

Reálný HDP (mezir. změna, %)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	1,6	3,1	3,3
Maďarsko	1,1	2,0	2,0
ČR	-0,9	2,3	2,4
Slovensko	0,9	2,2	3,0
Slovinsko	-2,0	-0,5	1,5
SE	0,8	2,5	2,8
Rumunsko	3,5	2,3	2,5
Bulharsko	0,9	2,0	3,5
Chorvatsko	-1,0	0,0	1,0
Srbsko	2,2	1,0	2,0
Bosna a Her.	1,9	1,5	3,5
Albánie	0,4	2,0	3,0
Kosovo	3,0	3,0	4,0
JVE	2,1	1,7	2,4
Rusko	1,3	1,0	1,5
Ukrajina	0,0	-5,0	1,5
Bělorusko	0,9	0,5	1,5
SNS	1,2	0,5	1,5
SVE	1,2	1,2	2,0
Turecko	3,9	2,0	4,0
eurozóna	0,4	1,5	2,3
Německo	0,5	1,8	2,5
USA	-0,4	1,5	2,0

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (prům., mezir. %)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	0,9	1,2	2,1
Maďarsko	1,7	1,1	3,2
ČR	1,4	1,3	2,0
Slovensko	1,4	0,7	2,7
Slovinsko	1,8	1,8	2,0
SE	1,2	1,2	2,3
Rumunsko	4,0	2,1	3,3
Bulharsko	0,9	2,2	3,5
Chorvatsko	2,2	1,6	2,0
Srbsko	7,8	5,5	5,5
Bosna a Her.	-0,1	2,5	2,5
Albánie	1,9	2,3	2,5
Kosovo	1,8	3,0	2,5
JVE	3,4	2,4	3,3
Rusko	6,8	6,1	5,5
Ukrajina	-0,2	6,0	7,5
Bělorusko	18,3	21,0	20,0
SNS	6,6	6,5	6,1
SVE	4,8	4,7	4,8
Turecko	7,5	7,4	7,3
eurozóna	1,4	1,1	1,5
Německo	1,6	1,5	2,0
USA	1,5	1,5	2,2

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

SE = střední Evropa, JVE = jihovýchodní Evropa,

SNS = Společenství nezávislých států, SVE =

střední a východní Evropa

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- V základním scénáři „neeskalice“ konfliktu na Ukrajině počítáme s dalším oživením americké ekonomiky a rozjezdem eurozóny.
- Uvalení i částečných obchodních sankcí vůči Rusku by eurozónu uvrhlo zpět do ekonomické stagnace. Německo a další země musí investovat do energetické diversity.
- Impozantní růst české ekonomiky na konci roku 2013, zklamání na začátku roku 2014. Důvod? Výrazné předzásobené se cigaretami. Ekonomika ale v jádru ožívuje.
- Dosahuje nebo nedosahuje česká ekonomika vnější rovnováhy? Obchodní bilance sice vykázala v roce 2013 rekordní přebytek, ale struktura přílivu kapitálu do ČR se loni zhoršila.
- Spotřebitelská inflace v březnu dosáhla svého dna a v dalších měsících se bude pomalu zvyšovat. Ke konci roku čekáme inflaci mírně nad 2 %.
- Nadále věříme v opuštění současného intervenčního režimu ČNB na konci letošního roku. Pomalejší růst inflace je hlavním rizikem našeho scénáře. Jakékoliv výraznější oslabení koruny nad současné úrovně jsou vhodnou příležitostí k nákupu koruny či k zajištění proti jejímu budoucímu posílení.

Makroekonomická predikce	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	3 791	3 823	3 846	3 884	4 017	4 163
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	2,3	1,8	-0,9	-0,9	2,3	2,4
HDP na hlavu v EUR podle PPS	19 491	19 491	19 491	19 491	19 491	19 491
Průmyslová výroba, r/r %	10,1	6,9	-1,2	0,5	4,8	4,5
Dosažitelní nezaměstnaní / populace 15-64 let	7,0	6,7	6,8	7,7	7,5	7,4
Nominální mzda v průmyslu, r/r %	3,8	3,4	3,4	0,9	2,1	3,5
PPI, r/r %, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	0,4	1,7
CPI, r/r %, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	1,3	2,0
CPI, r/r %, konec období	2,3	2,4	2,4	1,4	2,4	1,6
Saldo vládních financí, % HDP	-4,7	-3,2	-4,2	-1,5	-1,8	-2,2
Vládní dluh, % HDP	38,4	41,4	46,2	46,0	44,2	44,6
Obchodní bilance, mld. Kč	121,2	191,1	305,7	350,7	363,0	367,0
Běžný účet, % HDP	-3,9	-2,7	-1,3	-1,4	-0,5	-0,1
Přímé zahraniční investice, saldo, % HDP	2,5	1,2	3,2	0,9	1,7	2,0
CZK/EUR, průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,1	26,0
CZK/USD, průměr	19,1	17,7	19,5	19,5	20,1	19,5
Reposazba ČNB, průměr	0,84	0,75	0,53	0,05	0,05	0,50
3M Pribor, průměr	1,31	1,19	1,00	0,49	0,40	0,70

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

Vnější prostředí – blízká se na lepší zítřky

Národní měna/EUR (průměr)

země	2013	2014f	2015f
Polsko	4,19	4,16	4,00
Maďarsko	297,5	315,0	321,3
ČR	26,0	27,1	26,0
Rumunsko	4,42	4,51	4,48
Bulharsko	1,96	1,96	1,96
Chorvatsko	7,57	7,64	7,66
Srbsko	113,2	116,0	119,0
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96
Albánie	140,3	140,0	140,0
Kosovo	euro	euro	euro
Rusko	42,2	49,7	49,3
Ukrajina	10,83	14,51	14,63
Bělorusko	11 788	14 590	17 197
Turecko	2,54	2,94	2,85
USA	1,33	1,35	1,33

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank

země	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
Polsko	2,50	2,50	2,50	2,75
Maďarsko	2,60	2,40	2,40	2,40
ČR	0,05	0,05	0,05	0,05
Rumunsko	3,50	3,50	3,50	3,50
Rusko	7,00	7,00	6,00	6,00
eurozóna	0,25	0,25	0,25	0,25
USA	0,25	0,25	0,25	0,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (bid)

země	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
Polsko	2,52	2,71	2,79	3,16
Maďarsko	2,66	2,70	2,80	2,90
ČR	0,05	0,10	0,20	0,20
Chorvatsko	0,34	0,90	1,10	1,30
Rumunsko	1,99	2,90	2,95	3,05
Rusko	9,16	9,75	9,30	9,40
Turecko	10,45	11,70	11,30	10,90
eurozóna	0,33	0,30	0,30	0,35
USA	0,23	0,30	0,30	0,45

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-letý výnos

země	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
Polsko	4,13	4,60	4,68	4,80
Maďarsko	5,56	6,20	6,25	6,60
ČR	1,94	2,30	2,50	3,00
Chorvatsko	5,22	5,50	5,50	5,50
Rumunsko	5,18	5,40	5,60	5,70
Rusko	9,16	9,50	8,70	8,80
Turecko	9,88	10,60	10,70	10,90
Německo	1,53	1,80	2,00	2,40
USA	2,71	3,00	3,30	3,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

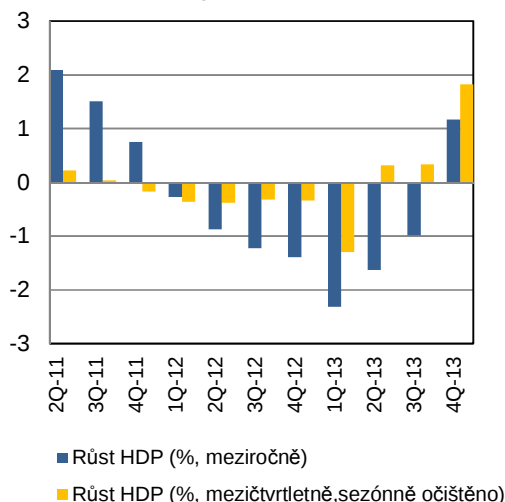
Ekonomické zprávy ze světa byly zastíněny **vývojem na východní Ukrajině**. Čtyřstranná jednání v Ženevě, která se konala 17. dubna 2014, přinesla na trh úlevu. Jestli jen na přechodnou dobu nebo dlouhodobě ukáže až čas. Opětovná eskalace ukrajinského konfliktu představuje pro náš základní scénář oživení americké, evropské i české ekonomiky významné riziko. Zatímco rozšíření seznamu sankcionovaných osob z okolí ruského prezidenta V. Putina by naše ekonomické výhledy nezměnily, zavedením oboustranných kapitálových sankcí nebo selektivních obchodních sankcí by eurozóna obětovala růst a čekala by ji ekonomická stagnace ve druhé polovině roku 2014. Rozsáhlé obchodní sankce včetně omezení dodávek plynu a ropy z Ruska by pravděpodobně přinesly zpátky do Evropy krátkou recesi a pozvolnější oživení v roce 2015.

Bez ohledu na pokračování vývoje na Ukrajině, Rusko v očích západních obchodních partnerů ztratilo důvěru a výsledkem bude postupné (v případě neeskalování konfliktu) nebo uspíšené (v případě eskalace konfliktu) **omezování závislosti evropských ekonomik**, především Německa, **na Rusku**. Německá ekonomika v průběhu poslední finanční krize ukázala svoji schopnost se rychle přeorientovat na jiné trhy mimo Evropu. A nyní se může znovu porozhlédnout po oživujících se trzích uvnitř EU (např. Velká Británie, Irsko, Portugalsko) nebo na americkém kontinentu či v dalších perspektivních rozvíjejících se ekonomikách. Německo a některé východoevropské země každopádně čekají velké investice do energetické nezávislosti na ruském plynu.

A co očekáváme **v základním scénáři „neeskalace“ konfliktu na Ukrajině**? Ekonomika USA po krátké pauze způsobené chladným počasím opět nabírá na rychlosti. Oživení se již začíná projevovat na trhu práce – rostou mzdy, žádosti o podporu v nezaměstnanosti klesají. Fed nemění tempo postupného omezování nákupu aktiv na trhu (po 10 mld. USD každé zasedání až do jejich úplného zastavení ve 4Q 2014). Naši vídeňští kolegové očekávají, že Fed zvedne poprvé sazby už na počátku roku 2015, zatímco sama centrální banka tento krok signalizuje v polovině roku 2015.

Eurozóna podle našich kolegů na počátku tohoto roku oživovala pomaleji, než se očekávalo (dost možná kvůli silnému euru a nejasnému vývoji na Ukrajině). Přesto úroveň předstihových ukazatelů nadále indikuje oživení eurozóny. Inflace zatím stále zpomaluje, ale podle našich kolegů brzy dosáhne dna. Riziko deflační spirály v cenách a mzdách Eurozóně nehrozí, proto RBI neočekává, že by ECB přistoupila k rozsáhlejšímu kvantitativnímu uvolňování *ala* Fed nebo snížení depozitní sazby pod 0%. Nelze však vyloučit některá standardní opatření jako např. snížení intervenční sazby k 0,1 %, snížení povinných minimálních rezerv k 0% nebo/a omezení sterilizace nákupu dluhopisů. Mimo zónu eura nejvýrazněji posiluje Velká Británie. **Japonsko** nyní čeká přechodná fáze zpomalení způsobená nutným zvyšováním daní (DPH a spotřebních daní) vzhledem ke gigantickému veřejnému dluhu (cca 240 % HDP). Japonská centrální banka je ale připravena zabránit výraznějšímu zpomalení dalším „tiskem peněz“. **Čína** se letos nevyhne zpomalení z loňských 7,7% na 7% především kvůli přeinvestování a omezováním úvěrové expanze vládou.

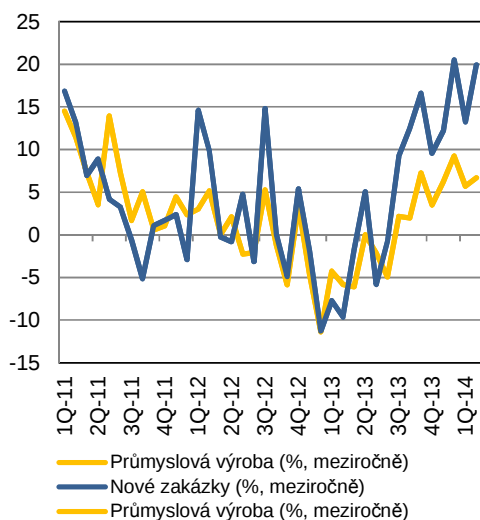
Růst ekonomiky



Růst ekonomiky – slibné zítřky

Impozantní růst české ekonomiky na konci roku 2013 (1,8% mezičtvrtletně a 1,2% meziročně) byl na první pohled skvělou zprávou potvrzující nastolený trend oživení. Nesmíme ale zapomínat, že přírůstek hrubého domácího produktu byl značně podpořen předzásobením se cigaretami a obavou domácností z možného zdražení po intervenci České národní banky proti koruně. Ačkoliv spotřeba domácností se od začátku roku vyvíjí příznivě společně s důvěrou v ekonomiku (viz konjunkturální průzkum), z důvodu extrémně velkého předzásobení se cigaretami se obáváme mezičtvrtletního poklesu HDP v 1Q 2014. Hrubá přidaná hodnota nezahrnující daně (tj. HDP – daně = hrubá přidaná hodnota) nadále poroste. Oživení ekonomiky tažené především vývozem a ve 4Q 2013 i nákupem aut se postupně rozšíří do spotřeby domácností a do investic firem. Appetit domácností utrácet může ve druhé polovině roku s viditelným poklesem nezaměstnanosti a nastupujícím růstem mezd zaměstnanců zesílit. Proto přes existující rizika (výraznější dopad předzásobení se cigaretami nejen do 1Q ale i do 2Q 2014 a uvalení oboustranných ekonomických restrikcí mezi Evropskou unií a Ruskem) nadále předpokládáme letos české ekonomice růst přes 2 % meziročně. Jen nepatrně vyšší přírůstek pak odhadujeme pro rok 2015. Očekávaný návrat české koruny k posilování bude mírně brzdit oživení.
Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Průmyslová výroba a zakázky



Průmysl – víc než se čekalo

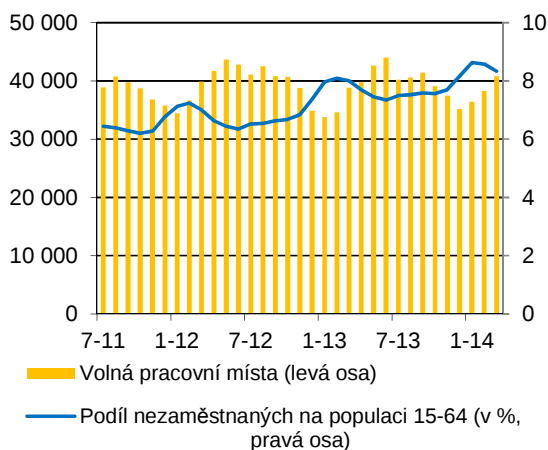
Český průmysl na rozdíl od německého přidává na tempu. V únoru se průmyslová produkce zvedla o 1,7 % oproti lednu (po sezónním očištění) a o 6,7 % meziročně (po očištění o pracovní dny). V lednu činil meziroční přírůstek po revizi 5,7%, přitom za celý loňský rok činil přírůstek pouhých 0,5 %. Tahounem výroby jsou jak jinak než autodíly a osobní auta. Zahraniční i domácí poptávka po autech a autodílech je velmi vysoká. V únoru naopak meziročně poklesla výroba strojů a zařízení. Hledat v poklesu produkce strojů a zařízení dopad krymské krize je podle mého názoru velmi předčasné. Zahraniční zakázky v tomto segmentu i v únoru rostly. Nicméně předstihové ukazatele (např. index nákupních manažerů) i přírůstky nových zakázek pro český průmysl naznačují, že v následujících měsících bychom měli počítat se zvolněním tempa růstu výroby. Jedná se kromě jiného o statistický jev - vliv vyšší srovnávací základny. Přesto platí, že průmysl podporuje oživení české ekonomiky. Za celý rok 2014 čekáme růst průmyslové produkce o necelých 5% meziročně.

Stavebnictví v únoru vzrostlo o 6,1 % r/r a 1,4 % m/m po sezónním očištění, zatímco za celý loňský rok pokleslo v průměru 8,3 %. Moc důvodů k radosti ale není. Je to růst – nerůst. Stavebních povolení je méně než loni a zahájeno bylo také méně bytů. Jen se dokončovalo a to díky příznivému počasí. Růst je tak díky nízké srovnávací základně jen na „papíře a v tabulkách.“ Stavebnictví čeká na velké státní zakázky, které ještě letos kvůli zanedbané projektové přípravě nebudou.

Trh práce – kdo si počká, ten se dočká...

Počet lidí bez práce na začátku roku vyšplhal na **nová historická maxima**. Nežvykle teplé počasí v průběhu zimy bylo jednou z příčin nárůstu nezaměstnanosti na 8,6 % v lednu a únoru (málo sezónních prací ve službách spojených se zimními sporty). Na druhou stranu brzký nástup jara pomohl srazit podíl (dosažitelných) nezaměstnaných v březnu na 8,3 %. Počet dosažitelných uchazečů o zaměstnání klesl proti únoru o cca 18,8 tisíce na 592,7 tisíc díky sezónní práci ve stavebnictví, zemědělství, v cestovním ruchu apod. Skokový nárůst nezaměstnanosti na počátku roku byl evidentně způsoben sezónními vlivy. Pozitivní zprávou z březnového trhu práce je další nárůst počtu volných pracovních míst na 40,8 tis. Oživení ekonomiky už zjevně přineslo stabilizaci míry nezaměstnanosti očištěné o sezónní faktory. Pokud se něco nepokazí, je

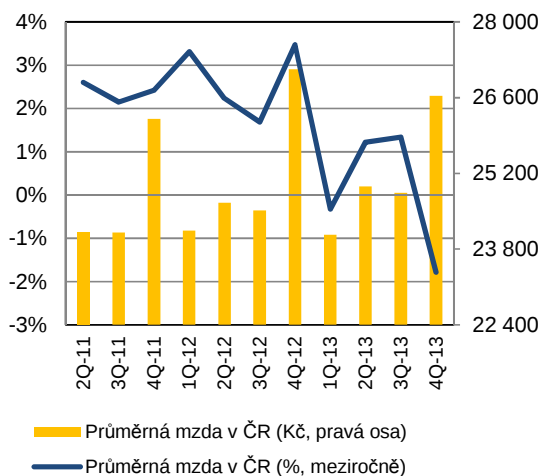
Nezaměstnanost a volná místa



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

otázkou času, kdy míra nezaměstnanosti začne pomalu klesat. Výraznější pokles nezaměstnanosti ale čekáme až ve druhé polovině tohoto roku. Za celý rok 2014 čekáme pokles míry nezaměstnanosti na 7,5 % oproti 7,7 % v roce 2013.

Průměrná mzda



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Průměrná mzda v ČR ke konci roku 2013 poklesla o 1,8 % meziročně na 26 637 Kč. Kupní síla průměrné mzdy po zohlednění růstu spotřebitelských cen se snížila o 2,9 %. Ačkoliv se jedná o první pokles nominální mzdy v novodobé historii ČR, je to pokles optický (nebo chcete-li statistický). Pokles byl způsoben zejména vysokou srovnávací základnou ze 4. čtvrtletí roku 2012. Tehdy se totiž vyplácely bonusy a prémie už na konci roku kvůli vyššímu zdanění v roce 2013 - zaváděla se solidární daň z příjmů. Pokud se podíváme na vývoj mediánových mezd, které nejsou zkresleny dřívější výplatou bonusů u manažerů, tak zjistíme, že nominální mzdy v meziročním srovnání v podstatě stagnovaly - ve 4. čtvrtletí 2013 byl medián 22 288 Kč, o 15 Kč vyšší než ve stejném období předchozího roku. Průměrná mzda v podnikatelské sféře poklesla meziročně reálně o 2,4 % a byla, jak už bylo zmíněno, ovlivněna předem vyplatou bonusů a zvláštních odměn. V nepodnikatelské sféře klesla jen o 0,8 %. Za celý rok 2013 průměrná mzda v podstatě stagnovala (růst o 0,1 %), po zohlednění růstu cen klesla o 1,3 %. V absolutním vyjádření dosáhla za celý rok 2013 v průměru 25 128 Kč. V letošním roce, pokud se bude ekonomice dařit, jak předpokládáme, se mzdy zvýší o více než 2% (v 1H 2014 i výrazněji kvůli nízké srovnávací základně). A díky nízké inflaci, která letos dosáhne v průměru 1,3 %, poroste i jejich kupní síla.

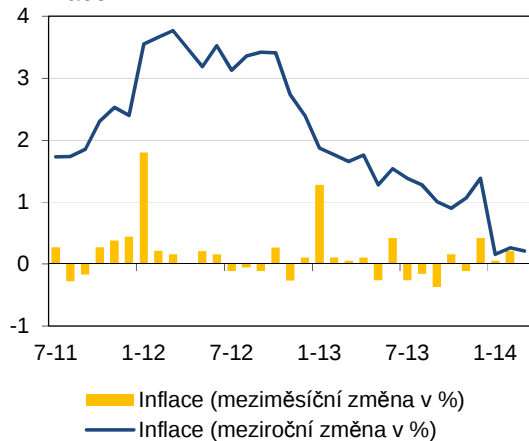
Inflace – spotřebitelská inflace na dně

Spotřebitelská inflace na počátku roku klesla na 0,2 % a na této úrovni se držela až do března. Lednový pokles inflace z prosincových 1,4% byl způsoben převážně poklesem cen elektrické energie (o 9,9%) a neměnnou úrovní nepřímých daní, které se v předchozích letech vždy na začátku roku zvyšovaly. Jedinou významnou položkou spotřebního koše, která významněji zdražuje, jsou potraviny. Ceny ostatních položek se zvyšují jen minimálně. Slabší koruna zatím k výraznějšímu růstu cen nepřispěla – výjimkou jsou snad jen dovážené potraviny, tabák a alkohol. Dopad do cen pohonných hmot byl jen přechodný. Slabý kurz se může v cenách promítnout přímo a nepřímo prostřednictvím zvýšené spotřeby domácností až časem. Myslíme si, že **inflace v březnu dosáhla svého dna** a v dalších měsících se bude pomalu zvyšovat. Ke konci roku čekáme inflaci mírně nad 2 %. Každopádně inflace je od počátku roku zhruba o dvě desetiny nižší, než jsme čekali, a pokud se tato difference bude zvětšovat, znamenalo by to odsunutí konce intervencí do roku 2015. Na druhou stranu se ostatní makroekonomické údaje vyvíjejí příznivě. Proto náš výhled na ukončení současné intervenční strategie ČNB na konci roku 2014 neměníme.

Ceny průmyslových výrobců se od počátku letošního roku pohybují pod loňskou úrovní (v březnu klesly o 0,8 % r/r) a to navzdory slabší koruně a růstu cen ropy na počátku roku. Naposledy průmyslové ceny klesaly v 1Q 2010. Tentokrát kromě cen energií, klesaly i ceny uhlí, koksu a farmaceutických výrobků. Slabší koruna se v cenách průmyslových výrobců zatím projevila jen v určitých oborech např. v mlékárenském průmyslu, automobilovém, textilním, dřevařském a papírenském. **Nákladová inflace i nadále zůstává utlumená.** V dalších měsících počítáme s postupným nárůstem meziročního růstu cen výrobců zejména díky nízkému základu z minulého roku. Už ve druhém čtvrtletí by se měla výrobní inflace vymanit ze záporných hodnot. Otázkou je, zda-li slabší koruna postupně prosákne i do výrobních cen jiných sektorů a její dopad nezůstane izolovaný. Za celý rok očekáváme v průměru méně než 0,5procentní nárůst výrobních cen.

Ceny zemědělských výrobců stále v meziročním srovnání klesají (v lednu o 4 %, v březnu o 4,2 % r/r). Zatímco zelenina a mléčné výrobky zdražují, vejčká, obiloviny a olejniny jsou letos výrazně levnější. Meziroční pokles je ale dán vysokým růstem cen v loňském roce. Zemědělské ceny se ale měsíc po měsíci pozvolna zvyšují a ve druhé polovině letošního roku se dostanou nad loňskou úroveň. Ceny potravin proto mohou ve druhé polovině roku ještě výrazněji zdražit. Samozřejmě bude záležet mimo jiné i na vývoji nákladů zpracovatelů, distribučních nákladech a vývoji obchodních marží. S očekávaným oživením poptávky pravděpodobně porostou i obchodní marže.

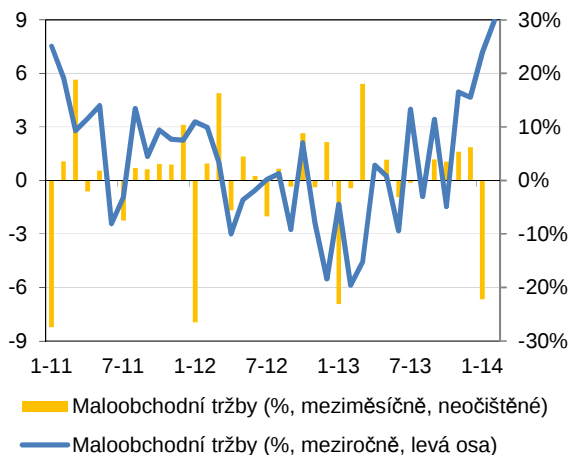
Inflace



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Maloobchod – zvedá růžky

Maloobchod

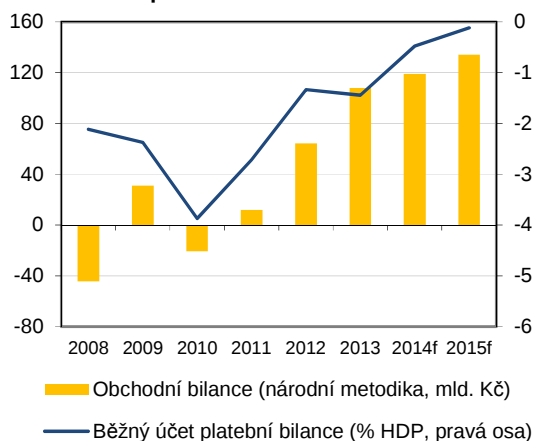


Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

V roce 2013 se maloobchod díky oživení prodeje ke konci roku dostal z poklesu a nakonec si připsal celé 1 % meziročně. Prodeje od začátku roku se vyvíjí lépe, než se očekávalo. V únoru 2014 se maloobchodní tržby zvýšily meziměsíčně o 0,3 % (sezónně očištěno) a meziročně o 8,1 % po lednových 6,4 %. **Nejvýraznější vzestup je u prodeje aut** (díky výprodeji stávajících modelů v reakci na ohlášené zdražení z důvodu oslabení koruny a novým modelovým řadám automobilek). Tržby prodejců aut rostou 20 procenty v meziročním srovnání a to i přesto, že došlo k mírnému zdražení. Ačkoliv v případě prodeje aut se dá očekávat postupné ochabnutí zájmu o nákup vozu, vyšší tržby registrují i ostatní prodejci (nejvýrazněji prodej přes internet, prodej telefonů a počítačů, oděvů a obuvi). Maloobchodu také pomáhá nezvykle brzký příchod jara (například u prodeje oblečení, sportovního vybavení či potřeb pro zahrádkáře). Naopak nezvykle teplé počasí škodilo penzionům a hotelům. Zlepšující se nálada mezi spotřebiteli, zatím nízká inflace a nízká úroveň loňských tržeb mohou maloobchod povzbudit více, než jsme původně čekali (1,6 % v roce 2014). Po odeznění „automobilového“ efektu a efektu brzkého jara uvidíme, jak ve skutečnosti se spotřeba domácností oživuje. Stále platí, že k trvalému růstu spotřeby domácností potřebují i vyšší příjmy. A ty se letos podle našich odhadů zvednou jen nepatrně. To by výraznější růst spotřeby a tudíž i maloobchodu neospravedlňovalo.

Vnější rovnováha – nebo nerovnováha?

Obchodní a platební bilance



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Zatímco obchodní bilance (v národním pojetí zohledňující změnu vlastnictví) vykázala loni rekordní přebytek ve výši 107,5 miliardy korun, z ČR za stejné období **odteklo v podobě dividend, podílů na zisku a ostatních výnosů 312,5 miliardy korun**. Na přímých zahraničních investicích jsme loni získali jen 97,7 miliard korun a to vesměs ve formě reinvestic. Nových investic bylo jen velmi málo. Nabízí se tak kardinální otázka: dosahuje nebo nedosahuje česká ekonomika vnější rovnováhy? Díky přílivu i jiných forem kapitálu do ekonomiky (např. investic do dluhopisů, akcií, krátkodobých vkladů zahraničních subjektů u českých finančních institucí) můžeme zatím považovat české vnější vztahy za vyrovnané. ALE: neschopnost české ekonomiky a) udržet si zahraniční investice doma v podobě reinvestic a/nebo b) přilákat nové investice by závěr obrátila. **Závislost na „krátkodobém“ tzv. „horkém“ kapitálu by v delší časové perspektivě rozkolísala korunu**. Oslabení koruny způsobené intervencí proti koruně, pokud by trvalo dostatečně dlouhou dobu, by mohlo zvýšit atraktivitu ČR pro zahraniční investory a zbrzdí odliv výnosů z ČR. S trvalým oslabením koruny jak finanční trhy tak ČNB nepočítá. Proto je potřeba se zamyslet nad jinými způsoby, jak udržet stávající investice v ČR a ještě lépe, jak přilákat do Česka nové.

Obchodní bilance se zbožím podle přeshraniční statistiky vykázala rekordní přebytek ve výši 350,5 miliard korun (v souladu s naším očekáváním). V národním pojetí dosáhl obchodní přebytek také rekordní úroveň a to ve výši 107,5 miliard korun. Zásahu na tom má rostoucí zahraniční poptávka v eurozóně i mimo ni a doposud pozvolný nárůst dovozu do ČR. Dopad slabší koruny do cen dováženého zboží a pozvolna probouzející se domácí poptávka povedou k postupnému oživení dovozu, jak jsme již zaznamenali v únoru. Na druhou stranu **slabší koruna může přispět k dodatečnému růstu vývozu z ČR** a naopak z důvodu zdražení dovozu k omezení poptávky po dováženém zboží. Mnohé zboží včetně investičních celků není možné nahradit z domácí produkce, takže s růstem dovozu také musíme počítat (tzv. dovozní náročnost české ekonomiky). Přesto nás letos čeká další **rekordní přebytek obchodní bilance**, ale meziroční zlepšení už bude méně výrazné (za rok 2013 zlepšení o cca +45 miliard, v roce 2014 cca +10 miliard).

Kurz koruny

	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
EUR/CZK	27,5	27,2	27,0	26,4
USD/CZK	19,8	20,9	20,8	19,6

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

V roce 2013 skončil **finanční účet platební bilance** s přebytkem okolo 188 miliard korun – nejlepší výsledek od roku 2002. Zásahu na tom nemají přímé zahraniční investice jako v roce 2002, ale tzv. dluhové investice tj. portfoliové a ostatní. Ačkoliv celkový objem investic do ČR nás může těšit, jejich struktura by v nás měla vyvolat ostražitost. **Běžný účet** i v roce 2013 skončil v deficitu a to ve výši 56 miliard korun, tj. 1,4 % HDP. Zásahu na tom má převážně rekordní přebytek obchodní bilance. Předběžné údaje za první dva měsíce letošního roku potvrzují trend zvyšování portfoliových investic, zatímco ostatní investice

Výnosy státních dluhopisů ČR

	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
2 roky	0,3	0,6	0,8	1,0
5 let	0,9	1,2	1,4	1,8
10 let	2,0	2,3	2,5	3,0
15 let	2,7	3,2	3,4	3,5

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

(především zahraniční úložky u domácích bank) z ČR odtékají. Přímé zahraniční investice za první dva měsíce vykazují lepší výsledky než loni (+24,4 mld. vs. -3,1 mld. Kč), ale zatím to na změnu několikaměsíčního trendu oslabování přílivu nestačí. Běžný účet platební bilance díky stále lepším výsledkům zahraničního obchodu se i nadále zlepšuje, na druhou stranu stále více výnosů z ČR odtéká. Letos díky dalšímu rekordu v obchodní bilanci čekáme pokles deficitu běžného účtu na pouhých 0,5 % HDP. Rizikem může být výraznější odliv výnosů z ČR.

Devizové rezervy ČR i v prvních třech měsících roku rostou. Na konci března se přiblížily k hranici 42 miliard EUR (1 144 miliard Kč, tj. cca 29 % HDP). **Likvidní pozice ČR vůči zahraničí** díky skokovému nárůstu devizových rezerv po intervenci ČNB zůstává „luxusní“. Ke konci roku by objem devizových rezerv stačil na pokrytí téměř pětíměsíčního dovozu zboží a služeb.

Měnová politika – bezvětrí

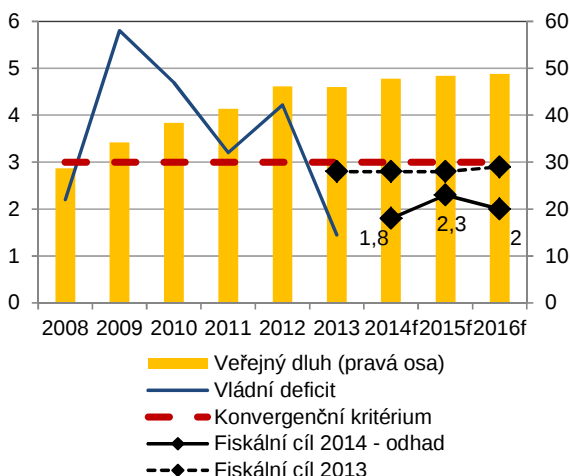
Politika České národní banky (ČNB) k žádné výrazné změně za poslední tři měsíce nedospěla. Došlo pouze k výměně v postech: Evu Zamrazilovou vystřídal 1. března 2014 bývalý premiér Jiří Rusnok. Jiří Rusnok oproti Evě Zamrazilové bude nejspíš patřit k tzv. holubicím. Na rozdíl od p. Zamrazilové podpořil intervence proti koruně. Komentáře členů bankovní rady se nyní točí okolo termínu opuštění současného režimu – stropu na posilování koruny na úrovni 27 Kč za euro. Nejčastěji hovoří o počátku 2015. **Načasování „exitu“ bude hodně záviset na síle oživení ekonomiky a výhledu inflace na rok 2015 a dál.** Myslíme si, že ekonomika ve druhé polovině letošního roku přidá v tempu růstu a inflace se začne ke konci roku zvedat nad 2 %. Navíc vlastní prognóza ČNB může na rok 2015 - 2016 indikovat výrazné oživení inflace ke 3 % a později i nad tuto horní hranici inflačního cíle. To by byl dost silný argument pro opuštění současného stropu pro posilování koruny. Podle našich předpokladů může už listopadová prognóza ČNB upozorňovat členy bankovní rady na možná inflační rizika v horizontu jednoho a jednohoapůl roku. Proto předpokládáme, že právě na listopadovém zasedání může dojít po roční epizodě k opuštění kurzového stropu. Do té doby budeme muset číst „meziřádky“ a hledat ve vyjádřeních členů bankovní rady signály blížící se změny. Po neblahých zkušenostech z reakce trhu na listopadovou intervenci si tentokrát dá ČNB větší práci s komunikací. Dopředu narovinu ale hovořit nebude – velmi pravděpodobně by to vyvolalo spekulace na posilování koruny. Dvoutýdenní repo sazba, která je od listopadu 2012 na úrovni 0,05 %, se ani letos nepohne. Nový cyklus zvyšování sazeb v ČR začne až v roce 2015.

Sazby peněžního trhu ČR (bid)

PRIBID	23. IV.	VI-14	IX-14	XII-14
1M	0,03	0,05	0,05	0,05
3M	0,05	0,10	0,20	0,20
6M	0,08	0,20	0,20	0,30
12M	0,18	0,30	0,40	0,50

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Fiskální deficit a veřejný dluh (% HDP)

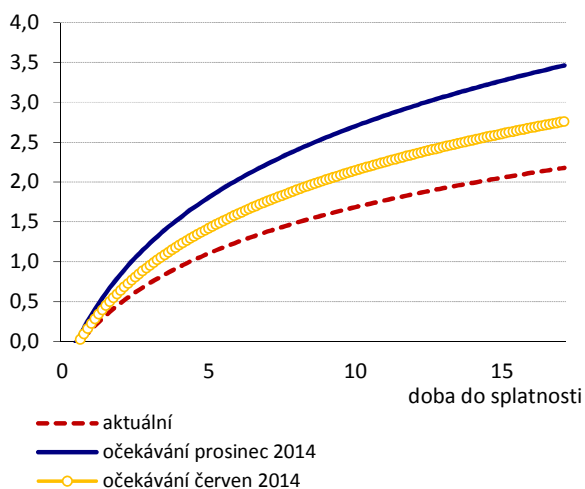


Zdroj: ČSÚ Ministerstvo financí ČR, RB a.s.

Veřejné finance – více spotřeby, stejně málo investic

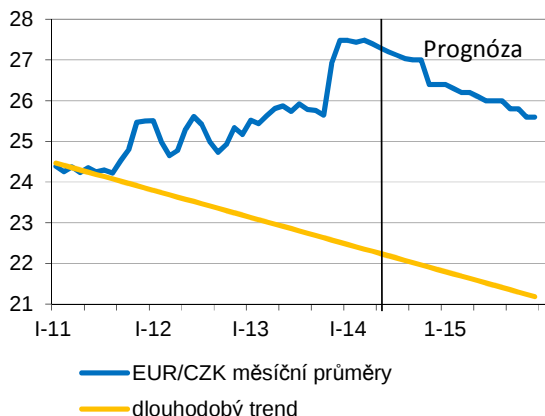
Deficit vládního sektoru skončil v roce 2013 s deficitem pouze 1,5 % HDP. I když jsme už v předchozím vydání Strategie upozorňovali na nečekaně příznivý vývoj státního rozpočtu ke konci roku, tento výsledek nás překvapil. Utažení především v investiční oblasti včetně handicapu v čerpání EU fondů bylo nakonec ještě výraznější, než jsme předvíдали – bohužel ke škodě ekonomiky a stavebnictví především (výkonnost stavebnictví roce 2013 po páté v řadě poklesla a to o 6,7% meziročně). Letošní státní pokladna se také plní lépe díky vyšším daňovým příjmům (spotřební daň a DPH) a opět pomalému čerpání investičních výdajů. Ministerstvo financí si samo dobře uvědomuje, že letos navzdory předvolebním slibům nestihne rozjet větší investiční projekty, proto se počátkem dubna rozhodlo zmrazit 5 miliard z letošního rozpočtu a vložit je do rezervy. O tuto částku se letošní státní rozpočet naplánovaný na -112 miliard korun sníží. Schodek rozpočtu celého vládního sektoru se podle posledních údajů ministerstva financí bude letos pohybovat pod 2 % HDP. V porovnání s loňským rokem jde o uvolnění fiskálních „kohoutků“. Více než o investice půjde o zvýšení spotřebních výdajů. Strukturální schodek vládního sektoru (očistěný o vliv oživení ekonomiky) letos opět po třech letech poroste.

Výnosová křivka (% p.a.)



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

EUR/CZK (měsíční průměry)



Zdroj: Bloomberg, RB a.s.

Finanční trh – dluhopisové výnosy vyklesly

Po nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí 2013, výnosy státních dluhopisů ČR od počátku roku 2014 opět klesaly. Výnos desetiletého vládního dluhopisu ČR se vrátil na úroveň poblíž 2 %, což je stejná úroveň, jaké dosahoval v polovině roku 2013. Důvody poklesu z počátku roku 2014 byly spíše globálního charakteru. Snížily se jednak výnosy amerických vládních dluhopisů, přičemž v Evropě dominovaly spekulace na další podpůrné kroky ECB, ať už by se jednalo o snížení sazeb ECB či nákupy cenných papírů na finančním trhu. Vyhrocení ukrajinské krize se rovněž na poklesu výnosů podílelo. Intervence ČNB z listopadu 2013 rovněž částečně podpořila poptávku po českých dluhopisech. V dubnu tyto faktory doplnil výše uvedený a oproti očekávání citelně příznivější vývoj českých veřejných financí, který zlepšuje pozici českých veřejných financí pro nejbližší léta. V prvním čtvrtletí jsme proto změnili naše doporučení prodávat české vládní dluhopisy se splatností 5 a více let na DRŽET. V delším horizontu tzn. do druhé poloviny roku 2014 však nadále počítáme s mírně rostoucími výnosy českých vládních dluhopisů s tím, jak česká i evropská ekonomika pokračuje v oživení.

Koruna – se uhnízdila nad 27,25 za euro

Koruna se od začátku roku pohybuje vůči euru bezpečně nad hranicí 27. Česká národní banka jen přihlíží. Devizový trh věří závazku České národní banky držet strop pro posilování koruny do doby, než se začne zvedat inflace nad 2 %. A právě nižší inflace drží kurz koruny na slabších úrovních. Jakmile se začne inflace přibližovat ke 2 procentům a ekonomika bude dál růst, předpokládáme postupný posun koruny k hranici 27 EUR/CZK. Ten podle nás nastane ve 3Q 2014. Do té doby zůstane koruna blízko současných úrovní. V polovině května (15.5.) nás čeká zveřejnění prvního odhadu růstu ekonomiky v 1Q 2014. Tento údaj bude zásadně ovlivněn předzásobením se cigaretami ve 4Q 2013, proto nelze vyloučit výrazný mezičtvrtletní pokles HDP. Hrubá přidaná hodnota, která nezahrnuje daně, by ale měla dál růst. Nicméně koruna může reagovat oslabením. V takovém případě bychom doporučili její nákup jako zajištění proti budoucímu posílení (do poloviny roku 2015 až k hranici 26). Rizikem našeho scénáře je samozřejmě pozdější oživení inflace. Pokud by se toto riziko naplnilo, ČNB vystoupí ze současného režimu později, tj. v průběhu roku 2015.

Koruna na rozdíl od našich předpokladů vůči dolaru posílila pod hranici 20 USD/CZK. USD v rozporu s příznivým vývojem americké ekonomiky neposiloval. Euro zůstává (překvapivě) silné, proti čemuž začala vystupovat i Evropská centrální banka. Naši vídeňští kolegové věří, že trh dříve či později zohlední v kurzu USD/EUR příznivý vývoj americké ekonomiky stejně jako úrokovou výhodu vůči eurozóně. Na konci června očekáváme USD/EUR na 1,35 a v září 2014 na 1,30. Koruna by vůči americkému dolaru měla oslabit zpět nad hranici 20 USD/CZK.

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

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

(+420 417 941 444 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček: <http://www.rb.cz/o-bance/kontakt/>**Firemní bankovníctví**

Velké firmy: Barbara Tutass 23 44 01 362

Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228

Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512

Firmy - region Praha: Petr Mariáš 724 557 548

Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035

Firmy - region Morava: Zdeněk Procházka 602 172 573

Projektové a strukturované financování

Tomáš Gürtler 23 44 01 215

Jan Rýdl 23 44 01 133

Martin Hofmeister 23 44 01 330

Renata Dlesková 23 44 01 857

Private Banking

Petr Vításek 23 44 01 437

Richard Tykal 23 44 01 735

Roman Randák 23 44 01 636

Petra Chaloupková 23 44 01 565

Roman Svoboda 23 44 01 643

Petr Mašek 23 44 01 995

Marko Stojanić 23 44 01 522

Alexandra Hřebíková 23 44 01 120

Petr Nimeřický 23 44 01 855

Jakub Hlaváček 23 44 01 831

Pavel Ráž 23 44 01 574

Jakub Šoltys 23 44 01 844

David Žák 23 44 01 637

Veronika Kosinková 23 44 01 572

Ivana Jakubcová 51 75 45 040

Tomáš Crhák 51 75 45 041

Vít Richterek 57 15 45 042

Ivo Stavěl 58 52 06 931

Radovan Křen 59 61 28 868

Petr Váně 59 69 66 432

Kateřina Blahovcová 59 61 11 864

Faktoring

Petr Bútora 23 44 01 925

Financování obchodu

Miloš Večeřa 23 44 01 110

Martin Maar 23 44 01 455

Treasury – Trading

Vít Brdlík 23 44 01 145

Treasury – Sales

Pavel Křivonožka 23 44 05 995

Žaneta Chudá 23 44 01 195

Michal Michalov 23 44 01 830

Martin Bárta 23 44 05 510

Pavel Křištof 23 44 05 907

Jakub Skotnica 23 44 04 050

Oldřich Synovec 23 44 01 146

Milan Fischer 23 44 05 357

Soňa Fenclová 23 44 01 346

Martin Skoumal 23 44 05 351

Treasury – Finanční instituce

Vít Čermák 23 44 01 481

Petra Drncová 23 44 01 461

Kateřina Škutová 23 44 01 877

Treasury – Equity

Richard Skácel 23 44 01 827

Eva Polánová 23 44 01 803

Jakub Veselský 23 44 01 819

Jakub Schermer 23 44 01 838

Treasury – Investiční strategie

Aleš Michl 23 44 01 718

Corporate Finance

Marek Tichý 23 44 01 953

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Michal Brožka 23 44 01 498

Václav Franče 23 44 01 729

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 23. dubna 2014, 12:00h.

Publikace byla vydána 24. dubna 2014.



Upozornění - Disclosure

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

Investiční doporučení či výzkumné zprávy (dále jen „dokument“) nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů a ani za jakoukoliv smlouvu nebo smluvní závazek. Dokument je určen výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírován a rozšiřován třetími osobám. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně investičních nástrojů vydávaných emitentem musí být učiněno na základě dostupné nabídky emitenta nebo příslušného prospektu emitenta a nikoliv na základě tohoto dokumentu. Raiffeisenbank a.s. („RB“) může realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo může vlastnit práva k investičním nástrojům nebo může vlastnit investiční nástroje uváděné v dokumentu. RB může jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních nástrojů uvedených v dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů. Informace obsažené v dokumentu jsou založeny na informačních zdrojích, včetně výročních zpráv a dalších materiálech, které mohou být zpřístupněny subjektem, který je dotčený tímto dokumentem. RB důvěřuje spolehlivosti podaných informací, nicméně nečiní ujištění o přesnosti a úplnosti podaných informací. Pokud není uvedeno jinak, veškeré názory, prohlášení a předpovědi v dokumentu uvedené jsou pouze činy RB a mohou být ze strany RB změněny bez předchozího upozornění. **Platné stupně investičních doporučení a jejich historií naleznete (<http://www.rb.cz/attachments/pdf/analyzy/disclosure.pdf>).**

Investoři do investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na trzích s dlouhodobou infrastrukturou. Likvidita investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna počtem tvůrců trhu, kteří mohou investiční nástroje ovlivňovat na základě informací obsažených v dokumentu.

Zvláštní ustanovení týkající se Rakouska

Zmíněný dokument nelze pokládat za veřejnou nabídku ve smyslu zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) ani prospekt ve smyslu KMG nebo zákona o burze cenných papírů „Börsegesetz“. Dokument není možné pokládat za doporučení ke koupi nebo prodeji investic ve smyslu zákona o dohledu nad cennými papíry „Wertpapieraufsichtsgesetz“. Dokument nenahrazuje poradenství týkající se koupě nebo prodeje investičních nástrojů. Pro účely poradenství týkajícího se koupě nebo prodeje investičních nástrojů kontaktujte svoji banku.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK) a Jersey (Channel Islands)

Dokumenty jsou schvalovány a vydávány Raiffeisen Bank International AG („RBI“) a RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji investičních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k investičním nástrojům nebo mohou vlastnit investiční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dokument může být přímo poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, registrovaný obchodník v USA („RBIM“) a podléhá tak podmínkám níže stanoveným.

Zvláštní ustanovení týkající se USA a Kanady

Výše zmíněný dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou nebo dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16th Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidruženi k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny k datu tohoto dokumentu a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB anebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB anebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Investiční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi, přímo ani nepřímo v USA nebo USA občanům (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“), s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej investičního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoli 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.

Odměna pro analytiky výzkumu

Analytici výzkumu zaměstnaní v RB nebo v RBI nejsou přímo odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni podle celkové ziskovosti RB nebo RBI (mimo jiné), která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

Potvrzení analytiků výzkumu

Každý z analytiků RB nebo RBI, který se účastní přípravy dokumentu, prohlašuje, že

- názory vyjádřené v dokumentu přesně odrážejí osobní pohled analytika na předmětné investiční nástroje a emitenty a
- jakákoliv část odměny analytika není přímo nebo nepřímo odvozena od doporučení nebo názoru obsaženého v dokumentu.

RB ani RBI nemají povinnost aktualizovat dokument. Investoři jsou povinni se zajímat o současný vývoj podnikání příslušných emitentů, změny v podnikatelské činnosti emitentů a jiné relevantní faktory. Adresát dokumentu, který má k dispozici výzkumnou zprávu či investiční doporučení nebo na ně spoléhá, vyslovuje souhlas s omezeními vyjádřenými v dokumentech. Dodatečné informace k obsahu dokumentu jsou k dispozici na žádost.

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. Podrobné upozornění podle § 48 rakouského zákona o burze lze nalézt na <http://www.raiffeisenresearch.at>, v části „Disclaimer“. Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Raiffeisenbank a.s. upozorňuje na <http://www.rb.cz/financi-trhy/analyzy/disclosure/> na některé souvislosti spojené s investičními doporučeními vypracovanými Raiffeisenbank a.s. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4.

Informace o zájmech a střetech zájmů:

- Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Investiční doporučení na akcie vybraných emitentů vytváří Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. je pouze rozšiřuje.
- Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Dohled nad Raiffeisenbank a.s. vykonává Česká národní banka, dohled nad Raiffeisen Bank International a nad Raiffeisen Centrobank vykonávají FMA - Finanzmarktaufsicht a Oesterreichische Nationalbank.
- Raiffeisenbank a.s. rozšiřuje v ČR investiční doporučení Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG. Informace o Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG podle Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a rady 2003/6/ES o povětrném předkládání investičních doporučení a zveřejnění střetů zájmů, jsou obsaženy v publikacích Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG obsahujících investiční doporučení a na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbinternational.com> a <http://www.rcb.at>.
- V Raiffeisenbank a.s. vytvářejí investiční doporučení pracovníci týmu Ekonomický výzkum (podrobněji viz <http://www.rb.cz/financi-trhy/analyzy/kontakt/>). Jiné osoby nemají k investičním doporučením, na jejichž tvorbě se podílí Raiffeisenbank a.s., před jejich rozšířením přístup. Jméno pracovníka týmu Ekonomický výzkum, který vytvořil doporučení, je vždy uvedeno v dokumentu obsahující předmětné doporučení.
- Tým Ekonomický výzkum náleží do organizační vrchního ředitele divize Treasury & Investiční bankovníctví. Při tvorbě investičních doporučení je nezávislý na obchodních útvarech banky včetně obchodních útvarů divize Treasury & Investiční bankovníctví. Vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením brání organizační a administrativní opatření a informační bariéry definované vnitřními předpisy Raiffeisenbank a.s. Postupy při tvorbě investičních doporučení v Raiffeisen Bank International AG, Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s., a spolupráce mezi Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisenbank a.s. a mezi Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. při tvorbě investičních doporučení jsou upraveny vnitřními předpisy Raiffeisen Bank International AG, Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s., zejména předpisem Research Manual.
- Raiffeisenbank a.s. obchoduje s cennými papíry tuzemských emitentů, u nichž se podílí na tvorbě investičních doporučení, i s dalšími investičními instrumenty emitovanými emitenty těchto cenných papírů nebo vztahujícími se k těmto cenným papírům a jejich emitentům. Raiffeisenbank a.s. je tvůrcem trhu akcií emitenta Telefonica O2 Czech Republic na Burze cenných papírů Praha. S emitentem Telefonica O2 Czech Republic má Raiffeisenbank a.s. uzavřenou smlouvu o poskytování investičních služeb.
- Emitenti investičních instrumentů, na něž spoluvytváří investiční doporučení Raiffeisenbank a.s. („Emitenti“), nejsou seznamováni s investičními doporučeními Raiffeisenbank a.s., Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG týkajícími se jimi emitovaných investičních instrumentů před jejich rozšířením.
- Raiffeisenbank a.s. nemá přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu žádného Emitenta přesahující 5%.
- Žádný Emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu Raiffeisenbank a.s. přesahující 5%.

