

Market Monitor

Finanční trhy – 1. čtvrtletí 2018

- ECB připravuje ukončení kvantitativního uvolňování
- Fed zvýší úrokové sazby třikrát v tomto roce
- Koruna posílí v polovině roku až k EUR/CZK 24,80
- ČNB zvýší sazby v tomto roce rovnou třikrát
- Cena ropy znovu poklesne díky rozvoji těžby v USA
- Maďarská centrální banka dále uvolní měnovou politiku
- RBI doporučuje DRŽET americké akciové trhy a KUPOVAT evropské akciové trhy

Výkonnost vybraných akciových trhů & Přehled CZK trhu

Index	Hodnota v bodech 29. 12. 2017	Výnos za poslední čtvrtletí	Výnos od počátku roku 2017	Očekávaná hodnota březen 2018	Očekávaná hodnota červen 2018
DJ ES 50 (SX5E Index)	3504,0	-2,5%	6,5%	3630	3 830
DAX	12917,6	0,7%	12,5%	13200	13 800
SMI	9381,9	2,5%	14,1%	9450	9 600
DJIA	24719,2	10,3%	25,1%	24600	25 600
S&P 500	2673,6	6,1%	19,4%	2670	2 770
NASDAQ 100	6396,4	7,0%	31,5%	6430	6 830
Nikkei	22881,2	12,3%	19,3%	23100	24 100
BUX	39377,3	5,6%	23,0%	39400	41 200
WIG 30	2825,3	-0,8%	25,9%	2830	2 980
PX	1078,2	3,2%	17,0%	1080	1 120
MOEX	2109,7	1,6%	-5,5%	2210	2 290
3M PRIBOR	0,76	0,29pb	0,48pb	1,10	1,25
CZK/EUR, konec období	25,54	1,7%	5,5%	25,20	24,80
CZK/USD konec období	21,34	2,9%	16,6%	21,91	20,67

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

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

RBI značí RaiffeisenBank International.

Autor: František Táborský, Milan Frydrych, Jakub Červenka

Editor: Helena Horská

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 9. ledna 2018, 16:00h

Publikace byla vydána 11. ledna 2018

Vývoj finančních trhů

Poslední čtvrtletí roku 2017 bylo ve znamení souboje měnověpolitických událostí s těmi geopolitickými. Celosvětová ekonomika opět překvapila svým růstem a trhy dosáhly nových maxim. Podle odhadů týmu RBI se pohybuje poblíž svého cyklického vrcholu.

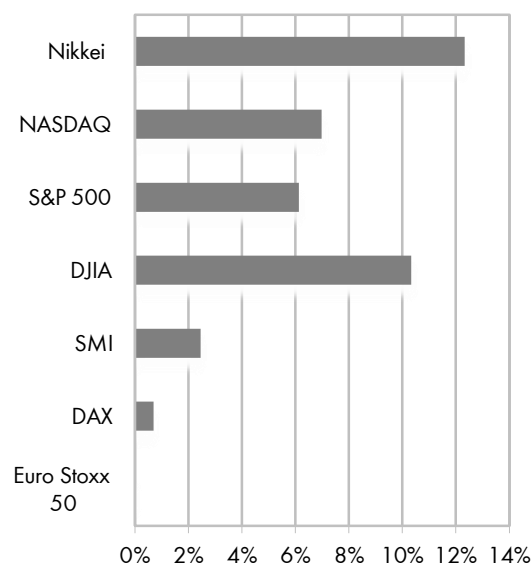
Překvapivě rychlejší růst HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2017 a předstihové ukazatele překonávající každý měsíc své rekordní hodnoty přiměl tým RBI zvýšit odhady růstu pro uplynulý a nadcházející rok. Americká ekonomika v první polovině roku pravděpodobně překoná expanzi z předkrizových let a díky nedávno schválené daňové reformě, která poskytne dodatečný fiskální stimul, může její současný výkon ještě chvíli vydržet.

Tento výkon se však stále nepromítá do vývoje cenových hladin. Vyšší růst mezd hlavně v zemích eurozóny se začne projevat v míře růstu inflace až v průběhu roku. Naopak v první polovině roku očekáváme opět pokles už jen díky vyšší srovnávací základně z předchozího roku. V USA bude míra inflace mířit mírně nad dvouprocentní cíl centrální banky.

Nesoulad vývoje cenových hladin bude mít odlišný dopad na měnovou politiku obou ekonomik. Fed pod novým vedením J. Powell bude dále směřovat k „normalizaci“ úrokových sazeb, ECB zůstane u expanzivní měnové politiky až do třetího čtvrtletí tohoto roku. Nicméně plánované zářijové ukončení programu nákupů finančních aktiv bude představovat první krok výstupu ECB z extrémně uvolněné měnové politiky.

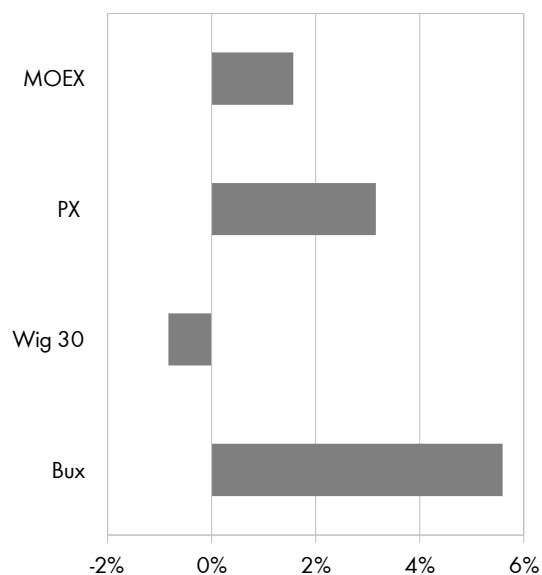
V nejbližším čtvrtletí tým RBI vidí vzhledem k načasování kroků ECB a Fedu více podpory pro americký dolar. Trh očekává o jedno zvýšení amerických sazeb méně, než indikuje měnový výbor, je zde prostor pro posilování dolaru. Nicméně v polovině roku 2018 se do hry dostane blížící se obrát měnové politiky ECB a euro se může dostat až k EUR/USD 1,24 ke konci roku 2018. V roce 2019 by se měnový pár měl pohybovat v průměru na úrovni EUR/USD 1,30. I nadále je však nutné počítat s krátkodobými šoky způsobenými geopolitickými událostmi na obou stranách atlantického oceá-

Kvartální výkonnost světových akciových trhů



Zdroj: Bloomberg

Kvartální výkonnost středoevropských akciových trhů a Ruska



Zdroj: Bloomberg

nu, které doposud měly krátkodobě větší vliv na devizové trhy než makroekonomické fundamenty.

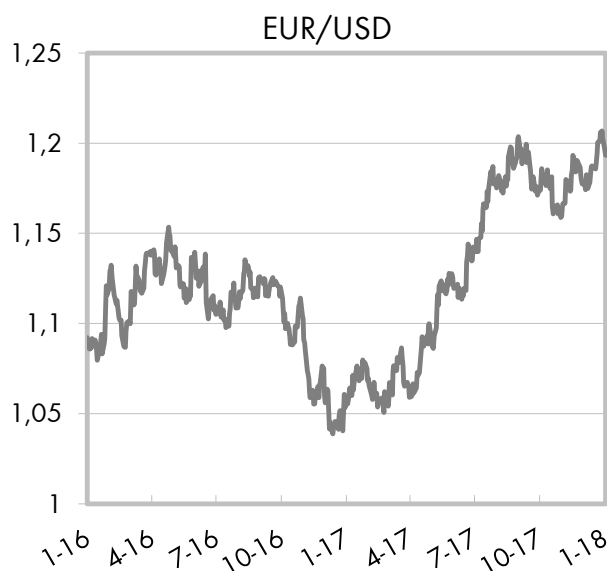
Vzhledem k očekávanému dalšímu růstu americké základní úrokové sazby a růstu míry inflace v roce 2018 dlouhodobé výnosy státních dluhopisů budou postupně růst. Na druhou stranu výnosy zemí jádra eurozóny zůstanou pod mírou inflace i nadále. Korpórátní dluhopisy v eurozóně budou ještě profitovat z programu nákupů finančních aktiv ECB. Pohledem akciových trhů v začínajícím roce očekáváme vyšší míru volatility. Nicméně slušný vývoj zisků firem, negativní úrokové sazby a přetrvávající likvidita na trhu povede k novým ziskům i v tomto roce.

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

Eurozóna

Za poslední čtyři čtvrtletí vzrostla ekonomika eurozóny meziročně v průměru o 2,3 %. Takový růst byl dosažen pouze v předkrizových letech a na přelomu milénia. Rostoucí zaměstnanost a s ní spojený tlak na růst mezd tak nadále podporuje spotřebu domácností a tržby firem. Pro celý rok 2017 a 2018 tým RBI zvýšil svou prognózu HDP na 2,4 %, resp. 2,5 %. Pro rok 2019 očekává tým RBI mírné zpomalení tempa růstu k 1,7 %. I tak se bude jednat o nadprůměrný výkon ekonomiky eurozóny. Míra spotřebitelské inflace v eurozóně v nejbližších měsících opět poklesne k jednocentní hranici díky odeznění proinflačních tlaků vyvolaných cenami energií. V roce 2018 tým RBI očekává spotřebitelskou inflaci v průměru 1,3 %, což je výrazně pod cílem ECB. Nicméně po očištění o ceny energií lze pozorovat jasný trend inflace k dvěma procentům, na která se podle odhadů RBI dostane až v roce 2019.

Měnová politika ECB pro rok 2018 byla jasně narýsována bankovní radou již na konci října. Od začátku ledna bude postupně snižován měsíční objem nákupů v rámci kvantitativního uvolňování až k 30 mld. eur do září 2018, kdy bude pravděpodobně celý program



Zdroj: Bloomberg

Kurz (konec období)	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
EUR/USD	1,15	1,20	1,22

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

ukončen. Následné zvyšování úrokových sazeb však neproběhne ještě ve stejném roce, ale až v roce následujícím. Nicméně očekáváme, že se v průběhu roku holubičí tón bankovní rady ECB změní a trh se začne připravovat na začátek utahování měnové politiky eurozóny.

Vzhledem k relativně odhadnutelnému vývoji měnové politiky ECB očekáváme jen postupný nárůst rizikové prémie státních dluhopisů. Vývoj dluhopisových výnosů bude v roce 2018 záležet více na reinvestiční strategii centrální banky než na měsíčních nákupech. Ačkoli očekáváme konec měsíčních nákupů v září tohoto roku, reinvestice zisků budou pokračovat až do roku 2019. Tým RBI odhaduje, že v tomto roce 30 % až 40 % čisté emise státních dluhopisů skončí v bilanci ECB, čehož výsledkem bude dále omezená nabídka dluhopisů v situaci nových regulatorních podmínek a masivního přebytku likvidity na trhu. Proto i nadále RBI doporučuje **PRODÁVAT** německé dvouleté státní dluhopisy a **DRŽET** pětileté a desetileté.

Hlavní evropské akciové indexy i po letním neúspěchu vykázaly solidní výkon. Podepsala se na tom silná fundamentální data z ekonomiky a vyhlídky zůstávají pozitivní i pro nadcházející čtvrtletí. Vzhledem ke zpoždění v hospodářském cyklu eurozóny ve srovnání s USA způsobeném dluhovou krizí, Evropa má více prostoru pro další růst. Celkově mohou Euro STOXX 50 a DAX dosáhnout v roce 2018 nových maxim. RBI doporučuje i nadále **DRŽET** akciové index Euro STOXX 50 a DAX.

USA

Americká ekonomika je ve svém hospodářském cyklu o krok dále. HDP za třetí čtvrtletí vzrostlo meziročně o 2,3 % a podle doposud zveřejněných statistik se bude růst ekonomiky v posledním čtvrtletí 2017 pohybovat mírně pod třemi procenty. V kontextu schválené daňové reformy tým RBI zvýšil odhad pro rok 2018 o 0,3 p.b. na 2,5 %. Reforma pravděpodobně poskytne ekonomice určitý fiskální stimul, který prodlouží dosavadní ekonomickou expanzi. Ta má ambice stát se nejdelsí v historii USA. Nicméně po odeznění tohoto dočasného

Přehled očekávaného vývoje sazeb a výnosů v eurozóně

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
ECB rate	0,00	0,00	0,00
10letý výnos	0,50	0,80	0,80

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

Přehled očekávaného vývoje sazeb a výnosů v USA

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Fed funds rate	1,50	1,75	2,00
10letý výnos	2,50	2,80	2,90

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

stimulu bude ekonomika zranitelnější než kdy jindy. Pro rok 2019 tým RBI zpomalení tempa růstu ke 2,0 %. Míra spotřebitelské inflace byla v listopadu 2,2 % r/r a vzhledem k odeznění růstu cen ropy opět poklesne v prvním čtvrtletí 2018 pod dvouprocentní cíl centrální banky a po zbytek roku se bude pohybovat v jeho tolerančním pásmu – v průměru dosáhne 2,3 %. Míra nezaměstnanosti bude pokračovat v poklesu a v polovině tohoto roku se dostane k 3,8 % a na konci roku až k 3,6 %, což bude nejnižší hodnota od konce šedesátých let.

Na prosincovém měnověpolitickém jednání Fedu bankovní rada schválila třetí zvýšení úrokových sazeb v roce 2017 do pásma 1,25 % - 1,50 %. Centrální banka už dříve rozhodla o začátku snižování své bilanční sumy, která narostla po třech kolech kvantitativního uvolňování až na astronomických 4,5 bln. dolarů. Bilanční suma bude snižována o 20 mld. dolarů měsíčně s účinností od ledna 2018 a s následným postupným zrychlováním redukce až na úroveň 50 mld. dolarů měsíčně. Podle poslední prognózy Fedu bankovní rada počítá v mediánu se třemi zvýšeními úrokových sazeb v roce 2018 a s dalšími dvěma nebo třemi v roce 2019, což je i v souladu s očekáváním týmu RBI. Trh prozatím však zůstává holubičí a nevěří centrální bance její jestřábí tón. Nicméně věříme, že si americká ekonomika v průběhu roku vyžádá další zchlazení v podobě vyšších úrokových sazeb hned ze tří důvodů: (1) schválená daňová reforma dodá ekonomice dodatečné zrychlení, (2) míra inflace se dostane v průběhu roku konzistentně přes dvě procenta, (3) vzhledem k personálním změnám ve vedení regionálních poboček Fedu očekáváme posun k méně holubičímu nastavení bankovní rady v měnověpolitických otázkách.

V kontextu vývoje krátkodobých úrokových sazeb a vyšší nabídky státních dluhopisů s delší splatností, které už nebude Fed snižovat svými nákupy z důvodu snahy centrální banky redukovat svou bilanční sumu, očekáváme další růst výnosů i v následujících čtvrtletích. Proto i nadále RBI doporučuje DRŽET americké státní dluhopisy všech splatností.

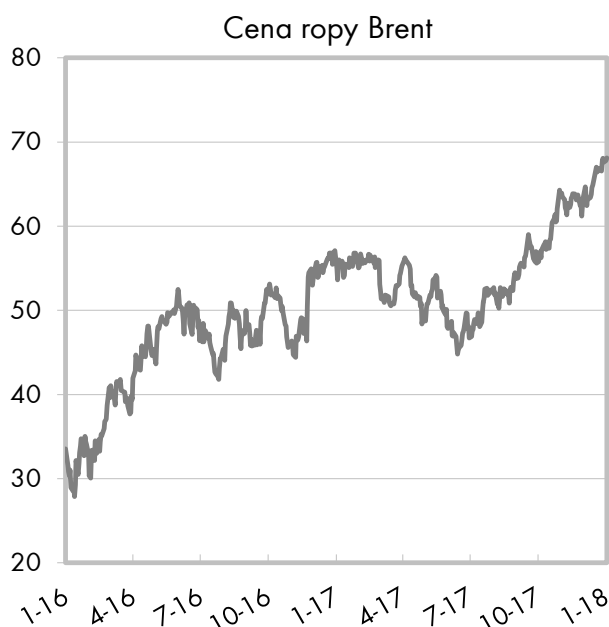
Vzhledem k dobrým statistikám z ekonomiky a korporátním ziskům hlavní americké indexy překonávají svá historická maxima. Další podporu trhům může přinést již zmiňovaná daňová reforma; hlavně výrazné snížení korporátní daně z příjmu a daně z repatriace zisku ze zahraničí. Ostatní makroekonomické fundamenty zůstávají pro akcie i nadále pozitivní. Nicméně s extrémně dlouhou expanzí však bude hlavní otázkou roku 2018, zda už není ekonomika za svým cyklickým vrcholem. Podle našich odhadů pozitivní nálada na trzích ještě nějakou dobu zůstane. Pro první čtvrtletí roku RBI doporučuje DRŽET S&P, DJIA a Nasdaq 100.

Ropa

V závěru loňského roku cena ropy Brent výrazně posilovala a na přelomu roku dosáhla 68 dolarů za barel, tedy svou nejvyšší hodnotu za dva a půl roku. Krom všeobecně silnější poptávky po ropě byl nárůst ceny způsoben umělým omezením nabídky z důvodu limitů těžby členů ropného kartelu OPEC. Po sérii jednání hlavního producenta OPECu Saudské Arábie se svými těžebními partnery, včetně Ruska rozhodl kartel o prodloužení limitů těžby do konce roku 2018.

Stabilnější a vyšší cena ropy Brent v porovnání s předchozím obdobím pomohla rozvoji těžby z ropné břidlice ve Spojených státech. Objem ropy produkované ve Spojených státech se tak dostal na nejvyšší hodnoty v historii měření. V roce 2018 by podle americké vlády měl objem těžby narůst o 8,4 %

Pokud nepřijde žádná významně negativní geopolitická událost, pak by cena ropy Brent měla postupně padat až pod 60 dolarů za barel v první polovině tohoto roku. I přes snahy OPECu bude trh ropy prvních několik měsíců charakterizovat převis nabídky nad poptávkou. Pokračování celosvětového ekonomického boomu počene poptávku po ropě v druhé polovině roku do nových výšin a cena Brentu tak obrátí vývoj směrem nahoru. Za celý rok 2018 tým RBI odhaduje průměrnou cenu 58 dolarů za barel Brentu.



Zdroj: Bloomberg

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

Čtvrtletí (průměr)	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Brent	58	56	57
WTI	56	56	58

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

Švýcarsko

Úrokové sazby Švýcarské národní banky (SNB) zůstávají nezměněny v rozmezí -1,25 % až -0,25 %. Frank začal rok 2017 posilováním, ale v létě došlo k jeho postupnému oslabování. SNB však tento vývoj nevnímá jako permanentní a je tak připravena kdykoliv intervenovat ve prospěch oslabení své měny. Tým RBI odhaduje, že frank během letošního roku bude oslabovat a v posledním čtvrtletí se dostane k EUR/CHF 1,20. Nutno dodat, že realokace portfolií přidá franku na volatilitě. Slabší švýcarská měna zároveň pomůže tamnímu vývozu a růst ekonomiky by měl pokračovat. Spotřebitelská inflace je pevně zakotvená v kladných hodnotách. Letos bude SNB velmi pravděpodobně diskutovat o úrokových sazbách, což v roce 2019 podle týmu RBI povede k posilování franku. Načasování utahování měnové politiky Švýcarska se bude z velké části odvíjet od normalizace měnové politiky ECB. Tým RBI doporučuje DRŽET švýcarský akciový trh.

Japonsko

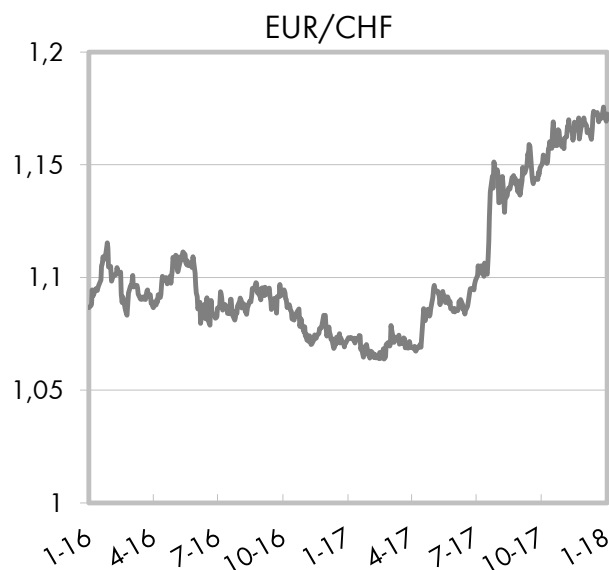
Ekonomické podmínky pro japonský burzovní trh jsou celkově příznivé. Ačkoliv odhad růstu HDP pro rok 2018 se pohybuje pouze okolo 1,2 %, je značně vyšší než potenciální růst. Měnová politika japonské centrální banky i tento rok pravděpodobně zůstane nezměněná. Na první pohled se zdá být japonský burzovní trh drahý s odhadem poměru mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii (PER) 15,3 pro rok 2018, přičemž Nikkei 225 se nachází o jednu standardní odchylku nad svým desetiletým průměrem. Celkově však tým RBI očekává mírný růst cen v prvním čtvrtletí s mírným propadem ve třetím čtvrtletí a pro NIKKEI 225 udává doporučení DRŽET.

Střední a východní Evropa

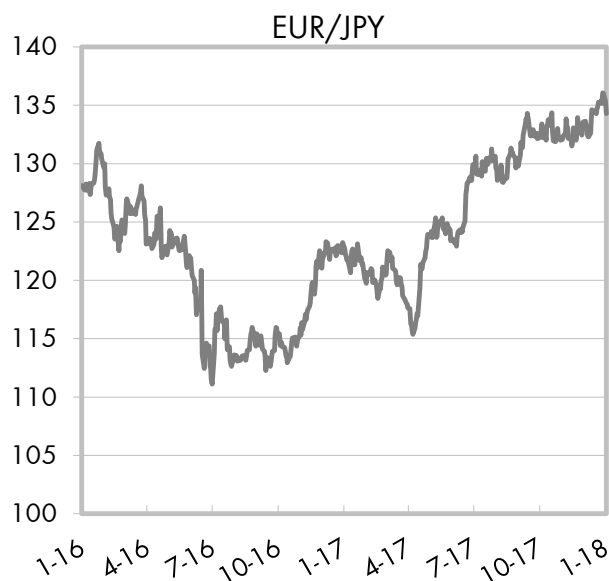
Celému CEE regionu se daří a pro řadu zemí tým RBI revidoval odhady růstu HDP směrem nahoru, zejména pak pro Polsko a Rumunsko, jež jsou silně podporovány

Kurz (konec období)	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
EUR/CHF	1,16	1,16	1,18

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH



Zdroj: Bloomberg



Zdroj: Bloomberg

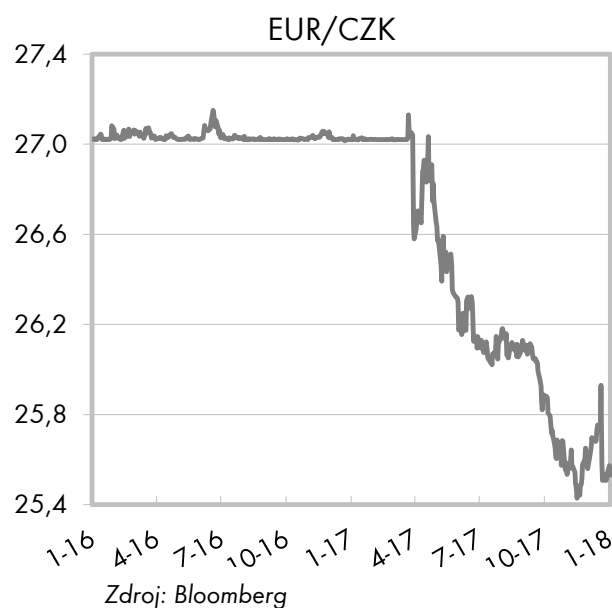
soukromou spotřebou. Zato ekonomický růst v České republice, Maďarsku, Slovensku a Slovinsku je více vyvážený. Spotřebitelská inflace následně bude i nadále konvergovat k inflačnímu cíli jednotlivých zemí primárně díky silnému růstu mezd. Rumunsko tento měsíc zvedlo klíčovou úrokovou sazbu o 25 bazických bodů na 2,0 %. Polsko se přidá v druhé polovině roku, zatímco Maďarsko bude stále vyčkávat na utahování monetární politiky ECB.

Podle týmu RBI česká koruna i polský zlotý budou během tohoto roku mírně posilovat, zatímco maďarský forint a rumunský lei budou spíše oslabovat. Nejvíce pak oslabí ruský rubl v souladu se snižováním klíčové úrokové sazby a plochým trendem cen ropy.

Nízké výnosy vládních dluhopisů v regionu tento rok nepatrně vzrostou. Burzovní trhy mají za sebou velmi dobrý rok a tým RBI zůstává pozitivní i tento rok. Nicméně očekává, že dobré investiční příležitosti se teprve zmaterializují během tohoto čtvrtletí. RBI doporučuje držet akciový index BUX, MOEX, PX a WIG 30.

Česká republika

Česká ekonomika pokračuje v nadprůměrném růstu, když ve třetím čtvrtletí 2017 rostla 0,5 % č/č a 5,0 % r/r. Poslední čtvrtletí by mělo přinést ještě rychlejší růst a za celý rok 2017 by tuzemská ekonomika mohla dosáhnout růstu 4,4 %. Pozitivní je, že expanze je založena na všech hlavních složkách HDP a není tažena pouze fondy EU, jako tomu bylo v roce 2015. Spotřebitelská inflace dosáhla svého cyklického maxima 2,9 % r/r v říjnu minulého roku, poté zpomalila na 2,6 % r/r. V první polovině letošního roku se bude inflace držet okolo 2,5 % r/r a v letních měsících by se mohla vyšplhat poblíž 2,9 % r/r. Zatímco ČNB tvrdí, že inflace v horní polovině tolerančního pásma je pro ni přijatelná, čemuž odpovídá i její makroekonomická prognóza se dvěma zvýšeními sazeb, náš tým vidí prostor pro tři zvýšení klíčové úrokové sazby a to v prvních třech čtvrtletích tohoto roku. To se také promítá do odhadovaného silnějšího kurzu koruny, který rok 2017 zakončil na EUR/CZK 25,50 v souladu s naší prognózou



Kurz (konec období)	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
EUR/CZK	25,20	24,80	25,30

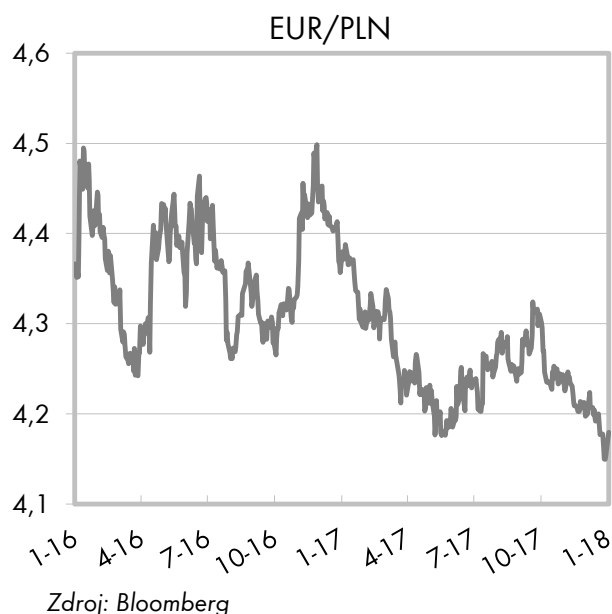
Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

a s posílením vůči euru o 5,7 %. V souvislosti s výše zmíněným utahováním měnové politiky bude koruna v první polovině roku posilovat až k EUR/CZK 24,80. Poté oslabí v důsledku změny nastavení měnové politiky ECB k více jestřábímu postoji a posilování eura. Ke konci roku očekáváme, že se koruna bude pohybovat poblíž EUR/CZK 25,00.

Výnosy dvouletých státních dluhopisů se pevně zakotvily v pozitivním teritoriu a celá výnosová křivka se bude v následujících čtvrtletích postupně posouvat nahoru v souladu s „normalizací“ měnové politiky ČNB. Zároveň kratší konec výnosové křivky poroste rychleji. To vše ztíží financování státního dluhu a ministerstvo financí se tak bude muset více soustředit na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Rozdíl mezi německými a tuzemskými sazbami dosáhne vrcholu ve třetím čtvrtletí roku 2018 a s příchodem plánovaného konce kvantitativního uvolňování ECB začne docházet k postupnému snižování tohoto rozdílu. Hlavním rizikem zůstává hromadný odchod zahraničních investorů, kteří si stále ponechávají státní cenné papíry ve svých portfoliích. Nicméně podle posledních dat podíl zahraničních investorů na držbě českého vládního dluhu klesá a v listopadu spadl pod 42 %. V případě peněžního trhu očekáváme pozvolný nárůst mezibankovních sazeb. Postupně bude také docházet ke vzájemné konvergenci úrokových swapů a výnosů státních dluhopisů. Doporučení na české vládní dluhopisy a akciový index PX činí DRŽET.

Polsko

Ekonomická expanze ve třetím čtvrtletí překonala všechna optimistická očekávání meziročním růstem HDP o 4,9 %. Stála za tím dobrá nálada polských domácností, která vedla k nárůstu spotřeby o 4,8 %. Nejistota polských firem ohledně budoucí spotřebitelské poptávky a politické situace je sice na ústupu, ale klíčovým faktorem, který omezuje ekonomickou expanzi v krátkodobějším horizontu, je nedostatek kvalifikované pracovní síly na trhu. Další potenciální slabinou je vlažný investiční zápal. Přestože přibylo množství veřejných investičních projektů, celkový meziroční růst investičních výdajů dosáhl jen 3,3 %. Nicméně je velmi



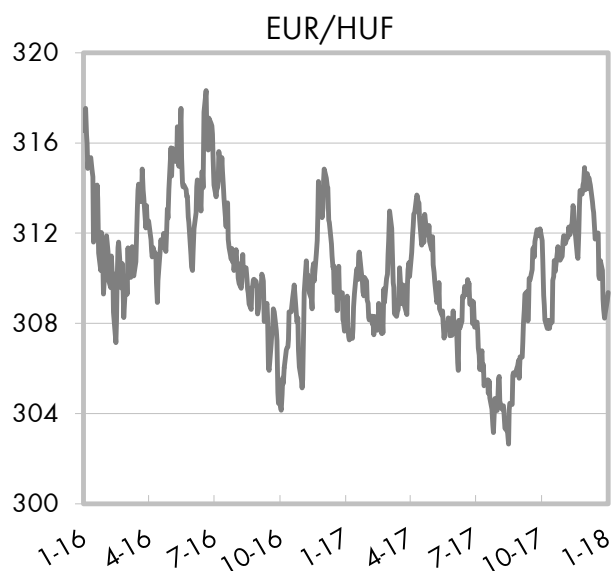
pravděpodobné, že spolu tyto dva fenomény souvisí. Nedostatek kvalifikovaných pracovníků může vést k nižší produktivitě kapitálu, a tak problém polských firem neleží v nízkém růstu investic do fyzického kapitálu, ale spíše v nedostatku lidského kapitálu. Nedávné snížení věku odchodu do důchodu polskému trhu práce ještě přitíží. V letošním roce to povede k zhoršení nabídky na pracovním trhu, což ale v důsledku povede k rychlejšímu růstu mezd a vyšší spotřebě.

Spotřebitelská inflace se loni vrátila nad 2 % a v letošním roce zřejmě přesáhne 2,5 % kvůli rostoucím cenám komodit. Zrychlení tempa růstu cen ale bude povolné, jelikož vztah mezi růstem polských platů a růstem spotřebitelských cen zůstává slabý. Polská centrální banka si zachová expanzivní monetární politiku do té doby, než inflace bude stabilně nad svým cílem. Tým RBI tak odhaduje první navýšení úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí roku 2018. Polský zlotý v posledním čtvrtletí minulého roku oslabil k EUR/PLN 4,20 v souvislosti s vyhroceným vztahem mezi polskou vládou v EU. Spekulace o načasování navýšení sazeb ale povedou v první polovině letošního roku k posilování zlotého poblíž EUR/PLN 4,10. Růst zaznamenají i výnosy dluhopisů.

RBI zachovala doporučení DRŽET na dvouleté vládní dluhopisy a nemění doporučení KUPOVAT na desetileté dluhopisy. V případě indexu akciového trhu WIG 30 je doporučeno DRŽET.

Maďarsko

Maďarská ekonomika dosáhla hranic svého potenciálu růstem 4 % ve třetím čtvrtletí. Podobně jako v celém středoevropském regionu byla hlavním tahounem růstu rostoucí domácí spotřeba, která si své tempo růstu ještě udrží díky solidnímu růstu mezd. V loňském roce také došlo k výraznému obnovení investiční aktivity. Vysoký nárůst investic je především kombinací intenzivnějšího čerpání prostředků z fondů EU a předvolebního utrácení maďarské vlády. Přesto je také zřejmé, že nedostatek pracovní síly na trhu (nezaměstnanost 3,8 %) žene maďarské firmy k investicím do technologií, což povede k rozšíření maďarského výrobního potenciálu.



Procyklická fiskální politika vlády pomůže udržet růstu HDP poblíž současných 4 % i v roce 2018.

Tempo růstu mezd za rok 2017 dosáhne kolem 13 %, ale na inflaci to zatím nemá velký účinek. Inflace je teď na 2,5 %, ale silně expanzivní politika centrální banky povede k růstu inflace až na svůj 3% cíl v první polovině tohoto roku. Maďarská centrální banka od nového roku rozšířila svůj arzenál nástrojů expanzivní měnové politiky, který nově zahrnuje i jistou formu kvantitativního uvolňování pomocí nákupu hypotečních zástavních listů na primárním a sekundárním trhu. Kroky centrální banky tak povedou k mírné redukci výnosů vládních dluhopisů. První navýšení úrokových sazeb nejspíše nepřijde dříve než na konci roku 2019. Maďarský forint se na konci roku 2017 pohyboval kolem EUR/HUF 312, ale uvolněná měnová politika podle odhadu týmu RBI posune v letošním roce EUR/HUF poblíž hladině 317.

RBI nadále doporučuje DRŽET dvouleté i desetileté vládní dluhopisy. Pro index akciového trhu BUX zachovala doporučení DRŽET.

Zdroj: Bloomberg

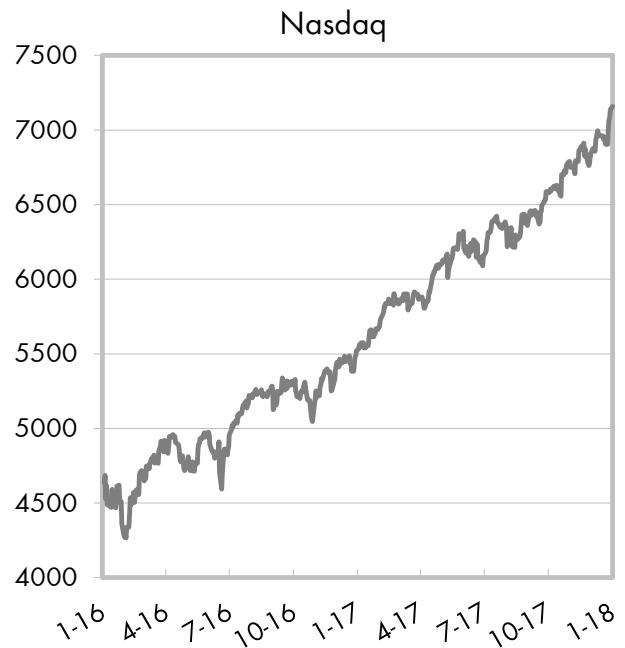
Kurz (konec období)	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
EUR/HUF	315	315	320

Zdroj: RBI/Raiffeisen RESEARCH

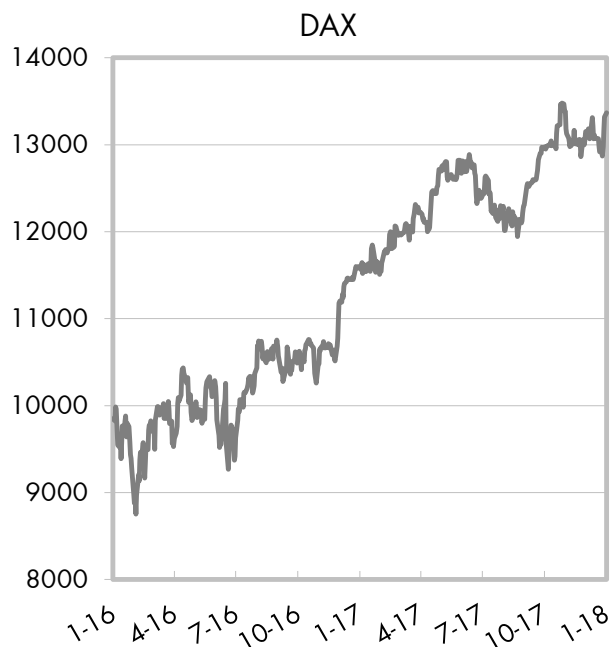
Dow Jones Industrial Average - index 30 nejvýznamnějších společností v USA. Společnosti jsou seřazeny na základě jejich průměrných cen



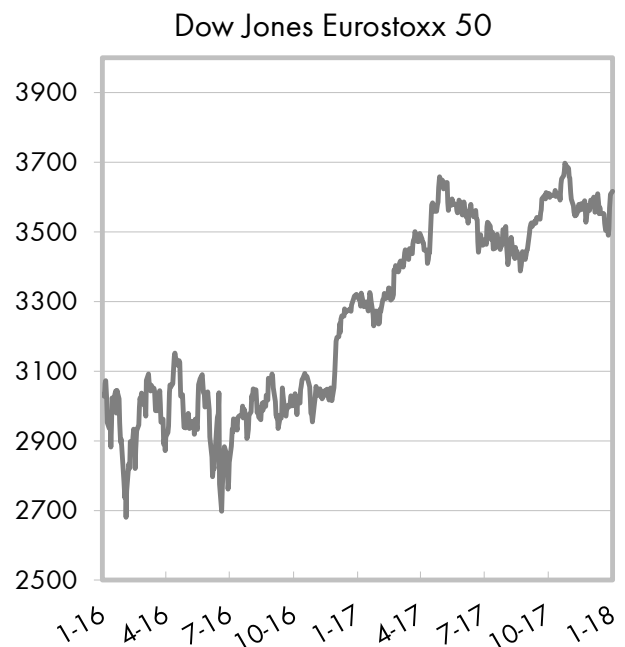
Nasdaq - index malých společností obchodovaných na trhu Nasdaq



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



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



Zdroj: Bloomberg

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4
tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

http://www.rb.cz

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

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

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

Firemní bankovníctví

Velké firmy: Barbara Tutass

Firmy: Václav Štětina

Firmy - region Severozápad: Robert Kott

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka

Projektové financování

Tomáš Gürtler

Jan Rýdl

Martin Hofmeister

Soumar Radek

Renata Dlesková

Strukturované financování

Karel Vlasák

Martin Matoušek

Private Banking

Jan Remr

Pavel Ráž

Pavel Pikna

Lena Krejnická

Faktoring

Petr Bútora

Tomáš Filípek

Daniel Markalous

Oldřich Šrůta

Financování obchodu

Ivan Chleboun

Treasury – Finanční instituce

Kateřina Michalová

Adam Zilvar

Jana Šebestíková

Kateřina Škutová

Andrea Balková

Kateřina Kárníková Novák

Treasury – Trading

23 44 01 362 Milan Fischer 23 44 01 145

23 44 05 228 Eva Bobeničová 23 44 01 316

603 808 512 Roman Fol 23 44 01 144

603 808 035 Jozef Božek 23 44 05 509

602 172 573 Milan Fajkus 23 44 01 821

Ivo Prokop 23 44 01 826

Treasury - Sales

23 44 01 133 Pavel Křivonožka 23 44 05 995

23 44 01 330 Žaneta Chudá 23 44 01 195

23 44 05 691 Michal Michalov 23 44 01 830

23 44 01 857 Martin Bárta 23 44 05 510

Pavel Křištof 23 44 05 907

23 44 01 308 Jakub Skotnica 23 44 05 502

23 44 01 545 Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

23 44 01 039 Robert Schwanzer 23 44 01 130

23 44 01 574 Pavel Bors 23 44 01 885

24 24 32 437 Ondřej Chládek 23 44 05 357

23 30 63 280 Slavomír Koval' 23 44 01 775

Corporate Finance

23 44 01 925 Marek Tichý 23 44 01 953

23 44 01 946 Jakub Hamr 23 44 01 868

23 44 01 374 Pavel Plánička 23 44 01 255

23 44 01 191 Ondřej Hájek 23 44 05 167

Jana Kůrečková 23 44 01 822

Treasury – Equities

Richard Skácel 23 44 01 827

Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Jakub Červenka 23 44 01 070

Milan Frydrych 23 44 01 421

František Táborský 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

UPOZORNĚNÍ

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

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

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

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

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

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

Investoři do finančních nástrojů emitovaných jejich 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 jejich emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimojiné i počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

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

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analýzy RB a RBI nejsou odměňovány 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 organizačních zón 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 podpořou 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 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 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 nepřímou v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnostem Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině

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

Informace týkající se Lichtenštejnského knížectví

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

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.