

### Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- ECB ukončí QE do konce roku a přinese první zvýšení sazeb v září 2019
- Fed navýší sazby v tomto roce ještě jednou a v příštím roce dvakrát
- Cena ropy se do konce roku příliš nevychýlí ze současné úrovně
- Švýcarská centrální banka zvýší sazby nejdříve až ke konci roku 2019
- Postupný růst ve výnosech maďarských dluhopisů zejména na jejím krátkém konci
- ČNB bude dál zvedat sazby, posilování koruny bude pozvolnější
- Současné nastavení měnové a fiskální politiky drží polské dluhopisy stabilní

### Výkonnost vybraných akciových trhů & Přehled CZK trhu

	Hodnota ke dni 28. 9. 2018	Výnos za poslední čtvrtletí	Výnos od počátku roku 2018	Očekávaná hodnota prosinec 2018	Očekávaná hodnota březen 2019
SX5E Index	3 399	0,1%	-3,0%	3 500	3 600
DAX	12 247	-0,5%	-5,2%	12 700	13 200
DJIA	26 458	9,0%	7,0%	27 100	27 900
S&P 500	2 914	7,2%	9,0%	3 000	3 100
NASDAQ 100	7 628	8,3%	19,2%	7 850	8 050
Nikkei	24 286	8,7%	6,1%	24 300	24 900
BUX	37 171	2,9%	-5,6%	38 000	39 500
WIG 30	2 602	5,6%	-7,9%	2 670	2 740
PX	1 102	3,5%	2,2%	1 140	1 180
MOEX	2 475	7,8%	17,3%	2 650	2 500
3M PRIBOR	1,70	0,54pb	0,94pb	1,99	1,98
CZK/EUR, konec období	25,72	1,2%	-0,7%	25,20	25,00
CZK/USD konec období	22,19	0,4%	-4,0%	21,54	21,74

Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

#### Zákl. úroková sazba centrálních bank

země	aktuál. XII-18	III-19	VI-19
Polsko	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90
<b>ČR</b>	1,25	1,75	2,00
eurozóna	0,00	0,00	0,00
USA	2,00	2,50	2,75

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

#### 3M sazba peněžního trhu

země	aktuál. XII-18	III-19	VI-19
Polsko	1,72	1,73	1,73
Maďarsko	0,19	0,55	0,70
<b>ČR</b>	1,57	1,99	2,22
eurozóna	-0,35	-0,35	-0,30
USA	2,37	2,80	3,05

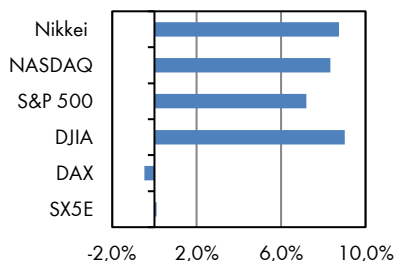
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

#### 10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuál. XII-18	III-19	VI-19
Polsko	3,29	3,20	3,30
Maďarsko	3,58	3,70	3,80
<b>ČR</b>	2,10	2,30	2,35
eurozóna	0,53	0,40	0,60
USA	3,22	3,20	3,40

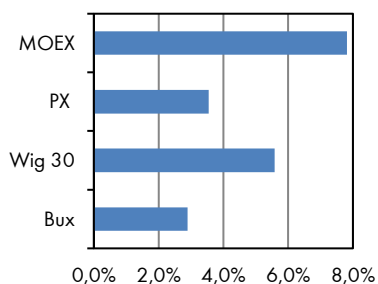
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Kvartální výkonnost světových akciových trhů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Kvartální výkonnost akciových trhů střední a východní Evropy



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Vývoj finančních trhů

Hospodářské zpomalení, které na jaře v Evropě začalo, pokračuje i v druhé polovině roku. Na Evropu negativně dopadá rostoucí obchodní konflikt mezi hlavními mocnostmi geopolitické mapy. K tomu se přidává celá řada mezinárodních sankcí a eskalace krizí několika rozvíjejících se ekonomik. Předstihové ukazatele poukazují na hospodářský růst kolem 2 % v druhé polovině roku. Na druhou stranu americká ekonomika dosahuje nejvyšších hodnot předstihových ukazatelů od roku 2004 a vyšší už byly pouze v roce 1983. Americká ekonomika se tak nachází v druhé nejdelší expanzi v historii, kterou bude zákonitě následovat prudké zpomalení z nedostatku dalších volných kapacit ekonomiky.

Výraznější zpomalení obou hlavních ekonomik však očekáváme až v letech následujících. Nicméně obchodní konflikt mezi USA a Čínou je z našeho pohledu v současnosti největší hrozbou pro celou globální ekonomiku. Druhé riziko vidíme v krizích rozvíjejících se ekonomik, které se s koncem éry kvantitativního uvolňování Fedu a ECB budou čím dál tím více dostávat pod tlak finančních trhů a ztenčování zahraničního financování. Krize těchto zemí se pak může lehce přelít do vyspělých ekonomik a postihnout globální růst.

Alespoň z pohledu inflace není důvod k obavám. Ani po pěti letech expanze v eurozóně a devíti letech v USA se inflace nevychyluje z tolerančních pásem obou centrálních bank, což přináší jistotu ohledně dalšího vývoje měnové politiky. Americký Fed jasně narýsoval směr růstu úrokových sazeb a ECB se sazeb nedotkne minimálně do druhé poloviny příštího roku.

Výsledný úrokový diferenciel mezi USA a eurozónou pak bude i nadále podporovat dolar a udrží ho v současných úrovních až do konce první poloviny příštího roku. Měnová politika Fedu však neovlivňuje jen dolar ale i měny rozvíjejících se ekonomik. S rostoucími úrokovými sazbami americké centrální banky rostou i problémy ekonomik s vysokou závislostí na zahraničním financování. Na druhou stranu se i nadále bude dařit měnám bezpečných přístavů.

Nárůst rizikové averze na trhu a tendence odlivu likvidity do bezpečných přístavů se týká i kapitálových trhů. Vzhledem k tomu, že kvantitativní uvolňování ECB bude s vysokou pravděpodobností ukončeno na konci tohoto roku, ale reinvestice výnosů z portfolia centrální banky budou pokračovat i nadále, neočekáváme, že by výnosy zemí jádra eurozóny měly v nejbližší době začít významně růst. Vysoká poptávka drží stabilní i výnosy amerických státních dluhopisů s delší splatností. Nicméně riziko akciových trhů za poslední měsíce dále vzrostlo. V nejbližších čtvrtletích však stále přetrvává pozitivní trend vysokých korporátních zisků a zpětného odkupu akcií, které udrží akciové trhy v růstu. Zároveň by ale nemělo být podceňováno riziko dočasných propadů cen. Tudíž RBI doporučuje preferovat hlavní trhy před rozvíjejícími.

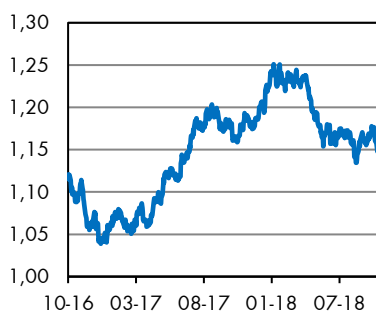
RBI doporučuje NAKUPOVAT následující akciové indexy: Dow Jones Industrials, Nasdaq 100, S&P 500, DAX, Euro STOXX 50, Nikkei 225, ATX, BUX, MOEX, PX, WIG 30, a DRŽET: HSCEI, BIST Nat. 100.

## Eurozóna

Ekonomika eurozóny v první polovině roku výrazně zpomalila na 0,4 % mezičtvrtletně z loňského průměru mezičtvrtletního růstu 0,7 %. Nicméně předchodí rok byl nejuspěšnější v tomto hospodářském cyklu od roku 2013. Zpomalení tak lze považovat za ochlazení na běžnou úroveň růstu. Pro druhou polovinu roku očekává tým RBI obdobné tempo růstu nebo jen mírně vyšší. V průměru by ekonomika eurozóny měla tento rok vzrůst o 2,0 %. V roce následujícím by pak měla mírně zpomalit na 1,7 %. Spotřebitelská inflace v eurozóně se v posledních měsících pohybuje na úrovni 2 %, nicméně tento růst je z velké části tažen pouze potravinami a cenou ropy. Jádrová inflace stále zůstává jen mírně nad 1%. V následujících čtvrtletích by však pozici tahouna růstu cen měly převzít mzdové tlaky a spotřebitelská inflace tak zůstane v tomto i následujícím roce v průměru mírně pod 2 %.

	XII-18	III-19	VI-19
EUR/USD	1,17	1,15	1,17

## EUR/USD



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Vývoj sazeb a výnosů v eurozóně

	XII-18	III-19	VI-19
ECB rate	0,00	0,00	0,00
10Y výnos	0,40	0,60	0,80

## Vývoj sazeb a výnosů v USA

	XII-18	III-19	VI-19
Fed rate	2,50	2,75	3,00
10Y výnos	3,20	3,40	3,50

Obdobný výhled sdílí i Evropská centrální banka (ECB). Na posledním měnověpolitickém jednání ECB v polovině září guvernér M. Draghi potvrdil plánované ukončení kvantitativního uvolňování na konci tohoto roku. Zároveň také potvrdil první zvýšení úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí příštího roku. Stejný vývoj očekává i prognóza týmu RBI. Spolu s blížícím se zvýšením úrokových sazeb centrální banky předpokládáme tlak na růst tržních sazeb už od začátku příštího roku. Základní úroková sazba by pak měla vzrůst až na úroveň 1,00 % v polovině roku 2020, což by měl být vrchol současného měnověpolitického cyklu.

Na trhu státních dluhopisů se investoři soustředí na Itálii a tamní problémy se státním rozpočtem. Hrozby neúnosně velikým deficitem veřejných financí nebo až odchodem země z měnové unie vzbuzují riziko ztráty důvěry trhů a potenciálu rozšíření možné krize i do zbytku eurozóny speciálně do Španělska nebo Portugalska. Na druhou stranu velká část tohoto rizika je už započtena v aktuální rizikové prémii a prozatím se nedotýká okolních zemí. Z pohledu měnové politiky nevidíme důvod, proč by měla ECB začít povzbuzovat očekávání růstu dlouhodobých úrokových sazeb. Reinvestice výnosů z nabytého portfolia centrální banky budou probíhat minimálně do roku 2020 a nabídka nových státních dluhopisů Německa zůstane omezená. Ve spojení s relativně nízkou inflací pak RBI doporučuje **PRODÁVAT** 2-leté a 5-leté a **DRŽET** 10-desetileté státní dluhopisy Německa.

DAX a Euro STOXX 50 v průběhu léta zaznamenaly vlny prodejů a vykázaly tak zoufalý výsledek. Další eskalace obchodního konfliktu mezi USA a Čínou pravděpodobně dále prohloubí negativní sentiment, nicméně v delším horizontu by se tyto dočasné propady měly stát spíše příležitostí k doplnění portfolia. Z dlouhodobého hlediska očekáváme, že pokračující solidní hospodářský růst, expanzivní měnová politika a nízké valuace v regionálním srovnání povedou zmíněné akciové trhy k růstu. RBI doporučuje **NAKUPOVAT** akciové indexy DAX a Euro STOXX 50.

## USA

Americká ekonomika podle druhého odhadu vzrostla ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně anualizovaně o 4,2 %. Ačkoli se na začátku roku zdálo, že americká ekonomika už dosáhla svého cyklického vrcholu, aktuální čísla potvrzují, že tomu tak nebylo. Solidní růst byl viděn v prvním i druhém čtvrtletí a jen mírně horších čísel se dočkáme i ve zbytku roku. Pro celý rok pak tým RBI očekává růst 2,8 % a pro rok příští 2,0 %. V roce 2020 by mělo následovat relativně prudké zpomalení na 0,5 %. Nutno připomenout, že se americká ekonomika nachází v druhé nejdelší expanzi ve své historii. K tomu jí napomohlo i v této fázi cyklu bezprecedentní navýšení vládních výdajů a daňová reforma účinná od začátku tohoto roku. Blízkému konci expanze napovídá i výrazné zplošťování americké výnosové křivky. Rozdíl mezi desetiletými a dvouletými výnosy státních dluhopisů se smrsknul na aktuálních dvacet bazických bodů. Na takto nízkých úrovních byl krátce před krizí v roce 2008.

Vrchol hospodářského cyklu potvrzuje i americký ISM index, který v srpnu překvapivě vzrostl o 3,2 na 61,3 bodů. Současná úroveň indexu je tak nejvyšší od května 2004, kdy byl na stejné úrovni. V posledních čtyřiceti letech byla vyšší hodnota zaznamenána pouze v druhé polovině roku 1983. Podle týmu RBI tak americká ekonomika už nemá kam dál růst a pokud současný stav bude pokračovat, lze očekávat silný nárůst proinflačních tlaků. Očekáváme, že americký Fed zvýší své sazby v tomto roce ještě dvakrát: v září a prosinci. V první polovině následujícího roku by se tak mělo stát ještě dvakrát, čímž by se základní úroková sazba dostala na úroveň 3,0 %, což by měl být vrchol současného měnověpolitického cyklu.

Americký trh státních dluhopisů budou v následujícím čtvrtletí definovat hlavně dva faktory. Americký Fed bude pokračovat v redukci svého portfolia. Začátkem října začne nakupovat o 50 mld. dolarů státních dluhopisů méně, než bude přirozeně maturovat v portfoliu centrální banky. Na druhou stranu USA budou muset emitovat výrazně větší objem nových dluhopisů ve srovnání s předchozími lety vzhledem k potřebě financovat enormní deficit veřejných financí.

Díky této kombinaci očekáváme, že výnosy státních dluhopisů dále porostou. RBI tak doporučuje **PRODÁVAT** americké státní dluhopisy všech splatností.

Akciové trhy v USA budou i nadále zatíženy obchodním konfliktem mezi americkou a Čínou. Nicméně trhy čím dál tím více potvrzují, že se s tímto rizikem naučily žít. Další eskalace a s tím spojené propady trhu tak mohou posloužit jako příležitost k nákupu. V delším horizontu totiž negativní sentiment přebijí pokračující silná fundamentální data. Býčí trh by tak měl pokračovat minimálně do poloviny příštího roku. Nicméně standardní indikátory nástupu medvědího trhu, jako je obrat výnosové křivky nebo trh práce, naznačují blížící se zvrát, s čímž se i zužuje prostor pro další růst. RBI doporučuje **NAKUPOVAT** Dow Jones Industrials, Nasdaq 100 a S&P 500.

## Ropa

Navzdory relativně robustnímu vývoji trhu s ropou musela Mezinárodní agentura pro energetiku snížit svůj odhad vývoje poptávky po ropě pro druhou polovinu roku 2018. V návaznosti na geopolitický vývoj zůstává však cena ropy na vyšších úrovních než ostatní komodity, jako jsou měď či zinek. Venezuela i nadále vyváží nižší množství ropy, přičemž změna tohoto trendu je zatím pro mnohé v nedohlednu. Ropu tlačí nahoru i snížená produkce z Libye, která v jednu chvíli spadla až o jednu třetinu v porovnání s květnem. Na druhou stranu se na růstu produkce nejvíce podílely Spojené státy. I zde se ale potýkáme s méně pozitivními očekáváními, když americká EIA musela jen před měsícem snížit svůj odhad na objem americké produkce z jednoho milionu barelů denně pro rok 2019 na 0,8 mil. barelů denně. Poslední část skládačky doplňuje Írán, na který byly uvaleny další sankce, které vejdou v platnost na začátku listopadu. Nejenom, že sankce tentokrát zasahují vývozy s ropou, ale i Evropa a Čína (které sankce nevalily) snižují svůj dovoz ropy z Íránu. V případě, že by sankce na Írán dále eskalovaly, tým RBI očekává, že by ropa mohla dosáhnout až na cenu 90 dolarů za barel.

V globálním pohledu je také samozřejmě nutno brát na zřetel obchodní válku mezi Čínou a USA, kde by dodatečné neshody měly významný dopad na komoditní trhy. Mezinárodní agentura pro energetiku předpovídá poptávku po ropě v rámci OPECu o velikosti 31,3 milionu barelů denně v prvním čtvrtletí. Na druhou stranu je nabídka očekávaná až na úrovni 32,6 miliónu, což značí převis nabídky nad poptávkou i navzdory globálním tenzím. Tým RBI očekává vývoj ceny ropy brent na úrovni 76 dolarů pro čtvrté čtvrtletí a postupný pokles k hranici 70 dolarů v průběhu roku 2019.

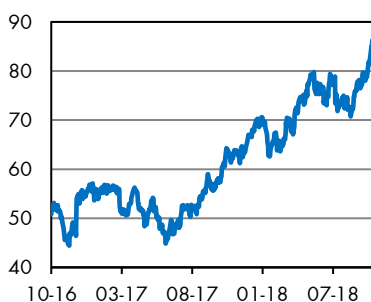
## Zlato

Na cenu zlata ve třetím čtvrtletí měl největší vliv silný americký dolar, jehož vývoj má se zlatem tradičně inverzní vztah. Cena zlata v dolarech poklesla od začátku července do poloviny srpna až o 7 %. K silnému dolaru přispěl i nával pozitivních ekonomických dat indikujících inflační tlaky. Vyšší inflace totiž povzbuzuje americký Fed k dalšímu zvyšování úrokových sazeb, které způsobuje další posilování zelené bankovky a tlumí tak vývoj zlata.

Pro zlato je ale pozitivní, že posilování dolaru je pravděpodobně z velké části vyčerpáno, ale významný zvrát ve čtvrtém kvartálu neočekáváme. Další důležitý parametr je značně velké množství krátkých pozic, které spekulují na pokles nejcennějšího kovu. Avšak z historického hlediska byly právě tyto extrémy u krátkých pozic předchůdcem zvrátů a tedy růstu v ceně zlata. V krátkém horizontu může být chvilkový nárůst zlata způsoben také vyhocením konfliktu mezi Spojenými státy a Íránem.

V závěru tedy můžeme očekávat jenom krátce trvající nárůst v ceně zlata. Ze střednědobého hlediska na tento kov bude negativně působit silná americká ekonomika a utahování měnové politiky. Změna ve vývoji tak nastane až po dovršení konce utahování měnové politiky.

### Ropa Brent (v USD)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Průměrné ceny ropy (v USD)

	XII-18	III-19	VI-19
Brent	76	74	72
WTI	76	73	71

### Průměrné ceny zlata (v USD)

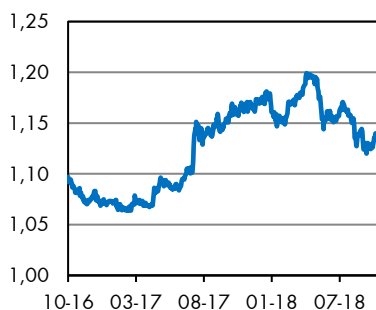
	XII-18	III-19	VI-19
Zlato	1 227	1 267	1 290

## Švýcarsko

Švýcarský frank zaznamenal oproti euru svou nejvyšší hodnotu za tento rok poté, co ho investoři standardně využili jako bezpečné útočiště v případě rostoucích obav z globálního vývoje. Tyhle obavy by měly zůstat legitimní minimálně ještě po dobu následujících šesti měsíců. Vzhledem k utlumujícím efektům zvyšování úrokových sazeb na inflaci a dobře našlápnuté ekonomice je pravděpodobné, že Švýcaři prozatím nebudou zvyšovat úrokové sazby. Už pět čtvrtletí uběhlo od opuštění kurzového závazku a Švýcarsko kontinuálně potvrzuje silnou formu v podobě silného růstu HDP. Navzdory tomu Švýcaři nedosáhli opakovaně na svůj inflační cíl - Švýcarská národní banka (SNB) tak s utahováním pravděpodobně nepřijde dřív než Evropská centrální banka, což znamená, že SNB zvýší sazby nejdříve až ke konci roku 2019.

Těsně po zvednutí sazeb v eurozóně tak může nastat chvilkové oslabení franku vůči společně měně do té doby, než SNB své navýšení nedorovná. Pro měnový pár EUR/CHF doporučujeme DRŽET.

### EUR/CHF

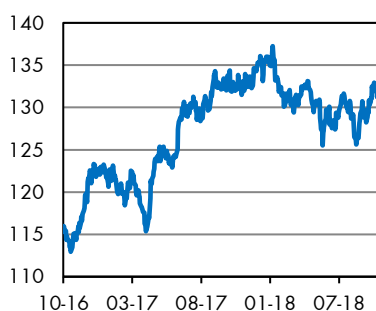


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### XII-18 III-19 VI-19

EUR/CHF 1,12 1,13 1,14

### EUR/JPY



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Japonsko

Asijské trhy živě vnímají napjatou situaci kolem obchodních konfliktů. Japonský akciový index Nikkei 225 se i v jejich stínu stabilně držel a během většiny třetího čtvrtletí neklesl pod hodnotu z konce června. Po několika měsících vývoje indexů do strany se na japonských trzích pravděpodobně dočkáme mírného zlepšení. Mezi členy bankovní rady japonské centrální banky nepanuje úplná shoda nad budoucím vývojem měnové politiky, avšak vlajková loď japonské centrální banky - program kvantitativního uvolňování - je pořád v plném proudu. Rozsah možné deviace od úrokových měř byl rozšířen ve snaze rozproudit obchodování.

Trh práce v Japonsku se pořád utahuje a zvyšuje tím naděje, že tak konečně budeme svědky dosažení už dlouho nedosaženého inflačního cíle. Valuace na trzích, i když ne levné, jsou pořád lákavé pro investory vzhledem k solidním korporátním ziskům pro tento rok (9,7 %) a pro příští rok (12 %). Atraktivita firem je umocňována nedostatečnými příležitostmi pro výnos na dluhopisovém trhu, kde panují mínusové nebo jenom velmi nízké výnosy. V závěru doporučení pro japonské akcie zní KUPOVAT.

## Střední a východní Evropa

Pokles některých předstihových ukazatelů napříč regionem střední a východní Evropy v posledních měsících potvrzuje naši prognózu postupného hospodářského zpomalování, nicméně i tak zůstává nadále velmi silný. Pro následující roky očekáváme další zpomalování pod 3 % růstu HDP. Inflace se ve většině zemí regionu drží v pásmu 2 % - 3 %, což vede centrální banky k jen opatrnému zvyšování úrokových sazeb nebo úplné zdrženlivosti a vyčkávání na další kroky ECB.

Největším rizikem pro region i nadále zůstává eskalace obchodních válek a s tím spojený odliv investorů do bezpečných přístavů. Ve třetím čtvrtletí byly všechny měny regionu stahovány do ztrát měnovou krizí v Turecku. Vrchol tamních problémů máme pravděpodobně za sebou, nicméně Turecko ještě neřeklo poslední slova a lze očekávat další vzájemné uvalení sankcí v konfliktu s USA. Další eskalace sankcí je velmi pravděpodobná i v případě sporu mezi Ruskem a USA. V celkovém pohledu tak přetrvávají hlavně politická rizika, která budou definovat vývoj regionálních měn i nadále.

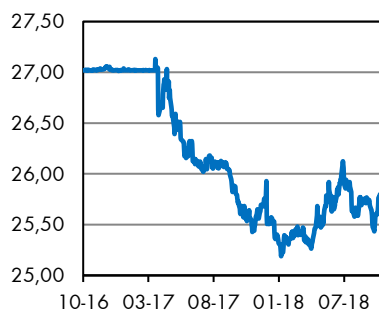
### EUR/národní měna (průměr)

země	2017	2018f	2019f
Polsko	4,26	4,25	4,17
Maďarsko	309	319	320
<b>ČR</b>	26,3	25,5	25,2
<b>USA</b>	1,13	1,19	1,18

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

## Česká republika

### EUR/CZK



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	XII-18	III-19	VI-19
EUR/CZK	25,20	25,00	25,20

Česká ekonomika v druhém kvartále roku zpomalila meziročně ze 4,2 % na 2,4 %, nicméně toto zpomalení bylo větší, než všichni očekávali. Investice se staly hlavním tahounem hospodářského růstu a naopak zahraniční obchod přispívá k růstu stále menší mírou. Největší zajímavostí druhého čtvrtletí se však stala výrazná negativní změna zásob, která stáhla celý růst ekonomiky dolů. Stojí za tím dokončování investic a zakázek firem z předchozích čtvrtletí, kdy česká ekonomika rostla až pětiprocentním tempem. Tento jev tak naznačuje, že zbytek roku nebude tak negativní. Proto očekáváme celkový růst HDP pro tento rok 3,1 %. V následujícím roce by ekonomika měla jen mírně zpomalit.

Spotřebitelská inflace v srpnu opět zrychlila na meziroční tempo 2,5 %. Rostou zejména ceny bydlení a energií, které v druhém čtvrtletí zaznamenaly největší meziroční přírůstek od začátku roku 2013. Zdražují však i ostatní položky spotřebitelského koše, což se odráží v nejvyšší hodnotě jádrové inflace v tomto roce. V roce následujícím bude inflace gradovat v první polovině roku, kdy se přiblíží až ke třem procentům. Pro celý tento rok pak očekáváme průměrný růst spotřebitelských cen o 2,2 % a v roce následujícím až o 2,6 %.

Vzhledem k naší prognóze inflace a nepříznivým podmínkám pro udržitelné posílení koruny pod hranici 25 za euro očekáváme, že ČNB bude i nadále pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. V tomto roce by se tak mělo stát ještě jednou v listopadu a následně ještě dvakrát v druhém a třetím čtvrtletí roku příštího. Základní úroková sazba by se tak dostala na úroveň 2,25 %. Tento vývoj bude i nadále nepříznivý pro korunové investory do státních dluhopisů. V evrovém vyjádření však skrývají lákavou příležitost. Koruna je díky globálním faktorům na velmi slabých hodnotách a výhled rychlejšího utahování měnové politiky ji krátkodobě poskytne podporu k novým ziskům. Zároveň je však zvýšení sazeb v tomto roce už zohledněno zejména v delších splatnostech tuzemských výnosů. RBI tak doporučuje (v evrovém vyjádření) NAKUPOVAT 10-leté a PRODÁVAT 2-leté státní dluhopisy.

## Polsko

### EUR/PLN



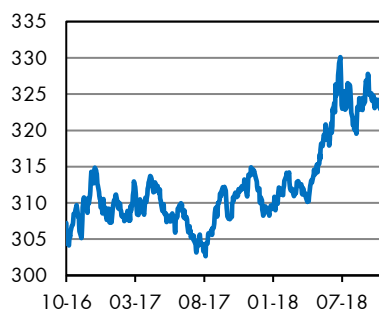
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	XII-18	III-19	VI-19
EUR/PLN	4,20	4,20	4,20

Hospodářský růst si udržel silnou dynamiku v druhém čtvrtletí, což potvrdil meziroční růst HDP o 5,2 %. Hlavním tahounem růstu byla tradičně spotřeba domácností. Růst investic sice zatím nespůlnil očekávání (4,5 %), ale podzimní komunální volby jsou dobrou záminkou silnějšího investičního zápalu ze strany státu. Nicméně ke konci roku ekonomický růst zpomalí, což naznačuje letní pokles předstihového indikátoru PMI. V druhé polovině roku tak HDP poroste v průměru kolem 4,5 %. Trh práce již dosáhl svého limitu a nezaměstnanosti může mírně vzrůst. Přesto růst mezd zůstane na velmi solidní úrovni kolem 7 %. Inflaci ale mzdové tlaky zatím nerozpochovaly. Ta zůstává kolem 2 % a ani v dalších měsících se od této úrovně podle týmu RBI neodrazí.

Stabilně nízká inflace zatím nedává polské centrální bance žádný důvod k utahování sazeb. Podle vyjádření NBP sazby zůstanou na svém spodním limitu přes celý rok 2019 a možná i 2020. Posílení jádrové inflace v průběhu příštího roku ale podle odhadu týmu RBI inflaci vytlačí ke 2,5 %, což by mohlo centrální banku donutit k prvnímu navýšení sazeb již na konci roku 2019.

Polský zlotý byl, jako ostatně všechny měny v regionu, zasažen obdobím nedůvěry vůči rozvíjejícím se trhům. Nicméně s postupně klidnější situací na finančních trzích tým RBI očekává, že zlotý v příštích měsících mírně posílí. Současné nastavení měnové politiky, spolu s dobrou fiskální politikou drží dluhopisové výnosy na stabilní hladině. Mírný nárůst postihl jen dlouhý konec, což souvisí s nejistotou na trzích. I přesto tým RBI neočekává, že výnos na desetiletém dluhopisu prolomí hranici 3,30 % v příštích měsících. Tým RBI doporučuje DRŽET polské dluhopisy se splatností dvou let a KUPOVAT dluhopisy se splatností deset let. Pro akciový index WIG 30 vydává RBI doporučení KUPOVAT. Pro akciový index PX vydává RBI doporučení KUPOVAT.

**EUR/HUF**


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	<b>XII-18</b>	<b>III-19</b>	<b>VI-19</b>
EUR/HUF	320	320	320

## Maďarsko

Podobně jako v ostatních ekonomikách regionu i v Maďarsku hospodářský růst táhne spotřeba domácností a investiční výdaje. Zejména investice ve veřejném sektoru vzrostly o 50 % v prvním pololetí díky intenzivnímu využívání evropských fondů. Růst investic ze strany státu ale již oslabuje a maďarská ekonomika se musí rostoucí měrou spoléhat na domácí spotřebu. Meziroční růst HDP v druhém čtvrtletí dosáhl velmi slušných 4,8 %. V druhé polovině roku hospodářský růst zvolní, ačkoliv průměrný růst HDP za celý rok bude stále nad 4 %. Zatímco loni byl růst mezd podporován navyšováním minimální mzdy, letos je klíčovým motorem nedostatek pracovní síly. Svižný růst mezd stojí i za vyšší inflací – ta se v příštích měsících bude stabilně držet nad 3,0 %.

Maďarská centrální banka udržuje uvolněnou měnovou politiku i přes rostoucí inflační očekávání. Tříměsíční mezibankovní sazba (BUBOR) počátkem léta pokračovala v růstu, ale v srpnu prošla jistou korekcí. První navýšení základní úrokové sazby by podle MNB mělo přijít mezi červencem a zářím 2019, což je i široce sdílené očekávání na měnovém trhu. Výnosová křivka dluhopisů ke konci léta poklesla po celé své délce, ale brzy ztrátu napraví. Tým RBI očekává postupný růst ve výnosech maďarských dluhopisů zejména na jejím krátkém konci.

Kurz forintu je poslední dobou proměnlivý a vyšší volatilitu si zřejmě udrží až do konce roku. Uvolněná měnová politika centrální banky s sebou nese jisté riziko dalšího oslabování. Tým RBI doporučuje DRŽET maďarské dluhopisy všech splatností. Pro akciový index BUX vydává RBI doporučení KUPOVAT.

*Helena Horská, František Táborský, Lenka Kalivodová*

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

# Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty



Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

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

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

## Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štětina

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

## Nemovitosti a Projektové financování

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Soumar Radek

Renata Dlesková

## Nemovitosti a Strukturované financování

Tomáš Gürtler

Karel Vlasák

Martin Matoušek

## Private Banking

Pavel Ráž

Michal Špírek

Pavel Pikna

Lena Krejnická

## Faktoring

Petr Fiala

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

## Financování obchodu

Ivan Chleboun

## Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová

Adam Zilvar

Jana Novotná

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Kárníková Novák

23 44 01 362

23 44 05 228

603 808 512

603 808 035

602 172 573

23 44 01 133

23 44 01 330

23 44 05 691

23 44 01 857

23 44 01 215

23 44 01 308

23 44 01 545

23 44 01 574

23 44 01 437

24 24 32 437

23 30 63 280

23 44 05 468

23 44 01 374

23 44 01 191

23 44 01 455

23 44 01 461

23 44 05 253

23 44 01 802

23 44 01 877

23 44 05 551

23 44 05 656

## Treasury – Trading

Milan Fischer

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Ivo Prokop

## Treasury - Sales

Pavel Křivonožka

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Pavel Křištof

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Pavel Bors

Ondřej Chládek

## Corporate Finance

Marek Tichý

Jakub Hamr

Pavel Plánička

Ondřej Hájek

Jana Kůrečková

## Treasury – Equities

Richard Skácel

Eva Polánová

Jakub Veselský

Jakub Schermer

## Ekonomický výzkum

Helena Horská

František Táborský

Lenka Kalivodová

23 44 01 145

23 44 01 316

23 44 01 144

23 44 05 509

23 44 01 821

23 44 01 826

23 44 05 995

23 44 01 195

23 44 01 830

23 44 05 510

23 44 05 907

23 44 05 502

23 44 01 346

23 44 05 351

23 44 01 130

23 44 01 885

23 44 05 357

23 44 01 953

23 44 01 868

23 44 01 255

23 44 05 167

23 44 01 822

23 44 01 827

23 44 01 803

23 44 01 819

23 44 01 838

23 44 01 413

23 44 05 685

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 4. října 2018, 16:00

Publikace byla vydána 8. října 2018



## UPOZORNĚNÍ

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

**Dozorový orgán:** Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“)) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat 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 vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohou jednat a mohou jednat jako manažer nebo spoluzájemce 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 pobočkou 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 nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

### Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizující 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 činnosti Ruska destabilizující situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpna 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 povinné předkládání investičních doporučení a uveřejňování sítí zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejnského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

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

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na [https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer\\_RBroker.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf).

### Informace o zájmech a sítích zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.