

### Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Geopolitické hrozby nadále jako hlavní zdroj nejistoty
- Americký Fed bude pokračovat v utahování měnové politiky v první polovině roku
- Cena ropy bude nepatrně klesat
- Centrální banky se připravují na utahování měnové politiky v reakci na první zvýšení sazeb ECB
- Postupný růst ve výnosech maďarských dluhopisů zejména na jejím krátkém konci
- Česká výnosová křivka získala na konci roku inverzní tvar
- Situace na trhu práce brzdí další vývoj ekonomik střední Evropy

### Výkonnost vybraných akciových trhů & Přehled CZK trhu

	Hodnota ke dni 31.12.2018	Výnos za poslední čtvrtletí	Výnos od počátku roku 2018	očekávaná hodnota březen 2019	očekávaná hodnota červen 2019
SX5E Index	3 001	-11,7%	-14,3%	3 280	▲ 3 350
DAX	10 559	-13,8%	-18,3%	11 500	▲ 11 700
DJIA	23 327	-11,8%	-5,6%	26 000	▲ 26 300
S&P 500	2 507	-14,0%	-6,2%	2 800	▲ 2 850
NASDAQ 100	6 330	-17,0%	-1,0%	7 200	▲ 7 500
Nikkei	20 084	-17,3%	-12,2%	22 600	▲ 23 300
BUX	39 139	5,3%	-0,6%	41 700	▲ 42 800
WIG 30	2 582	-0,8%	-8,6%	2 750	▲ 2 830
PX	987	-10,5%	-8,5%	1 080	▲ 1 100
MOEX	2 369	-4,3%	12,3%	2 400	▲ 2 550
3M PRIBOR	2,01	0,31pb	1,25pb	2,48	▬ 2,47
CZK/EUR, konec období	25,73	0,0%	-0,7%	25,30	▼ 25,40
CZK/USD konec období	22,46	-1,2%	-5,2%	22,39	▲ 22,09

Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

Pozn.: Posilování měny značeno zelenou rostoucí šipkou

### Zákl. úroková sazba centrálních bank

země	aktuální	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	1,50	1,50	1,50	1,50
Maďarsko	0,90	0,90	0,90	1,05
<b>ČR</b>	1,75	2,25	2,25	2,50
eurozóna	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	2,50	2,75	3,00	3,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### 3M sazba peněžního trhu

země	aktuální	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	1,72	1,73	1,73	1,73
Maďarsko	0,13	0,70	0,85	1,05
<b>ČR</b>	2,01	2,48	2,47	2,71
eurozóna	-0,33	-0,30	-0,20	-0,05
USA	2,78	3,05	3,30	3,30

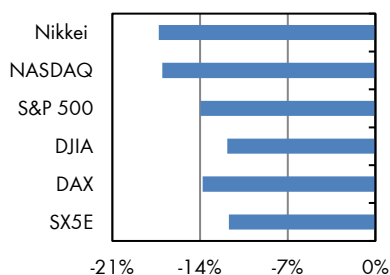
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### 10-letý výnos státního dluhopisu

země	aktuální	III-19	VI-19	IX-19
Polsko	2,84	3,15	3,20	3,30
Maďarsko	2,88	3,80	3,90	3,95
<b>ČR</b>	1,87	2,40	2,50	2,60
eurozóna	0,25	0,50	0,70	0,90
USA	2,70	3,20	3,30	3,30

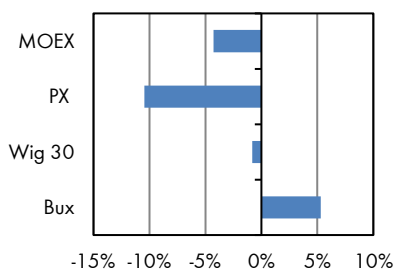
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

### Kvartální výkonnost světových akciových trhů



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Kvartální výkonnost akciových trhů střední a východní Evropy



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Vývoj finančních trhů

Uplynulý rok skončil velkou nejistotou a turbulencemi na trhu, které naznačily, v jakém duchu se ponese rok následující. Za hlavní příčinu lze označit politické problémy na obou stranách Atlantiku, které ani z daleka nejsou doposavad vyřešeny. To v závěru roku reflektoval i předstihový ukazatel PMI v Evropě a rozvíjejících se ekonomikách. Následně poklesl i americký ISM ve výrobě, a to nejrychlejším meziměsíčním tempem od roku 2008, když dosáhl dvouletého minima. Ve světle aktuálních politických konfliktů jako Brexit, obchodní války nebo americký „shutdown“ tým RBI snížil svůj odhad růstu ekonomiky eurozóny a naopak mírně zvýšil odhad růstu americké ekonomiky. Té nahrává překvapivě silný růst v uplynulém roce, ale také silná revize historických dat. Obdobně jako v eurozóně klesá také výhled pro rozvíjející se ekonomiky. Vysoká míra vnějšího zadlužení, americké sankce a růst úrokových sazeb Fedu vytváří nepřátelské prostředí pro tyto ekonomiky. Americká inflace by většinu tohoto roku měla zůstat nad dvěma procenty, čímž bude pokračovat zvyšování úrokových sazeb. Nicméně další utahování měnové politiky už bude výrazně opatrnější než v předchozím roce. Naopak v eurozóně se na první zvýšení úrokových sazeb stále čeká. Toto čekání by však měly zkrátit proinflační tlaky z trhu práce. S klesající mírou nezaměstnanosti je spojen i robustní růst mezd, který by se v průběhu roku měl podepsat na růstu jádrové inflace. To by podle prognózy RBI mělo vytvořit podmínky pro první zvýšení úrokových sazeb ECB v druhé polovině tohoto roku. Na druhou stranu konec minulého roku byl ve znamení prudkého poklesu cen ropy, která se propisuje do zpomalení inflace ve všech hlavních ekonomikách.

Na měnových trzích by v první polovině roku měly přetrvat faktory podporující silný americký dolar. Až s tlakem na růst tržních úrokových sazeb v eurozóně spojeným s prvním zvyšováním sazeb ECB by mělo euro začít výrazněji posilovat. V závislosti na výsledku vyjednávání ohledně Brexitu bude v tomto roce rozhodnuto o osudu britské libry. V případě hard Brexitu, kterému dáváme patnáctiprocentní šanci, lze se obávat i dopadu na euro. V současných podmínkách na trhu lze očekávat, že přesun investorů do bezpečných přístavů bude pokračovat i tento rok. Výsledkem by tak měla být stagnace německých vládních výnosů na současných hodnotách i přes opětovné zrychlení inflace nad 2 %. V centru pozornosti bude i nadále americká výnosová křivka a její zplošťování. Dokonání tohoto procesu lze považovat za jeden z indikátorů příchodu recese v horizontu 20 až 24 měsíců. V tomto světle tak nebudou akciové trhy letos dominovat udáváním směru vývoje. Minimálně v první polovině tohoto roku vidíme potenciál pro oživení na akciových trzích, které by mělo být podpořeno uklidněním politické situace v USA a eurozóně. Pozitivní sentiment by na trh měla přinést také blížící se výsledková sezóna za poslední čtvrtletí uplynulého roku, resp. finální čísla za celý rok. V souladu s naší prognózou zpomalení nebo stagnace americké ekonomiky v roce 2020 očekáváme, že by obrat v trendu měl nastat právě v druhé polovině tohoto roku.

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

## Eurozóna

Ekonomika eurozóny v posledních čtvrtletích znatelně zpomalila. Za tím vidíme dva hlavní faktory: jednorázové efekty, jako byly problémy s novými emisními testy automobilek nebo chřipková epidemie, a strukturální problémy v kombinaci se slabou zahraniční poptávkou. V tomto roce tým RBI očekává mírné oživení růstu ekonomiky, který by měl být podpořen domácími faktory. Eurozóna zaznamenává dobré podmínky pro další růst soukromé spotřeby a investic. Domácnosti profitují z postupného růstu zaměstnanosti a reálných mezd. Na druhou stranu trh práce i nadále nedosahuje předkrizových úrovní. S intenzivnějším využitím dostupných kapacit roste tlak na firmy více investovat do zvyšování produktivity práce a výrobních kapacit, čemuž nahrává i nadále extrémně uvolněná měnová politika a nízké úrokové sazby. Na druhou stranu také vidíme pro tento rok několik rizik a to zejména na politickém poli. Tým RBI v základním scénáři své prognózy očekává, že Velká Británie neopustí

	III-19	VI-19	IX-19
EUR/USD	1,13	1,15	1,19

**EUR/USD**


Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

**Vývoj sazeb a výnosů v eurozóně**

	III-19	VI-19	IX-19
ECB rate	0,00	0,00	0,00
10Y výnos	0,50	0,70	0,90

Evropskou unii bez dohody a neočekává ani, že by italský spor s Evropskou komisí ohledně veřejných financí měl vyústit v další krizi eura tak, jak jsme tomu byli svědky před několika lety v případě Řecka. Naopak riziko spatřujeme v dalším vývoji obchodního sporu vedeném Spojenými státy. Nicméně ekonomika eurozóny v nejbližších letech zpomalí nezávisle na těchto událostech.

V druhé polovině roku 2018 se spotřebitelská inflace v eurozóně dostala v průměru ke dvěma procentům zejména díky prudkému nárůstu cen energií a potravin. Po očistění o tyto vlivy však jádrová inflace zůstává u jednoho procenta. V tomto roce pak očekáváme, že efekt vyšších cen ropy a potravin odezní a ke slovu se dostanou mzdové tlaky promítající se do celkové inflace. Z pohledu měnové politiky bylo ukončení kvantitativního uvolňování ECB s koncem minulého roku bodem obratu. Nicméně měnové podmínky zůstanou dále uvolněné minimálně do zří, kdy očekáváme, že centrální banka zvýší svou depozitní sazbu, která je v současnosti v záporných hodnotách. Do konce roku by pak podle prognózy RBI mělo dojít ještě k jednomu zvýšení, které by se mělo dotknout už i hlavní sazby ECB. Nicméně očekáváme, že tlak na růst tržních sazeb se projeví už na jaře vlivem zintenzivnění komunikace centrální banky spojené s tímto krokem. Na druhou stranu německé výnosy porostou jen velmi pomalu. Hlavním důvodem zůstává i po konci kvantitativního uvolňování měnová politika. ECB drží více než 30 % všech německých státních dluhopisů a jejich výnosy bude i nadále reinvestovat minimálně po dobu několika let. Jediný potenciál pro růst výnosů vidíme v podhodnoceném růstu sazeb ve střednědobém a dlouhodobém konci výnosové křivky trhem. RBI doporučuje **PRODÁVAT** německé státní dluhopisy všech splatností.

**USA**

Americká ekonomika má naopak za sebou velmi úspěšný rok. V následujících čtvrtletích sice očekáváme mírné zpomalení, ale dynamika bude stále vysoko nad potenciálem. Míra přehřívání americké ekonomiky pohledem mezery výstupu, tedy rozdílem mezi potenciálním výkonem ekonomiky a skutečností, bude v polovině tohoto roku druhá nejvyšší za posledních 65 let. Tomu odpovídá i délka expanze, která je v současnosti druhá nejdelší v historii. Podle prognózy týmu RBI je zpomalení ekonomiky na přelomu příštího roku nevyhnutelné. K tomu nás přivádí i odeznění bezprecedentního fiskálního stimulu z počátku minulého roku v podobě navýšení státních výdajů a daňové reformy. Vrcholu hospodářského cyklu odpovídá i americký trh práce. Míra nezaměstnanosti poklesla v listopadu na 3,7 %, což je nejnižší hodnota od prosince 1969 a očekáváme, že v polovině tohoto roku dosáhne 3,3 %.

**Vývoj sazeb a výnosů v USA**

	III-19	VI-19	IX-19
Fed rate	2,75	3,00	3,00
10Y výnos	3,20	3,30	3,30

Na druhou stranu spotřebitelská inflace v závěru minulého roku přibrzdila na 2,5 % a v nejbližší době by měla dále zpomalit. Pokud se naplní předpoklad týmu RBI pro vývoj ceny ropy, která by se měla většinu roku udržet okolo 70 dolarů za barel, tak by ani tempo růstu cen nemělo spadnout pod dvě procenta. V souladu s tímto vývojem očekáváme, že americký Fed ještě dvakrát zvýší své úrokové sazby v první polovině tohoto roku. Nicméně další rozhodování centrálních bankéřů bude daleko více záviset na vývoji makroekonomických ukazatelů ve srovnání s předchozím rokem. Kromě zvyšování sazeb bude také výnosy ovlivňovat pokračující redukce portfolia centrální banky po konci kvantitativního uvolňování. Od října minulého roku Fed nakupuje o 30 mld. státních dluhopisů méně, než maturuje. Na druhou stranu Spojené státy budou muset emitovat výrazně více ve srovnání s uplynulým rokem kvůli pokračujícímu nárůstu deficitu veřejných financí. Tým RBI tak očekává, že se desetiletý výnos vrátí nad 3 % v průběhu tohoto roku. RBI tak doporučuje **PRODÁVAT** americké státní dluhopisy všech splatností.

## Ropa Brent (v USD)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### Průměrné ceny ropy (v USD)

	III-19	VI-19	IX-19
Brent	70	76	74
WTI	62	68	67

### Průměrné ceny zlata (v USD)

	III-19	VI-19	IX-19
Zlato	1 267	1 290	1 300

## Ropa

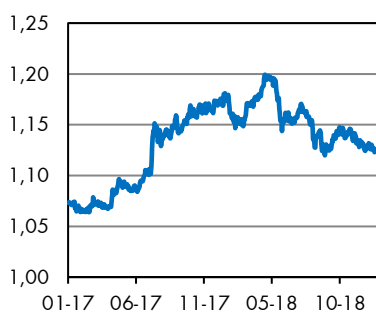
Poslední měsíce minulého roku byly ve znamení dramatického poklesu ceny ropy na trhu. Zatímco na začátku října dosahovala nejvyšších hodnot za poslední čtyři roky, o osm týdnů později se ropa obchodovala o 30 % níže. Hlavním hybatelem byly americké sankce vůči Íránu, které neměly tak dramatický dopad na tamní produkci, a trh přehodnotil svá očekávání. Ve stejnou dobu také členské země OPEC, ale i ostatní producenti, výrazně zvýšili svou produkci černého zlatu ve srovnání s první polovinou roku. Rázem se tak nečekaně zvýšila nabídka na trhu a cena ropy šla dolů. S novým rokem však přišel očekávaný zásah zemí OPEC a dohoda o snížení produkce. Proti tomu očekáváme, že globální poptávka po ropě v tomto roce vzroste meziročně zhruba o 1,4 mil. barelů za den, což je obdobné tempo jako v předchozím roce. Výsledkem by měl být návrat ceny ropy Brent k úrovni 72 dolarů za barel.

## Zlato

V průběhu roku zlato táhl dolu posilující dolar. Teprve v jeho závěru se posilování dolaru zastavilo, což se stalo živnou půdou pro zhodnocení zlata. Rok završilo s nad očekávání dobrou hodnotou těsně pod úrovní 1300 dolarů za unci. Vývoj zlata v tomto roce bude výrazně ovlivněn nastavením amerických sazeb a rychlostí jejich zvyšování. K tomu by mělo podle odhadů týmu RBI dojít letos hned dvakrát, což opět ohrozí cenu zlata. Nízkých hodnot z léta 2018 bychom se však už neměli obávat. Ke konci roku 2019 by mělo dojít k výraznějšímu ochlazení americké ekonomiky. V průběhu roku 2020 by tak mohlo dojít k uvolnění měnové politiky, což by mělo blahodárný efekt na cenu zlata vzhledem k dolaru. Výhledově by však zlato mělo zůstat lukrativní komoditou, která investorům poskytne v dobách nejistoty možnost pro diversifikaci portfolia. Cena zlata vzhledem k euru poroste mnohem pomaleji, jelikož pro stejné období, tedy do roku 2020, očekáváme značné oslabení dolaru vůči euru.

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. S rokem 2020 očekáváme uvolňování měnové politiky USA a s tím související nárůst ceny zlata.

## EUR/CHF



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	III-19	VI-19	IX-19
EUR/CHF	1,13	1,14	1,18

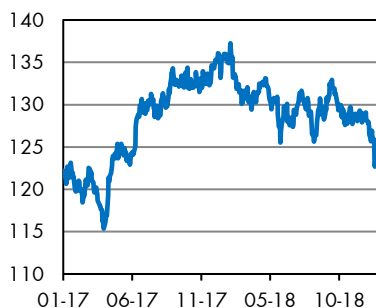
## Švýcarsko

Švýcarská ekonomika zaznamenává zpomalení. HDP ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně pokleslo o 0,2 % a indikátory sentimentu se propadly. Naopak švýcarskému franku se stále daří držet silný kurz vůči euru především zásluhou globálního vývoje, který motivoval investory uchýlit se k investicím do franku jakožto bezpečné a stabilní měny. Švýcarská národní banka (SNB) i nadále odkládá začátek zvyšování úrokových sazeb, v čemž jí utvrzuje právě i silný kurz. Tým RBI očekává, že frank začne mírně oslabovat ve druhém čtvrtletí 2019, tedy před očekávaným zvýšením úrokových sazeb ECB ve třetím čtvrtletí. Právě po zvýšení sazeb ECB lze očekávat výraznější oslabení franku, které se vyrovná až s prvním zvýšením sazeb SNB. Pokud se však SNB rozhodne zvýšit sazby již příští rok, bude to až v jeho úplném závěru. Pro první čtvrtletí vydává RBI pro měnový pár EUR/CHF doporučení DRŽET.

## Japonsko

Japonský index Nikkei 225 zaznamenal nižší výkonost v porovnání s americkými trhy, avšak dopadl lépe, než jeho evropské protějšky. Japonská ekonomika v druhé polovině 2018 prošla mírným zpomalením a pro začátek roku 2019 je očekáváno mírné zlepšení. Nadále se nedaří dosáhnout inflačního cíle 2 %, inflace se stále drží pod úrovní jednoho procenta. Program kvantitativního uvolňování tak bude pokračovat i v následujících obdobích. V současné chvíli tak japonská centrální banka drží téměř polovinu státních dluhopisů v objemu vyšším, než je

## EUR/JPY



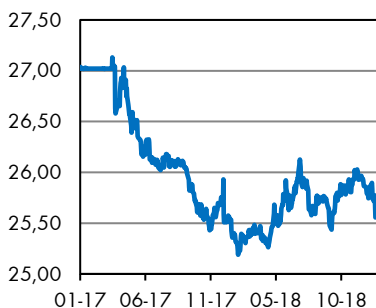
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## EUR/národní měna (průměr)

země	2017	2018	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

## EUR/CZK



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	III-19	VI-19	IX-19
EUR/CZK	25,30	25,40	25,60

roční HDP. S očekáváním zlepšením ekonomické situace doporučuje RBI japonské akcie KUPOVAT.

## Střední a východní Evropa

Předstihové ukazatele ve střední a východní Evropě nadále klesají. V některých zemích včetně Česka se již propadly pod hranici 50 bodů a ocitly se tak mimo expanzní pásmo. Přesto na rozdíl od zbytku Evropy zaznamenáváme stále robustní růst, který by se v roce 2018 měl v průměru pohybovat okolo čtyř procent. Kromě globálních rizik zpomaluje ekonomiky střední Evropy především nedostatek pracovní síly. Česko se s nezaměstnaností řadí mezi evropské rekordmany, obdobně utažený trh práce je však vidět také v Maďarsku, Polsku či Slovinsku. Nízká nezaměstnanost vyústila v kvapné navýšování mezd, které jsme mohli sledovat již v roce 2018. V roce 2019 tento trend bude pokračovat, avšak již mírnějším tempem. Právě rychlejší růst mezd působí proinflačně a pomůže tak inflaci držet se v optimálním rozmezí dvou až tří procent. To by centrální banky mělo udržet v klidu a neměly by tak mít potřebu překotně utahovat měnovou politiku. Výjimkou je samozřejmě Česká republika, kde zvyšování sazeb započalo již před více než rokem. Největší hrozbou pro měny tak zůstávají globální rizika jako je nejistota okolo Brexitu a obchodních vztahů mezi USA a Čínou.

## Česká republika

Výkonost tuzemské ekonomiky přinesla v minulém roce spíše zklamání. Kvůli vysoké srovnávací základně nad míru povedeného roku 2017 a nedostatku volných kapacit došlo k další ztrátě dynamiky. V každém případě lze současný růst stále považovat za solidní.

Pokud abstrahujeme od mozambického meticalu, tak si česká koruna v roce 2017 s 5,7 % připsala titul nejvíce posilující měny vůči euru. V minulém roce bylo však vše jinak a koruna skončila ve ztrátě -0,72 %. Na druhou stranu její regionální konkurenti si připsali větší ztrátu v řádu jednotek procent. V tomto roce budou i nadále hrát zásadní roli geopolitické faktory. Zároveň také pozorujeme nízký efekt loňského agresivního zvyšování základních úrokových sazeb, které tak korunu příliš nepodpoří ani letos. Prozatím slibný vývoj na geopolitickém poli by však měl přinést koruně dlouho očekávané posílení. I nadále předpokládáme letošní nejsilnější hodnotu koruny v prvním čtvrtletí. Následně však bude tuzemská ekonomika dále zpomalovat, čímž poklesnou i proinflační tlaky a odhodlání ČNB dále utahovat měnovou politiku.

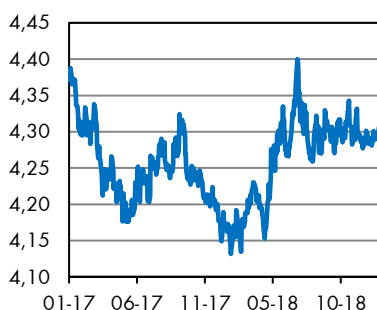
V prosinci si bankovní rada vyžádala pauzu v dalším utahování úrokových sazeb, nicméně dva členové i tehdy hlasovali pro další zvýšení. Jak napovídá prosincová rozpolcenost bankovní rady a záznam z tohoto jednání, další zvyšování úrokových sazeb bude následovat. Jako nejbližší příležitost se nabízí únorové jednání, kdy bude zveřejněna i nová makroekonomická prognóza centrální banky. Následně pak očekáváme, že ještě rábí naladění rady bude pokračovat a další zvýšení bude následovat hned záhy v březnu. Nahrává tomu naše prognóza vrcholu spotřebitelské inflace v prvním čtvrtletí tohoto roku z důvodu vyšších cen energií ale i poptávkových tlaků pramenících z pokračujícího rekordního růstu mezd. Zároveň také neočekáváme, že koruna posílí tak prudce, jak předpokládá současná prognóza centrální banky. V následujících čtvrtletích ale podle naší prognózy potřeba dalšího utahování měnové politiky poklesne. Ekonomika dále zpomalí a postupně i ustoupí růst mezd potažmo inflace. Další možnost zvýšení úrokových sazeb tak spojujeme s uskutečněním prvního zvýšení úrokových sazeb v eurozóně. Dvoutýdenní repo sazba by se tak dostala na konci tohoto roku na hodnotu 2,50 %, což odpovídá i rovnovážným úrokovým sazbám tak, jak o tom hovoří bankovní rada.

V posledních měsících minulého roku sazby úrokových swapů zaznamenaly prudký pokles a inverzi celé výnosové křivky. Za tím stojí zejména nečekané zpomalení inflace v kombinaci s nezamýšlenou holubičí rétorikou některých členů bankovní rady. Ke konci roku se k tomu

přidala nízká likvidita na trhu a výsledkem byl dramatický pokles tržních očekávání dalšího růstu úrokových sazeb ČNB. Ještě v říjnu trh očekával růst úrokových sazeb ČNB téměř až na 2,5 % v horizontu dvou let. V současnosti však už nepočítá ani s jedním a naopak očekává pokles sazeb. Tento pokles se promítl i do výnosů státních dluhopisů, jejichž výnosová křivka se v posledních dnech v kratších splatnostech také invertovala. Předpokládáme, že tento stav je jen z výše zmíněných důvodů pouze dočasný a brzy se vrátí výnosy k předchozímu růstu v souladu s naší prognózou zvyšování sazeb ČNB. S tím očekáváme i nárůst sazeb na mezibankovním trhu. Nicméně plochý stav výnosové křivky, resp. její inverzní stav lze považovat za nový normál.

Tým RBI doporučuje DRŽET české státní dluhopisy všech splatností. Pro akciový index PX vydává RBI doporučení DRŽET.

## EUR/PLN



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

	III-19	VI-19	IX-19
EUR/PLN	4,20	4,20	4,15

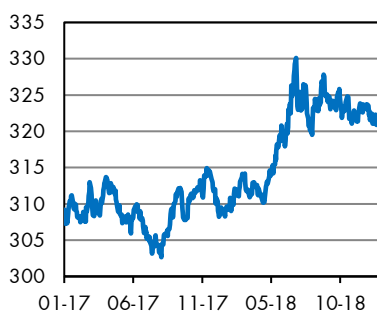
## Polsko

Hospodářský růst si navzdory obavám udržel ve třetím čtvrtletí tempo z čtvrtletí předchozího. Největším tahounem zůstala obdobně jako v Česku spotřeba domácností. Naopak se dařilo investicím, které rostly impozantním tempem 9,9 %, tedy nejrychleji od začátku roku 2015. Vzhledem k tomu, že investice byly výrazně podpořeny předvolební aktivitou, nelze očekávat, že se takto vysoké tempo růstu udrží do dalších měsíců. Avšak dle očekávání s sebou třetí čtvrtletí přineslo první známky ochlazení polské ekonomiky, například nižší růst poptávky spotřebitelů, u které očekáváme další přibrzdění v následujících měsících. Dále také zaměstnanost roste pomalejším tempem, naopak nezaměstnanost zakončila svůj klesající trend.

Inflace v Polsku překvapuje svými nízkými hodnotami. V listopadu klesla až na 1,2 %. V průběhu roku 2019 by měla vzrůst na 2 %. Hlavním tahounem inflace by měly být ceny energií. I ty se stávají součástí předvolebního boje, jelikož vláda naznačila, že vykompenzuje nárůst cen elektřiny v roce 2019. Zvyšující se ceny ostatních energií zasáhnou domácnosti nárůstem až o 30 %, jak předesílají polští dodavatelé. Jádřová inflace by však měla zůstat nízká a držet se blízko posledních hodnot okolo 0,8 %.

Současné nastavení měnové politiky spolu s dobrou fiskální politikou drží dluhopisové výnosy stabilně na současné hladině, což očekáváme i do budoucna. Teprve v druhé půlce roku může postihnout dlouhý konce nárůst z důvodu nejistoty ohledně zvyšování evropských úrokových sazeb. Zároveň by měl v té době začít posilovat i polský zlotý. 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.

## EUR/HUF



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

## Maďarsko

Obdobně jako v Polsku i maďarský HDP za třetí čtvrtletí dopadl nad očekávání s přírůstkem 5 %, což je nejvyšší tempo růstu za posledních deset let. I to napovídá tomu, že se Maďarsko ocitlo na vrcholu svého hospodářského cyklu a začne následně zpomalovat. Nezaměstnanost klesla na dlouhodobé minimum a drží se pod úrovní čtyř procent, zatímco průměrná mzda za rok 2018 rostla dvouciferným tempem. I proto, stejně jako v ostatních zemích regionu včetně Česka, je i v Maďarsku hlavním tahounem růstu ekonomiky spotřeba domácností. Dále se v roce 2018 dařilo také investicím, které v prvních devíti měsících vzrostly v průměru o 17 %. Naopak průmyslová výroba k růstu ekonomiky negativně z důvodu nových emisních regulací. Dále negativně přispívá také bilance zahraničního obchodu, kde dovoz roste rychleji než vývoz. Pro rok 2018 tak odhadujeme růst ekonomiky tempem 4,6 %, v roce 2019 predikujeme zpomalení na 3,4 %.

Inflační cíl tři procent byl nepatrně překonán především zásluhou růstu cen pohonných hmot v letních měsících. Inflace dosáhla nejvyšších hodnot v říjnu (3,8 %). Následně očekáváme, že se během roku 2019 začne opět přibližovat k cílové hodnotě především zásluhou klesajících cen pohonných hmot na globálních trzích. Hlavní proinflační tlaky zejména ze strany kvapně



	<b>III-19</b>	<b>VI-19</b>	<b>IX-19</b>
EUR/HUF	320	320	320

rostoucích mezd přetrvají i v roce 2019. Proto v závěru tohoto roku inflace dosáhne až 3,5 %. Průměrný růst cen za rok 2019 tak bude o desetinku rychlejší než v roce 2018, kdy průměrná inflace dosáhla dle odhadů týmu RBI 2,9 %.

Během tohoto roku by maďarská centrální banka měla začít utahovat měnovou politiku. To by však podle našich odhadů nemělo začít dřív než v druhé polovině roku, tedy s prvním zvýšením sazeb ECB. Se zvyšováním sazeb by výnos z desetiletých státních dluhopisů měl vzrůst na 4,1 % ke konci roku 2019. Tříměsíční mezibankovní sazby (BUBOR) by měly s počátkem roku 2019 započít růst a ke konci roku by měly dosáhnout 1,30 %. Oproti tomu hodnota maďarského forintu by se měla udržet víceméně stabilní. Tým RBI vzhledem k výše zmíněným očekáváním doporučuje PRODAT dluhopisy se splatností tří a deseti let. Pro akciový index BUX vydáváme RBI doporučení KUPOVAT.

*Helena Horská, František Tábořský, Eliška Jelínková, Luboš Růžička*

*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 bankovnictví

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

Jana Charvátová

Jana Buňková

## 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

Karel Hubička

Ondřej Chládek

Jan Gazsi

## Corporate Finance

Marek Tichý

Jakub Hamr

Pavel Plánička

Petra Kubů

## Treasury – Equities

Richard Skácel

Eva Polánová

Jakub Veselský

Jakub Schermer

## Ekonomický výzkum

Helena Horská

František Táborský

Eliška Jelínková

Luboš Růžička

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 01 775

23 44 01 953

23 44 01 868

23 44 01 255

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

23 44 01 413

23 44 01 402

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 10. leden 2019, 16:00

Publikace byla vydána 11. leden 2019



## 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 kopiována a rozšiřována třetími osobami 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 nebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

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

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

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní 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/rb-research-portal/recommendation\\_history](https://raiffeisenresearch.com/en/web/rb-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 nebo 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 spoluzákladatel veřejně 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 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. 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 povinné předkládání investičních doporučení a uveřejňování sítí 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. 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/>.