

Market Monitor

Finanční trhy – 1. čtvrtletí 2014

Konflikt na Ukrajině a případné vyostření vzájemných sankcí mezi Západem a Ruskem představuje významné riziko pro finanční a akciové trhy.

ECB ponechala hlavní refinanční sazbu na 0,25 %. Nicméně nevyloučila možnost použití nestandardní měnové politiky.

FED pokračoval v pozvolném omezování kvantitativního uvolňování. Zároveň FED urychlil očekávání zvyšování sazeb. Ty by podle RBI měly poprvé vzrůst v prvním čtvrtletí 2015.

Doporučení RBI na německé a americké vládní dluhopisy v horizontu tří měsíců je **PRODÁVAT**.

Česká ekonomika vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí o 1,8 % mezičtvrtletně. V roce 2014 by podle nás měla vzrůst o 2,3 % meziročně.

ČNB ponechala režim devizových intervencí beze změny – nadále udržuje korunu nad EUR/CZK 27,00. Čekáme, že ČNB dovolí posílit korunu přes hladinu 27,00 až ve 4. čtvrtletí 2014.

RBI doporučuje **KUPOVAT** následující akciové trhy: Euro Stoxx 50, DAX 30, SMI, Nikkei a Nasdaq. Ostatní trhy (FTSE, DJIA, S&P 500) doporučuje **DRŽET**.

Výkonnost vybraných akciových trhů & Přehled trhu s CZK

Index	Hodnota v bodech 4.4. 2014	Výnos za po- slední čtvrtletí	Výnos od po- čátku roku 2014	Očekávaná hodnota červen	Očekávaná hodnota prosí- nec
DJ ES 50	3 231	5,6%	5,6%	3 200	3 300
DAX	9 699	3,2%	3,2%	9 700	10 000
FTSE	6 704	-0,2%	-0,2%	6 750	7 000
SMI	8 510	3,7%	3,7%	8 550	8 900
DJIA	16 621	1,1%	1,1%	16 500	17 000
S&P 500	1 894	3,4%	3,4%	1 910	1 970
NASDAQ Composite	4 230	2,1%	2,1%	4 510	4 650
Nikkei	15 063	-7,5%	-7,5%	15 200	16 300
BUX	17 952	-3,2%	-3,2%	17 400	18 600
WIG 20	2 467	1,5%	1,5%	2 500	2 600
PX	1 017	2,3%	2,3%	1 030	1 080
MICEX	1 383	-8,0%	-8,0%	1 350	1 400
3M Pribor, konec období	0,37	-0,01	-0,01	0,40	0,40
CZK/EUR, konec období	27,43	-0,4%	-0,4%	27,20	26,40
CZK/USD, konec období	20	-0,7%	-0,7%	20,70	21,00

Pramen: Bloomberg, Reuters, predikce Raiffeisen Research; znaménko „-“ u změn kursů znamená oslabení CZK. ,

RBI značí RaiffeisenBank International.

Analytici: Václav Franče

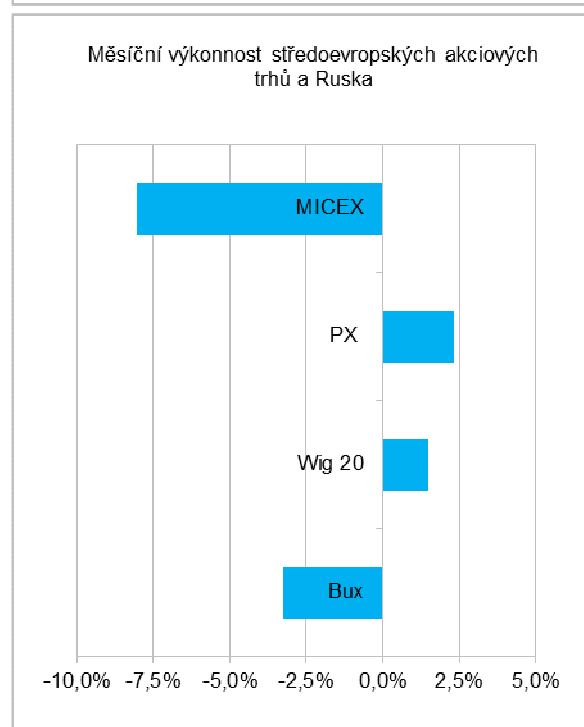
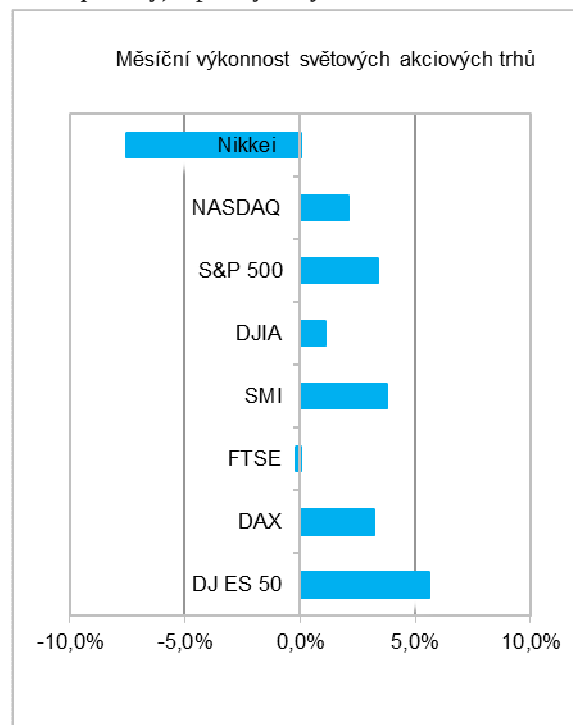
Vývoj finančních trhů

Hlavní událost prvního čtvrtletí není výjimečně spojena s nějakým rozhodnutím centrální banky, ale s konfliktem mezi Ruskem a Ukrajinou, který přerostl až do vojenské intervence Ruska na Ukrajině. Poté, co na Ukrajině masové protesty, jejichž katalyzátorem bylo nepodepsání asociační dohody s EU, smetly prezidenta Janukoviče, se silně zvýšila nestabilita v zemi a v jihovýchodních regionech, zejména na Krymu, vzrostly separatistické tendence. To vedlo až k vojenskému obsazení Krymského poloostrova ruskými vojsky a jeho následném přičlenění k Ruské federaci, které ale prakticky žádný stát neuznal. Navíc Západ reagoval sankcemi proti vybraným osobám z Ruska a Ukrajiny, na což Rusko reagovalo odvetnými sankcemi. Tento vývoj vyvolal na trzích strach z rozsáhlých ekonomických sankcí, které by mohly vést k omezení kapitálových toků či v horším případě dokonce k obchodní válce s Ruskem a částečným omezením dodávek ruského plynu do Evropy. RBI nic z toho v základním scénáři nečeká, ale nepříznivé scénáře se nedají vyloučit („tail risk“). V případě realizace scénáře „obchodní válka“ by ekonomika eurozóny mohla znovu spadnout do krátké recese. Tak jako tak, potřebuje Ukrajina urgentně pomoc od MMF/EU/USA, aby se vyvarovala ekonomickému kolapsu. Pomoc od MMF už je částečně dojednaná.

ECB ponechala sazby beze změny nicméně vzhledem k decelerující spotřebitelské inflaci se nevyhnula úvahám o možném použití nestandardní měnové politiky v budoucnu (kvantitativní uvolňování, záporná depozitní sazba). RBI v základním scénáři použití nestandardní měnové politiky nečeká.

FED pokračoval v postupném omezování kvantitativního uvolňování, když počínaje dubnem snížil tempo nákupu aktiv na 55 mld. USD. Dále urychlil očekávání zvyšování sazeb. Sazby by měly být poprvé zvýšeny již ve druhém čtvrtletí příštího roku a na konci příštího roku by se sazby měly dostat na 1,00 %. Rychlejší utahování měnové politiky způsobilo korekci na akciových a dluhopisových trzích. Americké a evropské akciové trhy v prvním čtvrtletí posilovaly. Oslaboval naopak japonský Nikei. Na evropské a americké akciové trhy pozitivně působilo pokračování ekonomického oživení a zlepšování předstihových indikátorů. Na rozdíl od východoevropských akciových trhů nebyly výrazně ovlivněny geopolitickým napětím na Ukrajině. Na japonské akciové trhy negativně dopadly následující faktory: zpomalení čínské ekonomiky, apreciace jenu a zvýšení DPH. RBI doporučuje KUPOVAT následující trhy: Euro Stoxx 50, DAX 30, SMI, Nikei a

Nasdaq. Ostatní trhy (FTSE, DJIA, S&P 500) doporučuje DRŽET. Optimismus RBI je založen na předpokladu pokračujícího globálního ekonomického oživení, což by se mělo pozitivně projevit v korporátních ziscích a následně cenách akcií. Nicméně ceny některých indexů jsou již relativně vysoké a je malý prostor pro případné zisky, proto je na ně neutrální doporučení. RBI doporučuje převážít cyklické sektory, tj. zejména sektory finanční, energetický, materiály, IT, sektor luxusního zboží (zboží dlouhodobé spotřeby) a průmyslový sektor.



Ropa

Cena ropy se v 1. čtvrtletí mírně snížila na 105 USD/barel ze 107 USD/barel. Za posledních 6 měsíců byla volatilita ceny ropy extrémně nízká. Ve stejném období ale došlo k výraznému nárůstu geopolitického rizika – konflikty na Ukrajině a v Sýrii. Podle RBI cena ropy dostatečně nereflektuje geopolitické riziko. Navíc globální ekonomické oživení by mělo nabírat na tempu, což by mělo zvýšit i poptávku po ropě. Proto RBI očekává růst cen ropy. Konkrétně RBI předpokládá následující vývoj: 114 USD/barel v červnu a 116 v prosinci USD/barel.

Spojené státy

Jak již bylo výše uvedeno, FED pokračoval v pozvolném omezování kvantitativního uvolňování (QE). Od dubna se snížil objem QE na 55 mld. USD. Na každém zasedání plánuje FED snížit objem nákupů o 10 mld. USD. Při tomto tempu by byl program ukončen do konce roku. Zároveň FED urychlil očekávané zvyšování sazeb – sazby by měly být poprvé zvýšeny již ve druhém čtvrtletí příštího roku. Na ro negativně reagovaly ceny akcií a amerických vládních dluhopisů. RBI dokonce očekává první zvýšení sazeb již v prvním čtvrtletí 2015.

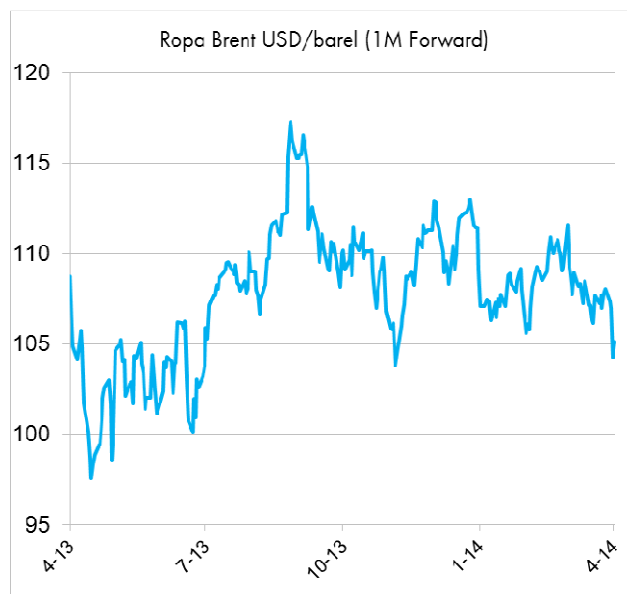
Riziko na straně fiskální politiky odeznělo, když se americkým politikům podařilo navýšit dluhový strop, takže letos by neměl být dosažen.

Dolar v prvním čtvrtletí oslabil na EUR/USD 1,38 z EUR/USD 1,36 na začátku roku, ale před zasedáním FEDu se dolar obchodoval dokonce okolo EUR/USD 1,39. RBI odhaduje následující vývoj EUR/USD: červen – 1,35, září – 1,30 a prosinec – 1,35. Výnosy amerických vládních dluhopisů se ve čtvrtém čtvrtletí snížily na 2,7 % z 3,0 % u desetileté splatnosti. RBI doporučuje PRODÁVAT americké vládní dluhopisy (horizont červen 2014).

Ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla americká ekonomika o 2,4 % č/č anulizovaně po růstu o 4,1 % ve třetím čtvrtletí. Ve druhém pololetí tedy americká ekonomika značně akcelerovala a výhled do tohoto roku se zdá být velmi dobrý. Měsíční údaje se sice na přelomu roku mírně zhoršily vzhledem k silným mrazům, ale to je pouze jednorázový efekt a výhled zůstává slibný. RBI stále odhaduje růst americké ekonomiky v roce 2014 na 2,5 % a na 3,2 % v roce 2015. I americký trh práce je v solidní kondici, když míra nezaměstnanosti dále poklesla na 6,7 %.

Americké akciové indexy (S&P 500, Nasdaq a DJIA) ve 4. čtvrtletí posilovaly. Pozitivním impulsem byla dobrá makro data. Negativem byla politika FEDu, který oznámil rychlejší zvyšování sazeb. Geopolitické riziko nemělo na

americké akcie velký vliv. Index S&P 500 posílil o 3,4 %, DJIA o 1,1 % a Nasdaq o 2,1 %. RBI doporučuje KUPOVAT Nasdaq a DRŽET S&P 500 a DJIA. Ač RBI očekává pokračování růstu americké ekonomiky, ceny amerických akcií jsou relativně vysoké a prostor pro zisky je omezený.



Japonsko

Jen v prvním čtvrtletí mírně posílil na EUR/JPY 142,5 z EUR/JPY 145. Hlavním určujícím faktorem pro vývoj jenu by měla být rozdílná měnová politika mezi FEDem a BoJ. Zatímco prvně jmenovaná centrální banka postupně utahuje svoji měnovou politiku a první zvýšení sazeb může podle RBI přijít již v prvním čtvrtletí 2015, druhá centrální banka je připravena dále podpořit japonskou ekonomiku, pokud to bude potřeba. To by mělo hrát ve prospěch dolaru potažmo eura ve vztahu k jenu (křížově dopočteno). RBI proto odhaduje následující vývoj EUR/JPY: červen – 142, září -140 a prosinec - 149.

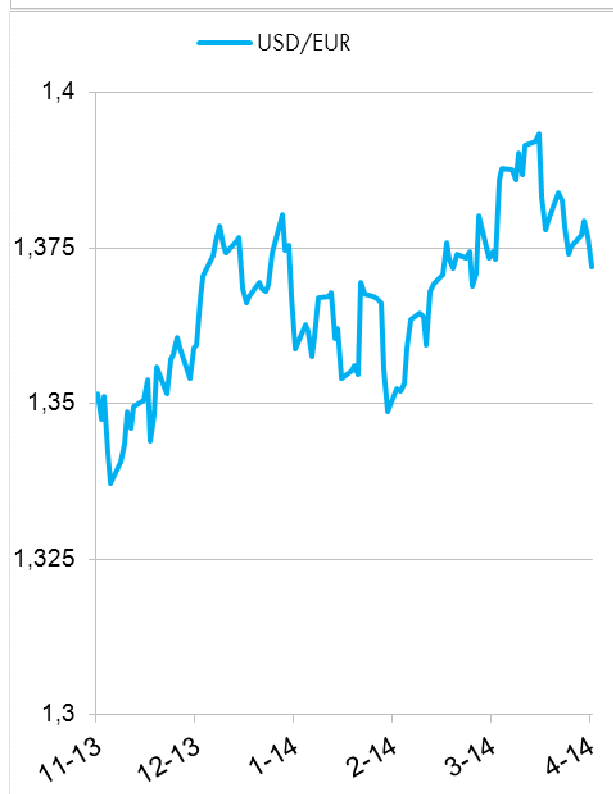
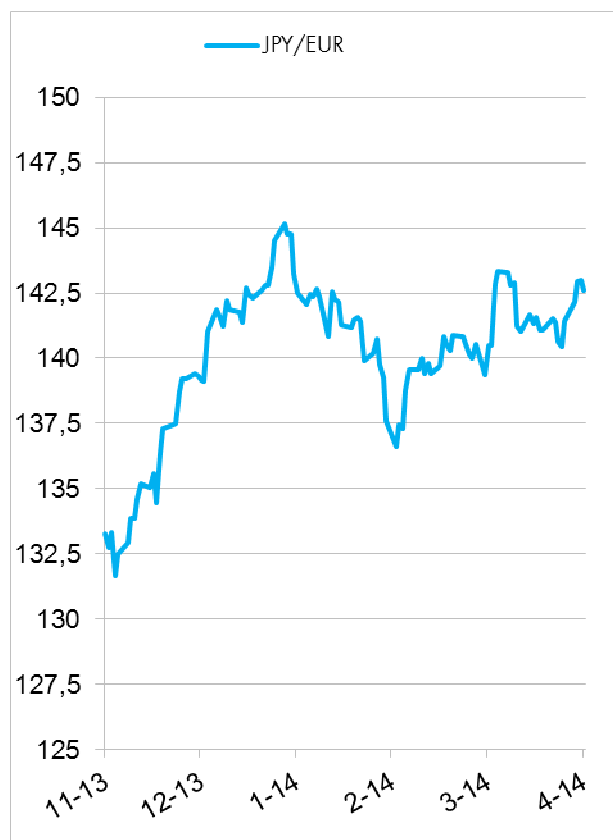
V prvním čtvrtletí index Nikkei oslabil o 7,5 %. Na japonské akciové trhy negativně dopadly následující faktory: zpomalení čínské ekonomiky, apreciace jenu a zvýšení DPH. RBI doporučuje KUPOVAT japonský akciový trh, protože věří, že dopad zvýšení DPH na ceny japonských akcií bude omezený a naopak pozitivně se projeví očekávaná deprecie jenu.

Eurozóna

Ekonomika eurozóny vzrostla ve 4. čtvrtletí o 0,3 % č/č po růstu o 0,1 % č/č ve třetím čtvrtletí. Jedná se o třetí čtvrtletí ekonomického růstu v řadě. Předstihové indikátory PMI a IFO se pohybují v pásmu expanze a indikují nyní pokračování růstu ekonomiky eurozóny. Podle RBI by ekonomika eurozóny měla v roce 2014 vzrůst o 1,5 %. To ovšem pouze za předpokladu, že se nevyostří konflikt na Ukrajině. V případě nejpesimističtějšího scénáře (obchodní restrikce) by se ekonomika eurozóny pravděpodobně nakrátko opět ponořila do recese. Pravděpodobnost takového scénáře je ovšem malá.

ECB ponechala hlavní refinanční sazbu na 0,25 %. Nicméně nevyloučila možnost použití nestandardní měnové politiky (negativní depozitní sazby, kvantitativní uvolňování) zejména s ohledem na klesající inflaci, která dosáhla za březen 0,5 % r/r, což je výrazně pod cílem 2 %. RBI v hlavním scénáři nečeká další uvolnění měnové politiky. V případě další eskalace situace na Ukrajině a vyostření vzájemných sankcí se uvolnění měnové politiky nedá vyloučit.

Dluhopisové výnosy v eurozóně poklesly, konkrétně u německých desetiletých vládních dluhopisů, na 1,5 % z 1,9 % na konci minulého roku. Doporučení RBI na německé vládní dluhopisy je PRODÁVAT (horizont červen 2014).



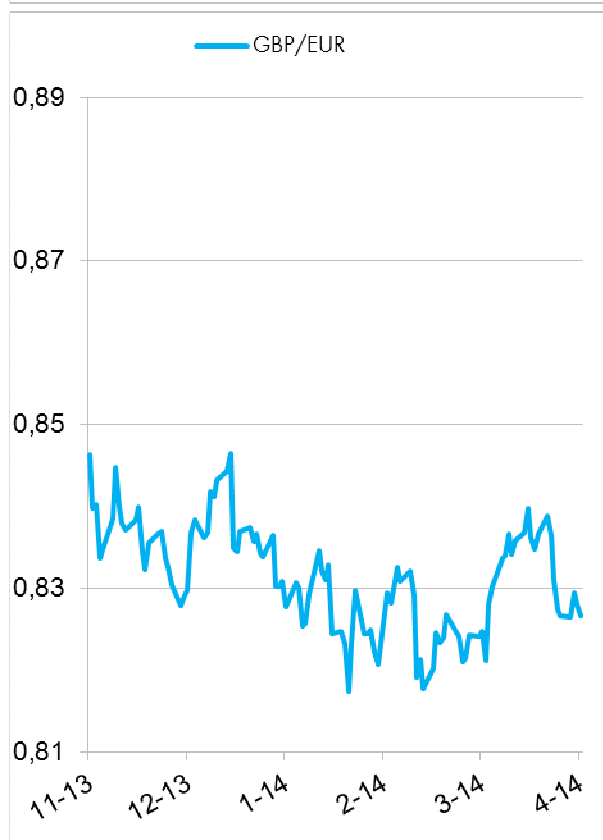
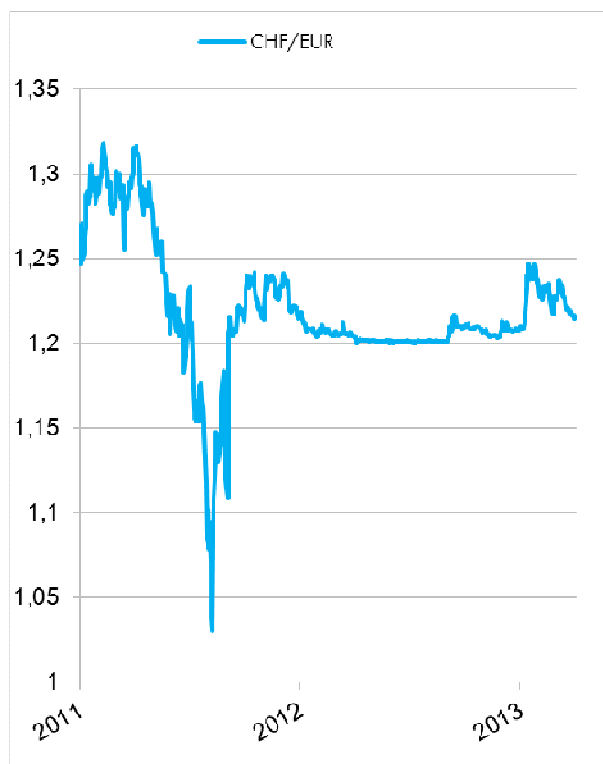
Evropské akciové indexy v prvním čtvrtletí 2014 posílily. Byť na ně měla situace na Ukrajině negativní vliv, za celé 1. čtvrtletí se udržely v plusu zejména díky pokračování ekonomického oživení v eurozóně. Německý index DAX vzrostl o 3,2 %, evropský Euro Stoxx o 5,6 % a švýcarský SMI o 3,7 %. Britský FTSE mírně poklesl o 0,2 %. RBI doporučuje NAKUPOVAT evropské akciové trhy kromě indexu FTSE, který doporučuje DRŽET. Pokračování ekonomického oživení v eurozóně by mělo dále tlačit ceny evropských akcií nahoru.

Švýcarsko

Kurz švýcarského franku lehce posílil na EUR/CHF 1,22 z EUR/CHF 1,23 na konci 4. čtvrtletí. Odstranění dolního limitu EUR/CHF 1,20 švýcarskou centrální bankou není podle RBI zatím na pořadu dne. Zvýšení rizikové averze v souvislosti se situací na Ukrajině vedlo k posílení CHF jakožto bezpečného aktiva. Rozšiřování úrokového diferenciálu mezi výnosy německých a švýcarských vládních dluhopisů (nárůst německého benchmarku) zapříčiněné ekonomickým oživením v eurozóně by mělo oslabit švýcarský frank zejména ve druhé polovině tohoto roku. RBI proto odhaduje následující vývoj EUR/CHF: červen – 1,22, září – 1,25 a březen 2015 – 1,28.

Velká Británie

Britská libra se na konci 1. čtvrtletí obchodovala na podobných úrovních jako na konci 4. čtvrtletí – tj. okolo EUR/GBP 0,83. Oživení britské ekonomiky pokračovalo i ve 4. čtvrtletí, když HDP vzrostl o 0,7 % č/č stejně jako ve třetím čtvrtletí. Za celý rok 2013 ekonomika Británie vzrostla o 1,8 %. Tento rok čeká RBI růst o 2,8 %. Guvernér BoE Carney dal jasně najevo, že hlavní sazba BoE zůstane na své současné úrovni 0,50 %, i když nezaměstnanost poklesne pod 7,0 %. Nicméně rychlejší ekonomický růst v eurozóně a spekulace na utažení měnové politiky by měly pomáhat libře. RBI tedy očekává posilování britské libry. Konkrétně následující vývoj EUR/GBP: červen -0,81, září – 0,80 a prosinec – 0,80.



Emerging Europe

Středoevropské měny se ve 4. čtvrtletí vyvíjely smíšeně. Česká koruna a polský zlotý spíše stagnovaly, naopak forint oslabil.

Aktiové trhy ve střední a východní Evropě se vyvíjely smíšeně. Indexy PX a WIG 20 mírně posílily, zatímco indexy BUX a MICEX oslabily. Nejvíce oslabil ruský MICEX - o 8,0 %. Na cenách ruských akcií se velmi negativně promítl rusko-ukrajinský konflikt. Maďarský BUX oslabil o 3,2 %. Český PX přidal 2,3 % a polský WIG 20 1,5 %. RBI doporučuje KUPOVAT indexy PX a WIG 20 a DRŽET indexy MICEX a BUX.

Polsko

Polská centrální banka ve čtvrtém čtvrtletí ponechala svoji hlavní sazbu na 2,50 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vzrostla polská ekonomika o 2,9 % r/r – akcelerace z 1,9 % r/r ve Q3. Struktura HDP byla pozitivní, jelikož růst nebyl založen jen na pozitivním příspěvku čistého exportu, ale i na domácí poptávce. V tomto roce by měla polská ekonomika podle RBI vzrůst o 3,1 %. S akcelerací růstu a oživením inflačních tlaků by měla i polská centrální banka začít uvažovat o zvýšení sazeb. První zvýšení sazeb čeká RBI ve 4. čtvrtletí.

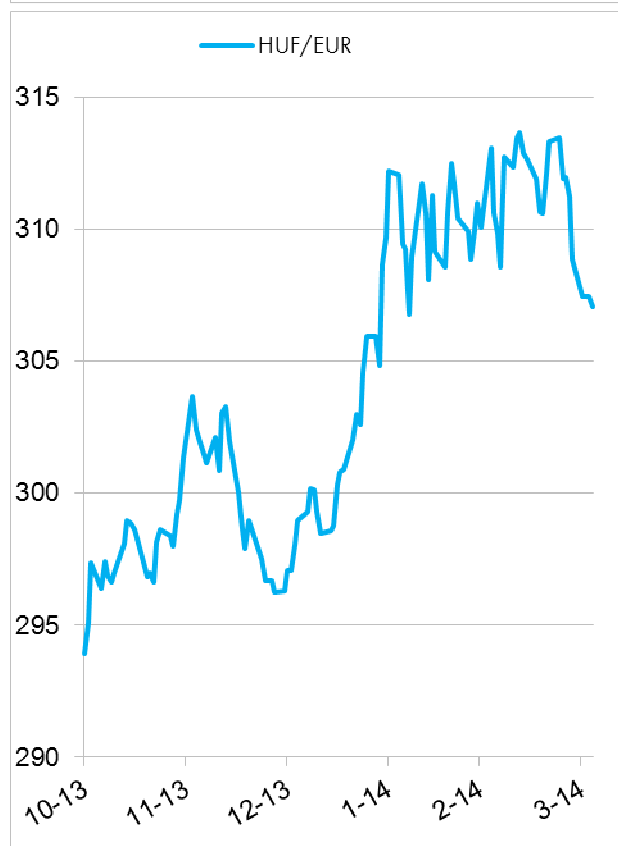
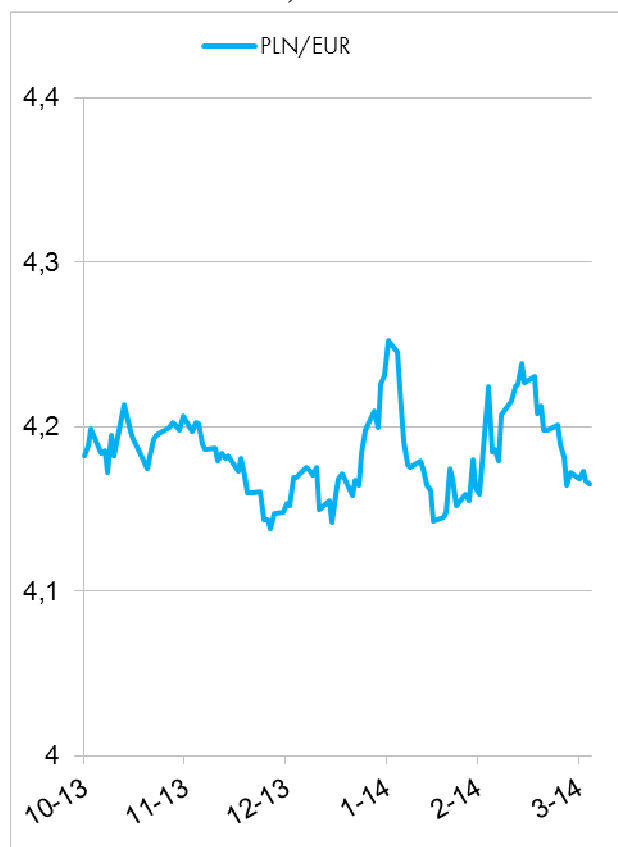
Polský zlotý se na konci Q1 obchodoval na podobných úrovních jako na konci Q4, tj. okolo EUR/PLN 4,15. RBI vzhledem k očekávanému oživení a spekulacím na zvyšování sazeb čeká mírné posilování PLN. Konkrétně predikuje následující vývoj EUR/PLN: červen – 4,18, září – 4,15 a prosinec – 4,10.

Doporučení na polské vládní dluhopisy je PRODÁVAT (horizont červen 2014, desetiletá splatnost, lokální měna).

Maďarsko

Maďarský forint oslabil v prvním čtvrtletí na EUR/HUF 307 z EUR/HUF 297. Vládní strana Fidesz opět vyhrála volby, takže neortodoxní hospodářská politika bude pokračovat. V Maďarsku dále pokračoval cyklus snižování sazeb, když maďarská centrální banka snížila sazby na 2,70 % z 3,00 %. Chování maďarské centrální banky je obtížně predikovatelné. Podle RBI bude ještě dále snižovat sazby až dosáhnou minima 2,40 %. Doporučení na maďarské vládní dluhopisy je PRODÁVAT (horizont červen 2014, desetiletá splatnost, lokální měna). RBI odhaduje oslabování forintu po zbytek roku. Konkrétně očekává následující vývoj EUR/HUF: červen – 315, září – 315 a prosinec – 320.

Reálné ekonomice se navzdory nekonvenční hospodářské politice daří, když HDP vzrostl ve Q4 o 0,4 % č/č. Za celý rok 2013 vzrostla maďarská ekonomika o 1,1 %. V tomto roce RBI očekává růst o 2,0 %.



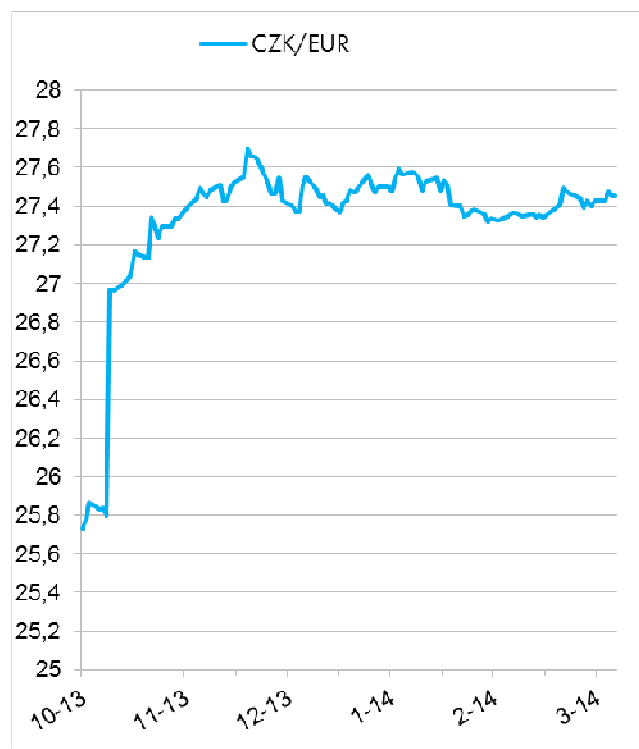
Česká republika

ČNB po šoku, který trhům způsobila ve 4. čtvrtletí, svoji monetární politiku nijak nezměnila. Nadále udržuje korunu nad intervenční hranicí EUR/CZK 27,0. Ve svých vyjádřeních se snaží trhy přesvědčit, že bude držet korunu nad intervenční hranicí minimálně do začátku roku 2015. My si ale myslíme, že postupně opustí intervenční režim již na konci tohoto roku, protože v té době by se inflace měla pohybovat mírně nad 2 %ním inflačním cílem. ČNB se svými výroky možná snaží zabránit spekulacím trhu ve prospěch koruny. Konkrétně předpovídáme následující vývoj EUR/CZK: červen – 27,20, září – 27,00, prosinec – 26,40.

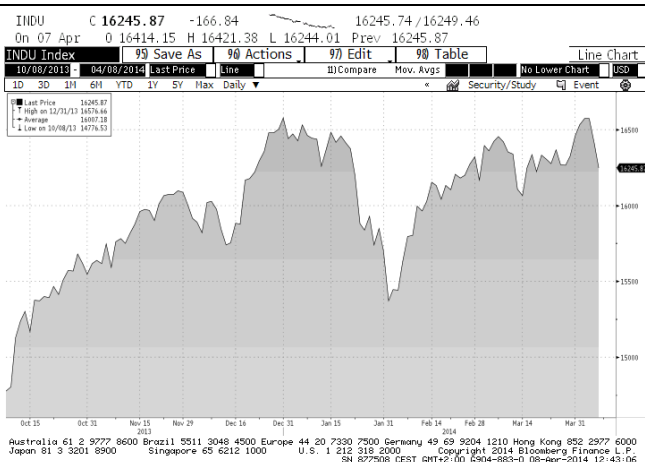
Česká ekonomika vzrostla ve 4. čtvrtletí o 1,8 % mezičtvrtletně. Ale růst ke konci roku byl významně podpořen jednorázovými faktory (předzásobení cigaretami, devizové intervence), takže takovýto růst je do velké míry umělý. V prvním čtvrtletí 2014 lze očekávat korekci ekonomického růstu. Pokles ve 3. čtvrtletí loňského roku o 0,1 % mezičtvrtletně byl revidován na +0,3 % č/č. Česká ekonomika tedy rostla tři kvartály za sebou. Měsíční indikátory (PMI, průmysl, maloobchod) se také zlepšovaly. Stále počítáme s růstem české ekonomiky tento rok o 2,3 %, pokud se nevyostří situace na Ukrajině. Za minulý rok ekonomika poklesla o 0,9 %.

Výnosy českých vládních desetiletých dluhopisů poklesly ve druhém čtvrtletí na 2,1 % z 2,6 %. V horizontu červen 2014 doporučujeme DRŽET české vládní dluhopisy všech splatností. Vzhledem k našemu předpokladu pokračujícího oživení české ekonomiky, které by mělo zvýšit dluhopisové výnosy v delším horizontu, doporučujeme PRODÁVAT české vládní dluhopisy se splatností 5 let a více s horizontem delším než druhá polovina roku 2014.

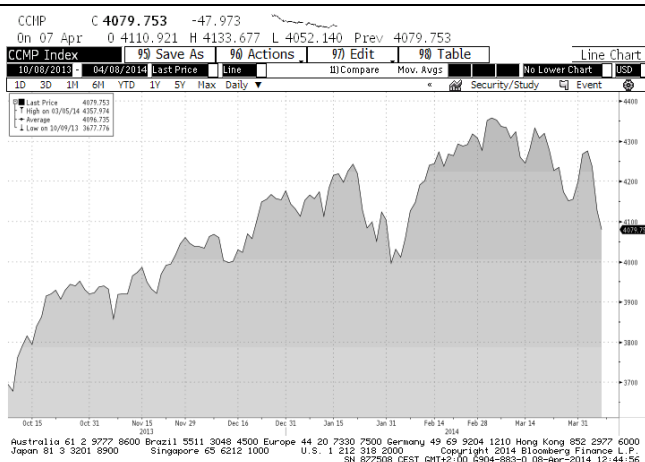
Index PX ve čtvrtém čtvrtletí posílil o 2,3 %, když překonal psychologickou hranici 1000 b., a z východoevropských akciových indexů si vedl nejlépe. Nebýt konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou, mohl si vést ještě lépe. RBI doporučuje KUPOVAT index PX, jelikož očekávané oživení české ekonomiky by mělo mít pozitivní efekt na ceny českých akcií.



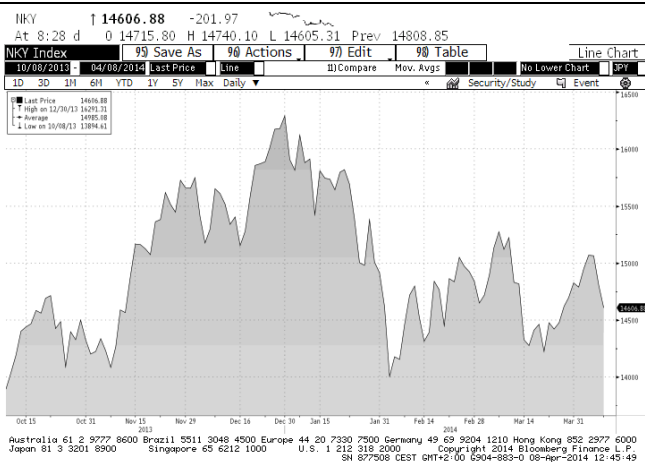
Dow Jones Industrial Average - index 30 nejvýznamnějších společností v USA. Společnosti jsou seřazeny na základě jejich průměrných cen.



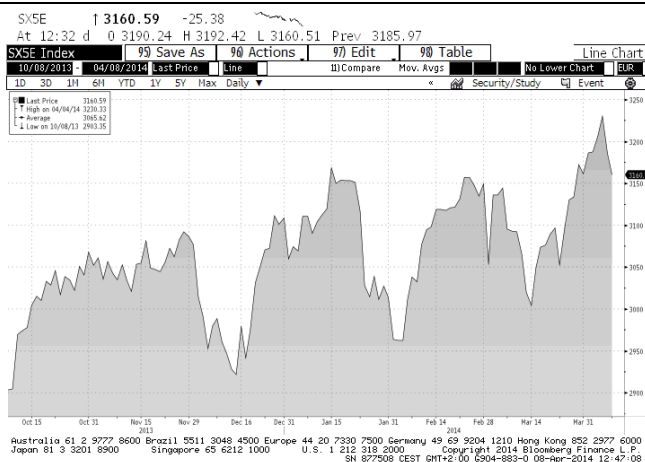
Nasdaq - index malých společností obchodovaných na trhu Nasdaq.



Nikkei 225 - index 225 nejlépe hodnocených japonských společností obchodovaných na japonské burze



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



Upozornění - Disclosure

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů a ani za jakoukoliv smlouvu nebo smluvní závazek (dále jen „**dokument**“ nebo „**výzkumná zpráva**“). Dokument je určen výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírován a rozšiřován třetím osobám. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně investičních nástrojů vydaných 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 tomto dokumentu. Informace obsažené v tomto dokumentu jsou založeny na informačních zdrojích, včetně výročních zpráv a dalších materiálech, které mohou být zpřístupněny subjektem, který je dotčen 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 činěny RB a mohou být ze strany RB změněny bez předchozího upozornění.

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 tomto dokumentu.

Zvláštní ustanovení týkající se Rakouska

Tento 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 „Börsengesetz“. Tento dokument není možné pokládat za doporučení ke koupi nebo prodeji investic ve smyslu zákona o dohledu nad cennými papíry „Wertpapieraufsichtsgesetz“. Tento 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)

Tento dokument byl schválen a vydán 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 a The Prudent Regulation Authority. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Tento dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v tomto 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 a nebo 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. Obchodní kancelář RBI v Jersey není regulována Jersey Financial Services Commission a neposkytuje jakékoliv finanční služby v Jersey, jak jsou tyto služby definovány v Financial Services (Jersey) Law 1998 (FSJL).

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Tato výzkumná zpráva nesmí být rozšiřována nebo distribuována do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuována občanům USA a Kanady. Tato výzkumná zpráva může být přímo poskytnuta 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

Tato výzkumná zpráva je určena pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tato výzkumná zpráva byla adresátovi poskytnuta ze strany RB International Markets (USA) LLC, U.S. registrovaný obchodník v USA, nicméně byla zpracována pobočkou RBI nebo přidruženou nebo dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě této výzkumné zprávy musí být umístěny do RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16th Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Tato výzkumná zpráva byla zpracována 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 tuto výzkumnou zprávu 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 této zprávě jsou činěny k datu této zprávy a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB nebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v této zprávě 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 výslovné ani nevýslovné záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v této zprávě. 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.

Tato výzkumná zpráva nezakládá nabídku na koupi nebo prodej investičního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Tato zpráva poskytuje pouze obecné informace. Tato výzkumná zpráva může být distribuována v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v této zprávě, 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 této zprávy jsou odměňováni podle celkové ziskovosti RBI (mimo jiné), která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RBI a výnosy z jiných obchodů. Nicméně RB, RBI a jejich zaměstnanci mohou být v mezích dovolených právními předpisy angažováni v kterémkoliv obchodu či investici zmíněné v tomto dokumentu, jakož i v jakémkoliv obchodu či investici s aktivy zmíněnými v tomto dokumentu nebo s aktivy s nimi souvisejícími.

Potvrzení analytiků výzkumu

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

- názory vyjádřené v analytické zprávě 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 ve výzkumné zprávě.

RB ani RBI nemají povinnost aktualizovat výzkumnou zprávu. Investoři jsou povinni se zajímat o současný vývoj podnikání příslušných emitentů, změny v podnikatelské činnosti emitentů a jiné relevantní faktory. Adresát této výzkumné zprávy, který má k dispozici výzkumnou zprávu nebo na ní spoléhá, vyslovuje souhlas s omezeními vyjádřenými v tomto dokumentu. Dodatečné informace k obsahu této výzkumné zprávy 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 Upozornění. 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/financni-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.

Raiffeisenbank a.s. Vám nabízí celé spektrum služeb.

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

V případě potřeby můžete využít níže uvedené kontakty:

Raiffeisenbank a.s.

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

Firemní bankovníctví Velké firmy Firmy

Barbara Tutass	23 44 01 362
Václav Štětina	23 44 05 228
Robert Kott (region Severozápad)	603 808 512
Petr Mariáš (region Praha)	724 557 548
Zdeněk Novák (region Jihovýchod)	603 808 035
Zdeněk Procházka (region Morava)	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

Faktoring Financování obchodu

Jarmila Krupová	23 44 01 369
Miloš Večeřa	23 44 01 110
Martin Maar	23 44 01 455

Treasury Trading

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 01 142

Jakub Skotnica	23 44 04 050
Oldřich Synovec	23 44 01 146
Milan Fischer	23 44 05 357
Soňa Fenclová	23 44 01 346

Finační instituce

Martin Skoumal	23 44 05 351
Vít Čermák	23 44 01 481
Petra Drncová	23 44 01 461
Kateřina Škutová	23 44 01 877

Equities

Richar Skácel	23 44 01 827
Eva Polánová	23 44 01 803
Jakub Veselský	23 44 01 819
Jakub Schermer	23 44 01 838

Investiční strategie

Aleš Michl	23 44 01 718
Marek Tichý	23 44 01 953

Corporate Finance

Private Banking

Petr Vitásek	23 44 01 437
Richard Tykal	23 44 01 735
Roman Randák	
Roman Svoboda	23 44 01 643
Petr Mašek	23 44 01 995
Marko Stojanić	23 44 01 522
Alexandra Hřebíková	23 44 01 120
Michaela Podroužková	23 44 01 831
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
Helena Horská	23 44 01 413
Michal Brožka	23 44 01 498
Václav Franče	23 44 01 729
Lenka Kalivodová	

Ekonomický výzkum