

# Market Monitor

## Finanční trhy – 2. čtvrtletí 2018

- ECB ukončí QE do konce roku a přinese první zvýšení sazeb na začátku roku příštího
- Fed navýší sazby v tomto roce ještě třikrát
- Koruna posílí v polovině roku k EUR/CZK 25,00
- ČNB navýší sazby letos ještě dvakrát a to ve druhé polovině roku
- Cena ropy bude stagnovat
- Polská centrální banka vyčkává, zatímco ta maďarská dále uvolňuje měnové podmínky
- RBI doporučuje KUPOVAT americké a evropské akciové indexy

### Výkonnost vybraných akciových trhů & Přehled CZK trhu

Index	Hodnota v bodech 3. 4. 2018	Výnos za poslední čtvrtletí	Výnos od počátku roku 2018	Očekávaná hodnota červen 2018	Očekávaná hodnota září 2018
DJ ES 50 (SX5E Index)	3 347	-4,5%	-4,5%	3 500	3 300
DAX	12 002	-7,1%	-7,1%	12 800	12 000
SMI	8 631	-8,0%	-8,0%	9 450	9 600
DJIA	24 033	-2,8%	-2,8%	25 000	24 000
S&P 500	2 614	-2,2%	-2,2%	2 750	2 600
NASDAQ 100	6 459	1,0%	1,0%	7 000	6 600
Nikkei	21 334	-6,8%	-6,8%	22 700	21 400
BUX	37 868	-3,8%	-3,8%	39 600	37 500
WIG 30	2 586	-8,5%	-8,5%	2 780	2 650
PX	1 117	3,6%	3,6%	1 190	1 130
MOEX	2 257	7,0%	7,0%	2 400	2 280
3M PRIBOR	0,90	0,14pb	0,14pb	1,00	1,25
CZK/EUR, konec období	25,37	0,7%	0,7%	25,00	24,80
CZK/USD konec období	20,64	3,3%	3,3%	19,80	19,40

Pozn. znaménko „-“ u změn kursů znamená oslabení CZK

Zdroj: Bloomberg, Reuters, RBI, predikce Raiffeisen Research, RB

RBI značí RaiffeisenBank International.

Autor: František Táborský, Jakub Červenka, Kristián Kredatus

Editor: Helena Horská

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 6. dubna 2018, 16:00h

Publikace byla vydána 9. dubna 2018

## Vývoj finančních trhů

Globální ekonomika bezpochyby dosáhla vrcholu současného hospodářského cyklu. Statistiky HDP z posledního čtvrtletí minulého roku pozitivně překvapily ve většině zemí obou stran Atlantiku. Zároveň ale předstihové ukazatele naznačují vyčerpání, protože ekonomiky už narážejí na svůj pomyslný strop. Na globální úrovni očekáváme obecné zpomalení tempa růstu v druhé polovině tohoto roku a zejména v roce 2019. Hlavní riziko vidíme v současné vlně protekcionismu. V případě eskalace opatření mezi USA a Čínou případně Evropskou unií hrozí reálný globální dopad na růst ekonomiky a vývoj cen.

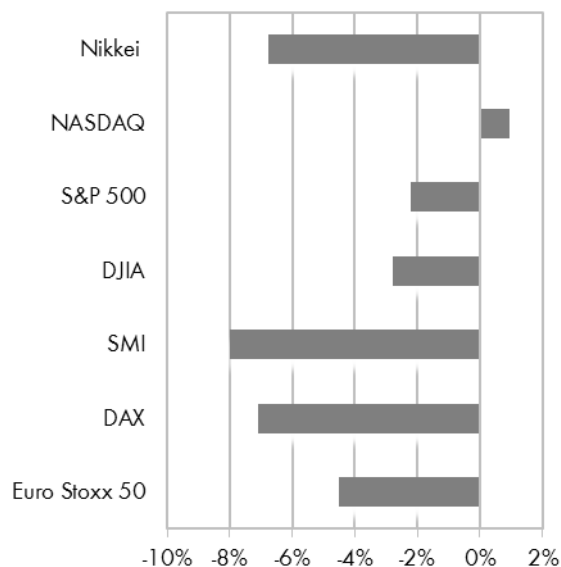
Začátek roku znamenal zlomový bod, kdy zmizel z trhů klid. Silná korekce na akciových trzích vyvolala dlouho nepoznanou volatilitu a znejistila investory. Od té doby trhy ještě nestihly umazat předchozí ztráty a zažily hned několik dalších hlubších pádů. Strach z obchodních válek, rychlejší americká inflace, rychlejší růst úrokových sazeb, personální změny v Bílém domě nebo skandální úniky dat společnosti Facebook; to vše byly dosavadní spouštěče poklesů trhu a bezpochyby přijdou další. Definitivně tak končí roky nepřírozeného klidu, pevně daných nízkých úrokových sazeb a všeobecného pocitu bezpečí na trzích.

Rostoucí nervozita se projevuje i v dalších segmentech finančního trhu. Na měnovém páru EUR/USD lze pozorovat v posledních týdnech výrazně vyšší volatilitu a jednodenní změny v jednotkách amerických centů. Výrazně poklesly i výnosy státních dluhopisů v USA i eurozóně. Americké desetileté výnosy, které se ještě nedávno přibližovaly magické hranici 3 %, poklesly o dvě desetiny. Zároveň se ale i zúžil rozdíl mezi dvouletými a desetiletými dluhopisy k 50 b.b., což je nejnižší hodnota od konce roku 2007, kdy byla americká ekonomika krátce před vypuknutím recese.

V následujících čtvrtletích se tak musíme připravit na podstatně větší nejistotu, než tomu bylo v předchozích letech. V prostředí přehřívajících se ekonomik na vrcholu hospodářského cyklu spojeného s pokračujícím růstem úrokových sazeb a začátkem utahování měnové politiky v eurozóně lze očekávat stále častější a hlubší výkyvy trhu oběma směry, které přináší hrozby, ale i příležitosti.

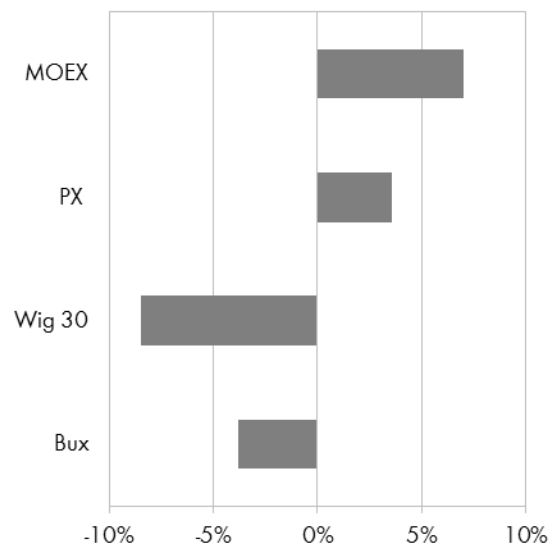
RBI doporučuje KUPOVAT následující akciové indexy: Euro STOXX 50, DAX, ATX, NASDAQ 100, Nikkei 225, Dow Jones Industrials Average, S&P 500 a DRŽET Hang Seng CE

Kvartální výkonnost světových akciových trhů



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Kvartální výkonnost středoevropských akciových trhů a Ruska



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

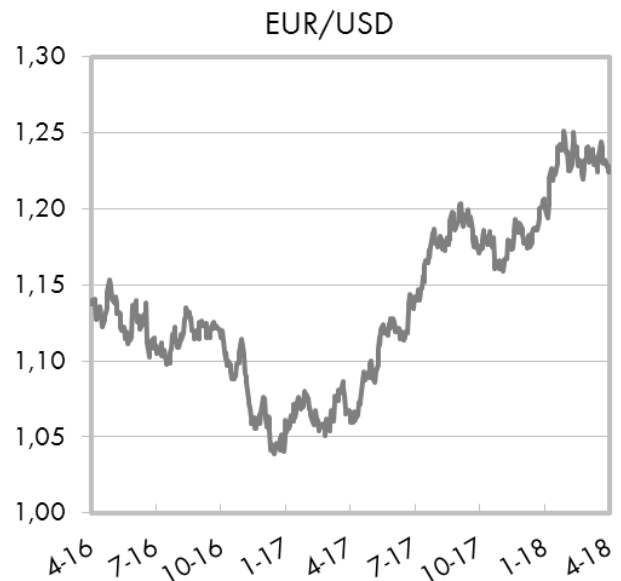
## Eurozóna

Eurozóna posledních pár let vykazuje jasný trend růstu, který vynesl předstihové ukazatele vysoko nad jejich průměrné hodnoty. Proto nedávnou korekci těchto hodnot považujeme za ozdravný proces pro budoucí vývoj v eurozóně, která se nachází na vrcholu svého hospodářského cyklu. V první polovině roku očekáváme pokračující trend rychlého růstu ekonomiky, nicméně v druhé polovině počítáme se zpomalením. I nadále však bude probíhat oživení trhu práce, který doposud nedosáhl předkrizových úrovní. S tím je spojen i vývoj inflace, která v následujících čtvrtletích bude zrychlovat, ale ani v tomto a roce příštím nedosáhne dvouprocentního cíle centrální banky.

S tím úzce souvisí i další vývoj měnové politiky ECB. Začátkem roku snížila centrální banka objem měsíčních nákupů finančních aktiv v rámci programu kvantitativního uvolňování na 30 mld. eur. Na březnovém jednání proběhl nenápadný ale velice důležitý krok bankovní rady. Ze záznamu z jednání byl vypuštěn odstavec o závislosti ukončení kvantitativního uvolnění na vývoji ekonomiky. Obrat v měnové politice naznačují i někteří členové bankovní rady a počítá s ním i prognóza RBI. Další jednání bankovní rady proběhne koncem dubna, nicméně definitivní rozhodnutí podle nás padne až v polovině roku. Očekáváme však, že program nákupu finančních aktiv ECB bude ukončen v září nebo nejpozději na konci tohoto roku s tím, že první zvyšování úrokových sazeb je ve hře na přelomu prvního a druhého čtvrtletí příštího roku.

Dopad na výnosy státních dluhopisů zemí eurozóny očekáváme primárně v posunu celé výnosové křivky směrem nahoru způsobeném normalizací termínové prémie na trhu. S tím bude spojeno i rozšiřování rozdílů mezi výnosy dluhopisů Německa a ostatních členských zemí eurozóny. Nabídka německých dluhopisů zůstane i v roce 2019 silně omezená vzhledem k přebytkovým rozpočtům německé vlády a největšímu objemu nakoupených dluhopisů v bilanci ECB ze všech členských zemí, což výrazně omezuje růstový potenciál německých výnosů. RBI doporučuje **PRODÁVAT** německé státní dluhopisy všech splatností.

Hlavní evropské akciové indexy začaly rok neúspěšně v porovnání s ostatními globálními indexy. Za tím stojí hned několik důvodů. Hlavní pozornost v prvním čtvrtletí byla věnována hrozbě rychlejšího zvyšování úrokových sazeb v USA a protekcionistickým tendencím americké administrativy. Zároveň evropské



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Kurz (konec období)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/USD	1,26	1,28	1,30

## Přehled očekávaného vývoje sazeb a výnosů v eurozóně

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
ECB rate	0,00	0,00	0,00
10letý výnos	0,80	0,80	1,00

akcie byly zatíženy politickou nejistotou vyplývající z německých a italských parlamentních voleb. Navíc se k tomu přidává patnáctiprocentní meziroční posílení eura. V následujících čtvrtletích by euro mělo dál posilovat, ale pomaleji než dosud. Na druhou stranu se protekcionismus stává dlouhodobým rizikovým faktorem, s kterým je nutno počítat i do budoucnosti. Nicméně zůstáváme optimističtí ve výhledu pro evropské akcie. Vzhledem k opoždění hospodářského cyklu eurozóny, způsobeném dluhovou krizí, vidíme o něco větší potenciál růstu ve srovnání s USA. K tomu se přidává konec kvantitativního uvolňování a první zvyšování sazeb, které spíše než jako utahování měnové politiky je interpretováno jako její „normalizace“. To by mělo přidat dodatečnou podporu pro evropské akcie. RBI doporučuje KUPOVAT akciové indexy Euro Stoxx 50 a DAX.

## USA

Americká ekonomika je o krok napřed před eurozónou v průběhu hospodářského cyklu a zároveň zažívá jednu z nejdelších expanzí v moderní historii. Míra nezaměstnanosti se dostala na nejnižší hodnoty od roku 2001 se spotřebitelskou inflací na úrovni dvou procent. Americká ekonomika by tak měla postupně zpomalovat a zamířit pozvolna dolů z vrcholu svého cyklu. Do toho však vstupuje fiskální stimul v podobě daňové reformy platné od začátku nového roku a navýšení federálního rozpočtu o 360 mld. dolarů v horizontu dvou let. Tato krátkodobá podpora ekonomiky však vyústí v dlouhodobá rizika pro USA. Už tak silně přehřátá ekonomika se dalším přiléváním peněz dostane do nebeských výšin, z kterých bude následovat výrazně bolestivější pád. Druhým faktorem je bezprecedentní nárůst federálního rozpočtového deficitu, který odhadujeme v tomto roce mezi 5 % - 6 % HDP, což je téměř o tři procentní body výše ve srovnání s předchozím rokem. Z toho vyplývá astronomický nárůst zadlužení, který bude během příští recese růst ještě rychleji. Do budoucna se tak může stát takové zadlužení neudržitelné i pro ekonomiku s rozměry a globálním postavením USA. Krátkodobě však tento stimul podpoří ekonomiku a prodlouží její expanzi. Pro tento rok tak očekáváme růst 2,8 %. Spotřebitelská inflace by měla v letních měsících dosáhnout až tříprocentní úrovně a za celý rok dosáhne v průměru 2,7 %.

Americký Fed koncem března zvedl pošesté v rámci tohoto cyklu své úrokové sazby. Podle nejnovější prognózy by měly v tomto roce přijít ještě dvě zvýšení

### Přehled očekávaného vývoje sazeb a výnosů v USA

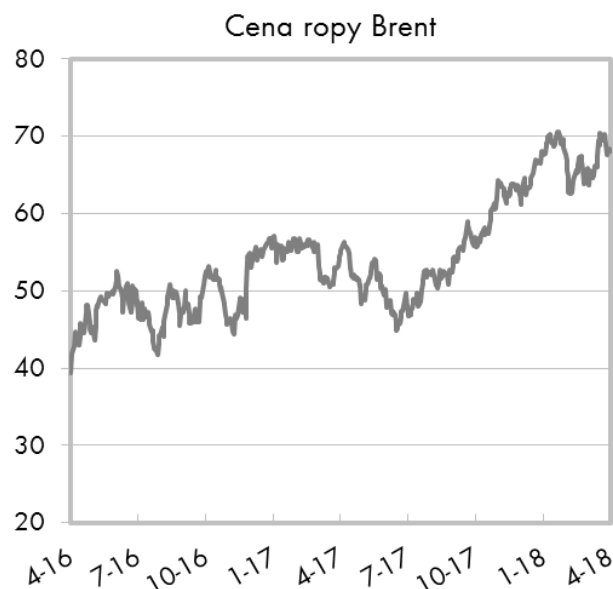
	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
Fed funds rate	2,00	2,25	2,50
10letý výnos	3,20	3,00	3,20

s tím, že názory v centrální bance jsou velmi vyrovnané. Vzhledem k naší prognóze, která předpovídá rychlejší oživení inflace, očekáváme, že se ve finále hlasy přelíží na stranu tří zvýšení. I pro další roky centrální banka indikuje pokračující růst úrokových sazeb, s kterým trh prozatím nepočítá. Proto predikujeme, že se očekávání trhu v průběhu roku budou posouvat směrem k aktuální projekci Fedu ne-li ještě výš, což bude vytvářet tlak na další růst výnosů státních dluhopisů. Nabídka dluhopisů bude v následujících čtvrtletích výrazně vyšší, zejména těch s delší splatností, vzhledem k rozhodnutí Fedu snižovat svou bilanci po letech kvantitativního uvolňování a větší emisi státu způsobené vysokým deficitem federálního rozpočtu. RBI doporučuje **PRODÁVAT** americké státní dluhopisy všech splatností.

Americké akciové indexy překvapily v lednu svým výkonem způsobeným hlavně pozitivním očekáváním dopadu daňové reformy. Nicméně tato euforie byla rychle schlazena překvapivě rychlejší inflací a strachem z prudšího utahování měnových podmínek centrální bankou, než trh očekával na začátku roku. Výsledkem byla první korekce o více než 10 % od konce roku 2015. Následná nejistota na trhu byla prohloubena vlnou protekcionismu vyvolanou administrativou D. Trumpa. Nevěříme však, že se situace zvrhne v plnohodnotnou obchodní válku a ekonomická situace ve spojení s fiskálním stimulem podpoří americké akciové trhy. Nicméně již zmiňovaný další růst výnosů amerických dluhopisů bude tlačit na růst nákladů financování amerických firem a snižovat atraktivitu akcií v očích investorů. Na druhou stranu nadprůměrné zisky společností podpořené daňovou reformou budou i nadále podpůrným faktorem v nadcházejících čtvrtletích. RBI doporučuje **NAKUPOVAT** akciové indexy DJIA, S&P 500 a NASDAQ 100.

## Ropa

V lednu 2018 cena ropy dosáhla na svou nejvyšší úroveň od konce listopadu 2014, kdy Saudská Arábie začala navyšovat svou produkci a započala tím boj o tržní podíl s americkými těžaři břidlicové ropy. OPEC za pomoci Ruska ale po dobu uplynulého roku stabilizoval cenu ropy, především za použití limitů těžby. Za nárůstem ceny stojí také zmenšující se množství ropy na skladech. Vyšší ceny ropy ale lákají americké těžaře, kteří produkci v USA dostali na nejvyšší úroveň za uplynulých 47 let. Silná nabídka je ale vyvažována značnou poptávkou



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

a proto během druhého čtvrtletí převis nabídky nad poptávkou očekáváme jen mírný, zatímco v druhé části roku zaznamenáme mírný deficit. Tento scénář bude naplněn, pokud OPEC a Rusko budou i nadále dodržovat dohodu o limitování své produkce, jak tomu bylo doposud. Ta má na konci roku 2018 dovršit svého konce. Její předčasné ukončení se zdá málo pravděpodobné, stejně tak šance na její prodloužení.

Kvůli růstu nabídky by následující měsíce pro ropu neměly poskytovat mnoho prostoru pro růst. V druhé části 2018 očekáváme větší potenciál růstu, nicméně naše prognóza neočekává překročení hranice 70 dolarů za barel.

### Zlato

V návaznosti na pokles hodnoty amerického dolaru cena zlata poskočila z 1 240 dolarů na 1 325. Zlato denominováno v eurech se po dobu uplynulých šesti měsíců pohybovalo v blízkém okolí 1 080 EUR a nezaznamenalo výraznější výkyvy. Podle našeho názoru bude mít dolar i nadále velký vliv na cenu tohoto drahého kovu. S ohledem na prognózu EUR/USD, která předpovídá výraznější oslabení dolaru v 2018, bude cena zlata vyšší v dolarové denominaci, zatímco prognóza ceny zlata denominovaného v eurech zůstává nezměněna.

Uplynulá léta se nesla ve znamení jasného inverzního vztahu mezi vývojem výnosové křivky amerických dluhopisů a cenou zlata. Tento vztah ale v posledních měsících zaznamenal diskrepanci, když prudce rostly jak výnosy, tak cena zlata. Nacházíme se ve fázi „normalizace“ měnové politiky, což značí ukončení výjimečných opatření, která byla podniknuta v reakci na krizi a která mnoho lidí donutila uchýlit se ke zlatu. To způsobí, že jak úrokové míry, tak výnosy čeká růst. To, spolu s návratem k inverznímu vztahu mezi zlatem a dolarem, jsou důvody, proč věříme, že cena zlata nakonec zamíří dolů. Ve výsledku slabší dolar nebude tlačit cenu zlata k ziskům, zatímco zlato denominováno v eurech na ceně ztratí. Dokud se tedy nezvratí ekonomický cyklus a utahování opasků centrálních bank nebude na obzoru, zlato pravděpodobně nečekají dobré časy.

### Průměrné ceny ropy BRENT a jejich výhled (USD/barel)

Čtvrtletí (průměr)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
Brent	63	65	67
WTI	63	68	66

Zlato	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
USD	1 304	1 229	1 227

## Švýcarsko

Švýcarská národní banka (SNB) na svém posledním měnovém jednání ponechala úrokové míry nezměněny a depozitní sazba tak zůstává na -0,75 %. SNB neuvazuje o změně přístupu k monetární politice, naznačila ale, že frank je pořád příliš silný a situace na devizovém trhu křehká. Negativní úrokové míry a ochota zasáhnout na devizovém trhu ze strany SNB visí i nadále ve vzduchu. Změna oproti minulým obdobím nastala v tom, že SNB již neuvazuje o navýšování úrokových sazeb dříve, než tak udělá Evropská centrální banka. To by mohlo znamenat, že existuje prostor pro oslabování franku zhruba do poloviny příštího roku, k čemu přispěje i posilování EUR/USD. Slabší měna bude také prospívat vývozu a podporovat ekonomický růst. Posilování eura by ale v průběhu 2019 mělo ztratit na síle. V návaznosti na očekávané zvyšování švýcarských sazeb nejspíše v 2019 lze očekávat posílení franku vůči euru.

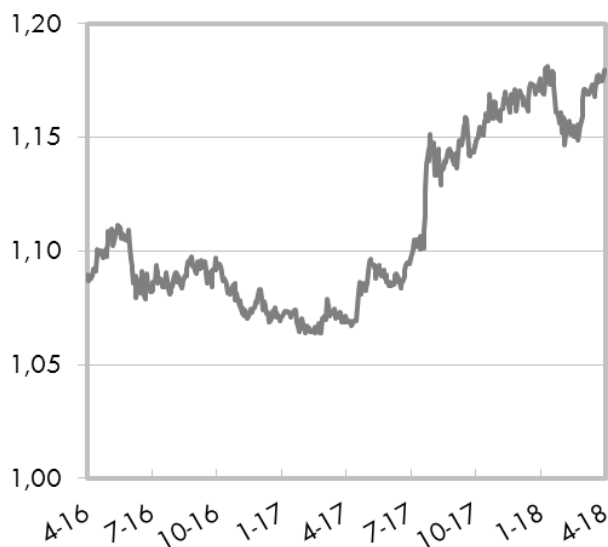
## Japonsko

Japonský akciový trh zaznamenal pokles v prvním čtvrtletí 2018 kvůli špatnému globálnímu vývoji na trzích i silnějšímu JPY vůči USD. Nicméně v létě očekáváme návrat k rostoucímu trendu. Očekávaný růst hospodářství by podle trhu měl překonat potenciál japonské ekonomiky (1,3% pro rok 2018). Měnové politice i nadále dominuje kvantitativní uvolňování. Mírně vyšší inflace z posledních statistik může přispět k jeho brzkému konci. Pokles cen akcií přispěl k jejich větší cenové atraktivnosti, přičemž se jejich valuace momentálně pohybují asi 0,85 směrodatné odchylky nad 10letým průměrem. Odhadované zisky společností byly nedávno zvýšeny a proto japonský Nikkei 225 čeká další růst na čtvrtletní i roční bázi. Doporučení týmu RBI pro japonský akciový index zní KUPOVAT.

## Sřediní a východní Evropa

Nad očekávání dobré ekonomické výsledky v poslední fázi roku spolu s velmi optimistickými hladinami indikátorů důvěry podnítily tým RBI k revizím odhadů růstu HDP směrem nahoru pro řadu zemí v CEE regionu. To se týká především Polska a Maďarska, a v menší míře i Rakouska a ČR. Spotřeba domácností ve všech zemích je nadále silně podporována růstem zaměstnanosti a mezd, ale různorodý vývoj zasáhl především investice.

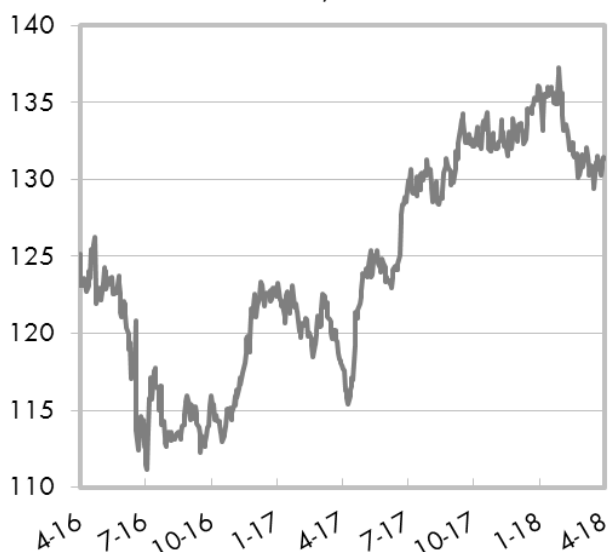
EUR/CHF



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Kurz (konec období)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/CHF	1,18	1,20	1,22

EUR/JPY



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Zatímco v Maďarsku a Rakousku dochází k investičnímu boomu, například v Rumunsku je růst investic stále umírněný. Černou ovci regionu zůstává Rusko, které se bude stále potýkat s vlažným růstem HDP okolo 1,5 % a i do budoucna s obecně tlumeným vývojem ekonomické aktivity. Spotřebitelská inflace počátkem roku v mnoha zemích CEE zaspala a například v Rumunsku, Maďarsku, nebo Srbsku to zřejmě oddálí utahování měnové politiky do pozdějších fází roku.

Odložené utahování polské měnové politiky je hlavním důvodem, proč tým RBI nyní očekává pomalejší posilování polského zlotého vůči euru směrem k 4,10. Česká koruna bude v druhém čtvrtletí posilovat, ale také trochu pomaleji, než bylo původně očekáváno. Ruský rubl vůči dolaru oslabí mírně, zato pak vůči euru oslabí výrazně.

Přestože uvolněná měnová politika v CEE regionu bude ještě nějakou dobu trvat, výnosy na kapitálových trzích mírně vzrostly. Jediným příkladem významnějšího poklesu výnosu desetiletého státního dluhopisu byl zaznamenán v Rusku. Ve druhém čtvrtletí očekáváme, že výnosy zůstanou stabilně na současné hladině a v druhé polovině roku začnou pozvolna růst. Vývoj cen na akciových trzích ve střední a východní Evropě byl zatím shodný a ve druhém čtvrtletí tým RBI očekává růst cen v podobném směru jako na globálních trzích. S příchodem léta začne období vyšší volatility a výraznějších korekcí. Tým RBI doporučuje KUPOVAT akciové indexy BUX, WIG 30, MOEX a PX.

## Česká republika

Česká ekonomika je ve velmi dobré kondici, což potvrdila revize růstu HDP v posledním čtvrtletí o 0,3 směrem nahoru na 5,5 % meziročně. Revize postrčila nahoru i celoroční průměrný růst hospodářství za rok 2017 na 4,6 %. Růst HDP byl v loňském roce velmi vyrovnaně založen na růstu všech hlavních složek poptávky, ale přeci jenom to byly investice, které v závěru roku nejvíce pomohly. Rekordní zisky, vysoká míra podnikatelského optimismu i nedostatek lidí na trhu práce nutí firmy k masivním investicím do modernizace výroby a tak i v letošním roce očekáváme, že investice potáhnou růst celé ekonomiky. V roce 2018 růst HDP podle našeho modelu zpomalí na 3,5 %.

Spotřebitelská inflace překvapivě počátkem roku zpomalila až na 1,8 % (v únoru), ale před příchodem léta by se měla vrátit nad 2% inflační cíl ČNB.



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.



Průměrnou inflaci za druhé čtvrtletí odhadujeme na 2,4 % a přes léto na 2,2 %. ČNB již několikrát potvrdila, že inflace v horní polovině tolerančního pásma je pro ni přijatelná a podle prognózy centrální banky inflace sestoupí ke svému cíli až na konci tohoto roku, nebo na začátku příštího. Jedno navýšení úrokových sazeb si ČNB již odbyla v únoru a podle rétoriky bankovní rady jedno další přijde až ke konci roku. Nicméně takový vývoj sazeb lze očekávat, jen pokud koruna bude dostatečně posilovat podél odhadované trajektorie naprognózované ČNB. Kurz koruny vůči euru se za první tři měsíce tohoto roku ustálil na EUR/CZK 25,40, což odpovídá prognóze ČNB. Ve druhém čtvrtletí by ale měl posílit k 25 korunám. Podle našeho názoru bude koruna posilovat pozvolněji a kurzu EUR/CZK 25 dosáhne až ke konci června. Věříme ale, že nedostatečné posilování koruny dotlačí bankovní radu ČNB k dřívějšímu a intenzivnějšímu utahování měnové politiky. Podle naší prognózy ČNB navýší sazby do konce roku ještě dvakrát. Vlivem posilování eura v souvislosti s ukončováním uvolněné měnové politiky ECB, může ale přes léto dojít i k dočasnému oslabení kurzu koruny.

Dalším rizikem pro korunu je hrozba náhlého odchodu zahraničních spekulantů, pokud ČNB nebude navyšovat sazby podle očekávání trhu. Na českých trzích stále zůstává mnoho zahraničních investorů (počátkem roku podíl zahraničních držitelů korunových dluhopisů činil 37 %) a jejich náhlý odchod by mohl mít masivní dopad. V souladu s naším odhadem letošního vývoje měnové politiky očekáváme zploštění celé výnosové křivky. Nicméně v průběhu roku je pravděpodobné, že se česká výnosová křivka posune mírně nahoru, podobně jako ta německá. Ministerstvu financí to ztíží financování dluhu a bude se tak muset uchýlit k emisím dlouhodobějších dluhopisů. Na peněžním trhu očekáváme postupný nárůst PRIBORu v souladu s navyšováním sazeb a dojde také k pozvolnému přibližování úrokových swapů a výnosů státních dluhopisů. Na české dvouleté vládní dluhopisy tým RBI vydává doporučení DRŽET, na ty desetileté a akciový index PX doporučuje KUPOVAT.

## Polsko

Ekonomický růst v Polsku dosáhl velmi působivého výsledku 5,1 % meziročně v posledním čtvrtletí a 4,6 % za celý rok 2017. Hlavními tahouny růstu v Polsku byly jako tradičně spotřeba, ale tentokrát také

Kurz (konec období)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/CZK	25,00	24,80	24,70

Kurz (konec období)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/PLN	4,20	4,15	4,10

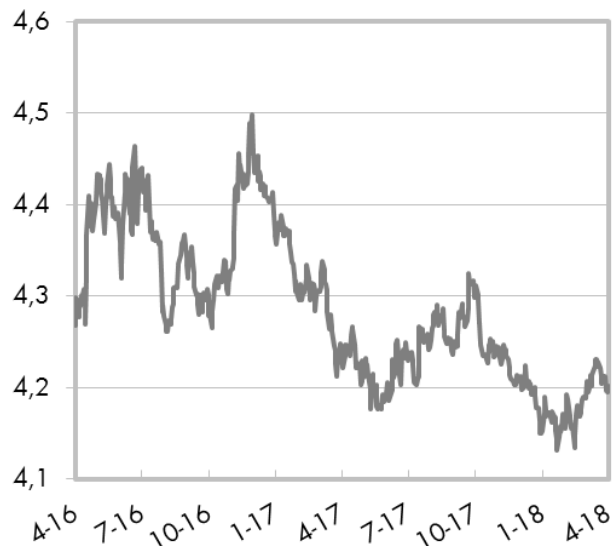
investice. Investiční aktivita byla do velké míry stimulována prostředky z EU fondů, což bylo patrné na nárůstu stavební produkce. Nicméně vzrostly také investiční výdaje ze soukromých zdrojů zejména proto, že mnohé polské průmyslové firmy jsou na hranici vlastních kapacit a potřebují modernizovat výrobu. Dalším důvodem jsou rostoucí náklady kvůli růstu mezd kolem 7 %. Nicméně růst mzdových nákladů se zatím nepromítl do rychlejšího růstu spotřebitelských cen a únorová inflace dokonce poklesla pod 1,5% cíl polské centrální banky. Ve druhém čtvrtletí by inflace měla zrychlit nad 1,5 %, což by mohlo iniciovat posun od prozatím velmi holubičí rétoriky Polské národní banky. Přesto tým RBI očekává začátek utahování měnové politiky až v prvním čtvrtletí 2019.

Trhy byly nuceny odložit očekávané první navýšení úrokových sazeb v Polsku, což mělo za následek oslabení zlatého na EUR/PLN 4,20 na začátku roku. Podle týmu RBI zůstane v blízkosti této úrovně až do června. K posílení na EUR/PLN 4,10 – 4,15 dojde v druhé polovině roku, tedy v době, kdy trhy začnou započítávat blížící se navýšení sazeb. Výnosy budou sledovat podobný vývoj: příštích několik měsíců se budou pohybovat v blízkosti současných hodnot a až v posledním čtvrtletí se vydají cestou výraznějšího růstu. Z toho důvodu RBI doporučuje prozatím DRŽET dvouleté i desetileté vládní dluhopisy. Pro polský akciový index WIG 30 tým RBI doporučuje KUPOVAT.

### Maďarsko

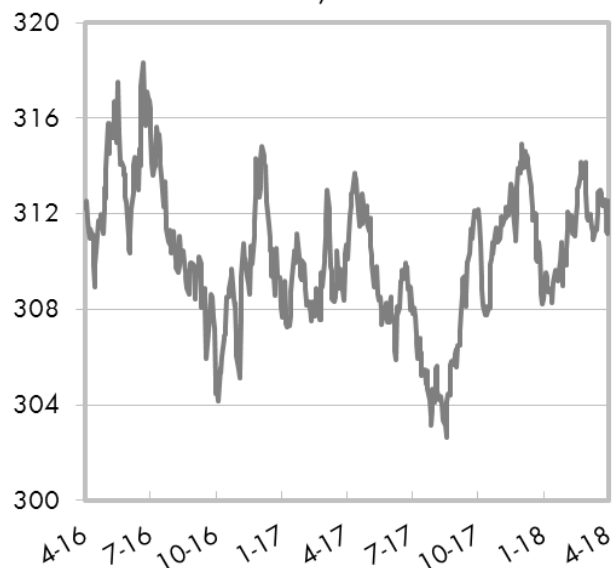
Maďarská ekonomika vzrostla v Q4 2017 meziročně o 4,4 % a celoroční průměrný nárůst HDP dosáhl 4 %. První čtvrtletí 2018 by se mělo nést ve znamení silné stavební produkce, spotřeby domácností a předvolebních vládních výdajů, co může přispět k růstu ekonomiky až o 5 % meziročně. Ekonomický cyklus v Maďarsku se ale brzy přiblíží ke svému vrcholu a proto očekáváme celoroční přírůstek jen v hodnotě 3,8 %. Asi 3% podíl USA na maďarských exportech zboží by potenciálně mohl představovat riziko pro další růst maďarské ekonomiky (ztráta asi 0,3% HDP) v případě, že dojde k eskalaci obchodních konfliktů. Snižující se odliv pracovní síly a naopak zvyšující se příliv pracovníků by měl zastavit další pokles nezaměstnanosti, která mezitím klesá pod 4 %. Navzdory 8% skoku v minimální mzdě na začátku roku se neočekává výrazný nárůst inflace – hodnota 2,4 % za rok 2017 by měla zůstat nezměněna i v roce 2018 – naopak protiinflační efekt mělo

EUR/PLN



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

EUR/HUF



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

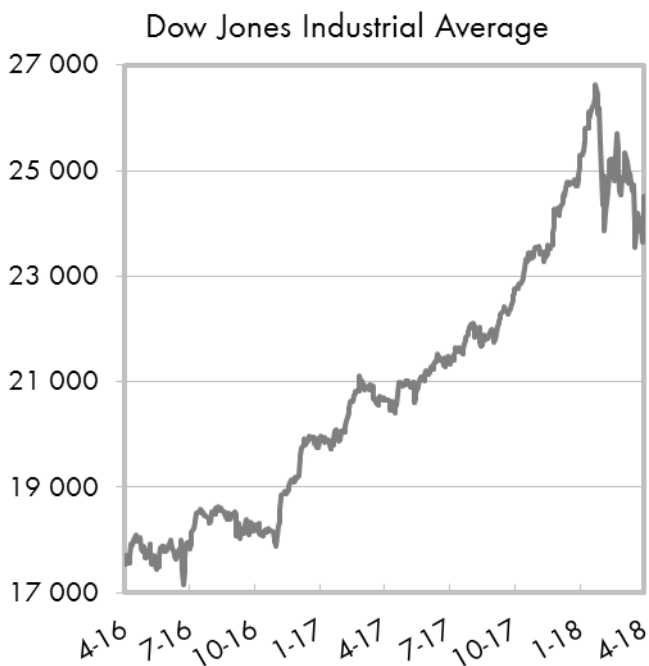
snížení příspěvků na sociální zabezpečení. V dubnových volbách podle očekávání zvítězila strana Fidesz premiéra Viktora Orbána, která získala téměř 50 % hlasů a obhájila tak ústavní většinu. Strana se vyznačuje protiimigrační, populistickou agendou, ale také snahou příliš nezatěžovat státní rozpočet.

Maďarská centrální banka pokračuje v kvantitativním uvolňování s cílem zploštit celou výnosovou křivku. Tyto snahy se ale zatím neprojevují jako zcela efektivní, protože výnos desetiletých dluhopisů poskočil až o 80 b.b. Tým RBI proto upravil prognózu vývoje desetiletých maďarských vládních dluhopisů, pro které na konci roku 2018 očekáváme výnos 2,8 %.

V případě EUR/HUF očekáváme i nadále nízkou volatilitu. Maďarská měna se oproti euru bude pohybovat v rozmezí 310 až 315 forintů za euro. Maďarské dluhopisy všech splatností tým RBI doporučuje DRŽET, zatímco pro akciový index BUX má doporučení KUPOVAT.

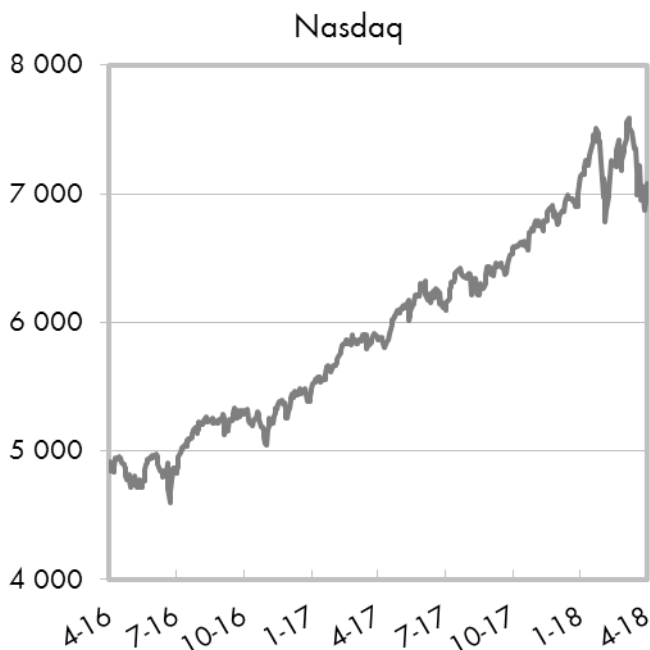
Kurz (konec období)	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/HUF	310	315	315

Dow Jones Industrial Average - index 30 nejvýznamnějších společností v USA. Společnosti jsou seřazeny na základě jejich průměrných cen



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Nasdaq - index malých společností obchodovaných na trhu Nasdaq



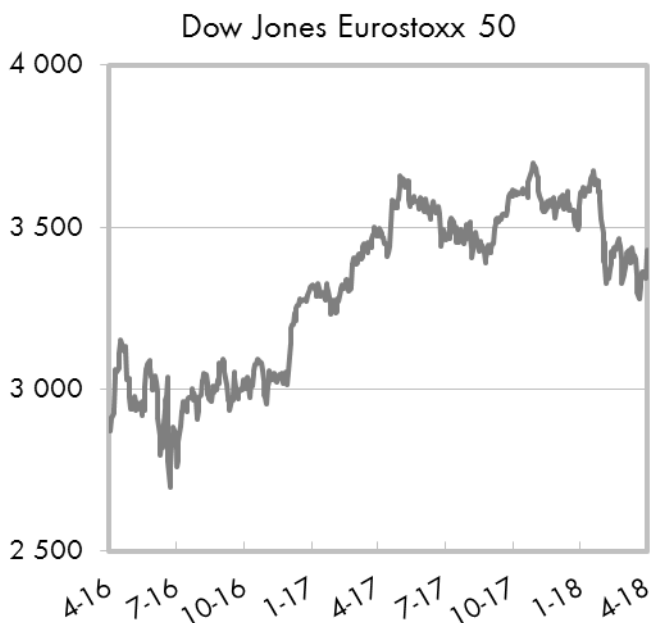
Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

DAX - index 30 nejlépe hodnocených německých společností obchodovaných na frankfurtské burze



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

Dow Jones Eurostoxx 50 - index blue chips akcií se sídlem v jedné ze zemí eurozóny



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank a.s.

**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](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**

Jan Remr

Michal Špirek

Pavel Ráž

Pavel Pikna

Lena Krejnická

**Faktoring**

Petr Fiala

Petr Bútora

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

**Financování obchodu**

Ivan Chleboun

**Treasury – Finanční instituce**

Kateřina Michalová

Adam Zilvar

Jana Novotná

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Kárníková Novák

**Treasury – Trading**

Milan Fischer

Eva Bobeničová

Roman Fol

Jozef Božek

Milan Fajkus

Ivo Prokop

**Treasury - Sales**

Pavel Krivonožka

Žaneta Chudá

Michal Michalov

Martin Bárta

Pavel Křištof

Jakub Skotnica

Soňa Fenclová

Martin Skoumal

Robert Schwanzer

Pavel Bors

Ondřej Chládek

Slavomír Kovalč

**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

Jakub Červenka

Milan Frydrych

František Táborský

Lenka Kalivodová

## UPOZORNĚNÍ

Vydává: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.  
Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. poskytuje ve 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 navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů („Nařízení“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

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

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

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

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historii naleznete ([https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam\\_doporučení.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/Seznam_doporučení.pdf)).

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

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

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

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které 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 nabízet nutně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případně 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 schválen a vydáván RB či RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

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

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

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o povětrné 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 1. Dohledovým orgánem pro Raiffeisen Bank International AG, Rakousko je Financial Market Authority.

RB je oprávněna rozšiřovat tento dokument.