5
Bulharsko	3,6	4,0	3,8
Chorvatsko	2,3	2,8	2,5
Srbsko	1,9	3,0	2,5
Bosna a Her.	3,0	3,0	3,0
Albánie	3,8	4,0	3,8
Kosovo	4,1	4,2	4,0
JVE	5,1	3,7	3,3
Rusko	1,5	1,5	1,5
Ukrajina	2,5	3,0	2,5
Bělorusko	2,4	3,0	2,5
SNS	1,6	1,6	1,6
SVE	3,0	2,7	2,5
Turecko	7,4	4,0	3,0
Německo	2,5	2,2	1,6
eurozóna	2,6	2,3	1,7
USA	2,3	2,8	2,0

Spotřebitelské ceny (průměr., v %)

země	2017	2018f	2019f
Polsko	2,0	2,0	2,6
Maďarsko	2,4	2,4	2,8
ČR	2,5	2,0	2,2
Slovensko	1,3	2,6	2,3
Slovinsko	1,6	2,0	2,3
SE	2,1	2,2	2,4
Rumunsko	1,3	4,7	3,4
Bulharsko	2,1	2,6	3,1
Chorvatsko	1,1	1,4	2,0
Srbsko	3,2	2,5	2,9
Bosna a Her.	1,3	1,3	2,0
Albánie	2,0	2,2	2,6
Kosovo	1,5	1,0	1,5
JVE	1,6	3,2	3,0
Rusko	3,4	2,9	4,2
Ukrajina	14,4	12,0	9,0
Bělorusko	6,0	6,0	6,5
SNS	4,2	3,6	4,6
SVE	3,2	3,1	3,7
Turecko	11,1	11,8	10,6
Německo	1,7	1,9	2,2
eurozóna	1,5	1,5	1,7
USA	2,1	2,7	2,5

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Fed stihne celkem čtyři zvýšení sazeb tento rok
- ECB odložila zvyšování sazeb až do druhé poloviny 2019
- Obchodní konflikt s USA má minimální reálné dopady, ale snižuje důvěru exportérů v budoucí růst
- Export a investice přebraly otěže nad ekonomickým růstem v ČR
- Tuzemské domácnosti vydávají na spotřebu více, než o kolik rostou jejich příjmy
- Inflaci krátkodobě vytlačuje nahoru dražší ropa a slabší koruna
- Výroba, prodej a export automobilů tlumí nasycená poptávka
- Schopnost exportu dále přijímat nové zahraniční zakázky je téměř vyčerpaná
- Míra nezaměstnanosti klesne pod tříprocentní hranici
- Reálné mzdy rostou nejrychleji od roku 2003
- Státní investice zaostávají za původně schváleným rozpočtem
- Čekáme rychlejší zvyšování úrokových sazeb oproti prognóze ČNB
- Koruna zůstává pod tlakem politické nejistoty na globálních trzích
- Postupný nárůst dluhopisových výnosů v závěru roku

Makroekonomická predikce	2015	2016	2017	2018f	2019f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 596	4 768	5 062	5 303	5 547
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	5,4	2,5	4,5	3,5	3,2
HDP na hlavu v EUR podle PPS	25 254	25 516	26 389	28 406	29 915
Průmyslová výroba, r/r %	4,6	3,4	6,5	3,5	3,0
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let (průměr)	6,5	5,5	4,2	3,2	3,3
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	2,6	3,8	7,0	8,6	7,7
PPI, r/r %, průměr	-3,2	-3,3	1,8	0,8	2,0
CPI, r/r % průměr	0,3	0,7	2,5	2,0	2,2
CPI, r/r %, konec období	0,0	2,0	2,4	2,1	2,1
Saldo vládních financí, % HDP	-1,4	1,3	0,0	0,5	0,0
Vládní dluh, % HDP	40,3	36,8	34,7	32,3	30,7
Obchodní bilance, mld. Kč	131,0	163,7	149,0	100,0	50,0
Běžný účet, % HDP	0,2	1,6	1,1	0,6	0,3
CZK/EUR, průměr	27,3	27,0	26,3	25,3	24,8
CZK/USD, průměr	24,6	24,4	23,4	21,4	19,9
Repo sazba ČNB, průměr	0,05	0,05	0,17	0,94	1,56
3M PRIBOR, průměr	0,31	0,29	0,41	1,05	1,67

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Raiffeisen RESEARCH

Vnější prostředí - zvyšování sazeb ECB v nedohlednu

Zákl. úroková sazba centrálních bank

země	aktuál.	IX-18	XII-18	III-19
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	0,90
ČR	1,00	1,00	1,25	1,25
Rumunsko	2,50	2,75	2,75	3,00
Bulharsko	0,00	1,50	1,75	-
Rusko	7,25	7,25	7,00	7,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,00	2,25	2,50	2,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu

země	aktuál.	IX-18	XII-18	III-19
Polsko	1,70	1,73	1,73	1,73
Maďarsko*	0,26	0,40	0,55	0,70
ČR	1,16	1,15	1,40	1,40
Rumunsko	3,24	3,00	3,00	3,20
Chorvatsko	0,50	0,50	0,50	0,50
Rusko	7,43	7,45	7,40	7,44
eurozóna	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
USA	2,34	2,75	3,00	3,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH *ask

EUR/Národní měna (průměr)

země	2017	2018f	2019f
Polsko	4,26	4,22	4,17
Maďarsko	309,3	318,4	320,0
ČR	26,33	25,33	24,80
Rumunsko	4,57	4,67	4,68
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,46	7,44	7,48
Srbsko	121,3	118,8	120,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	134,2	128,2	126,9
Rusko	65,92	72,55	78,34
Ukrajina	30,04	32,36	35,76
Bělorusko	2,18	2,40	2,63
Turecko	4,12	5,40	5,98
USA	1,13	1,19	1,25

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Ekonomika eurozóny zaznamenala v prvním čtvrtletí tohoto roku solidní růst 2,5 % meziročně, byť se jednalo o zpomalení. Navzdory prvotnímu optimismu ohledně budoucího růstu evropské měnové unie se v průběhu druhého čtvrtletí ukázalo, že zpomalení není dočasné a v následujícím období bude růst konvergovat k nižším, ale dlouhodobě udržitelnějším hodnotám. Předstihové indikátory jako PMI ve výrobě či ZEW index sestoupily ze svých rekordních hodnot a doznaly výrazné korekce. Povaha růstu bude vycházet z několika navzájem podporujících se faktorů. Rostoucí zaměstnanost zvýší disponibilní příjmy domácností a spotřebitelskou poptávku, která podpoří prodeje a tím i investice. Dalším pozitivním faktorem je stále uvolněná měnová politika ECB i ta fiskální. Navzdory řadě politických nejistot tak tým RBI odhaduje růst 2,3 % pro tento rok a 1,7 % pro rok příští.

Spotřebitelská inflace v prvním čtvrtletí byla stále nevýrazná. Nicméně v květnu nabrala na rychlosti a vyhoupla se na 1,9 % vlivem cen energií a v červnu dokonce na 2,0 %. Jádrová inflace, která je klíčová pro ECB při rozhodování o měnové politice, ale roste stále pomalu (1,0 % r/r). Z toho plyne velice postupné utahování měnových podmínek ECB, která na svém červnovém zasedání nastínila vývoj měnové politiky na následujících 12 měsíců. Objem nákupu aktiv bude od října snížen o polovinu na 15 mld. eur měsíčně a kompletně ukončen bude v prosinci. M. Draghi také sdělil, že zvýšení klíčové úrokové sazby by mohlo přijít nejdříve ve třetím čtvrtletí příštího roku. Tým RBI se domnívá, že depositní sazba (v současnosti -0,4 %) bude navýšena ještě před tou klíčovou a to ke konci druhého čtvrtletí 2019. V návaznosti na očekávání utahování měnových podmínek začnou dlouhodobější mezibankovní sazby růst až ke konci tohoto roku a během prvního čtvrtletí příštího roku se k nim přidají i ty kratší.

Evropská centrální banka bude i nadále reinvestovat výnosy z dluhopisů. Z její komunikace vyplývá, že důležitost tohoto instrumentu měnové politiky poroste časem, což potvrdil i M. Draghi při projevu v Sintře. Tým RBI tak nepředpokládá rychlou redukci bilance ECB či držby dluhopisů. Z toho plyne, že redukce bilance dříve než v roce 2020 není pravděpodobná. Dopad reinvestic na výnosy dluhopisů jednotlivých zemí bude asymetrický navzdory přislíbené praktice ECB respektovat jurisdikci vydaných dluhopisů.

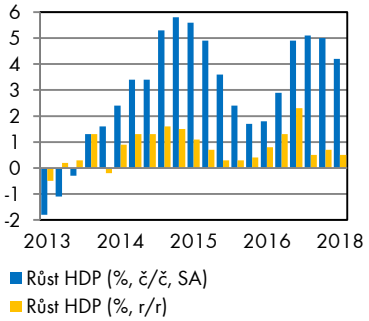
Americké ekonomice se dařilo o poznání lépe a v prvním čtvrtletí vzrostla o 2,8 % meziročně. Podobné tempo by si podle týmu RBI měla udržet i po zbytek tohoto roku. V delším horizontu bude americká ekonomika stejně jako ta evropská zpomalovat. Míra nezaměstnanosti během jarních měsíců klesla na 3,8 %, nejníže za posledních 50 let. Navzdory utaženému trhu práce růst mezd vykazuje pomalu rostoucí trend, který bude pokračovat po zbytek tohoto roku.

Inflace v USA v posledních dvou měsících výrazně zrychlila až na květnových 2,8 % meziročně, přičemž tým RBI očekává další zrychlení během letních měsíců. Pro Fed, který na svém měnověpolitickém zasedání v červnu zvýšil sazby do pásma 1,75 % - 2,00 %, to znamená nutnost dalšího utáhnutí měnových podmínek. Byť mzdy budou zrychlovat, jejich akcelerace nebude tak rapidní, aby donutily centrální banku k více než dvěma dalším zvýšením tento rok, jak počítá prognóza týmu RBI. Dalším faktorem, který brání centrální bance rychle zvedat sazby, jsou stále nízká inflační očekávání. Spotřebitelé nečekají výrazný růst cen a firmy tak nechtějí výrazně navyšovat mzdy a ceny, aby nepřišly o zákazníky. V krátkodobém horizontu tým RBI vidí větší podporu pro dolar díky stále rostoucímu úrokovému diferenciálu, ale i geopolitickému napětí a v poslední době rostoucímu napětí uvnitř Evropské unie. V dlouhodobějším horizontu však euro získá na převaze a ke konci roku 2019 by mohlo dosáhnout EUR/USD 1,31.

V popředí i nadále zůstává politické napětí a protekcionistické tahy americké administrativy. President D. Trump zvažuje další kolo sankcí ve výši 200 mld. dolarů včetně omezení investic. Čína slíbila odvetná opatření, ale zatím není jasné jaká, jelikož dovoz amerického zboží

nedosahuje takto vysoké hodnoty. Zatímco D. Trump zdůvodňuje cla na Čínu krádeží intelektuálního vlastnictví a národní bezpečností, Evropské unii vyčítá neférovost obchodních podmínek. Po uvalení amerických cel na hliník a ocel se Evropská unie rozhodla odpovědět spíše symbolickými cly na vybrané americké produkty ve výši 3,2 mld. dolarů. To vyvolalo okamžitou reakci na druhé straně Atlantiku a hrozbu zvýšení cel na dovoz automobilů z 2,5 % na 20,0 %. Export aut z EU do USA v minulém roce dosáhl necelých 39 mld. dolarů, což je pouhých 0,23 % HDP celé Evropské unie. Pro některé země unie se ale jedná o významnou hodnotu – Slovensko 1,6% HDP, Německo 0,7 % HDP, Británie 0,4 % HDP. Zprostředkovaný dopad by cla měly i na další země skrze dodavatelské řetězce včetně ČR. Situaci zhoršuje také fakt, že Čína zvažuje zvýšit cla na dovoz automobilů z USA z 25 % na 40 %, což by zasáhlo i evropské automobilky, které mají výrobní závody v USA a exportují z nich do Číny včetně německého Daimler, BMW a VW. Z makroekonomického pohledu by další zintenzivnění obchodních válek významně zasáhlo nejen USA, ale hlavně země Evropské unie. Tým RBI se domnívá, že se jedná o strategii americké administrativy, aby si vymohla lepší obchodní podmínky, a tudíž neočekává eskalaci konfliktu do extrému.

Růst ekonomiky

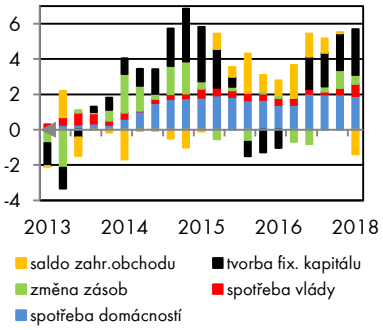


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Růst HDP je těsně za vrcholem, k rychlému sestupu se zatím nemá

Česká ekonomika zahájila v první polovině roku pomalý sestup z vrcholu hospodářského cyklu, ale stále je ve velmi dobré kondici. Finální (a revidovaný) odhad růstu HDP za první čtvrtletí činil 0,5 % mezičtvrtletně a 4,2 % meziročně.

HDP příspěvky k růstu (v p.b.)

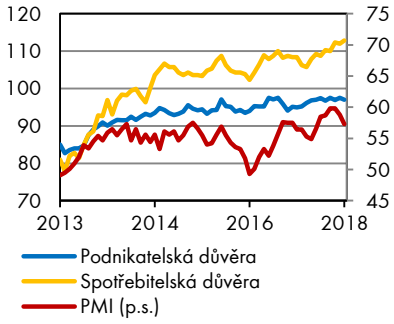


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Největší zásluhu na svižném růstu ekonomiky mají tuzemské firmy, které masivně investují a navyšují objem exportu. Vývoz stále jede na plné obrátky a růstu HDP dal 3,0 p.b. Přesto byl celkový příspěvek zahraničního obchodu negativní kvůli silnému dovozu, který růstu ubral 4,1 p.b. Dovoz navíc podporuje hlad tuzemských spotřebitelů po dovezeném zboží. Spotřeba domácností sice loni táhla ekonomický růst, ale v prvním čtvrtletí roku šla do pozadí a přispěla jen 2,0 p.b. Ekonomický růst nadále pohání rekordní spotřebitelský optimismus, ten ale může také mnohé zlákat k tomu, aby utráceli nad své poměry. Míra úspor klesla na nejnižší úroveň v historii měření. Tuzemské domácnosti vydávají na spotřebu více, než o kolik rostou jejich příjmy. Druhé místo v pomyslném žebříčku hlavních přispěvovatelů k růstu zaujímají investice, které se pomalu stávají hlavním hybatelem ekonomické expanze. Investovalo se především do výstavby nových fabrik i obytných budov, a do strojního vybavení. Tvorba hrubého fixního kapitálu byla meziročně o 9,4 % vyšší a přispěla 2,3 p.b.

Zdrojem náhlého investičního zápalu domácích firem je napjatá situace na trhu práce. Problémy s hledáním zaměstnanců a stupňující se požadavky na růst mezd nutí firmy k dlouho odkládaným investicím do modernizace kapacit za účelem navýšení produktivity práce. Jedině tak je možné vyprodukovat více se stejným množstvím zaměstnanců. Naopak, ve srovnání s předchozím čtvrtletím, je zahraniční poptávka letos o něco slabší a s tím souvisí i zhoršující se bilance zahraničního obchodu. Posilování koruny, které exportéry poškozuje, sice na chvíli ustalo, ale z vnějších trhů k nám proudí méně nových objednávek.

Důvěra v ekonomiku (v b.)



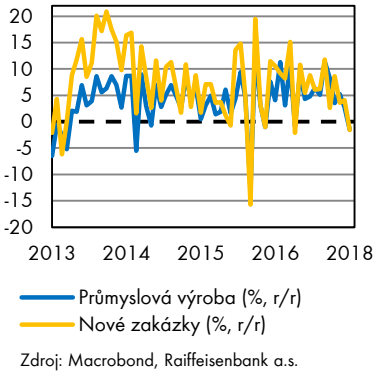
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Jádro naší ekonomiky, zpracovatelský průmysl, zaznamenal v prvním čtvrtletí meziroční přírůstek 7,2 %. Vzrostla výroba počítačů, elektronických a optických zařízení a strojů. Dařilo se i českému bankovnictví (růst o 10 %) a informačním a komunikačním činnostem (růst o 8,3 %).

Za celý letošní rok dosáhne růst HDP podle našeho modelu 3,5 %. Namísto sestupu z vrcholu konjuktury si tak současný vývoj můžeme představit jako procházku po náhorní plošině. V dohledné době tempo expanze zůstane nad svým dlouhodobým potenciálem, který je okolo 3 %.

Průmysl v úvodu roku zpomalil

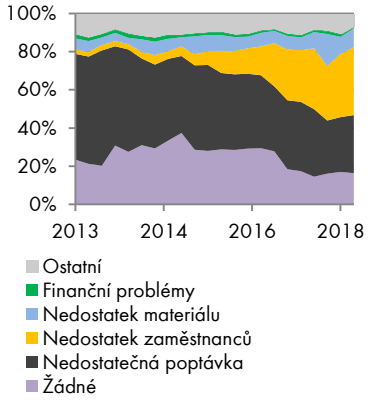
Průmyslová výroba



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Tuzemský průmysl v prvním čtvrtletí vzrostl meziročně pouze o 2,1 %, zatímco celá ekonomika vzrostla o 4,2 %. Jedná se tak o nejhorší první čtvrtletí od roku 2013. Za výrazným zpomalením oproti předchozímu roku stojí tři hlavní faktory. Vzhledem k tomu, že český průmysl je založen hlavně na výrobě automobilů, tak se na něm silně projevuje nasycená poptávka po nových automobilech. Tuzemské registrace nových osobních automobilu od začátku roku v podstatě stagnují a obdobný vývoj je vidět i u hlavních obchodních partnerů v zahraničí. Naopak se dařilo výrobě počítačů a elektroniky nebo farmacii. V neprospěch českého průmyslu hraje i nižší počet pracovních dní a vysoká srovnávací základna daná rekordním výsledkem předchozího roku. Zpomalil také růst nových tuzemských i zahraničních zakázek. Ještě nedávný dvouciferný růst je minulostí a v prvním čtvrtletí si průmyslnicí museli vystačit s meziročním růstem 2,3 %. Jak už dubnová čísla napověděla, v následujících měsících očekáváme, že se tuzemský průmysl vrátí k pozitivnějším výsledkům. Nicméně podobných čísel jako loni se už nedočkáme. Pro celý rok 2018 očekáváme, že průmysl vzroste o 3,5 %. Ačkoli se jedná o téměř poloviční výkon ve srovnání s předchozím rokem, lze hovořit o stále solidním výkonu.

Bariéry v průmyslu



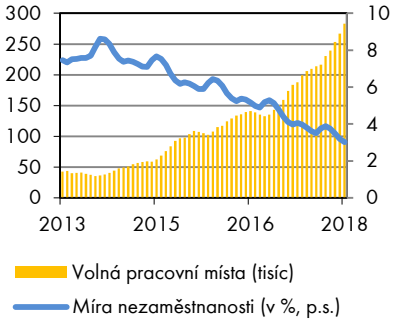
Zdroj: CSÚ, Raiffeisenbank a.s.

Největší výzvou pro průmysl zůstává udržení konkurenceschopnosti v prostředí nejrychleji rostoucích reálných mezd od roku 2003 a pokračujícího nedostatku zaměstnanců. K tomu se přidává postupný nástup nových technologií a to hlavně v automobilovém průmyslu, který je pro tuzemskou ekonomiku klíčový. Pokud by místní automobilky nestíhaly světový trend elektrifikace, silně by to zasáhlo celou ekonomiku. I proto bude jejich situace v tomto roce ztížená ve srovnání s rokem předchozím. Rizikovým faktorem bude i již zmiňovaná slábnoucí poptávka ze zahraničí a růst domácích úrokových sazeb, který se projeví ve vyšších úvěrových nákladech. V kombinaci se silnější korunou se tak snižuje prostor pro firmy s nižší přidanou hodnotou, které doposud přežívaly díky extrémně uvolněné měnové politice ČNB v podobě kurzového závazku a nulových úrokových sazeb.

V prvním čtvrtletí se dařilo stavebnictví. To za první tři měsíce vzrostlo meziročně o 14,7 %. Velký podíl na tom mají vysoké teplotní rozdíly ve srovnání s předchozím rokem, které dovolily práci na stavbách o několik měsíců dříve. Růst sektoru tradičně táhne pozemní stavitelství. Na druhou stranu stále klesá objem produkce inženýrského stavitelství, kde chybí hlavně poptávka ze strany státu. Situaci by měl pomoci čerstvě schválený zákon zkracující lhůty pro přezkoumávání některých dílčích rozhodnutí, ale také obstrukční jednání. Celé stavebnictví se tak v porovnání se sousedními zeměmi i průměrem EU řadí na spodní příčky žebříčku. V následujících čtvrtletích by ale solidní růst ze začátku roku měl pokračovat, a to zejména díky nutnosti dočerpání prostředků z fondu EU do konce tohoto roku (více v kapitole veřejných financí), pokračujícímu růstu tuzemské ekonomiky a zlepšujícímu se stavu legislativního prostředí.

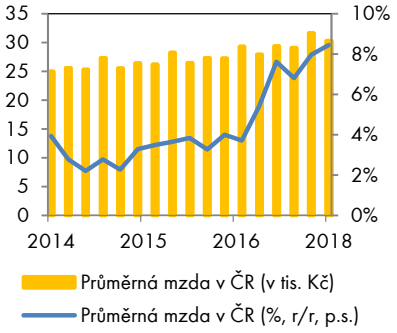
Situace na trhu nemovitostí se v prvním čtvrtletí uklidňuje. Růst cen nemovitostí zpomalil meziročně na 9,3 %, což v kontextu dvouciferného růstu sedm čtvrtletí v řadě naznačuje překonání vrcholu růstu, a lze očekávat další zpomalování. Ani v žebříčku Eurostatu se už Česká republika neobjevuje na prvním místě. Za zpomalením ale stojí spíše nasycená poptávka, nedostupnost vlastnického bydlení, opatření ČNB regulující hypoteční trh a vysoká srovnávací základna z předchozích let. Problémy na straně nabídky nejsou zdaleka vyřešeny.

Nezaměstnanost a volná místa



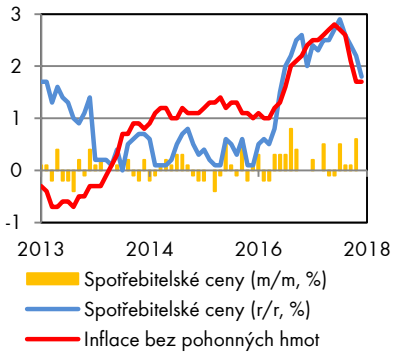
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nominální průměrná mzda



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Míra spotřebiteslké inflace



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Utažený trh práce vytváří enormní tlak na růst mezd

Trh práce pokračuje v nastoleném trendu, přičemž v květnu se míra nezaměstnanosti dostala na tři procenta, nejníže od léta 1996. Počet registrovaných občanů na úřadech práce klesl na bezmála 230 tisíc. Na jedno pracovní místo připadlo pouze 0,8 uchazeče, což je suverénně nejnižší číslo v historii. Podle přísnější metodiky Mezinárodní organizace práce (ILO) byl počet uchazečů o práci dokonce jen 121 tis. Takto utažený trh práce má na světě jen Japonsko, pro které je nízká nezaměstnanost charakteristická. Míra nezaměstnanosti klesla napříč věkovou i vzdělanostní strukturou. Stále nejvíce nezaměstnaných je se základním a středním odborným vzděláním. Najít si práci ovšem pro tyto dvě skupiny nemožné není, jelikož přes 73 tis. volných pracovních míst spadá do kategorie pomocní a nekvalifikovaní pracovníci. Největší sháňka je pak po montérech a operátorech strojů (téměř 82 tis.).

Kam až míra nezaměstnanosti tento rok klesne, je těžké určit. Nicméně pod tři procenta se velmi pravděpodobně dostane již v červnu nebo zkraje podzimu a udrží se pod touto hranicí až do prosince, kdy začnou výrazně působit sezónní faktory. Frustrace firem z nedostatku pracovní síly se odráží i na faktu, že se poohlížejí po zaměstnancích v zahraničí, hlavně na Ukrajině. Náročný byrokratický proces ovšem brání rychlému náboru pracovníků mimo Schengenský prostor a firmy se tak uchylují k zaměstnávání např. Ukrajinců s polským pracovním povolením, které ovšem českými úřady nemusí být uznáno. Současné napětí na trhu práce tak přetrvá i v příštím roce, pro který odhadujeme průměrnou nezaměstnanost ve výši 3,3 %. K zhoršení na trhu práce podle naší prognózy dojde až v roce 2020, kdy očekáváme zpomalení růstu české ekonomiky pod 3,0 % v důsledku slabší zahraniční poptávky, převážně z Německa a dalších zemí EU.

Nominální ůst mezd v prvním čtvrtletí zrychlil meziročně na 8,6 %. V reálném vyjádření se jedná o 6,6 %, což je nejrychlejší růst od roku 2003. Mzdy jsou tlačeny nahoru nejen výbornou kondicí tuzemské ekonomiky a eurozóny, ale i navýšením platů ve veřejném sektoru, opětovným zvýšením minimální mzdy a výše zmíněným napjatým trhem práce. Tlak na mzdy naznačil už lednový konjunkturální průzkum ČSÚ, ve kterém 33 % dotázaných průmyslníků uvedlo nedostatek zaměstnanců jako největší bariéru k růstu. Vzhledem k tomu, že v dubnovém průzkumu tento podíl vzrostl na 35,4 %, je vcelku jisté, že růst mezd tento rok nepoleví. Ve druhém čtvrtletí se také projeví výsledek vyjednávání mezi odbory a významnými zaměstnavateli. Mediánová mzda meziročně vzrostla o 8,3 % r/r na 25 674 Kč a její růst mírně zpomalil oproti předchozímu čtvrtletí. Nepředpokládáme, že by se medián dostal na 30 000 Kč v tomto roce. Tuto psychologickou hranici prolomí až v průběhu příštího roku. Stojí také za povšimnutí, že mediánová mzda žen roste čtyři čtvrtletí v řadě rychleji než u mužů. V současnosti muži vydělávají v mediánu o necelých 5 tis. více než ženy. Mzdová dynamika bude velmi podobná po zbytek tohoto roku, přičemž očekáváme růst 7,8 % meziročně a v roce příštím jen mírně zpomalí na 7,0 %. I v roce 2020 porostou mzdy nadstandartním tempem okolo 6,0 %.

Slabá koruna selhává v kočírování inflace

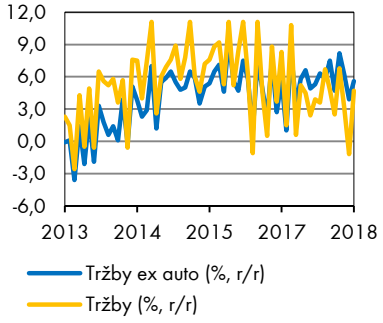
V březnu se spotřebitelská inflace dostala na své letošní dno poklesem na 1,7 % r/r. Jednalo se o páté zpomalení v řadě, za kterým stálo hlavně soustavné zlevňování potravin. V dubnu ale přišel obrat a druhý kvartál pak charakterizoval výrazně zrychlující růst spotřebitelských cen. Klíčovým faktorem byl nárůst cen ropy na světových trzích, který vytlačil nahoru ceny pohonných hmot i v naší kotlině. Kvůli tomu inflace květnu znovu přeskočila dvouprocentní cíl ČNB a pro červen odhadujeme silný nárůst na 2,5 % r/r.

Během letních měsíců by se inflace měla stabilně držet těsně nad 2 %, nicméně rizika prognózy jsou proinflační. Růst ceny ropy sice pravděpodobně na několik měsíců ustane, takže z toho

směru na ceny u nás tolik tlačit nebude. Nicméně, nahoru tlačí ceny nad očekávání vysoký růst mezd, který v prvním čtvrtletí vystoupal na 8,6 % r/r. Inflace v Německu i celé eurozóně zrychluje a mírně překonává odhady a podle ECB se již bude stabilně pohybovat poblíž 2 %. A ve svém důsledku vyšší ceny v zahraničí budou „importovány" i do ČR.

Kurz koruny, který v případě posilujícího trendu utahuje měnové podmínky a působí proti růstu cen, se zatím k takovému pohybu, i přes optimistické prognózy ČNB, nemá a zatím se drží na své nejslabší hladině od začátku roku. Slabší koruna se tak přidává k proinflačním tlakům. Navyšování úrokových sazeb bude muset být rychlejší, než ČNB prognózuje, aby inflaci ukočírovala na svůj cíl. Centrální banka ale začala vyvíjet silnější snahu o utahování měnové politiky a tak podle našeho odhadu inflace do konce letošního roku poklesne mírně pod 2 %.
Stejný vývoj jako spotřebitelské ceny měly i ceny průmyslových výrobců, které po svém minimu na přelomu zimy a jara začaly navyšovat tempo růstu. Pomohl k tomu především růst cen materiálů, na které je vytvářen tlak velkým objemem objednávek v průmyslu. Výrobcům navyšoval náklady také růst ceny ropy, ale ten byl korigován velmi nízkou hladinou cen všech ostatních komodit. Nízká srovnávací základna z loňska, pod očekávání slabá koruna a rostoucí mzdové náklady budou na ceny průmyslových výrobců tlačit i v příštích měsících.

Maloobchodní tržby



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

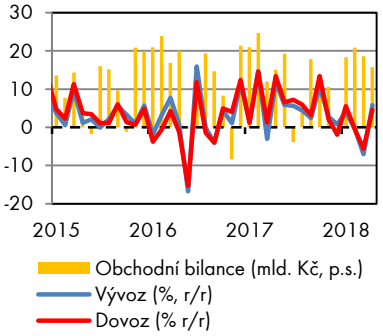
Spotřebitelský optimismus nadále pohání růst tržeb

Po rekordních svátečních tržbách a veleúspěšných lednových výprodejích přišlo na přelomu zimy a jara vystřízlivění. V březnu se růst maloobchodních tržeb dokonce poprvé od roku 2016 přehoupl do negativního teritoria, když meziročně tržby poklesly o 1,2 %. Za poklesem stály výrazně slabší tržby z prodejů motorových vozidel. Za celé první čtvrtletí prodej aut meziročně klesl o téměř 6,0 %. Pro růst ekonomiky to značí hrozbu, jelikož je český průmysl životně závislý na výrobě automobilů a jiných dopravních prostředků. Maloobchod tak zakončil první čtvrtletí na negativní notě. Do jisté míry se může jednat o vyčerpání z předchozích velmi dobrých měsíců a svou roli také sehrála vysoká srovnávací základna z minulého roku.

Nicméně od dubna je růst tržeb zpět na vyšší dráze růstu. V dubnu sice růstu tržeb pomohl vyšší počet pracovních dnů. Velikonoce letos vyšly již na konec března a daly tak obchodníkům o dva běžné otevírací dny navíc. Domácí průmysl ale uklidnil fakt, že po dvouměsíčním poklesu se růst tržeb z prodeje automobilů vrátil do pozitivních hodnot.

Přes léto čekají maloobchodní tržby další solidní výsledky. Nasycená poptávka po autech bude sice nadále tlumit růst tržeb z prodejů automobilů, ale mimo prodeje aut budou tržby nadále meziročně narůstat o více než 5 %. Z perspektivy posledního půlroku je to hlavně rekordní spotřebitelská důvěra, která je hlavním hnacím motorem růstu tržeb. Extrémně nízká nezaměstnanost a svižný růst mezd bezesporu také zahrají svou roli. Maloobchodní tržby mimo prodeje aut budou v roce 2018 podle našeho odhadu růst průměrným tempem 6,2 %.

Zahraniční obchod



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Export čeká ochlazení

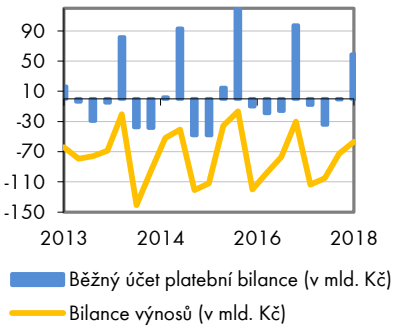
Jak import, tak export zakončily rok 2017 rekordně povedenými výsledky. O to hůře se zahraničnímu obchodu překonávala první fáze tohoto roku. Podle posledních statistik dosáhl kumulovaný přebytek obchodní bilance v lednu až dubnu 73,6 mld. Kč, což znamená meziroční pokles o 5,4 mld. Kč. Od začátku roku se vývoz meziročně zvýšil o 0,2 % a dovoz o 0,7 %.

Podobně jako u maloobchodu a průmyslu, dosáhl vývoj zahraničního obchodu svého dna v březnu, kdy se naplno projevil pokles přebytku exportu českých aut a strojů. Vývoz meziročně výrazně klesl o 7,9 % a dovoz o 6,6 %. Přesto po dvouměsíčním meziročním

poklesu se v dubnu export vrátil k solidnímu růstu, který jsme naposled viděli na konci loňského roku. Duben znamenal pro naše exportéry krátkodobé oživení, které ale dlouho nevydrží. Primární příčinou bylo dřívější načasování Velikonoc, díky němuž exportéři měli v dubnu o dva pracovní dny navíc.

Podle našeho názoru se jedná o výjimku v oslabujícím trendu českého exportu. Index Exportu, který Raiffeisenbank sestavuje společně s Asociací Exportérů, naznačuje pro příští čtvrtletí chladnější období. Český vývoz bezesporu stále těží z dobré kondice světové, především pak evropské ekonomky. Na druhou stranu nedostatek volné pracovní síly na trhu práce firmám prakticky znemožňuje dále rozšiřovat výrobní kapacity. Schopnost českého exportního průmyslu dále přijímat další zahraniční zakázky je téměř vyčerpaná. Export tedy bude v příštích měsících znovu zpomalovat. Kurz koruny si v průběhu druhého čtvrtletí prochází nečekaně slabým obdobím. Ale díky obnovené snaze ČNB o rychlejší utahování měnové politiky lze očekávat, že koruna přes léto znovu začne posilovat. Bohužel, silnější koruna (nejen k euru ale i dolaru) snižuje cenovou konkurenceschopnost českých výrobků na zahraničních trzích. To bude důvodem, proč růst nových zakázek ze zahraničí zřejmě dále zpomalí. V neposlední řadě, zejména v letních měsících, export přibrzdí sezóna dovolených. Za letošní rok by přebytek obchodní bilance podle našeho odhadu měl dosáhnout přibližně 100 mld. Kč.

Běžný účet a bilance výnosů



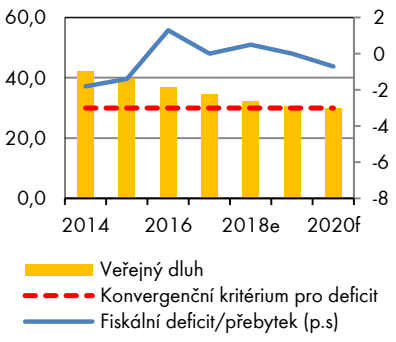
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Podle našich výpočtů americká cla na dovoz oceli a hliníku ovlivní český export v hodnotě 2 mld. Kč. Odvetná opatření EU jsou cel na ocel a hliník uplatněná na velmi úzkou škálu spotřebního zboží z amerického Jihu a Středozápadu a neměla by výrazně omezit naše dovozní možnosti z USA. I v případě uplatnění dovozních cel na evropské (a české) automobily ze strany USA nedojde k téměř žádné škodě pro naši ekonomiku. Hodnota vývozu aut do USA za posledních dvanáct měsíců dosáhla jen 3,8 miliónu korun. Čerstvě zahájená obchodní válka se Spojenými státy nemá silný dopad na český exportní průmysl jako celek, ale neblaze ovlivňuje důvěru našich exportérů, kteří si nejsou jisti, kam až obchodní konflikt dospěje.

Běžný účet platební bilance započal nový rok v tradičním přebytku, ale v březnu náhle spadl do deficitu. Stála za tím nečekaně brzká a velká výplata dividend a obrat toku přímých investic, kdy se ČR stala čistým přispěvovatelem přímých investic do zahraničí. V dubnu sice běžný účet dosáhl nečekaného přebytku, ale v dalších měsících očekáváme obrat zpět do deficitu kvůli letnímu vyvrcholení dividendové sezóny. Do konce letošního roku ale očekáváme pokles kumulovaného přebytku běžného účtu na 30 mld. Kč, kvůli zhoršujícímu se přebytku zahraničního obchodu, vyššímu odlivu dividend a znovu posilující koruny.

Investice státu stále zaostávají za plánem

Veřejné finance (v % HDP)



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Státní rozpočet se v prvních šesti měsících roku dostal do deficitu 5,9 mld. Kč. Na straně příjmů je stále vidět výrazný nárůst výběru všech hlavních daní. Výběr pojistného na sociálním zabezpečení je meziročně vyšší o téměř 25 %. Jen mírně nižším tempem roste i výběr daně z přidané hodnoty. Naopak zanedbatelně roste výběr daně z příjmu právnických osob, což potvrzuje i pokles marží podniků. Na druhé straně rostou běžné výdaje v souladu se schváleným rozpočtem, a to především z důvodu vyšších plateb na starobní důchody a transferů samosprávním celkům. Výrazně však zaostávají investiční výdaje, které jen dohánějí slabé první měsíce roku. Oproti naplánovanému rozpočtu stát proinvestoval dvě třetiny určených prostředků.

Pro tento rok byl schválen rozpočet s deficitem 50 mld. Nicméně očekáváme, že stát bude v tomto roce hospodařit s mírně nižším deficitem a výsledek tak bude opět pozitivnější, než bylo původně schváleno. Očekáváme, že příjmovou stranu rozpočtu bude i nadále podporovat silná spotřeba domácností a s tím spojený vyšší výběr daní. Investiční výdaje

by po tradičním pomalém rozjezdu v úvodu roku měly v následujících měsících nabrat rychlejší tempo růstu. Nicméně plánovaný objem investic nebude ani tento rok naplněn. K lepšímu výsledku by ale měla dopomoci nutnost dočerpat cca 35 mld. Kč z fondů EU do konce tohoto roku. Snazšímu čerpání by měla usnadnit změna pravidel ze strany EU v určení účelu dotace. Negativně se na hospodaření také promítnou vyšší výdaje na dluhovou službu způsobené růstem úrokových sazeb na trhu. Dále také očekáváme, že bude pokračovat tlak na vyšší růst platů některých státních zaměstnanců a navyšování starobních důchodů.

Pro tento rok počítáme, že si i přes mírný negativní příspěvek státu veřejné finance kladnou bilanci hospodaření opět udrží a uzavřou rok v mírném přebytku 0,5 % HDP. Konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí by tak dále poklesl na 32,3 %.

Pro rok 2019 byl vládou schválen rozpočet s deficitem 50 mld. Kč. Návrh počítá s jednorázovým navýšením starobních důchodů a zvýšením objemu prostředků na platy učitelů a zdravotních sester. Vyšší by měly být i investice, zejména pak výdaje na infrastrukturu. Rozpočet také počítá s meziročním nárůstem daňových příjmů o 45,4 mld. Kč a nárůstem příjmů z pojistného na sociální zabezpečení o 39,6 mld. Kč.

ČNB opět začala zvyšovat úrokové sazby

Bankovní rada ČNB koncem června rozhodla počtvrté v tomto měnověpolitickém cyklu zvýšit úrokové sazby. Dvoutýdenní repo sazba se tak dostala na úroveň 1,00 % a lombardní sazba na 2,00 %. Diskontní sazba byla ponechána na hodnotě 0,05 %. Členové bankovní rady se navzdory svým předchozím vyjádřením a prognóze centrální banky odhodlali přistoupit k dřívějšímu zvýšení úrokových sazeb, které si tuzemská ekonomika bezpochyby žádala. Ekonomika i situace na finančních trzích se vyvíjí v posledních měsících výrazně jinak, než centrální banka očekávala ve své prognóze. To ji donutilo změnit názor a přistoupit ke zvýšení sazeb dříve. Koruna za poslední měsíce prudce oslabila a meziroční míra inflace v květnu vyskočila na 2,2 %, což je o tři desetiny procentního bodu vyšší hodnota, než jakou očekávala ČNB. K tomu se přidává dlouhodobě přehřívající se trh práce a nejrychlejší růst reálných mezd od roku 2003. Ačkoli naše prognóza počítala se zvýšením sazeb až na začátku srpna, z makroekonomického pohledu nevidíme rozdíl v tomto načasování.

Ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku by pak podle nás mělo následovat ještě jedno zvýšení sazeb. Dvoutýdenní repo sazba by tak na konci roku měla být na úrovni 1,25 %. Vzhledem k tomu, že rozdíl mezi jednotlivými sazbami ČNB dosáhl předkrizových úrovní, lze očekávat, že s dalším zvýšením sazeb bude navýšena i diskontní sazba.

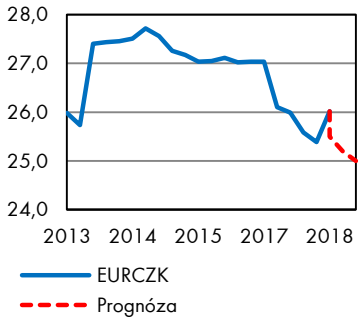
Rizikem naší prognózy je i nadále vývoj kurzu koruny. Koruna je v současnosti výrazně slabší, než jsme původně očekávali my i centrální banka, což otevírá možnost zvýšení úrokových sazeb dříve. To potvrzují i nedávná slova guvernéra J. Rusnoka, že bankovní rada nebude váhat s dalším utahováním, pokud pro to budou podmínky. Zjednodušeně řečeno – zůstane-li koruna dále na slabších hodnotách, lze očekávat další zvyšování úrokových sazeb. Nicméně razantnější zvýšení sazeb o více než čtvrt procentního bodu prozatím není tématem diskuzí bankovní rady. Bankovní rada však hodnotí současný stav ekonomiky jako proinflační, zejména z důvodu právě slabší koruny a silnějších inflačních tlaků ze zahraničí (zejména cena ropy).

Kurz koruny

	aktuál.	IX-18	XII-18	III-19
EUR/CZK	26,02	25,20	25,00	24,90
USD/CZK	22,29	21,91	21,37	20,41

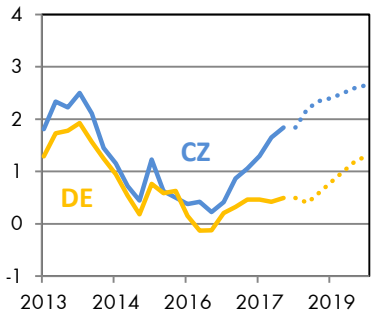
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Vývoj EUR/CZK



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

10Y výnosy státních dluhopisů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Sazby peněžního trhu ČR PRIBOR

	aktuál.	IX-18	XII-18	III-19
3M	1,16	1,15	1,40	1,40
6M	1,24	1,30	1,55	1,55
12M	1,35	1,40	1,65	1,65

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuál.	IX-18	XII-18	III-19
2 roky	1,16	1,15	1,25	1,30
5 let	1,57	1,65	1,75	1,75
10 let	2,17	2,20	2,35	2,40

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Koruna pod tlakem globálního dění

Koruna v druhém čtvrtletí roku zaznamenala obrat dosavadního posilujícího trendu. S obratem vývoje kurzu eura vůči dolaru a nárůstem politické nejistoty v eurozóně koruna ztratila popularitu v očích investorů a spolu s ostatními regionálními měnami prudce oslabila. Naplnily se tak dvě ze tří rizik naší prognózy – růst rizikové averze na trhu a holubičí komunikace ČNB. Centrální banka už od začátku roku počítá se silným posilováním koruny, čímž by se vyhnula nutnosti zvyšovat dále úrokové sazby a rozšiřovat úrokových diferenciál. Nereálné předpoklady prognózy ČNB se nenaplnily a koruna se v současnosti pohybuje na výrazně slabších hodnotách. Podle naší prognózy se tak otevírá prostor pro rychlejší zvyšování úrokových sazeb, než o kterém v současnosti mluví bankovní rada. Dřívější růst sazeb by podle našeho názoru měl koruně poskytnout nový impuls k posílení a na konci tohoto roku by se měla dostat na úroveň EUR/CZK 25,0. V následujících letech by se koruna měla pohybovat jen mírně pod touto úrovní. Podporovat by ji měl i nadále solidní výkon ekonomiky i stále kladný přebytek běžného účtu platební bilance.

Rizikem pro korunu i nadále však zůstává velké množství zahraničního kapitálu v ekonomice. Podle květnové statistiky držba českých státních dluhopisů nerezidenty vzrostla druhý měsíc v řadě a stále je trojnásobná ve srovnání s obdobím před kurzovým závazkem. Historie se tak opakuje a slabá koruna nabízí příležitost ke spekulaci a zároveň pro zahraniční investory zlevňuje české státní dluhopisy. O to více bude měnová politika ČNB záviset na krocích ECB, které by mohly vyvolat hromadný odchod zahraničních investorů z korunového trhu a způsobit její další oslabení. Pro korunu bude také klíčový další politický vývoj v eurozóně a eskalace obchodních válek, které zvyšují rizikovou averzi na globálních trzích. Následkem pak je opouštění rozvojových ekonomik, mezi které je Česká republika na globálních trzích stále zařazena, a oslabování koruny.

Postupný nárůst po celé výnosové křivce

S růstem úrokových sazeb se potvrzuje náš předpoklad, že se ministerstvo financí zaměří spíše na delší konec výnosové křivky při emisi nových státních dluhopisů. To by mělo pokračovat i ve zbytku tohoto roku. V červnu jsme byli svědky silné emisní aktivity před prázdninovým klidem. Ta by měla narůst opět až ve čtvrtém čtvrtletí roku. Nicméně v druhé polovině srpna maturuje balík státních dluhopisů v objemu téměř 76 mld. Kč, který bude vyžadovat refinancování na trhu.

Předpokládáme, že v nadcházejícím čtvrtletí porostou výnosy státních dluhopisů jen zanedbatelně vzhledem k tomu, že trh už z velké části započítává další zvýšení úrokových sazeb ČNB. Nicméně v následujících obdobích by mělo docházet k dalšímu postupnému nárůstu výnosů státních dluhopisů všech splatností v souladu s naší prognózou měnové politiky ČNB. Kratší konec výnosové křivky poroste rychleji, zejména pak v roce 2019, a bude tak docházet k jejímu celkovému mírnému zploštění. Rozdíl mezi německými a tuzemskými sazbami dosáhne vrcholu ve třetím čtvrtletí roku 2018 a s příchodem plánovaného konce kvantitativního uvolňování ECB začne docházet k postupnému snižování tohoto rozdílu. Hlavním rizikem pro státní dluhopisy zůstává hromadný odchod zahraničních investorů, kteří svůj podíl na korunových dluhopisech v posledních dvou měsících dokonce navýšili (viz předchozí kapitola).

V případě peněžního trhu očekáváme pozvolný nárůst mezibankovních sazeb v souladu s naší prognózou měnové politiky ČNB. Tříměsíční PRIBOR by se tak na konci roku měl pohybovat na úrovni 1,50 %. Postupně bude také docházet ke konvergenci úrokových swapů a výnosů státních dluhopisů.

ČNB dále utahuje hypoteční trh

Český bankovní sektor zůstává i v průběhu druhého čtvrtletí ve výborné kondici. Kapitálová vybavenost bank je více než postačující, ziskovost zůstává vysoká, sektor je stabilní a odolný vůči případným vnějším šokům. Celkový objem vkladů udržuje zdravé tempo růstu na úrovni 3,5 % meziročně, přičemž nadále platí, že většinu tvoří netermínované vklady. Tempo meziročního růstu celkových úvěrů, které je již dlouhodobě taženo především hypotečními úvěry, v současnosti mírně zpomaluje ke zhruba 3 %, a to v důsledku několika faktorů. Příznivá makroekonomická situace posledních let podporuje schopnost firem i obyvatel financovat běžné potřeby z vlastních zdrojů a poptávka po úvěrech přirozeně klesá. K tomu se přidává postupné zvyšování tržní úrokové sazby, naposledy na červnovém zasedání bankovní rady ČNB. To se samozřejmě projevuje v cenách úvěrových produktů, i když ostrá konkurence na českém bankovním trhu udržuje míru zdražování úvěrů v rozumném rozsahu. Třetím faktorem je pak řízené omezování právě hypotečních úvěrů ČNB.

Ta opakovaně vyjádřila znepokojení z nadhodnocených cen nemovitostí, z uvolněných úvěrových podmínek hypotečních úvěrů a z rostoucí rizikovosti žadatelů o hypoteční úvěr. Proto již v minulém roce stanovila doporučení omezující hypoteční úvěry s nadlimitní hodnotou LTV. Přestože tato doporučení byla a jsou vesměs dodržována, na tempu růstu hypotečního trhu se to nijak zásadně neprojevilo. ČNB proto rozšířila omezující doporučení a stanovila limity zatížení příjmů žadatelů o úvěr celkovým zadlužením (DTI) a splátkami úvěrů (DSTI) tak, aby i poté disponovali dostatečnou finanční rezervou pro případné nepříznivé změny v jejich finanční situaci. Doporučenou horní hranici ukazatele DTI stanovila ČNB s platností od 1. října 2018 na úrovni 9násobku a ukazatele dluhové služby (DSTI) na 45 % čistých ročních příjmů žadatele. Tato regulatorní opatření navíc ošetřují možné obcházení dosavadního limitu LTV prostřednictvím doplňkových úvěrů ať již od bank nebo od nebankovních poskytovatelů úvěrů.

Podle zkušeností z jiných zemí, ve kterých již byly podobné limity zavedeny, došlo v jejich důsledku ke zpomalení tempa růstu úvěrů, trh nemovitostí a jejich ceny však nijak neovlivnily. Nepředpokládáme, že by nově nastavené limity významně zasáhly český trh hypotečních úvěrů. Objem nově poskytnutých hypoték v prvním čtvrtletí sice mírně poklesl ve srovnání s předchozím rokem, přesto v nominálním vyjádření stále dosahuje vysokých hodnot okolo 50 mld. Kč, což odpovídá úrovním z roku 2015. Navíc lze v následujícím čtvrtletí očekávat zvýšenou poptávku po hypotečních úvěrech až do platnosti nově oznámených doporučení ČNB.

Helena Horská, Milan Frydrych, František Táborský, Jakub Červenka, Lenka Kalivodová

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

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty

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

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

Firemní bankovnictví	
Velké firmy: Barbara Tutass	23 44 01 362
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: Zdeněk Procházka	602 172 573
Nemovitosti a Projektové financování	
Jan Rýdl	23 44 01 133
Martin Hofmeister	23 44 01 330
Soumar Radek	23 44 05 691
Renata Dlesková	23 44 01 857
Nemovitosti a Strukturované financování	
Tomáš Gürtler	23 44 01 215
Karel Vlasák	23 44 01 308
Martin Matoušek	23 44 01 545
Private Banking	
Jan Remr	23 44 01 039
Michal Špírek	23 44 01 437
Pavel Ráž	23 44 01 574
Pavel Pikna	24 24 32 437
Lena Krejnická	23 30 63 280
Faktoring	
Petr Fiala	23 44 05 468
Petr Bútora	23 44 01 925
Daniel Markalous	23 44 01 374
Oldřich Šrůta	23 44 01 191
Financování obchodu	
Ivan Chleboun	23 44 01 455
Treasury – Finanční instituce	
Kateřina Michalová	23 44 01 461
Adam Zilvar	23 44 05 253
Jana Novotná	23 44 01 802
Kateřina Škutová	23 44 01 877
Andrea Balková	23 44 05 551
Kateřina Kárníková Novák	23 44 05 656

Treasury – Trading	
Milan Fischer	23 44 01 145
Eva Bobeničová	23 44 01 316
Roman Fol	23 44 01 144
Jozef Božek	23 44 05 509
Milan Fajkus	23 44 01 821
Ivo Prokop	23 44 01 826
Treasury - Sales	
Pavel Křivonožka	23 44 05 995
Žaneta Chudá	23 44 01 195
Michal Michalov	23 44 01 830
Martin Bárta	23 44 05 510
Pavel Krištof	23 44 05 907
Jakub Skotnica	23 44 05 502
Soňa Fenclová	23 44 01 346
Martin Skoumal	23 44 05 351
Robert Schwanzer	23 44 01 130
Pavel Bors	23 44 01 885
Ondřej Chládek	23 44 05 357
Slavomír Koval'	23 44 01 775
Corporate Finance	
Marek Tichý	23 44 01 953
Jakub Hamr	23 44 01 868
Pavel Plánička	23 44 01 255
Ondřej Hájek	23 44 05 167
Jana Kůrečková	23 44 01 822
Treasury – Equities	
Richard Skácel	23 44 01 827
Eva Polánová	23 44 01 803
Jakub Veselský	23 44 01 819
Jakub Schermer	23 44 01 838
Ekonomický výzkum	
Helena Horská	23 44 01 413
Jakub Červenka	23 44 01 070
Milan Frydrych	23 44 01 421
František Táborský	23 44 05 685
Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 2. července 2018, 16:00h

Publikace byla vydána 2. července 2018

UPOZORNĚNÍ

Vydává: 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. poskytuje v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů („Nařízení"), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

RB je oprávněna rozšiřovat tento dokument.