

Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	3,4	3,9	3,6
Maďarsko	3,6	3,0	2,5
ČR	2,0	3,2	2,4
Slovensko	2,4	3,1	3,5
Slovinsko	2,6	2,4	2,3
SE	3,0	3,5	3,1
Rumunsko	2,8	4,0	3,5
Bulharsko	1,7	2,0	2,1
Chorvatsko	-0,4	0,5	1,0
Srbsko	-1,8	0,0	2,5
Bosna a Her.	0,5	2,5	3,0
Albánie	2,0	3,0	4,0
Kosovo	0,5	2,0	3,0
JVE	1,5	2,6	2,8
Rusko	0,6	-4,0	0,5
Ukrajina	-6,8	-10,0	1,5
Bělorusko	1,6	-3,5	0,5
SNS	0,2	-4,4	0,6
SVE	1,2	-1,2	1,6
Turecko	2,9	3,0	3,5
Německo	1,6	1,6	2,2
eurozóna	0,9	1,4	1,9
USA	2,4	2,7	3,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům.,mezir. %)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	0,0	-0,4	1,5
Maďarsko	-0,2	0,5	2,9
ČR	0,4	0,6	1,9
Slovensko	-0,1	0,0	1,3
Slovinsko	0,2	0,3	1,5
SE	0,1	0,0	1,7
Rumunsko	1,1	0,0	1,4
Bulharsko	-1,4	0,1	2,2
Chorvatsko	-0,2	0,0	1,4
Srbsko	2,9	2,0	4,0
Bosna a Her.	-0,9	1,0	2,0
Albánie	1,6	1,8	2,8
Kosovo	0,4	0,5	2,0
JVE	0,7	0,4	1,9
Rusko	7,8	15,2	7,5
Ukrajina	12,1	53,7	14,0
Bělorusko	18,1	17,0	16,0
SNS	8,5	17,7	8,2
SVE	5,1	10,5	5,6
Turecko	8,9	7,7	7,5
Německo	0,8	0,4	2,6
eurozóna	0,4	0,4	1,4
USA	1,6	0,0	2,7

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

SE = střední Evropa, JVE = jihovýchodní Evropa,

SNS = Společenství nezávislých států, SVE =

střední a východní Evropa

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Je řecká krize za námi nebo skončila jen jedna z mnoha fází?
- Kdy už konečně zvedne americká centrální banka svou klíčovou úrokovou sazbu?
- Írán hýbe cenou ropy.
- Oživení české ekonomiky na počátku roku bylo nečekaně brzké a rychlé.
- Inflace míří pozvolnými krůčky vzhůru. Ale až ke konci roku překoná spodní hranici inflačního pásma ČNB.
- Trh práce vzkvétá. Míra zaměstnanosti na šestiletém maximu, zaměstnanost na dosah historického maxima. Jen ty mzdy zatím nerostou...
- Česká národní banka je plně zabraná do obrany svého závazku. Jaké má možnosti ubránit závazek? Budou nebo nebudou vadit devizové rezervy přes 50 % HDP?
- Naše prognóza hovoří ve prospěch zachování závazku až do druhé poloviny 2016. Jaké jsou jiné varianty vývoje?
- Silné spekulace na posílení koruny mohou vést ke snižování spreadů vůči německým dluhopisům.
- Růst základních úrokových sazeb ČNB čekáme až v roce 2017.
- Zvyšování úrokových sazeb Fedem může přinést zvýšenou volatilitu na dluhopisový trh v ČR. Základní scénář počítá s pozvolným nárůstem výnosů českých vládních dluhopisů.

Makroekonomická predikce	2011	2012	2013	2014	2015f	2016f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	4 020	4 048	4 086	4 267	4 447	4 622
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,0	-0,7	-0,7	2,0	3,2	2,4
HDP na hlavu v EUR podle PPS	20 546	22 305	21 850	22 680	23 607	24 512
Průmyslová výroba, r/r %	5,9	-0,8	-0,1	4,9	5,8	5,1
Podíl nezaměstnaní /populace 15-64 let (průměr)	6,7	6,8	7,7	7,7	6,6	6,3
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,5	3,2	1,0	2,9	3,4	4,9
PPI, r/r %, průměr	5,6	2,1	0,8	-0,8	-2,0	2,2
CPI, r/r % průměr	1,9	3,3	1,4	0,4	0,6	1,9
CPI, r/r %, konec období	2,4	2,4	1,4	0,1	1,4	1,6
Saldo vládních financí, % HDP	-2,9	-4,0	-1,3	-2,0	-2,1	-1,5
Vládní dluh, % HDP	41,0	45,5	45,7	42,6	41,0	40,4
Obchodní bilance, mld. Kč	12,0	64,4	108,0	155,2	173,5	194,0
Běžný účet, % HDP	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	0,7	0,6
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	1,2	3,0	-0,2	3,1	2,4	1,8
CZK/EUR, průměr	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	26,8
CZK/USD, průměr	17,7	19,5	19,5	20,7	24,6	24,6
Reposazba ČNB, průměr	0,75	0,53	0,05	0,05	0,05	0,05
3M Pribor, průměr	1,19	1,00	0,49	0,36	0,28	0,39

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Ekonomický výzkum RB a.s.

Vnější prostředí – řecká krize, levnější ropa, sazby Fedu

EUR/Národní měna (průměr)

země	2014	2015f	2016f
Polsko	4,19	4,16	4,05
Maďarsko	309	310	320
ČR	27,5	27,3	26,8
Rumunsko	4,44	4,45	4,42
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,63	7,65	7,66
Srbsko	117	122	126
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140	140	140
Rusko	51,0	64,4	64,6
Ukrajina	15,9	24,9	29,8
Bělorusko	13597	17247	20042
Turecko	2,90	2,93	2,94
USA	1,33	1,11	1,09

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Finanční trhy se od května plně soustředily na vývoj **řecké dluhové krize**. Veškerá dosavadní jednání skončila ve slepé uličce. Řecký premiér Tsipras pokaždé přišel s nečekaným návrhem či rozhodnutím vyhlásit referendum o úsporných opatřeních, které vyžadovaly evropské instituce. Přestože se Řekové vyjádřili proti (61,3 % hlasujících), premiér Tsipras pár dní na to předložil ještě přísnější návrh reforem (úsporu až 12 miliard eur v průběhu následujících 2 let), ALE výměnou za další záchranný balíček. Výsledkem jednání byl restrukturalizační balíček pro Řecko v hodnotě 35 miliard eur a třetí záchranný balíček ve výši přes 86 miliard eur spolu s překlenovacím úvěrem, díky kterému Řekové splatily své závazky vůči Mezinárodnímu měnovému fondu a Evropské centrální bance. MMF tak k Řecku už žádný nedoplatek neregistruje. Konečné schválení dohodnutého záchranného balíku např. v Bundestagu ale komplikuje fakt, že Mezinárodní měnový fond se zatím nechce k tomuto záchrannému balíku připojit. Důvodem je prý příliš vysoká zadluženost Řecka, která vyžaduje další reformy nad současný dohodnutý rámec a požadavek fondu, aby část dluhu byla Řecku odpuštěna. S tím ale nesouhlasí mnoho německých zákonodárců. Klid není ani v Řecku, kde premiér Tsipras čelí značné kritice z vlastní strany a nadále se hovoří o možnosti zavedení vlastní národní měny. Podle našeho názoru riziko **řecké dluhové krize není zdaleka zažehnáno**. Skončila pouze jedna z mnoha fází.

Žhavým kandidátem na hlavní téma příštích dvanácti měsíců je **zvysování úrokových sazeb americké centrální banky**. Po téměř sedmi letech prakticky nulových úrokových sazeb Fedu se čeká jejich zvyšování. Takové období bývá spojeno se zvýšenou volatilitou na světových trzích, zejména rozvíjejících se tržích. Ekonomiky s významnými nerovnováhami v období rostoucích úrokových sazeb USA vstupují do krize častěji než v období stabilních či klesajících úrokových sazeb Fedu. Česká ekonomika vykazuje relativně značnou stabilitu, ale přesto může být zvýšení úrokových sazeb Fedu důvodem pro krátkodobé oslabení koruny. V naší prognóze očekáváme, že **americká centrální banka začne úrokové sazby zvyšovat již v září** a další zvýšení bude následovat v prosinci. Finanční trh přitom do konce letošního roku prozatím počítá s necelým jedním zvýšením hlavní úrokové sazby. V případě naplnění našeho scénáře pak lze počítat se zvýšenou tržní volatilitou, posílením dolaru a zvyšováním vládních dluhopisových výnosů USA. Rizikovým faktorem jsou úrokové sazby v USA pro akciové trhy.

Americký dolar stejně jako **švýcarský frank** či **britská libra** se staly útočištěm finančních hráčů před nejistotou způsobenou řeckou krizí. Nicméně americký dolar neposílil na úroveň z poloviny dubna 2015 (1,05 EUR/USD). Ve větších ziscích mu nejspíš brání opatrnost trhu v sázkách na růst sazeb v USA. Naši vídeňští kolegové věří, že Fed začne už v září zvedat sazby, což by mělo podpořit americký dolar a posunout jeho hodnotu zpět k 1,05 za euro na konci letošního roku.

Čínské akciové indexy zaznamenaly od června 2014 do června 2015 nárůst zhruba o 150 %. Tento akciový boom nebyl ale pouze výsledkem rostoucí čínské ekonomiky. Důvodem byl mix uvolněných pravidel pro obchodování (převážně využití finanční páky tzv. trading-on-margin) a kreativity čínských investorů při využívání těchto pravidel ve svůj prospěch. Prudký nárůst čínských akcí zalarmoval čínské autority, které postupně začaly zpřísňovat tato pravidla. Limit na finanční páku byl zaveden právě v červnu 2015 a od té doby ztratily akcie (Shanghai i Shenzen index) téměř třetinu ze své hodnoty. Vzhledem k předchozímu prudkému růstu čínských akcí, který nebyl podložen růstem čínské ekonomiky, lze **současný pád interpretovat jako korekci**. Proto dopad na čínskou ekonomiku by měl být jen relativně krátkodobý.

Cena ropy se ve druhém čtvrtletí držela víceméně stabilně nad hladinou 60 USD za barel. Její strmý propad k 55 dolarům na začátku třetího čtvrtletí byl způsoben rostoucí nervozitou tržů z podepsání dlouho očekávané dohody mezi Íránem a západními velmocemi o íránském nukleárním programu. Írán – jakožto země se čtvrtými největšími světovými zásobami ropy – by totiž od roku 2016 mohl zamíchat kartami na trhu s ropou, když by se snažil získat zpátky svůj podíl na trhu (ten se mu rapidně snížil po zavedení sankcí v 2012). Celkový obraz na trhu s ropou se prozatím pro rok 2015 výrazně nemění: OPEC zůstává věrný své strategii z listopadu, tj. neměnit objem produkce ropy. Světová poptávka by měla vzrůst o 1,5 %, což je největší nárůst od roku 2010. Světová nabídka převyšuje poptávku kvůli americké těžbě, která dosahuje svého 42letého maxima.

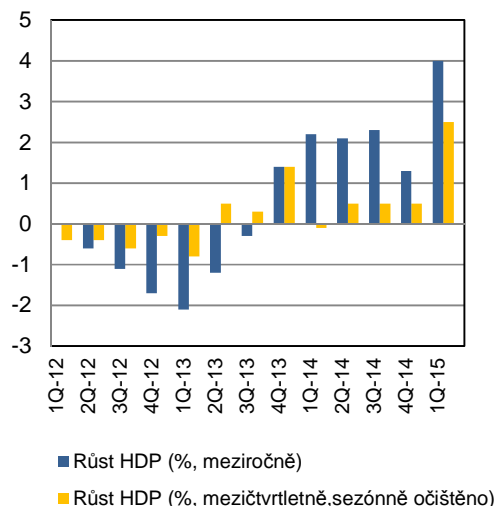
Základní úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko*	1,35	1,30	1,30	1,30
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusko	11,50	10,50	10,00	8,00
eurozóna	0,05	0,05	0,05	0,05
USA	0,25	0,50	0,75	1,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* pod revizí

Růst ekonomiky



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Růst ekonomiky – příkrášlený skok na začátku roku

Růst české ekonomiky v prvním čtvrtletí roku 2015 vyšplhal překvapivě na 2,5 % mezičtvrtletně a 4 % meziročně po méně než dvouprocentním růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2014. První odhady dokonce předpovídaly růst o 4,2 % meziročně! S tak prudkým oživením nikdo nepočítal. Ačkoliv byl růst podpořen velmi nízkou úrovní zásob a výběrem daní z tabáku, přírůstek hrubé přidané hodnoty o 1,3 % mezikvartálně a 3,5 % meziročně, který nezahrnuje ani daně ani dotace, potvrzuje oživení české ekonomiky. O raketový vzestup se z pohledu hrubé přidané hodnoty ale nejedná, protože už na konci roku 2014 rostla 3,4 % meziročně ve stálých cenách.

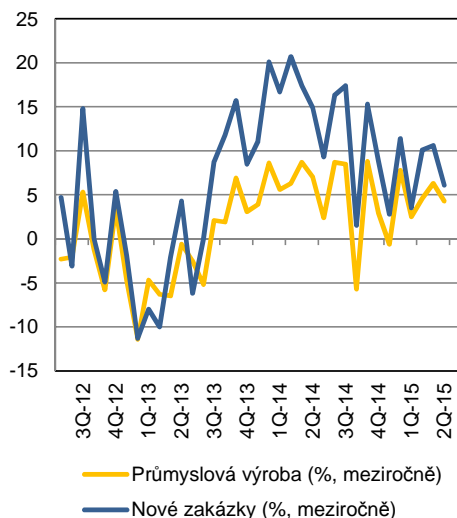
Co táhlo českou ekonomiku nahoru? Když odmyslíme statistický efekt vysokých zásob, byla to především spotřeba domácností podpořená klesající nezaměstnaností, historicky vysokou důvěrou domácností a rostoucími příjmy. Dále se zvýšily i fixní investice především do dopravních prostředků a nemovitostí. Rovněž vláda podpořila ekonomiku zvýšenými výdaji. Naopak čistý export ekonomický růst „příbržďoval“ kvůli rostoucímu dovozu. Z pohledu sektorového se o růst postaral především zpracovatelský průmysl na čele s výrobou dopravních prostředků následovaný obchodem a veřejnou správou.

Růst ekonomiky se od poloviny loňského roku také projevuje viditelně na trhu práce, kde stoupá zaměstnanost. Růst zaměstnanosti zdaleka nedosahuje tempa růstu produktu, takže reálná produktivita práce rostla v prvním čtvrtletí nevídaným tempem 2,9 % (naposledy zaznamenaným v roce 2011). V běžných cenách se produktivita zvýšila o 4 %, jen o něco málo méně než ve druhém a třetím čtvrtletí 2014. Růst platů a mezd, který na začátku roku zrychlil na 3,3 %, je stále ospravedlnitelný obzvláště po několika letech mzdového škrtení.

Po dlouhé době se můžeme chlubit, že rosteme rychleji než naši sousedé včetně Polska či Slovenska. V mezičtvrtletním srovnání roste ČR nejrychleji ze všech evropských ekonomik. V rychlosti růstu jsme po dlouhé pauze výrazně překonali i Německo s růstem jen o 1 %.

V dalších čtvrtletích ekonomika **nejspíš ubere na tempu růstu, ale celoroční výsledek i tak překoná desetiletý průměr** s růstem okolo 3,2 % meziročně ve stálých cenách. Pokud by se mělo oživení v západní Evropě zadržnout ať už kvůli dopadu nedávné řecké dluhové krize nebo kvůli možnému riziku politické nestability v Řecku, popřípadě dalšímu zpomalení na rozvíjejících se trzích světa, může se česká ekonomika opět rychle vrátit k tzv. anemickému růstu. Nelze se ale domnívat, že za takových podmínek by spotřeba domácností a investice firem zůstaly nedotčené. Naopak rychlejší oživení v Evropě a schopnost českých exportérů najít ještě perspektivnější vývozní trhy by přispěly i rychlejšímu růstu ekonomiky. V roce 2016, kdy očekáváme konec kontroly kurzu koruny a následně její posílení, předpovídáme mírné zpomalení růstu české ekonomiky pod 3 % přesto, že Evropa by naopak měla mírně zrychlit.

Průmyslová výroba a zakázky



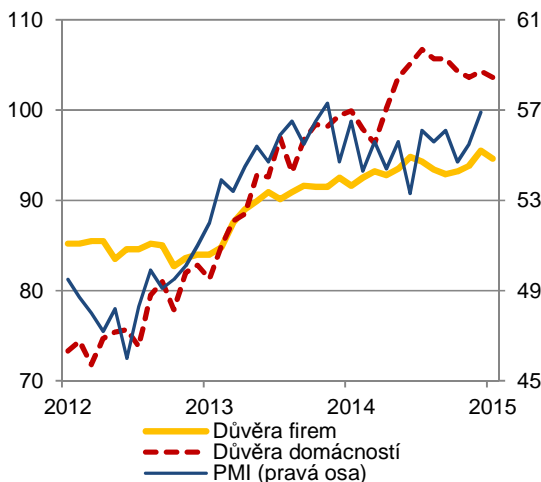
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Průmysl si přes léto vybere oddechový čas

Český průmysl se v souladu s našimi odhady nadechl k novému růstu, když během prvních pěti měsíců vzrostl po sezónním očištění o 4,4 % meziročně, zatímco v posledním čtvrtletí 2014 činil růst 3,6 %. V porovnání s první polovinou 2014 se jedná ale o mírné zpomalení. Podle národních účtu počítající přidanou hodnotu očištěnou o růst cen byl zpracovatelský průmysl hlavním tahounem nečekaně silného oživení české ekonomiky na počátku letošního roku. Na růstu průmyslu se jak jinak podílí hlavně produkce osobních aut a náhradních dílů. S velkým odstupem od výroby aut se na růstu českého průmyslu podílí i výroba elektrických zařízení a plastů. Naopak strukturálním (dlouhodobým) poklesem trpí těžební průmysl. Několik měsíců klesá i produkce dřevařského průmyslu, výroba nahaných nosičů a výroby nápojů. Až čas ukáže, zda-li se i v těchto případech jedná o (lokální) strukturální pokles nebo jen přechodný útlum.

Tržby průmyslových producentů od začátku roku rostou jen třetinovým tempem v porovnání s rokem 2014. Důvodem může být nahromadění zakázek a jejich

Důvěra v ekonomiku



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

postupná realizace, což naznačují i údaje o růstu nedokončené výroby podle statistiky hrubého domácího produktu v prvním čtvrtletí.

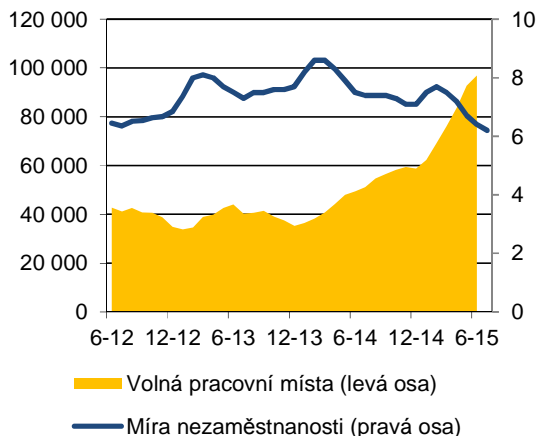
Zaměstnanost v průmyslu stoupla už na konci loňského roku na téměř šestileté maximum a v prvním čtvrtletí se na něm udržela. Také na mzdách v průmyslu je znát oživení produkce: průměrná mzda už druhé čtvrtletí roste přes 2 % nominálně. Zatímco růst průměrné mzdy byl v chudých letech 2009-2010 a 2012-2013 „vylepšován“ poklesem zaměstnanosti, nyní se jedná o skutečný růst a ne o statistický klam průměrné hodnoty.

Zakázek během prvních pěti měsíců roku začalo přibývat méně a méně (v průměru jen plus 6,7 % meziročně), což je nejnižší meziroční růst od první poloviny 2013. Nových zakázek z domova přibývá méně než v roce 2014. Příliv zahraničních zakázek také zpomalil, ale ne tak výrazně. Nejčastěji se objevují poklesy zakázek u výroby kovů a počítačů. Naopak v případě automobilového průmyslu lze čekat v případě úspěšnosti nových modelů svižný růst zakázek. Zakázkám v oblasti strojírenství, ale nejen tam, by jistě pomohlo svižnější oživení německé ekonomiky.

Využití kapacit ve druhém čtvrtletí kleslo ze sedmiletého maxima v prvním čtvrtletí na úroveň z konce roku 2014. Na druhou stranu **předstihové ukazatele** (index nákupních manažerů a index důvěry podnikatelů) se drží nad loňským průměrem a výsledky za druhé čtvrtletí naznačují zatím jen mírné zpomalení tempa růstu produkce. Pokud v důsledku řecké dluhové krize nedojde ke zpomalení růstu evropských ekonomik našich hlavních obchodních partnerů, nové modelové řady automobilek působících v ČR a nahromaděná nedokončená výroba **udrží český průmysl ve slušném tempu v průměru necelých 6 %** po loňských 5 % v meziročním srovnání. Jak je obecně známo, místní průmysl je silně provázaný s automobilkami – s nimi roste i padá.

Přidaná hodnota ve **stavebnictví** se po čtyřech velmi chudých letech vrátila na úroveň z konce roku 2010. Její pokles ale začal už v roce 2008, tj. před sedmi lety. Z měsíčních dat o stavební produkci vyplývá, že stavebnictví od počátku letošního roku nepřetržitě roste, od března dokonce dvojciferným tempem. Ačkoliv roste i pozemní stavitelství, hlavním tahounem jsou inženýrské stavby – především pak výstavba a oprava dálnic a silnic. Překotné čerpání EU fondů na dopravní infrastrukturu je vidět snad na každé dopravní tepně v ČR. Třetím měsícem roste výstavba rodinných domů, výstavba nových bytových domů po loňském krátkém boomeru spadla pod úroveň roku 2013 a nyní se rozestavěné bytové domy hlavně dokončují. Počet vydaných stavebních povolení od počátku roku roste až na jedinou výjimku v březnu. Hodnota stavebních povolení ale zůstává třípětinová oproti průměrným hodnotám z roku 2010. Nových zakázek pro stavebnictví co do počtu přibývá – zdaleka tomu už nevedou inženýrské stavby, ale pozemní. Stále však platí, že ke konci března 2015 bylo nejvíce zakázek od státu a soukromých už dvě čtvrtletí ubývá. Ačkoliv průměrný počet zaměstnanců ve stavebnictví stále ještě neroste, průměrná mzda ano (o 2,8 % v prvním čtvrtletí 2015). Podle našich odhadů se přidaná hodnota vytvořená ve stavebnictví díky podpoře státu a oživení soukromé výstavby domů letos zvedne o skoro 4 %, což je nejvyšší nárůst od roku 2007!

Nezaměstnanost a volná místa

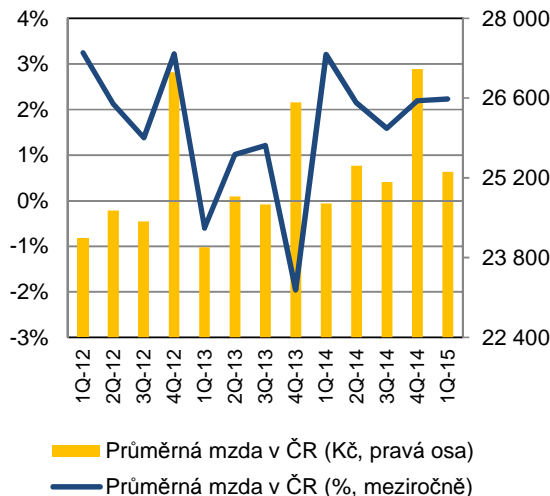


Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Trh práce jen kvete – míra zaměstnanosti na rekordu

Jarní měsíce a s nimi i sezónní práce nastartovaly nezvykle **rychlý pokles nezaměstnanosti** v ČR. Počet nezaměstnaných na úřadech práce se v březnu poprvé od roku 2012 snížil pod půlmiliónu a další měsíc počet nezaměstnaných klesl dokonce na **šestileté minimum**. Míra nezaměstnanosti byla v červnu na úrovni 6,2 %, o 1,2 procentního bodu níž než loni. Míra nezaměstnanosti se smršťuje tempem, kterým klesala v době silného hospodářského růstu v roce 2007 (tehdy reálný HDP rostl tempem 5,5 %!). Na trhu práce se nabízí rekordní počet volných pracovních míst (v červnu téměř 97 tisíc), nejvyšší od listopadu 2008. Tehdy se míra nezaměstnanosti pohybovala bezpečně pod 5 %. Na poklesu míry nezaměstnanosti se podílí kromě zpracovatelského průmyslu dosti silně i sezónní práce od stavebnictví po zemědělství či služby. Podle našich propočtů je nyní míra nezaměstnanosti vlivem sezónnosti o 0,3 procentního bodu nižší. V průběhu druhé poloviny roku počítáme s poklesem nezaměstnanosti až k 6 %. V průměru by se letošní míra nezaměstnanosti měla snížit na 6,6 % z loňských 7,7 %. Tak výrazné zlepšení na trhu práce si ale začíná vybírat svoji daň: vybírat mezi nezaměstnanými bude pro firmy stále obtížnější a ještě hůře se bude čelit požadavkům na vyšší mzdu.

Průměrná mzda



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Zatímco na konci loňského roku se rozevíraly nůžky mezi registrovanou mírou nezaměstnanosti a anonymním výběrovým šetřením pracovních sil Českého statistického úřadu, během jara se trendy sblížily. **V červnu se míra nezaměstnanosti podle ČSÚ meziročně snížila o 1,2 procentního bodu na 5 %.** Registrovaná míra nezaměstnanosti se začala výrazně snižovat se zpožděním až na počátku letošního roku: během šesti měsíců klesla o 1,2 procentního bodu, zatímco výběrové šetření ukazuje na pokles jen o 0,9 procentního bodu. Aktuálně se ale míra nezaměstnanosti z výběrového šetření pohybuje na minimu z konce roku 2008, tj. sedmileté minimum! Z této statistiky také vyplývá, že **míra zaměstnanosti je už čtvrtým měsícem na svém úplném historickém maximu.** Míře zaměstnanosti k překonání hranice 70 % vůči práceschopnému obyvatelstvu dopomohl pokles srovnávací základny, tj. práceschopného obyvatelstva. Z pohledu absolutních čísel nám k rekordu bez výhrad chybí jen 3100 zaměstnaných osob. To vzhledem k současnému růstu ekonomiky není nedosažitelný cíl.

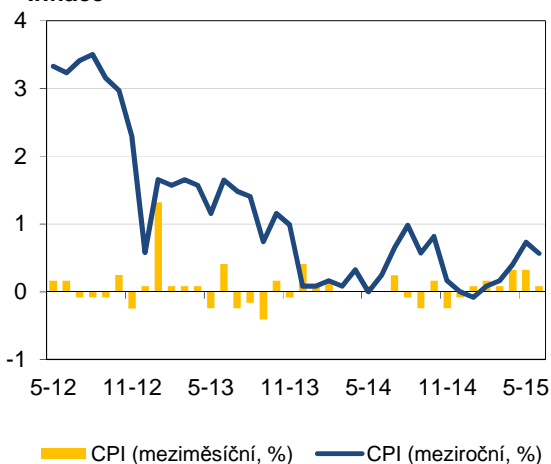
Vzhledem k současné dobré kondici české ekonomiky a viditelně se zlepšujícím podmínkám na českém trhu práce, by se brzy mělo dostavit i oživení mezd. Ty totiž prozatím lehce pokulhávají za zlepšující se situací na trhu práce. Růst průměrné mzdy se v prvním čtvrtletí 2015 udržel na 2,2 % v meziročním srovnání. Průměrná mzda na přepočtené osoby dosáhla 25 306 Kč. **Díky velmi nízké inflaci se kupní síla průměrné mzdy zvýšila o 2,1 %, což je nejvyšší nárůst od prvního čtvrtletí 2010.** Medián mzdy (mzdu, kterou bere hypoteticky osoba stojící v dlouhé řadě všech pracujících v ČR právě uprostřed) činil 21 143 Kč a je o 2,1 % vyšší než loni. Průměrná mzda rostla nejvíce v pohostinství a ubytování (o 4,4 %), kde se ale mzdy podle oficiálních statistik pohybují hluboko pod průměrem. V průměru o více než 3 % si polepšili v obchodě včetně prodeje a oprav aut, zdravotnictví, kultuře, stavebnictví a ve veřejné správě. Mzda v podnikatelské sféře je opět vyšší než v nepodnikatelské, kde se ke konci loňského roku výrazně zvýšila vlivem mimořádného zvýšení základu a odměn. Očekáváme, že růst mezd bude dál pokračovat společně s oživením ekonomiky a výbornou kondicí trhu práce. Plány vlády i letos zvýšit plat státním zaměstnancům ve veřejné správě ještě před koncem roku **vytváří dodatečný tlak na růst mezd i v podnikatelské sféře.** Letos růst průměrné mzdy podle našich odhadů zrychlí na necelá tři procenta a v roce 2016 dokonce nad 4 %.

Inflace míří pozvolnými krůčky vzhůru

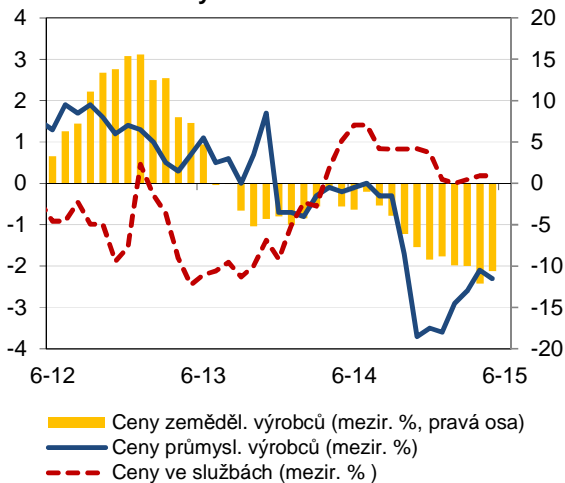
Spotřebitelská inflace se na jaře odrazila od svého dna a pozvolna vystoupala k červnovým 0,8 % meziročně. Ačkoliv se stále jedná o velmi nízkou inflaci odpovídající spíše stabilitě cen než jejich růstu, výhled na konec roku slibuje, že inflace konečně překoná spodní hranici inflačního cíle České národní banky (1 %). To však nestačí k uspokojení centrálních bankéřů – ti by rádi viděli inflaci směřující nad dvě procenta. Ačkoliv se inflace již několik měsíců pohybuje nad inflační prognózou ČNB (v červnu a květnu o 0,4 procentního bodu), ekonomice stále chybí viditelné inflační tlaky – nebýt sezónního zdražení zeleniny, ovoce a ryb inflace by od jara stoupala pomaleji (v červnu na 0,7 % meziročně). Výrobní ceny v ČR nadále klesají a spotřeba domácností, která již několik měsíců roste, zatím nevytváří silnější poptávkové tlaky na ceny. Oživení inflace začaly táhnout potraviny (3/4 celkového růstu spotřebitelských cen v červnu připadá na potraviny), v jejichž cenách se ale zatím promítá především sezónnost včetně bramborového efektu (tj. zdražení raných brambor na jaře). A navíc, nebýt silného dezinflačního efektu nízkých světových cen ropy, inflace by se v ČR už od prosince 2014 držela nad 1 %, tj. nad spodní hranici inflačního pásma ČNB. Z pohledu centrální banky to není dost a hlavně ani inflace korigovaná o klesající ceny pohonných hmot nezrychluje, ačkoliv spotřeba domácností roste. Ze spotřebního koše od počátku roku nejvýrazněji zdražuje tabák a alkohol (vlivem zvýšení spotřební daně na tabák) a na druhém místě oděvy a obuv (dopad slabší koruny vůči USD). Vysoká důvěra v ekonomiku se už začala nicméně projevovat ve službách od ubytování a restaurace po kulturu a vzdělání. Váha těchto položek na spotřebním koši není ale tak významná, aby vytáhla inflaci výš. Naopak ve spotřebním koši je stále několik položek, jejichž ceny jsou stále nízké: telekomunikační služby a telefony, pohonné hmoty nebo léky.

Podle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) se **inflace v ČR začíná zvyšovat rychleji než v eurozóně.** Červnový rozdíl je 0,7 procentního bodu, zatímco v březnu činil jen 0,2 procentního bodu. Z toho je patrné, že si ze

Inflace



Produkční ceny



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

zahraničí stále ještě dovážíme nízkou inflací. Pro ČNB to znamená jednoduchý závěr: bez domácích inflačních tlaků se česká inflace nad dvě procenta nevyšplhá.

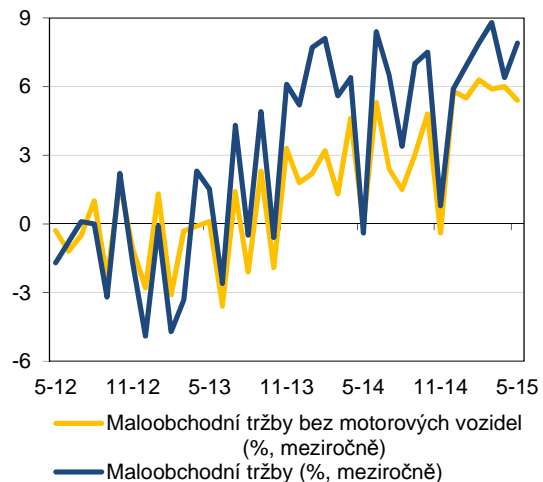
Inflace se pravděpodobně bude i v dalších měsících zvyšovat jen velmi neochotně. Až do konce třetího čtvrtletí čekáme inflaci pod 1 %. Na konci roku z velké části zásluhou velmi nízké srovnávací základny inflace vyskočí nad 1 % meziročně. Letošní průměrný růst spotřebitelských cen odhadujeme na 0,6 % po loňských 0,4 %. Rizikem tohoto scénáře je další zlevňování cen ropy na světových trzích. Průsak levnější ropy do domácích cen pohonných hmot by mohl jedině tlumit slabnoucí kurz české koruny vůči americkému dolaru.

Zatímco ceny spotřebního zboží se nedostaly pod loňské úrovně, **ceny průmyslových výrobců dál klesají.** Jejich pokles už trvá sedmnáct měsíců s jedinou přestávkou v loňském srpnu. Výrobní ceny „zválcoval“ na počátku roku prudký pokles cen ropy na světových trzích, který se postupně přeléval i do navazujících odvětví výroby. K odvětvím, kterým se daří i přes obecný pokles produkčních cen své koncové ceny alespoň mírně zvyšovat, patří farmaceutický průmysl, výroba betonu a sádkokartonu, část kovodělné výroby, výroba baterií a osobních aut, nábytku a zásobování vodou a párou. Deflace ve výrobních cenách se ale netýká jen ČR – v EU klesly výrobní ceny v lednu o téměř 3 % v průměru. O následujícím vývoji cen průmyslových výrobců bude rozhodovat jak pohyb cen ropy, tak kurz koruny vůči dolaru. Případný další pokles ceny ropy bude oddalovat návrat růstu cen průmyslových výrobců. Naopak pozvolné oživení růstu cen ropy může přiblížit konec deflace výrobních cen. **Pro rok 2015 čekáme pokles cen průmyslových výrobců v průměru o -2 %.**

Cenám tržních služeb se sice stále meziroční pokles vyhýbá, nicméně vzhledem k růstu blízkému nule lze hovořit jen o stabilitě cen. Zatímco poštovní služby v únoru výrazně podražily, služby železniční dopravy znatelně zlevnily. Levnější jsou i informační služby. Naopak o něco dražší jsou finanční a vydavatelské služby. **V cenách stavebních prací a materiálů** se začalo promítat oživení sektoru, které by mělo dál pokračovat. S tím se sveze i další pozvolný růst cen stavebních prací. Stavebnictví má i z pohledu cen fázi recese bezpečně za sebou.

Pokles cen zemědělských výrobců se dál prohlubuje, z toho v živočišné výrobě výrazněji než v rostlinné. Podle ČSÚ se loňská nadprůměrná sklizeň v ČR už nebude letos opakovat. To vytváří prostor pro postupnou stabilizaci cen doma pěstovaných rostlin. Ale i zde svou roli sehraje vývoj cen na světových trzích. Podle statistik už začaly ceny dovážených potravin růst.

Maloobchod



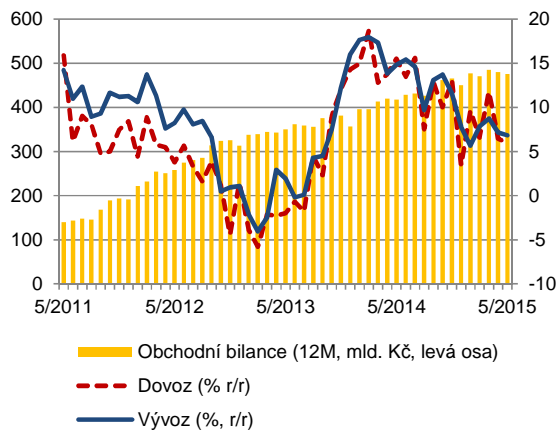
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Maloobchod – nejrychleji rostoucí sektor ekonomiky

Maloobchod, včetně prodeje a oprav aut, roste čím dál tím rychleji a nemá daleko k tomu, aby se stal nejrychleji rostoucím sektorem ekonomiky (v prvním čtvrtletí byl po průmyslu hned na druhém místě). **Tempa růstu dosahují osmiletých maxim,** v případě maloobchodu bez aut sedmiletých maxim. Proč maloobchod tak kvete? Je to díky sílící důvěře domácností v ekonomiku a ve vlastní finanční situaci. Není náhodou, že **důvěra domácností** se na počátku roku vyšvihla na osmileté maximum, kde se přes mírný pokles ve druhém čtvrtletí stále drží. Další vzpruhou pro maloobchod je i **klesající nezaměstnanost a pozvolna oživující se růst mezd a příjmů** českých domácností při stále nízké míře inflace. Maloobchodní tržby rostou napříč celým sortimentem s jedinou výjimkou, a to textilu, oděvů a obuvi. Naopak nejrychleji rostou prodeje přes internet (v průměru o 26 % meziročně po očištění o inflaci). Dvouciferná tempa růstu zaznamenávají i prodeje počítačů, telefonů a aut. Levnější pohonné hmoty přispívají k výraznému růstu tržeb čerpacích stanic. Vše nasvědčuje tomu, že spotřeba domácností bude dál povzbuzovat ekonomiku k růstu. Zatímco tržby včetně prodeje aut si i letos udrží podle našeho odhadu téměř pětiprocentní tempo růstu, u maloobchodu bez aut počítáme s výraznou akcelerací z 2,9 % na 4,6 % meziročně (očištěno o růst cen). Jinými slovy, **zatímco prodej aut poroste o trochu pomaleji, o ostatní spotřební zboží včetně potravin bude daleko větší zájem.**

Vnější rovnováha – neohrožené rekordy

Zahraniční obchod



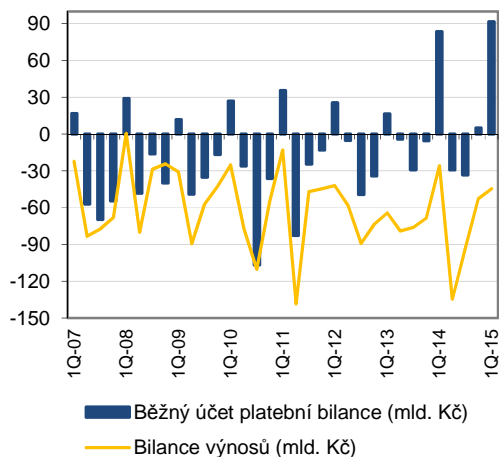
Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Přebytek v zahraničním obchodě ČR podle národního pojetí (zohledňující změnu vlastnictví) se za prvních pět měsíců roku zvýšil o 11,2 miliardy korun na 95 miliard. S výjimkou březnového výsledku jsou všechny **letošní přebytky opět rekordní**. Přestože se tempo růstu vývozu viditelně snížilo především díky vysoké srovnávací základně z loňského roku (15,4 % v průměru za prvních pět měsíců roku 2014 vs. současných 6,7 % meziročně), udržuje si vývoz stále náskok před dovozem. Nebýt ale propadu cen ropy na světových trzích a zároveň i poklesu dováženého objemu ropy, byl by výsledek zahraničního obchodu za prvních pět měsíců roku o 17 miliard korun horší – žádné rekordní přebytky by se nekonaly. Důvodem je oživení spotřeby a investic v ČR, které přirozeně zvyšují zájem o dovoz spotřebního zboží včetně počítačů, telefonů a jejich příslušenství a investičních celků (strojí a zařízení, motorových vozidel). Ačkoliv stále platí, že k rostoucímu přebytku českého zahraničního obchodu přispívají nejvíce motorová vozidla následovaná jejich náhradními díly, **letošním „skokanem“ roku jsou letadla**.

Vývozcům se nejlépe daří na evropském trhu, kam vyvezli za prvních pět měsíců o 81 miliard více než loni (o 7,5 % meziročně). Oživení je znát především na vývozu do Velké Británie, Slovenska a Francie. Roste i vývoz mimo státy Evropské unie ale výrazně pomaleji (2,6 % meziročně), výjimkou je Čína, kam vývoz za prvních pět měsíců roku vyskočil o téměř 16 % meziročně. Naopak v důsledku sankcí chřadne vývoz do Ruska – jeho objem se smrškl o třetinu. Stejně tomu tak bylo i na konci loňského roku – takže situace se nezhoršuje, ale ani nezlepšuje. Největší meziroční propad už nezaznamenávají auta, jako tomu bylo ve 4 čtvrtletí 2014, ale alkohol (především pivo) a spotřební zboží (hračky, oblečení,...). Jediné, čeho do Ruska dovážíme více, jsou suroviny.

Přestože průmyslové zakázky ze zahraničí začaly poslední měsíce slábnout, má český zahraniční obchod stále šanci letos překonat loňský rekordní přebytek a zapsat nový. Odhadujeme, že přebytek v letošním roce překoná hranici 170 miliard korun, tj. 3,9 % HDP. Zásluhu na tom budou mít stále relativně nízké ceny ropy a jiných surovin na světových trzích a oživení v Evropě (v některých státech bude dokonce výraznější než v Německu). Rizikem je utlumení růstu evropských států dílem řecké dluhové krize či klesající poptávka ze strany rozvíjejících se ekonomik, především pak Číny.

Platební bilance a bilance výnosů



Zdroj: Macrobond, RB a.s.

Platební bilance odhaluje slabé a silné stránky české ekonomiky. Zatímco běžný účet díky rekordně vysokému obchodnímu přebytku vykazuje také rekordní plus ve výši 91,5 miliardy korun v prvním čtvrtletí 2015 (0,8 % HDP analizované), deficit na finančním účtu se opět prohloubil na 96,8 miliardy Kč (tj. z 1 % na 1,6 % HDP analizované). České ekonomice se ve vývozu nejen zboží ale i služeb daří (vyjma poklesu u letecké osobní dopravy) a navíc překotně dočerpává evropské fondy z ukončeného programovacího období, ale nedaří se jí udržet finanční prostředky doma a přilákat větší počet nových přímých zahraničních investic. Relativně stabilní měna a mělký kapitálový trh v ČR včetně akciového jsou hlavním důvodem, proč stále více domácích prostředků odtéká do zahraničí. Domácí sazby jsou ale v porovnání s evropskými přece jen o něco málo vyšší, což vysvětluje, proč do ČR naopak tečou zahraniční investice do domácích vládních dluhopisů. Největší odliv prostředků byl ale zaznamenán u podnikového sektoru, který buď splácel půjčky poskytnuté v zahraničí, nebo sám obchodní úvěry poskytoval. Také bankovní sektor i vláda v celkové bilanci poslaly do zahraničí ve formě výplat vkladů či splácení úvěrů víc, než inkasovaly. Přímých zahraničních investic je v porovnání s loňským prvním čtvrtletím téměř o polovinu méně, naopak vyplacené dividendy jsou o cca 40 % vyšší. **Oslabení koruny na konci roku 2013 zatím kýžený efekt** v podobě nižšího odlivu dividend z ČR a naopak vyššího přílivu přímých zahraničních investic **nepřineslo**.

I letos, **podruhé v historii ČR**, vykáže ČR podle našeho odhadu **přebytek na běžném účtu platební bilance, a to okolo 30 miliard korun**. Česká ekonomika je i přes značné odlivy dividend a jiných výnosů ze zisků schopna díky velmi dobré vývozní výkonnosti vytvářet přebytky na běžném účtu. Méně příznivou zprávou je **očekávaný odliv kapitálu přes finanční účet**. Letos

Sazby peněžního trhu ČR (ask)

PRIBOR	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
1M	0,22	0,22	0,22	0,22
3M	0,30	0,30	0,30	0,30
6M	0,39	0,40	0,40	0,40
12M	0,48	0,48	0,48	0,53

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

čekáme prohloubení deficitu finančního účtu o pár desítek miliard korun na cca 60 miliard. Zpráv o rozšíření stávajících zahraničních investic (viz. oznámení japonské skupiny JTEKT či tchajwanského Foxconnu) či zcela nových investic (Amazon, korejské společnosti Nexen Tire) bychom potřebovali více. Nízké domácí úrokové sazby a mělký akciový trh mnoho zahraničního kapitálu do ČR nepřitáhne.

Zahraněční zadluženost ČR se i letos v prvním čtvrtletí nijak výrazně nezvýšila a už třetím rokem se drží okolo hranice 66% HDP. Růst celkového dluhu není o moc rychlejší než růst produktu ekonomiky. Zajímavě se ale mění struktura dluhu: zatímco dlouhodobé zadlužení klesá, krátkodobé výrazně roste. Nejviditelnější nárůst je vidět u krátkodobých zahraničních vkladů u našich bankovních domů a krátkodobého dluhu vlády. Vládní sektor, jehož celkový dluh dvě čtvrtletí dokonce nepatrně klesá, se podílí na zahraničním dluhu stabilně cca 1/5. Všechny ukazatele udržitelnosti zahraničního zadlužení díky rostoucímu vývozu z ČR a devizovým rezervám zaznamenávají výrazné zlepšení beztak velmi příznivých hodnot (např. krytí dovozu devizovými rezervami se přibližuje k pěti měsícům). ČR je na hony vzdálena problémům se zahraničním zadlužením či jiné podobě vnější nerovnováhy.

Měnová politika – plně zabraná do obrany závazku

Českou národní banku (ČNB) čeká zásadní období – udržet důvěryhodnost kurzového závazku a připravit konec kontroly kurzu. Ve čtvrtek 6. srpna 2015 zveřejní ČNB novou prognózu růstu a inflace. Vzhledem k lepšímu vývoji jak ekonomiky, tak inflace oproti očekávání, lze předpokládat, že prognóza na letošní rok vyzní optimističtěji. Důležitější bude ale výhled na rok 2016. V jeho případě může dojít naopak k revizi směrem níž. Bankovní rada si jistě nenechá ujít příležitost k zopakování svého závazku držet kurz koruny poblíž 27 za euro alespoň do druhé poloviny roku. Dost možná bude varovat před dopady silnější koruny na inflaci. Z vyjádření představitelů bankovní rady lze vyčíst odhodlání bránit kurzový závazek alespoň do druhé poloviny roku 2016. Je ale otázkou, jak případnému tlaku trhu na posilování koruny bude čelit. Nabízí se několik variant:

(A) ČNB bude **skrytými intervencemi malého rozsahu** (do cca 1 miliard eur měsíčně) bránit do poslední chvíle (druhá polovina 2016) hladinu 27, poté pak nechá kurz se volně pohybovat; v případě nadměrného posílení o více jak 3 % (pod hladinu 26,30) může prodávat korunu a brzdit posilování, aniž by veřejně vyhlásila, které úrovně kurzu považuje za adekvátní. Tuto strategii používala například Národní banka Slovenska před přijetím eura nebo i sama ČNB v období nadměrného posilování koruny.

(B) Trh začne silně spekulovat na prolomení hranice 27 a ČNB bude nucena **masivně intervenovat** (v řádu až stovek miliónů eur denně a cca 2 miliard eur měsíčně); výsledkem bude prudký nárůst devizových rezerv k hranici 50 % HDP za rok. Aby devizové rezervy nedosáhly švýcarských rozměrů (přes 80 % HDP) bude ČNB muset upravit svoji strategii. Na řadu může přijít i záporná úroková sazba. Další možností by bylo zkrácení doby závazku (C) nebo změna závazku (D).

(C) S odvoláním na uspokojivé vyhlídky na oživení inflace v průběhu 2016 a dál ČNB zkrátí svůj závazek hájit hladinu 27.

(D) ČNB ponechá kurz koruny jako nástroj měnové politiky a posune limit pro posilování koruny na silnější hodnotu, například na 26,50 / 26,00 korun za euro. (E) V obavě před spekulacemi trhu se ČNB může inspirovat americkou centrální bankou a opustit tzv. „forward guidance“ - v české podobě by to znamenalo, že přestane informovat o načasování konce kontroly kurzu.

(F) S variantou, v našem seznamu poslední, přišel nedávno šéf ekonomického výzkumu Tomáš Holub, který varoval trh, že obhajovaná hladina kurzu se může klidně posunout i nahoru (tj. na slabší hodnotu než je 27). Jeho slova vnímáme jako slovní intervenci – varovné gesto – než reálnou hrozbu.

3M sazba peněžního trhu (bid)

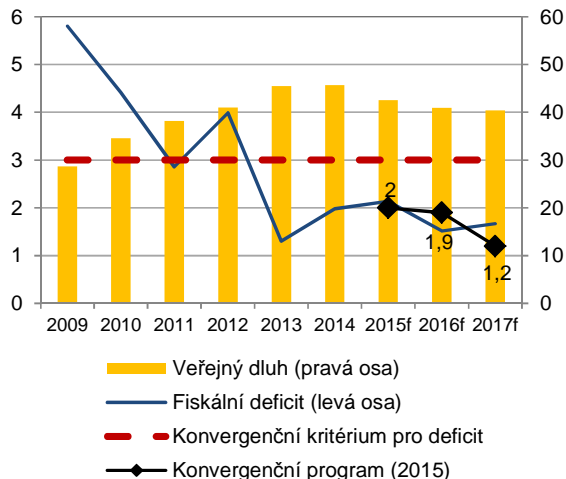
země	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
Polsko	1,52	1,80	1,80	1,80
Maďarsko*	1,36	1,30	1,30	1,30
ČR*	0,30	0,30	0,30	0,30
Chorvatsko	0,60	1,09	1,10	1,25
Rumunsko	0,97	1,55	1,65	1,75
Rusko	12,40	11,90	11,40	9,40
Turecko	10,85	10,80	11,10	11,60
eurozóna	-0,11	0,00	0,00	0,00
USA	0,27	0,70	0,95	1,70

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

* (ask), Maďarsko pod revizí

Nejpravděpodobnější scénář, který se odvíjí od naší základní prognózy růstu české ekonomiky, inflace, mezd apod., je podle našeho názoru varianta (A) – zachování kurzového závazku do druhé poloviny roku 2016 i za cenu

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: MF ČR, RB a.s.

10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
Polsko	2,88	3,4	3,6	4,0
Maďarsko	3,65	4,4	4,5	4,8
ČR	0,89	1,0	1,2	1,3
Rumunsko	3,75	4,2	4,4	4,9
Rusko	10,79	10,3	9,8	9,5
Turecko	9,53	10,0	11,0	12,0
Německo	0,71	0,8	0,9	1,3
USA	2,26	2,5	2,6	3,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Výnosy státních dluhopisů ČR

	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
2 roky	-0,20	0,00	0,00	0,10
5 let	0,13	0,30	0,40	0,70
10 let	0,89	1,00	1,20	1,30
15 let	1,39	1,50	1,60	1,80

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

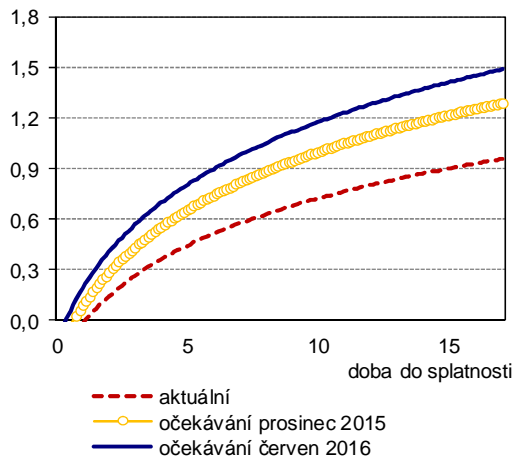
intervencí s tím, že nelze zcela vyloučit okamžiky, kdy ČNB bude muset masivněji intervenovat, aby přesvědčila trh o pevnosti svého závazku. Až přijde konec závazku, nevěříme, že ČNB bude moci hned zvyšovat sazby, jak se nyní snaží přesvědčit trh. Rovnovážná úroveň kurzu se podle našich odhadů pohybuje hluboko pod hladinou 26 Kč za euro, takže pokud trhy neuspokojí tříprocentní posílení koruny po opuštění závazku, bude muset ČNB brzdit tlak na korunu svými intervencemi. Za takové situace si nedokážeme představit, že by ČNB ještě k tomu zvyšovala svoji základní úrokovou sazbu. Na tento krok si počkáme možná až do počátku roku 2017, kdy se bude nejspíš přibližovat zvyšování sazeb v eurozóně.

Veřejné finance – našel se poklad: EU fondy

Pokladní plnění státní kasy od ledna do května letošního roku zaostávalo za loňskými výsledky. **Červen zásluhou historicky rekordního přebytku ve výši 44,8 miliardy korun tento nepříznivý vývoj zvrátil.** Za tak zásadním obratem ve vývoji státní kasy stojí ale jednorázový faktor: příliv EU fondů v objemu 32 miliard korun v samotném červnu (od počátku roku 49 miliard korun). Zvýšení inkasa spotřební daně z tabákových výrobků, daně z příjmu právnických osob, DPH a pojistného bylo už jen krajní záležitostí. Ve výdajích státu je také patrný vliv EU fondů – spolufinancování projektů zvyšuje kapitálové výdaje státu o polovic v porovnání s loňským rokem. Zajímavé je, že rychleji než výdaje na zvýšené platy státních úředníků (o 3,8 % meziročně) rostou sociální výdaje (+6,5 %). Jen část tohoto růstu lze přičíst na vrub vyšších důchodů (+5,8 %). Naopak díky značnému zlepšení situace na trhu práce klesají výdaje na dávky v nezaměstnanosti. S pokračujícím oživením ekonomiky a překotným dočerpáváním EU fondů má státní kasa šanci letos skončit s výrazně nižším schodkem, než se původně plánovalo (-100 mld. Kč). Tlak jednotlivých ministerstev a úřadů na ministerstvo financí, aby jim poslalo více peněz, může s blížícím se koncem roku silit. První vlašťovkou je např. návrh zvýšit platy státním úředníkům ještě před koncem roku, jako tomu bylo loni. Proto i nadále počítáme s tím, že letošní celkový vládní rozpočet bude tzv. expanzivní – tj. příživující přes spotřebu a investice růst ekonomiky. Tato fiskální expanze bude z velké části způsobena horečnatým čerpáním EU fondů z ukončeného programovacího období doplněná o zvýšené sociální výdaje (vyšší důchody), rostoucí mzdové náklady (zvýšené platů státních zaměstnanců) a zavedení snížené sazby DPH pro vybrané zboží. Proto také strukturální saldo vládního rozpočtu, které z příjmů vlády odečítá vliv oživení ekonomiky, zatímco výdaje vlády o něj zvyšuje, se na rozdíl od předchozích let opět zvýší nejspíš zpět do blízkosti úrovně z roku 2012. Pro celý vládní sektor (od letošního roku zahrnující i Českomoravskou záruční a rozvojovou banku, Exportní pojišťovací a garanční společnost a Fond pojištění vkladů) ministerstvo letos počítá s rozpočtovým schodkem ve výši 1,9 % HDP (83 miliard korun) a v roce 2016 jen 1,2 % (57 miliard korun).

Návrh státního rozpočtu na příští rok počítá se schodkem ve výši okolo 70 miliard korun (bez započtení peněz z EU fondů). Nová prognóza růstu české ekonomiky pro rok 2016 z dílny ministerstva financí počítající se zpomalením růstu české ekonomiky z letošních 3,9 % na 2,5 % ale nedává příliš prostoru pro dodatečné navyšování odhadu příjmů státní kasy (jak by si někteří ministři nebo i odbory přáli). Všichni ve vládě od ministerstva financí očekávají, že se mu podaří v příštím roce vybrat na daních výrazně víc, než nyní v návrhu slibuje (+6 % meziročně). Podle aktuálního fiskálního výhledu má ale rok 2016 přinést v porovnání s letošním rokem méně uvolněnou rozpočtovou politiku – strukturální schodek by se měl vrátit na úroveň z roku 2014. **Ministerstvo financí totiž usiluje o udržení vládního dluhu na úrovni 40,9 % HDP.** To znamená, že v korunovém vyjádření může dluh podle ministerstva vzrůst o cca 4 % meziročně, tj. o 70 miliard na 1899 miliard korun. Vše bude záležet mimo jiné na úspěchu snahy ministerstva financí v příštím roce viditelně zvýšit výběr daní (např. zavedením registračních pokladen v restauracích, povinným kontrolním hlášením k DPH nebo zvýšením daní pro hazard) a vedle toho udržením výdajů pod kontrolou a klesajícími náklady na obsluhu dluhu.

Výnosová křivka (% , p.a.)



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Finanční trh – dluhopisové výnosy jak na houpačce

Druhé čtvrtletí letošního roku bylo ve znamení změny trendu na dluhopisových trzích. Zdá se, že extrémně nízké úrovně dluhopisových výnosů „bezpečných zemí“ jsou již minulostí. Dluhopisový výnos německého Bundu se splatností 10 let se od dubna zvýšil z 0,1 % k 1,0 % a pak následovala korekce na 0,7 %. Tento vývoj těsně sledovaly i české vládní dluhopisy. **Výnos českého desetiletého vládního dluhopisu vzrostl z 0,4 % k 1,3 % a poté zkorigoval k současným 0,9 %.** Poslední pokles dluhopisových výnosů navíc mohl být podpořen spekulacemi na možnost zavedení záporných úrokových sazeb ČNB. To v naší prognóze explicitně nečekáme, ale vyloučit to nelze. V každém případě je prostor pro záporné úrokové sazby silně omezen. V sekci „Veřejné finance“ zmiňujeme snahu ministerstva o snižování vládního deficitu. To snižuje nároky na emise dluhopisů pro další roky a to i přesto, že nebude potřeba financování tak silně ovlivněna rozpouštěním likviditní rezervy, díky čemuž je letošní čistá emise středně a dlouhodobých dluhopisů zanedbatelná. Růst úrokových sazeb ČNB čekáme až v roce 2017, tedy v době po posílení české koruny. S ohledem na to, že v horizontu jednoho roku čekáme silný nárůst spekulací na opuštění režimu kontroly kurzu, mělo by z důvodu spekulativní poptávky po aktivech denominovaných v korunách **docházet ke snižování spreadů vůči německým dluhopisům.** V horizontu jednoho roku čekáme proto jen pozvolný nárůst výnosů českých vládních dluhopisů, kdy hlavní neznámou je zahraniční vývoj, který v souvislosti s očekávaným zvyšováním úrokových sazeb Fedu může přinést zvýšenou volatilitu. **V polovině roku 2016 čekáme výnos českého i německého vládního dluhopisu se splatností deset let na úrovni 1,3 %.**

Horké léto s korunou

Zatímco se koruna držela od dubna do června nad hladinou 27,20 za euro, v červenci začalo být na devizovém trhu horko. **Devizový hráči** podpořeni příznivými informacemi o růstu ekonomiky a inflací, která začala růst rychleji, než sama centrální banka předpovídala, se rozhodli **otestovat odhodlanost centrální banky bránit svůj závazek** držet korunu poblíž 27 korun za euro a výš. Kurz se už několikrát během července přiblížil k hladině 27 korun za euro. Podle oficiálních údajů v pátek 17. července musela ČNB dokonce vstoupit na trh a začít korunu prodávat, aby udržela kurz na úrovni, k níž se zavázala. Vzhledem k tomu, že se ČNB rozhodla informovat o intervencích pouze na základě vlastního uvážení a statistiky aktivních obchodů ČNB na devizovém trhu jsou zveřejňovány s dvouměsíčním zpožděním, se můžeme jen dohadovat jak často a v jakém objemu centrální banka nakupuje eura. Růst bilance ČNB ale naznačuje, že **objem intervencí** může už nyní za prvních čtrnáct červencových dní dosahovat dohromady několik stovek miliónů eur. K tak masivním intervencím v objemu okolo 7,5 miliardy eur, jako tomu bylo při zásahu proti koruně v listopadu 2013, ale zatím nedochází. Podle naší aktualizované prognózy se bude koruna po zbytek roku pohybovat v těsné blízkosti hladiny 27 za euro. U této hladiny ji budou udržovat příznivé makroekonomické ukazatele včetně pozvolného oživení inflace. S blížícím se koncem závazku (zatím ČNB slibuje druhou polovinu roku 2016) a inflací blížící se cíli 2 % poroste tlak na posilování koruny. **Prolomení hranice 27 korun** za euro čekáme v souladu s nejpravděpodobnější variantou, která předpokládá dodržení současného závazku ČNB do druhé poloviny roku 2016 a používání skrytých intervencí, **na konci třetího čtvrtletí 2016.** Rizik tohoto scénáře je nicméně hodně. Zvyšování úrokových sazeb v USA a následný odliv globálních investic do USD může na nějakou dobu oslabit tlak na posilování koruny vůči euru. Stejně tak by mohlo způsobit případné oslabení růstu české či evropské ekonomiky. Závazkem ČNB by jistě pohnul neočekávaný vývoj mezd – pokud by od příštího roku nezačaly výrazně růst, mohla by ČNB teoreticky odsunout svůj závazek na ještě pozdější dobu. Nebo naopak při prudkém zvýšení mezd a následně prognózované inflace by ČNB mohla být nucena opustit závazek dříve. Výhled na rok 2016 je proto zahalen hustou mlhou nejistot. Musíme se připravit na více variant.

Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.
+420 234 401 413, +420 725 526 678

Kurz koruny

	aktuální	IX-15	XII-15	VI-16
EUR/CZK	27,07	27,1	27,1	27,0
USD/CZK	24,49	24,6	25,8	25,0

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

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 bankovníctví**

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 Praha: Robert Chudoba	603 808 013
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák	603 808 035
Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka	602 172 573

Projektové financování

Tomáš Gürtler	23 44 01 215
Jan Rýdl	23 44 01 133
Martin Hofmeister	23 44 01 330
Soumar Radek	23 44 05 691
Renata Dlesková	23 44 01 857

Strukturované financování

Karel Vlasák	23 44 01 308
Martin Matoušek	23 44 01 545

Private Banking

Petr Vitásek	23 44 01 437
Richard Tykal	23 44 01 735
Roman Randák	23 44 01 636
Petra Chaloupková	23 44 01 565
Lenka Malátová	23 44 01 643
Petr Mašek	23 44 01 995
Marko Stojanić	23 44 01 522
Alexandra Hřebíková	23 44 01 120
Petr Nimefický	23 44 01 855
Jakub Hlaváček	23 44 01 831
Pavel Ráž	23 44 01 574
Jakub Šoltys	23 44 01 844
David Žák	23 44 01 637
Veronika Chvátalová	23 44 02 572
Ivana Jakubcová	51 75 45 040
Tomáš Crhák	51 75 45 041
Vít Richterek	57 15 45 042
Ivo Stavěl	58 52 06 931
Radovan Křen	59 61 28 868
Petr Váně	59 69 66 432
Ivan Džaja	23 44 05 453
Nikol Zodiová	517 545 046

Faktoring

Petr Bůtora	23 44 01 925
Tomáš Filípek	23 44 02 946
Daniela Markalouš	23 44 01 374
Pavla Jaroušková	23 44 05 498
Oldřich Šrůta	23 44 01 191

Financování obchodu

Miloš Večeřa	23 44 01 110
Martin Maar	23 44 01 455

Treasury – Trading

Ivo Prokop	23 44 01 826
Eva Bobeničová	23 44 01 316
Roman Fol	23 44 01 144
Jozef Božek	23 44 05 509
Milan Fajkus	23 44 01 821
Tomáš Kreml	23 44 01 274
Milan Fischer	23 44 01 145

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 Křištof	23 44 05 907
Jakub Skotnica	23 44 05 502
Soňa Fencllová	23 44 01 346
Martin Skoumal	23 44 05 351
Josef Paroulek	23 44 01 250
Pavel Bors	23 44 01 885
Veronika Michlová	23 44 01 775
Ondřej Chládek	23 44 05 357

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák	23 44 01 481
Petra Drncová	23 44 01 461
Kateřina Kárníková	23 44 05 656
Jana Šebestíková	23 44 01 802
Kateřina Škutová	23 44 01 877

Treasury – Equity

Richard Skácel	23 44 01 827
Eva Polánová	23 44 01 803
Jakub Veselský	23 44 01 819
Jakub Schermer	23 44 01 838

Corporate Finance

Jana Kůrečková	23 44 01 822
Jakub Hamr	23 44 01 868
Pavel Plánička	23 44 01 255
Jakub Fajfr	23 43 96 721
Marek Tichý	23 44 01 953

Ekonomický výzkum

Helena Horská	23 44 01 413
Michal Brožka	23 44 01 498
Daniela Milučká	23 44 05 685
Lenka Kalivodová	

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 29. července 2015, 11:00h.

Publikace byla vydána 4. srpna 2015.

Editoři: Michal Brožka a Daniela Milučká - analytici Raiffeisenbank a.s.

UPOZORNĚNÍ

Vydává: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. v souladu s právními předpisy, zejména Vyhláškou č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení („Vyhláška“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetím osobám. 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. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně investičních nástrojů, finančních produktů nebo jiných investic musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné 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. Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Případně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice 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.

Raiffeisenbank a.s. (dále jen „RB“) a Raiffeisen Bank International AG, Rakousko (dále jen „RBI“) pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací. Platné stupně investičních doporučení a jejich historii naleznete zde: (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam_doporuceni.pdf).

Investoři do investičních 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 investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna 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 uvolnění informací. Informace mohou být aktualizovány v budoucnu bez povinnosti změny tohoto dokumentu.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (<http://www.raiffeisenresearch.at/specialcompensation>), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni podle celkové ziskovosti RB nebo RBI (mimo jiné), 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. Zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního 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. Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irsku (UK): Dokument je schvalován a vydáván RBI a 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. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království 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 investičních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k investičním nástrojům nebo mohou vlastnit investiční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních 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. Dokument může být přímo poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, registrovaný obchodník v USA („RBIM“) a podléhá tak podmínkám níže stanoveným.

Zvláštní ustanovení týkající se USA a Kanady

Výše zmíněný 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, 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, 16th Floor, New York, NY 10036, 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 k datu tohoto dokumentu a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB nebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Investiční 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 investičního 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.

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 poctivé předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

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 4. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.