

# Strategie – Česká republika

## Ekonomika v době turbulencí: další energetický šok

### 2. čtvrtletí 2026

#### Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- o Postupné odblokování Hormuzu je nejpravděpodobnější scénář konfliktu na Blízkém východě.
- o Každý den, kdy zůstává Hormuzský průliv uzavřen, ekonomické ztráty rostou a zároveň roste poptávka po rezervních kapacitách.
- o Rizika stagflačního scénáře pro eurozónu se začínají naplňovat.
- o ECB ještě jednou letos zvýší sazby, v roce 2027 půjde se sazbami ale dolů.
- o Americké hospodářství se vyrovnává lépe s energetickým šokem.
- o Inflace však mimo toleranční pásmo Fedu, ten má velmi omezený prostor ke snižování sazeb.
- o Česká ekonomika se vyhne recesi, export ji ale nepodrží.
- o I přes rizika zejména pro průmysl neočekáváme nárůst nezaměstnanosti.
- o Trh práce prochází strukturálními změnami, podíl dlouhodobě nezaměstnaných se zvyšuje.
- o Rizika se vrší, 2% inflační cíl se začíná opět vzdalovat.
- o Proinflačním rizikem zůstává nejen surovinový šok, ale i vysoké zadlužování vlády a svižný růst mezd.
- o Ceny nemovitostí šplhají stále výše, v budoucnu se projeví vyšší cenou nájmu.
- o Rozvolnění fiskálních pravidel – dodržíme deficit do 3 % HDP?
- o ČNB věří, že ukočíruje situaci zatím bez zvyšování sazeb.
- o Koruna odolala geopolitickému napětí a pomohl ji i nárůst tržních sazeb. Prostor pro další posílení je však limitován.
- o Výnosy dluhopisů zůstanou delší dobu na zvýšené úrovni.

| Makroekonomická predikce               | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026f  | 2027f  | 2028f  |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| HDP v běžných cenách, mld. Kč          | 6 308  | 7 050  | 7 660  | 8 058  | 8 542  | 8 911  | 9 316  | 9 731  |
| Růst HDP, stálé ceny, r/r %            | 4,0    | 2,9    | 0,2    | 1,1    | 2,6    | 1,6    | 2,2    | 2,6    |
| HDP na hlavu (EUR)                     | 23 419 | 26 782 | 29 226 | 29 263 | 31 741 | 33 642 | 35 465 | 37 274 |
| Průmyslová výroba, r/r %               | 6,5    | 2,1    | -0,8   | -1,0   | 2,2    | 1,0    | 2,0    | 2,0    |
| Míra nezaměstnanosti MPSV              | 3,8    | 3,4    | 3,6    | 3,8    | 4,4    | 4,9    | 4,7    | 4,5    |
| Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r) | 5,8    | 4,3    | 7,2    | 6,6    | 6,6    | 7,0    | 6,5    | 6,0    |
| PPI, r/r %, průměr                     | 7,2    | 24,3   | 5,0    | 0,8    | -0,8   | 1,0    | 2,2    | 2,2    |
| CPI, r/r % průměr                      | 3,8    | 15,1   | 10,7   | 2,4    | 2,5    | 2,2    | 3,0    | 2,6    |
| CPI, r/r %, konec období               | 6,6    | 15,8   | 6,9    | 3,0    | 2,1    | 3,0    | 2,6    | 2,6    |
| Saldo vládních financí, % HDP          | -5,0   | -3,1   | -3,8   | -2,0   | -2,3   | -2,8   | -3,2   | -3,1   |
| Dluh sektoru vládních institucí, % HDP | 40,7   | 42,5   | 42,5   | 43,3   | 44,3   | 45,1   | 45,8   | 46,8   |
| Obchodní bilance, mld. Kč              | -9     | -205   | 123    | 221    | 213    | 140    | 160    | 200    |
| Běžný účet, % HDP                      | -2,1   | -4,7   | -0,1   | 1,7    | 0,7    | 0,8    | 0,6    | 0,5    |
| EUR/CZK, konec období                  | 24,9   | 24,1   | 24,7   | 25,2   | 24,2   | 24,2   | 24,0   | 23,9   |
| USD/CZK, konec období                  | 22,0   | 22,6   | 22,4   | 24,3   | 20,6   | 20,2   | 19,7   | 19,9   |
| 2T Repo sazba ČNB, konec období        | 3,75   | 7,00   | 6,75   | 4,00   | 3,50   | 4,00   | 3,75   | 3,50   |
| 3M PRIBOR, konec období                | 4,08   | 7,26   | 6,77   | 3,92   | 3,52   | 4,10   | 3,85   | 3,60   |
| 2letý výnos, konec období              | 3,54   | 5,44   | 4,26   | 3,73   | 3,67   | 4,20   | 4,10   | 4,00   |
| 5letý výnos, konec období              | 3,16   | 5,21   | 3,72   | 3,86   | 4,06   | 4,40   | 4,30   | 4,30   |
| 10letý výnos, konec období             | 2,83   | 5,01   | 3,74   | 4,20   | 4,54   | 4,80   | 4,80   | 4,90   |
| Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV  |        |        |        |        |        |        |        |        |

| Reálný HDP (průměr, v % r/r) |      |       |       |       |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|
| země                         | 2025 | 2026f | 2027f | 2028f |
| Polsko                       | 3,6  | 3,5   | 3,0   | 2,9   |
| Maďarsko                     | 0,5  | 1,3   | 3,0   | 3,5   |
| <b>ČR</b>                    | 2,6  | 1,6   | 2,2   | 2,5   |
| Slovensko                    | 0,8  | 0,5   | 0,9   | 2,0   |
| <b>SE</b>                    | 1,9  | 1,7   | 2,3   | 2,8   |
| Rumunsko                     | 0,7  | -0,7  | 1,5   | 2,7   |
| Bulharsko                    | 3,1  | 2,4   | 2,4   | 3,0   |
| Chorvatsko                   | 3,2  | 2,1   | 2,1   | 2,5   |
| Srbsko                       | 2,0  | 2,8   | 3,5   | 3,0   |
| Bosna a Her.                 | 2,0  | 1,7   | 2,1   | 2,8   |
| Albánie                      | 3,7  | 3,6   | 3,8   | 3,7   |
| Kosovo                       | 3,6  | 3,9   | 4,0   | 4,0   |
| <b>JVE</b>                   | 2,6  | 2,3   | 2,8   | 3,1   |
| Rusko                        | 1,0  | 1,1   | 1,0   | 0,9   |
| Ukrajina                     | 1,8  | 1,5   | 3,0   | 4,0   |
| <b>SNS</b>                   | 1,4  | 1,3   | 2,0   | 2,5   |
| <b>eurozóna</b>              | 1,4  | 0,5   | 1,2   | 1,7   |
| Zdroj: Raiffeisen RESEARCH   |      |       |       |       |

| Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r) |      |       |       |       |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| země                                  | 2025 | 2026f | 2027f | 2028f |
| Polsko                                | 3,6  | 3,1   | 3,0   | 2,8   |
| Maďarsko                              | 4,4  | 2,6   | 3,5   | 2,2   |
| <b>ČR</b>                             | 2,5  | 2,2   | 3,0   | 2,6   |
| Slovensko                             | 4,0  | 4,3   | 4,0   | 2,8   |
| <b>SE</b>                             | 3,6  | 3,1   | 3,4   | 2,6   |
| Rumunsko                              | 7,3  | 8,1   | 3,7   | 2,7   |
| Bulharsko                             | 4,6  | 4,8   | 2,7   | 2,8   |
| Chorvatsko                            | 3,7  | 4,8   | 3,5   | 2,1   |
| Srbsko                                | 3,9  | 4,0   | 4,8   | 3,8   |
| Bosna a Her.                          | 4,0  | 3,8   | 2,9   | 2,1   |
| Albánie                               | 2,2  | 2,9   | 2,8   | 3,0   |
| Kosovo                                | 3,9  | 6,1   | 3,8   | 3,3   |
| <b>JVE</b>                            | 4,2  | 4,9   | 3,5   | 2,8   |
| Rusko                                 | 8,7  | 5,2   | 4,5   | 4,0   |
| Ukrajina                              | 12,8 | 8,0   | 6,3   | 6,8   |
| <b>SNS</b>                            | 10,8 | 6,6   | 5,4   | 5,4   |
| <b>eurozóna</b>                       | 2,1  | 3,0   | 2,0   | 2,0   |
| Zdroj: Raiffeisen RESEARCH            |      |       |       |       |

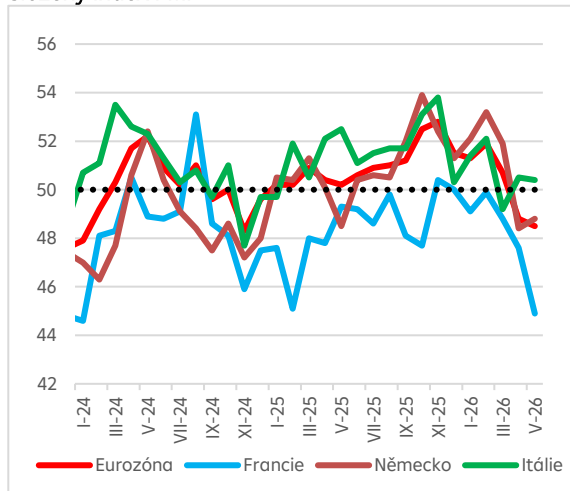
| EUR/Národní měna (průměr)  |        |       |        |        |
|----------------------------|--------|-------|--------|--------|
| země                       | 2025   | 2026f | 2027f  | 2028f  |
| Polsko                     | 4,24   | 4,25  | 4,30   | 4,30   |
| Maďarsko                   | 398    | 373   | 365    | 360    |
| <b>ČR</b>                  | 24,7   | 24,3  | 24,1   | 24,0   |
| Rumunsko                   | 5,0417 | 5,17  | 5,21   | 5,22   |
| Bulharsko                  | 1,9561 | 1,96  | 1,96   | 1,96   |
| Srbsko                     | 117,2  | 117,5 | 117,5  | 117,4  |
| Bosna a Her.               | 1,96   | 1,96  | 1,96   | 1,96   |
| Albánie                    | 97,8   | 94,9  | 93,9   | 93,8   |
| Rusko                      | 94,54  | 94,05 | 109,31 | 122,24 |
| Ukrajina                   | 47,13  | 51,80 | 55,51  | 57,1   |
| <b>USA</b>                 | 1,13   | 1,18  | 1,22   | 1,20   |
| Švýcarsko                  | 0,94   | 0,92  | 0,93   | 0,92   |
| Zdroj: Raiffeisen RESEARCH |        |       |        |        |

| Základní úroková sazba centrálních bank (% eop) |          |       |       |       |
|-------------------------------------------------|----------|-------|-------|-------|
| země                                            | aktuální | Q3-26 | Q4-26 | Q1-27 |
| Polsko                                          | 3,75     | 3,75  | 3,75  | 3,75  |
| Maďarsko                                        | 6,25     | 5,75  | 5,50  | 5,25  |
| <b>ČR</b>                                       | 3,75     | 4,00  | 4,00  | 4,00  |
| Rumunsko                                        | 6,50     | 6,50  | 6,50  | 6,00  |
| Rusko                                           | 14,25    | 13,50 | 12,00 | 10,00 |
| Eurozóna                                        | 2,40     | 2,65  | 2,65  | 2,40  |
| USA                                             | 3,75     | 3,50  | 3,50  | 3,25  |
| Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH           |          |       |       |       |

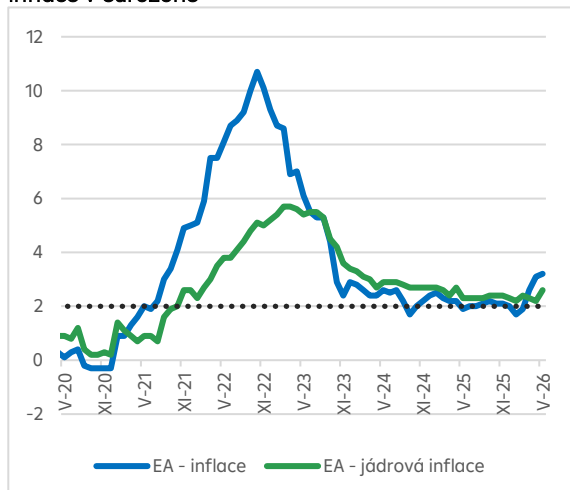
| 3M sazba peněžního trhu (% eop)       |          |       |       |       |
|---------------------------------------|----------|-------|-------|-------|
| země                                  | aktuální | Q3-26 | Q4-26 | Q1-27 |
| Polsko                                | 3,83     | 3,85  | 3,85  | 3,85  |
| Maďarsko                              | 5,88     | 5,65  | 5,40  | 5,15  |
| <b>ČR</b>                             | 3,82     | 4,10  | 4,10  | 4,10  |
| Rumunsko                              | 5,84     | 5,90  | 5,90  | 5,50  |
| Rusko                                 | 12,55    | 13,33 | 11,69 | 9,48  |
| Eurozóna                              | 2,31     | 2,50  | 2,45  | 2,30  |
| USA                                   | 3,70     | 3,40  | 3,40  | 3,15  |
| Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH |          |       |       |       |

| 10letý výnos státního dluhopisu (% eop) |          |       |       |       |
|-----------------------------------------|----------|-------|-------|-------|
| země                                    | aktuální | Q3-26 | Q4-26 | Q1-27 |
| Polsko                                  | 5,41     | 5,17  | 5,09  | 4,90  |
| Maďarsko                                | 5,21     | 5,40  | 5,30  | 5,25  |
| <b>ČR</b>                               | 4,66     | 4,70  | 4,80  | 4,70  |
| Rumunsko                                | 6,84     | 6,90  | 6,60  | 6,25  |
| Rusko                                   | 15,10    | 14,58 | 13,73 | 12,87 |
| Eurozóna                                | 2,95     | 2,95  | 2,90  | 2,80  |
| USA                                     | 4,51     | 4,10  | 4,10  | 4,00  |
| Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH   |          |       |       |       |

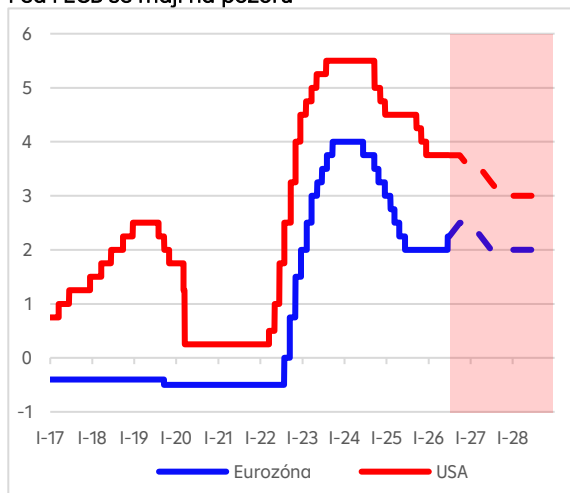
Složený index PMI



Inflace v eurozóně



Fed i ECB se mají na pozoru



## Vnější prostředí

### Hormuzský průliv se otevírá, rizika však přetrvávají

Patrně nejzásadnějším ekonomickým dopadem války na Blízkém východě bylo uzavření Hormuzského průlivu, v jehož důsledku výrazně stouply ceny energií. Nedávno podepsané mírové memorandum mezi USA a Íránem by sice mělo zajistit otevření této klíčové dopravní tepny, **obnovení dopravy na předválečné úrovni ale může trvat několik měsíců (tzv. muddling through)**. Bude třeba odstranit nastražené miny a vzhledem k nestabilitě v celém regionu očekáváme, že ceny ropy nespadnou na hodnoty viděné na konci února. **Naše prognóza očekává, že se ve zbytku letošního roku bude cena ropy Brent pohybovat mezi 70-80 USD/barel**, když bude třeba doplnit vyprázdňené zásobníky, což bude stimulovat poptávku. Zároveň zůstává nevyjasněné, zda v dlouhodobém horizontu bude průplav bez poplatků za námořní služby, a je tak pravděpodobné, že si investoři budou chtít účtovat určitou rizikovou přírážku. To jen podtrhuje nutnost diverzifikace dodavatelů surovin, hledání bezpečnějších a stabilnějších dodavatelů, budování nových a rozšiřování stávajících kapacit.

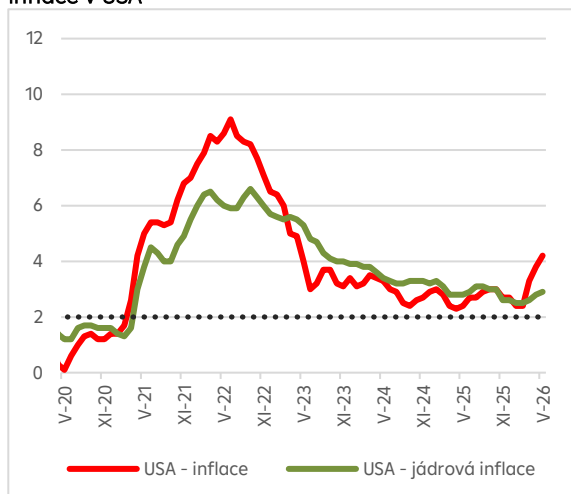
### Ekonomika eurozóny letos podřadila

Náš negativní scénář vleklého konfliktu s potenciálním nárůstem cen ropy Brent až ke 170 USD/barel během května se sice nenaplnil, ale přesto ekonomika eurozóny čelí riziku stagflace. Všechny významné instituce snižovaly růstové vyhlídky eurozóny, naposledy ECB revidovala odhad růstu HDP na 0,8 % pro letošní rok. Nicméně vzhledem ke slabým předstihovým ukazatelům a finálnímu údaji HDP za 1Q'26, kdy místo mezičtvrtletního růstu o 0,1 % hospodářství eurozóny pokleslo o 0,2 %, jsou rizika vychýlena směrem ke slabšímu růstu. **Naše prognóza očekává růst pouze o 0,5 %**. Růst spotřeby domácností zvolnil, přičemž právě ona měla být motorem hospodářství. Inflace se však v posledních měsících zvýšila a v té souvislosti mohou domácnosti odkládat větší nákupy a sklon k míře úspor může růst. Zároveň se na začátku roku zastavily investice a export strádá i kvůli slabému výkonu průmyslu, který nadále trápí nedostatečný počet nových zakázek a nízká poptávka. **Oživení předpokládáme až v příštím roce, kdy by růst mohl zrychlit na 1,2 %**.

### Eurozóna má letošní vrchol inflace za sebou

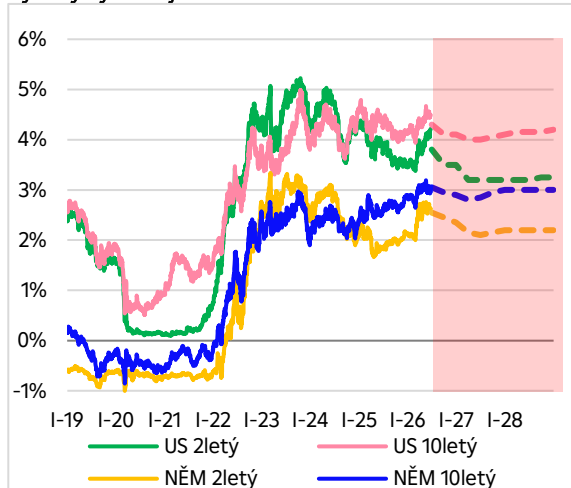
Válka na Blízkém východě zvrátila inflační trend v eurozóně ze začátku roku a v květnu spotřebitelská inflace zejména z důvodu vyšších cen pohonných hmot **stoupla až na 3,2 %**. Tím se dostala poprvé od září 2023 nad horní hranu tolerančního pásma ECB. Na druhé straně

### Inflace v USA



odhadujeme, že inflace dosáhla svého lokálního maxima a v dalších měsících letošního roku mírně poklesne a bude oscilovat okolo 3 %. Průměrná inflace se tak podle nás zvýší z loňských 2,1 % na 3 %. Na začátku příštího roku by inflace mohla poklesnout ke 2,5 % a od 2Q'27 pak dokonce ke 2 %. **Za celý příští rok očekáváme inflaci v průměru na 2 %,** ale rizika vnímáme směrem vzhůru. Výrobní inflace v eurozóně byla v dubnu meziročně vyšší takřka o 5 %, když rostou ceny vstupů a zároveň se ve vyšší míře začínají projevovat problémy s jejich dodáváním. Provozní náklady firem tak rostou, což se promítá na vyšších prodejních cenách. I proto jsou inflační očekávání na vzestupu, a nelze tak vyloučit vyšší tlak na růst mezd. To by však dále bránilo dezinflaci ve službách, kde se tempo zdražování drží okolo 3,5 % a díky tomu je jádrová inflace nadále mírně zvýšená (2,6 %).

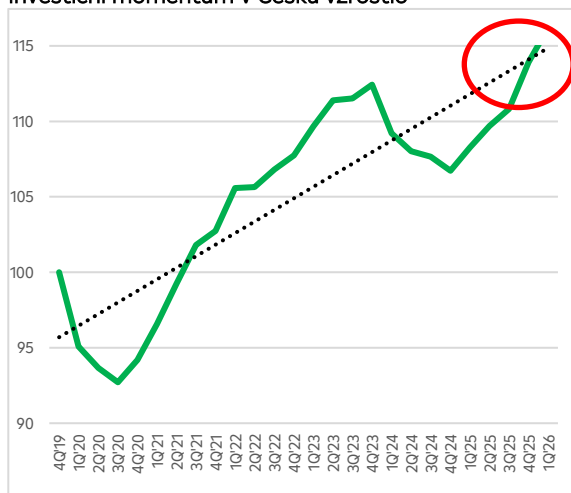
### Výnosy výrazněji neklesnou v USA ani v eurozóně



### ECB zvýší sazby ještě jednou v tomto roce

Rada guvernérů ECB na svém posledním zasedání v červnu zvýšila úrokové sazby o 25bb. Depozitní sazba tak aktuálně činí 2,25 %. Jak uvedla prezidentka ECB Christine Lagarde, další postup ECB se bude v dalších týdnech a měsících odvíjet od příchozích dat a rozhodovat se bude od zasedání k zasedání. Nelze tak vyloučit ani výraznější zpřísnování měnové politiky, nicméně ECB podle nás bude pragmatická. Odhad jádrové inflace pro rok 2027 byl sice navýšen, což zdůrazňuje potřebu, aby ECB zůstala ostražitá, na druhé straně ale ECB očekává v letošním roce růst HDP ve výši 0,8 %. Finální odhad za 1Q'26 a slabé předstihové ukazatele (např. PMI) ovšem již nyní naznačují rizika směrem dolů. **Očekáváme proto, že Rada guvernérů zvýší úrokové sazby už jen jednou, a to v září letošního roku.** Pozitivem je, že známky druhotných efektů vyšších cen energií do dalších částí inflace zatím nejsou patrné a celková inflace by měla klesnout zpět k 2% cíli ve 2H'27. Z těchto důvodů předpokládáme dvojí snížení sazeb v 1H'27 na 2,00 % v případě depozitní sazby.

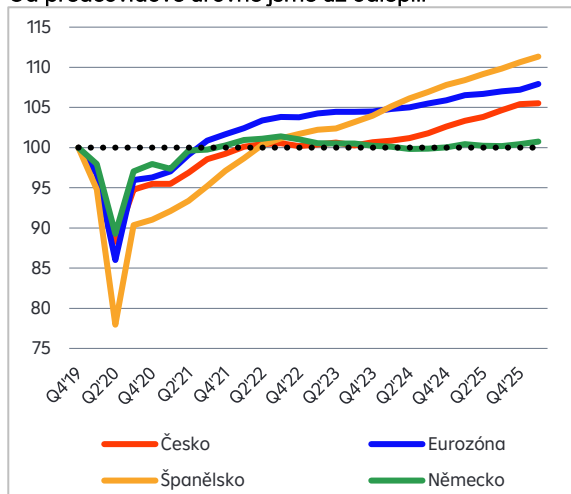
### Investiční momentum v Česku vzrostlo



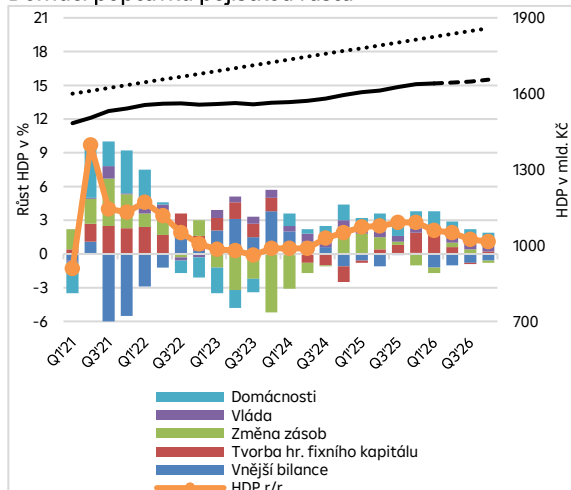
### Další rok s růstem okolo 2 % v USA

Americká ekonomika v 1Q'26 mezičtvrtletně (annualizováno) stoupla o 1,6 %. Ačkoli nedošlo k výraznému oživení růstu po utlumeném závěru minulého roku, **ekonomická aktivita na začátku roku stála na relativně pevných základech** – pozitivní přínos měly spotřeba domácností, investice (bez rezidenčních) a vládní výdaje, zatímco čistý export a rezidenční investice měly negativní vliv. Rovněž další ukazatele potvrzují vcelku pozitivní obraz. Reálný konečný prodej domácím soukromým kupujícím (kombinující soukromou spotřebu a hrubé fixní investice soukromého sektoru) vzrostl mezičtvrtletně o 2,5 % (annualizováno), po 1,8 % v předchozím čtvrtletí. Nižší dynamika

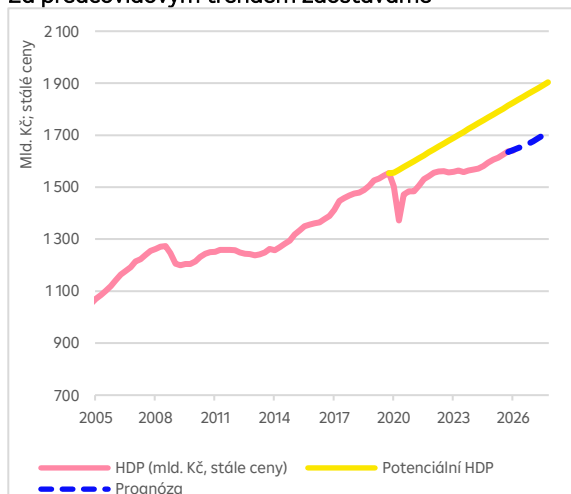
### Od předcovidové úrovně jsme už odlepili



### Domácí poptávka pojistkou růstu



### Za předcovidovým trendem zaostáváme



soukromé spotřeby byla kompenzována výraznějším nárůstem investic i díky vyšším výdajům na komponenty související s umělou inteligencí (například IT vybavení či duševní vlastnictví). **Celkově vypadá výhled pro americkou ekonomiku na celý rok 2026 příznivě, když analytický konsenzus aktuálně činí 2,1 % a nejnovější predikce Fedu pak očekává letos růst ve výši 2,2 %.**

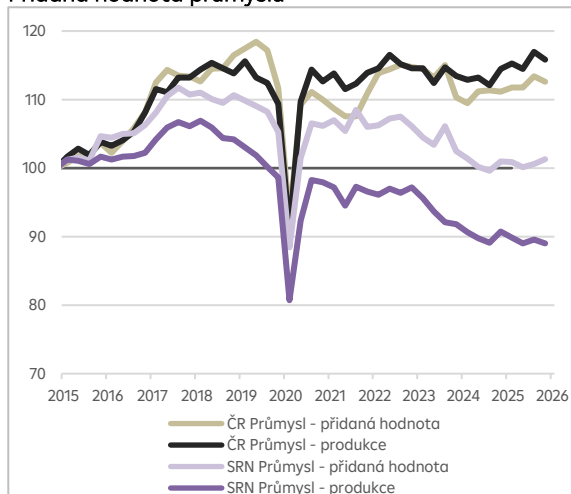
### Inflace v USA nad 3 % a rizika přetrvávají

USA se potýkají s inflačními tlaky dlouhodobě, a i když Donald Trump sliboval dostat inflaci pod kontrolu, realita vypadá zcela jinak. Ačkoli dovozní cla zavedená Trumpem v dubnu 2025 byla méně inflační, než se předpokládalo, rozhodně nepřispěla ke snížení inflace. K domácím inflačním tlakům v podobě stále zvýšené jádrové inflace okolo 3 % se navíc přidal externí šok vypuknutí války na Blízkém východě. Přestože USA jsou čistým exportérem energií a z hlediska růstu jsou proto méně zranitelné vůči dlouhodobým narušením dodávek ropy, vyšší globální ceny energií se promítají i do tamního hospodářství. To je zřejmé z posledních údajů, když **celková inflace meziročně vzrostla z 2,4 % v únoru na 4,2 % v květnu**. Výrazně se zvýšily ceny motorových paliv (a v té souvislosti také letenek), ale také dalších energetických položek, například elektřiny. **Průměrná inflace pro letošní rok se predikuje na úrovni 3,5 %, což koresponduje také s červnovou prognózou Fedu. V příštím roce by pak mohla poklesnout ke 2,4 %, ale rizika jsou vychýlena směrem výše.**

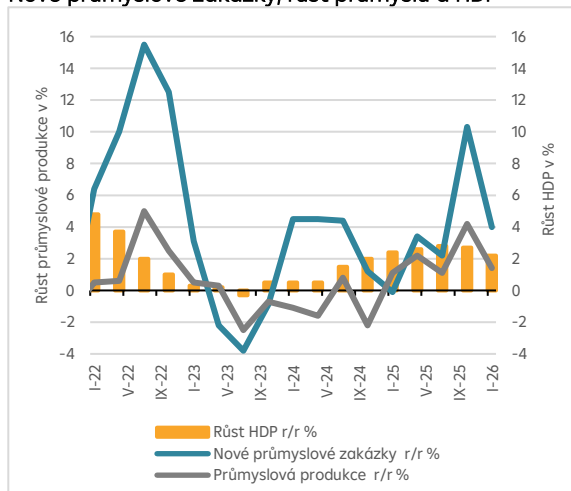
### Ani nový předseda Fedu nemusí doručit snížení sazeb

Navzdory nelibosti amerického prezidenta Fed pod vedením Jeroma Powella nesnižoval úrokové sazby. Dosavadnímu předsedovi ale skončil mandát a nahradil ho Trumpem navržený Kevin Warsh. První zasedání amerického Fedu s ním v čele ale skončilo stabilitou úrokových sazeb **v cílovém pásmu 3,50-3,75 %**. Filozofie nového předsedy Fedu je, že by se centrální bankéři neměli tolik zavazovat k určitým krokům a neměli trhům poskytovat tzv. forward guidance. Warsh proto odmítl nastínit svou představu, jak by se sazby mohly vyvíjet, ale **zbytek měnového výboru vyslal jestřábí signál**. Polovina FOMC se aktuálně přiklání k alespoň jednomu zvýšení sazeb do konce tohoto roku a dalších osm členů pak k jejich stabilitě na stávající úrovni. Investoři nyní očekávají zpřísnění měnové politiky o 25bb již na říjnovém zasedání. **Rovněž my se domníváme, že prostor pro snižování úrokových sazeb je extrémně omezený, pokud vůbec nějaký je.**

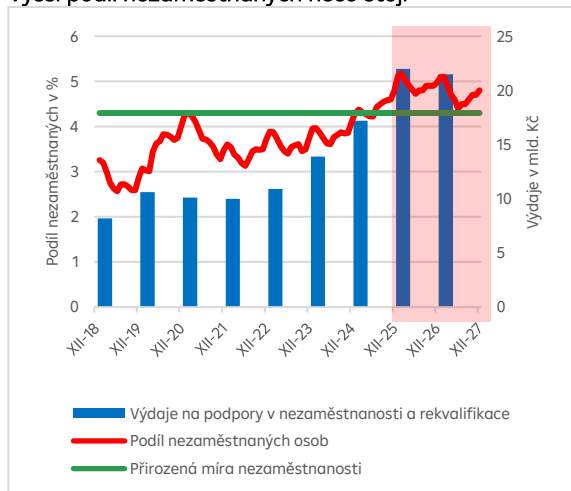
## Přidaná hodnota průmyslu



## Nové průmyslové zakázky, růst průmyslu a HDP



## Vyšší podíl nezaměstnaných něco stojí



## Vnitřní prostředí

### Letošní růst české ekonomiky pod 2 %

Růstová dynamika české ekonomiky na začátku letošního roku zvolnila, když tempo růstu mezičtvrtletně zpomalilo z 0,7 % na 0,2 % a meziročně z 2,7 % na 2,2 %. Zároveň se podle nás v těchto číslech neprojeví negativní důsledky války na Blízkém východě, ba naopak **snaha firem se předzásobit** materiály, surovinami či hotovými výrobky před jejich předpokládaným zdražením či dokonce jejich nedostatkem mohla k ekonomickému růstu přispět. Na druhé straně negativním faktorem je **čistý export**, ačkoli vývoz se drží na solidní úrovni, ale výrazně stoupl dovoz. **Vládní spotřeba** se zabrzдила v důsledku rozpočtového provizoria. To je však jednorázový efekt, který vyprchal a tato složka by měla mít v dalších kvartálech pozitivní vliv na HDP. Tahounem tuzemského hospodářství zůstává **spotřeba domácností**, která je podpořena primárně výrazným růstem reálných mezd. Pozitivem je také, že v posledních dvou čtvrtletích znatelně oživila **investiční aktivita**. Nicméně z důvodu značné nejistoty přicházející zejména z Blízkého východu podle našeho odhadu **růst české ekonomiky mírně zpomalí a dosáhne letos 1,6 %**. V příštím roce by mohla zrychlit na 2,2 %.

### Průmysl bude dál čelit slabší poptávce

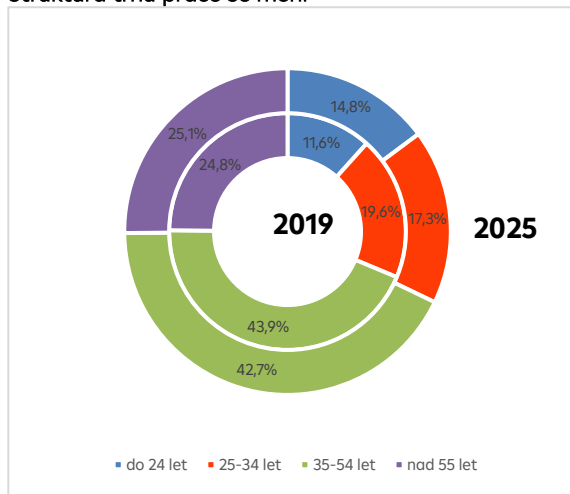
Česká průmyslová produkce si vede nad očekávání dobře. **Nejvyšším tahounem byla tradičně výroba motorových vozidel a také sektor počítačů a elektroniky**, propad zaznamenaly těžba a dobývání, což vedle vyšší srovnávací základny odráží i dlouhodobý útlum z environmentálních důvodů. **Dosavadní výsledky za březen a duben jsou ovlivněny snahou firem se předzásobit z důvodu rostoucí nejistoty**, která plyne z konfliktu na Blízkém východě. Mezi největší problémy, které ovlivňují vývoj průmyslové produkce, patří **zvýšené ceny ropy** (nad 90 USD/barel) a plynu (50 EUR/MWh), které souvisí s vyššími náklady na výrobu a dopravu. Dále to je **narušení dodavatelských řetězců**, **nedostatek kritických surovin a hrozba zavedení 25% amerických cel na evropský automotive skrze vazby na Německo** a v neposlední řadě tlak na zaměstnanost a neudržitelný růst mezd (v průmyslu +5,9 %), přičemž propuštěné pracovníky nedokáže trh kvůli strukturálním změnám absorbovat. **V letošním roce očekáváme, že průmyslová produkce vzroste o 1,0 %, příští rok o 2,0 %**.

### Trh práce se mění, výdaje na politiku nezaměstnanosti rostou

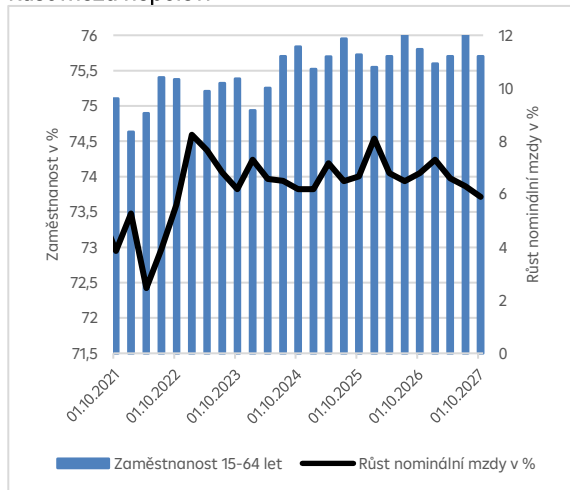
S příchodem jarních měsíců podíl nezaměstnaných osob poklesl v květnu na 4,8 %. Letos předpokládáme, že nezaměstnanost bude klesat jen pomalu a **za celý rok dosáhne průměrný podíl nezaměstnaných osob 4,9 %, v příštím roce 4,7 %**. Nezaměstnanost se



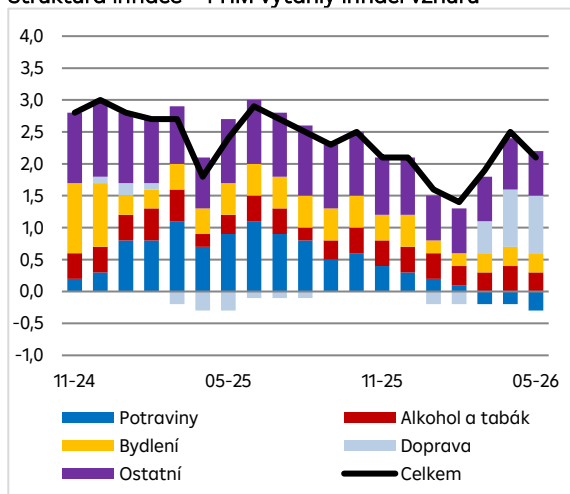
### Struktura trhu práce se mění



### Růst mezd nepoleví



### Struktura inflace – PHM vytáhly inflaci vzhůru

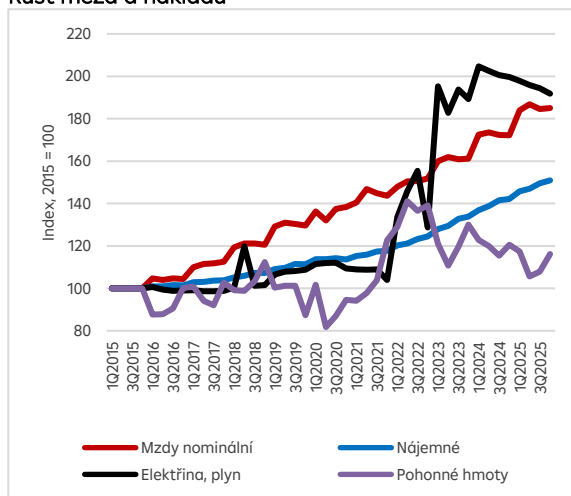


drží mírně nad svou přirozenou mírou, nicméně trh práce v některých odvětvích zůstává stále napjatý. To pozorujeme zejména ve službách a v úzce specializovaných sektorech či v profesích se specifickým profilem. Mění se struktura uchazečů na trhu práce. Podíl mladých nezaměstnaných se pohybuje okolo 14,5 %, podíl nezaměstnaných osob nad 55 let je téměř 26,5 %. Podíl dlouhodobě nezaměstnaných nad 12 měsíců se mírně zvyšuje a drží se nad 35 % (meziročně +2,4 p.b.). I přes mírné ochlazení trhu práce prozatím podíl nezaměstnaných zůstává nízký a Česko se v rámci EU řadí k zemím s nejnižší mírou nezaměstnanosti. Výdaje na podpory v nezaměstnanosti a rekvalifikace v roce 2025 vzrostly z 13,9 mld. Kč na 17,2 mld. Kč. Pro letošní rok očekáváme další nárůst na cca 22 mld. Kč. Pokud se nesníží podpory v nezaměstnanosti nebo pokud Úřad práce výrazně neomezí příspěvky na rekvalifikace, očekáváme, že v příštím roce z důvodu růstu reálných mezd a jen pomalu klesající míry nezaměstnanosti výdaje na podpory v nezaměstnanosti a rekvalifikace klesnou o pouhých 0,5 mld. Kč na 21,5 mld. Kč.

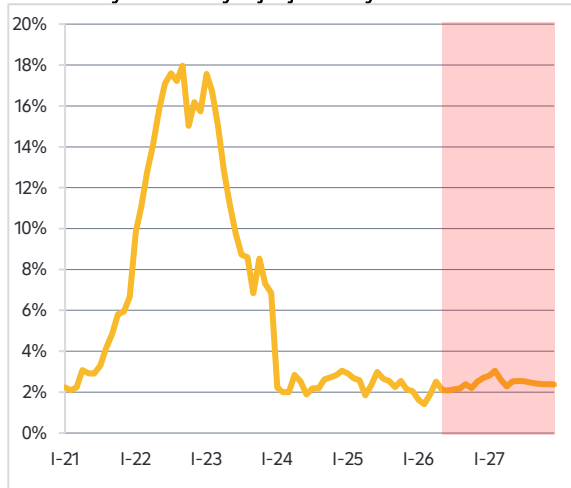
### Růst mezd letos nepoleví

Růst mezd ve své dynamice v porovnání s minulým rokem dokonce zrychlil. Zatímco **za celý loňský rok mzdy nominálně vzrostly o 6,6 %, v 1Q 2026 dosáhl nominální růst 8,1 %, reálné mzdy rostly o 6,4 %**. K růstu mezd v letošním roce přispělo od 1. ledna zvýšení minimální mzdy a spolu s ním také růst zaručených mezd o 7,7 %, které se promítá do části mzdové struktury. **Zákoník práce zavádí automatický valorizační mechanismus, podle kterého minimální mzda roste postupně, aby v roce 2029 dosáhla cílových 47 % průměrné mzdy.** To znamená, že minimální mzda bude v následujících letech garantovaná a skokově dohánět průměrnou mzdu. To vytvoří tlak na to, aby růst mezd v ekonomice v nejbližší době nepolevil. Na nejnižších pozicích bude nutné zvedat výděly dle zákoníku práce, což bude tlačit na růst mezd u kvalifikovanějších zaměstnanců, aby si udržely spravedlivé mzdové rozestupy. To celou mzdovou hladinu posouvá vzhůru. Na růst reálných mezd měla vliv také nižší inflace, která za první čtvrtletí činila pouze 1,6 %. Nejvíce rostly mzdy v oblasti nemovitostí (+22,1 %), administrativních a podpůrných činnostech (+18,8 %), ve stavebnictví (+12,6 %). Silný růst mezd, který překonal 11 % zaznamenaly ubytovací služby, mzdy ve vědeckých a technických činnostech a v zemědělství. Z důvodu silného výsledku za 1Q 2026 **očekáváme, že nominální mzdy v roce 2026 vzrostou o 7,0 %, v roce 2027 růstová dynamika mírně zpomalí na 6,5 %**. Nárůst mezd a platů podpoří růst platů ve veřejném sektoru, kdy od dubna dostali zaměstnanci veřejného sektoru přidáno. Tyto vyšší platy se mohou postupně propsat do růstu mezd v

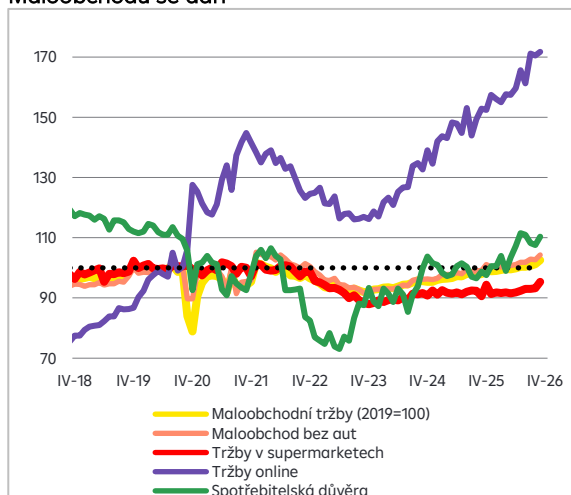
## Růst mezd a nákladů



## Očekávaný inflační vývoj – jak velký šok nás čeká?



## Maloobchodu se daří



soukromých firmách, proto i pro rok 2028 počítáme se zvýšeným růstem mezd okolo 6,0 %.

## Inflace se může krátkodobě dostat mimo toleranční pásmo ČNB

Nejviditelnější dopad války na Blízkém východě i přes vládní opatření byl na totemech čerpacích stanic. Pohonné hmoty jsou o čtvrtinu dražší než loni, což vyhnalo inflaci v dubnu až na 2,5 %. V květnu došlo k jejímu poklesu na 2,1 % a **v dalších měsících predikujeme, že se inflace bude dále pohybovat v horní části tolerančního pásma ČNB. Ke konci roku by však mohla růst blíže ke 3 % a nelze vyloučit ani nárůst nad tuto úroveň.** Dodavatelé energií budou nejspíše promítat ve svých cenících nárůst cen komodit na trzích, nicméně zdaleka nedosahují výše, kterou jsme předpokládali v našem negativním scénáři. **Snížili jsme proto odhad průměrné inflace pro letošní rok ze 2,6 % na 2,2 %.** Její vrchol předpokládáme v 1Q'27 do 4 % i díky vyšším cenám potravin, které zatím stlačují inflaci níže. Za celý příští rok nyní odhadujeme, že i přes zrušení koncesionářských poplatků za ČT a ČRo s dopadem -0,2 p.b. do inflace by v průměru mohla dosáhnout 3 %.

## Maloobchod poroste slušným tempem, ale méně než loni

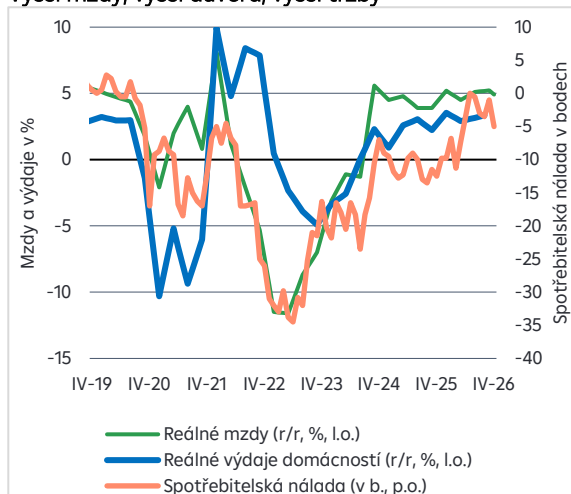
Maloobchodu se od začátku roku daří, tržby rostou. Očekáváme, že v tomto roce **maloobchod poroste o 3,5 %** (podobně jako v roce 2025) a za tímto solidním výsledkem bude stát **silnější růst reálných mezd.** Spotřebitelská nálada kopíruje vývoj reálných mezd a s jejich růstem se aktuálně dostala nad svůj dlouhodobý průměr, přesto zůstává pod historickými maximy z let 2019 a 2021. **Růst maloobchodních tržeb je tažen e-commerce.** Tržby e-shopům rostou již od července 2023 a i přes vyšší srovnávací základnu z minulého roku vidíme prostor pro další růst. **Mezi další pilíře českého maloobchodu patří prodej kosmetiky a farmaceutického zboží.** Farmaceutické zboží se dostává do popředí z důvodu stárnutí populace, prodej kosmetiky ukazuje na to, že si spotřebitelé rádi dopřejí něco pro sebe, co by jim udělalo radost a zároveň se nebojí investovat do kvalitnějších produktů. Budoucí vývoj trhu a ochotu utrácet za velké nákupy může utlumit rostoucí nejistota spojená s konfliktem na Blízkém východě a drahými komoditami, což se projevuje poklesem spotřebitelské důvěry a obavami domácností z jejich budoucí finanční situace i inflačních očekávání.

## Zahraniční obchod na vlně nejistoty

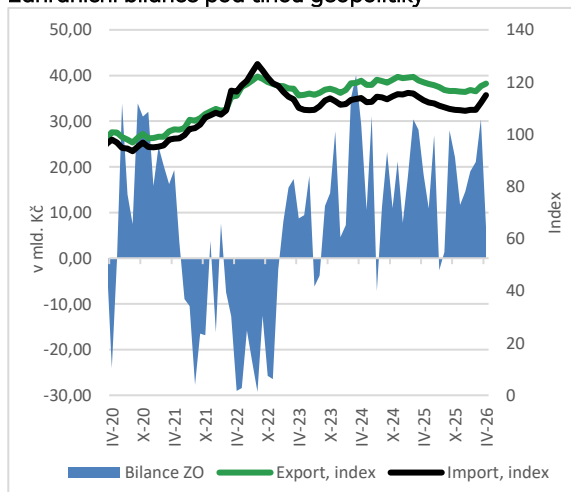
Od začátku tohoto roku roste dovoz (+4,8 %) rychleji než vývoz (+3,4 %), což vede k meziročnímu poklesu přebytku obchodní bilance o 17,4 mld. Kč na 77,3 mld. Kč. **V 1Q se nejvíce zhoršila bilance obchodu s počítači, elektronickými a optickými přístroji, základními**



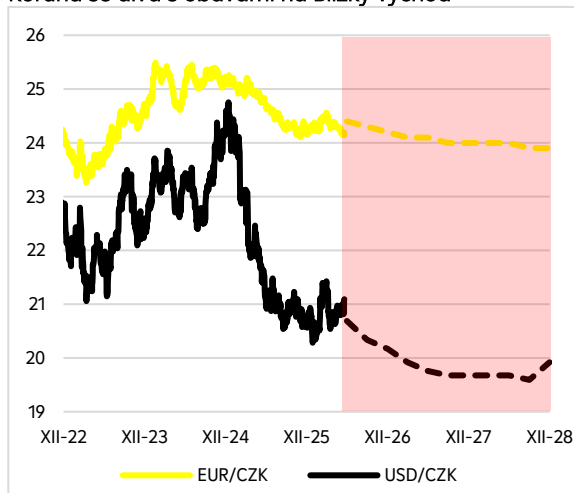
### Vyšší mzdy, vyšší důvěra, vyšší tržby



### Zahraniční bilance pod tíhou geopolitiky



### Koruna se dívá s obavami na Blízký východ

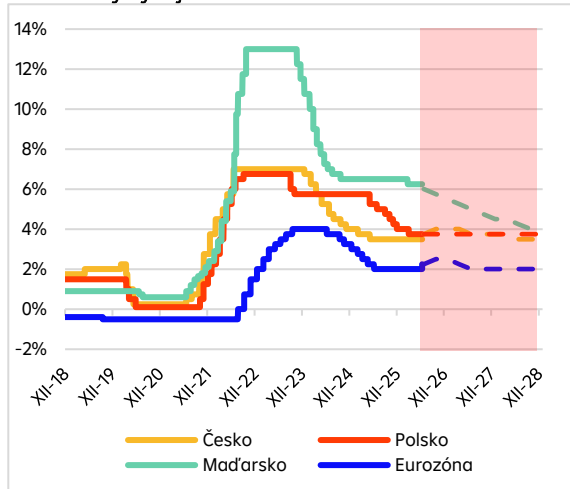


farmaceutickými výrobky a přípravky, a základními kovy. Dubnový meziroční pokles přebytku obchodní bilance o 11,5 mld. Kč je **do jisté míry** zapříčiněn rostoucím dovozem drahých komodit, odráží se v něm nárůst deficitu u koku a rafinovaných ropných produktů, zhoršení salda obchodu s kovodělnými výrobky a snížení přebytku obchodu s motorovými vozidly. Export pozitivně ovlivnil vyšší přebytek obchodu **se stroji a zařízeními**. V 1Q 2026 nejvíce rostl vývoz do Korejské republiky (+93 %), na Tchaj-wan (+72,7 %), na Filipíny (+53,1 %), do Thajska (+50,9 %), do Řecka (48,5 %), Bulharska (34,1 %) a Rakouska (32,4 %). **Hlavním obchodním partnerem zůstává Německo (29 %)**, následuje Slovensko (8,6 %), Polsko (7,2 %), USA je na 11. místě s 2,5 %. V tomto roce očekáváme, že obchodní bilance skončí v přebytku 140 mld. Kč, tj. meziročně o 68 mld. Kč méně. Ceny ropy Brent se pravděpodobně udrží zvýšené minimálně do podzimních měsíců, ke konci roku by mohly ceny s postupným uvolněním toků v Hormuzském průlivu více poklesnout. Nicméně celá situace je nejistá a nepřehledná. Navíc americký prezident Donald Trump plánuje zvýšit od července cla na automotive ze současných 15 % na 25 %. Ceny dopravy se zvyšují, rostoucí výrobní inflace donutí Evropskou unii k ještě intenzivnější diverzifikaci dodavatelů energií. **Výhled exportu komplikuje očekávané utahování měnové politiky ČNB a potenciální posilování koruny k 24,20 EUR/CZK.** Silná koruna zlevní importované zboží a komodity, ale zároveň sníží konkurenceschopnost českých vývozců na zahraničních trzích.

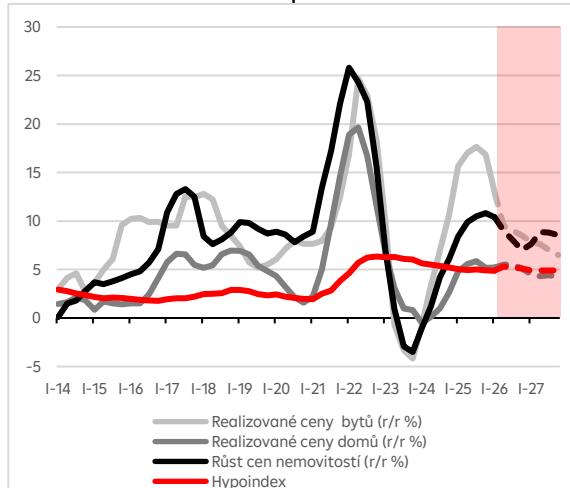
### ČNB reaguje na riziko poptávkového šoku

Bankovní rada ČNB poměrně dlouho komunikovala, že českou ekonomiku zastihl negativní nabídkový šok v podobě války na Blízkém východě v relativně příznivé době a nebylo potřeba na něj reagovat zvyšováním úrokových sazeb. Těsně před červnovým zasedáním se ale verbální projev posunul do více jestřábího tónu. Nakonec se ČNB opravdu rozhodla zvýšit základní úrokovou sazbu ze 3,50 % na 3,75 % navzdory dosaženému průměří na Blízkém východě a z toho pramenícího poklesu cen energií. **Rizika nákladového šoku se tak snížila, ale na povrch začínají více probublávat domácí cenové tlaky.** Jádrová inflace zůstává zvýšená okolo 3 % zejména díky nadměrnému zdražování ve službách o takřka 5 %. Zvolnění cenové dynamiky v této oblasti brání velmi svižný růst mezd (v 1Q'26 o 8,1 %). ČNB pak vnímá také riziko uvolněnější fiskální politiky a zvýšenou úvěrovou expanzi domácností i vlády. Mírně se tak přikláníme ke scénáři, že následovat bude ještě jedno zpřísnění měnové politiky a **základní úroková sazba by mohla delší dobu setrvat na 4 %.**

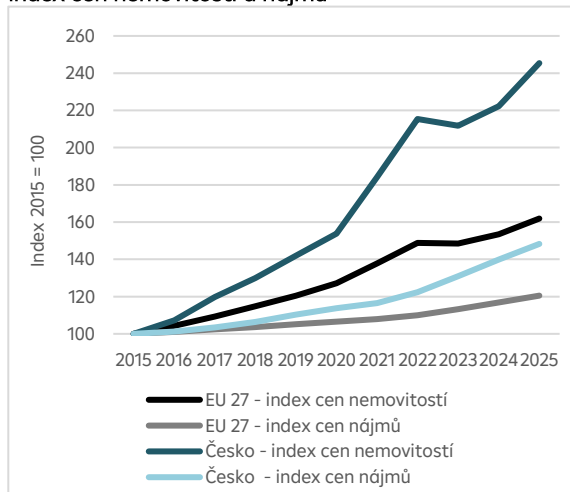
### Očekávaný vývoj sazeb centrálních bank



### Růst cen nemovitostí bude pokračovat



### Index cen nemovitostí a nájmu



### Přísnější ČNB koruně svědčí

Koruna vzápětí po začátku války na Blízkém východě oslabila do blízkosti 24,60 EUR/CZK, ale následně se vrátila na předválečnou úroveň ke 24,40 EUR/CZK. V námi dříve prezentovaném rizikovém scénáři, kdy se válka bude natahovat, jsme nevylučovali její oslabování směrem ke 25 EUR/CZK. Tuzemská měna se ale podobně jako v minulém roce ukázala pozoruhodně odolná. Po dosažení dočasného průměří mezi USA a Íránem, kdy na finančních trzích poklesly ceny ropy i rizikové averze, koruna posílila. Nový impuls pak dostala s nárůstem korunových sazeb očekávající přísnější měnovou politiku ČNB. Nicméně prostor pro další zisky koruny je z našeho pohledu omezený. Úrokový diferenciál by se nemusel změnit, když předpokládáme jak od ČNB, tak od ECB zvýšení sazeb ve 3Q'26. Zároveň rozletu koruny bude bránit nejistota panující ohledně dalšího vývoje na Blízkém východě. Odhadujeme proto, že koruna by do konce letošního roku mohla oscilovat okolo současných 24,20 EUR/CZK.

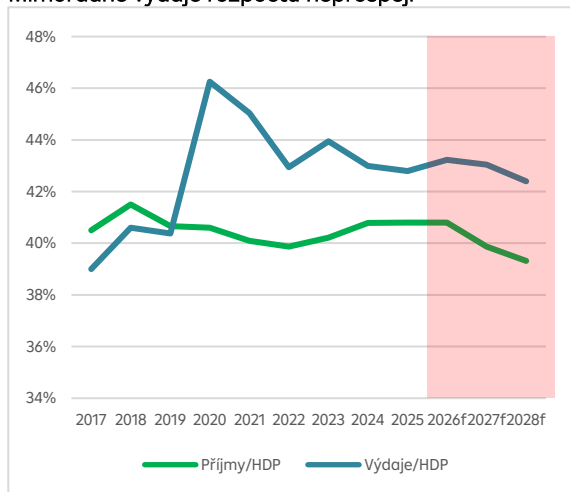
### Tlak na růst výnosů bude pokračovat

Česká výnosová křivka byla v posledních týdnech ovlivňována zejména vývojem v zahraničí. Ten se odvíjel od situace na Blízkém východě a také zacelení finančních trhů na další postup ECB a Fedu. V případě druhého jmenovaného se sázky posunuly od snižování sazeb ke zvyšování sazeb, což vedlo k nárůstu výnosů amerických dluhopisů. Navíc dalším globálním faktorem, který přispěl k celosvětovému růstu výnosů, bylo předpokládané zpřísnění měnové politiky v Japonsku. Výnos českého desetiletého dluhopisu se zvýšil mírně nad 5 %, avšak také na pozadí rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel. Následně ale opět došlo ke korekci po dosažení mírového memoranda mezi USA a Íránem. Naštěstí tak nenastal námi uvažovaný možný nejhorší scénář a výnos nestoupil výrazně nad 5 %. V příštích kvartálech očekáváme, že se výnos desetiletého českého bondu bude pohybovat okolo současných 4,7 %.

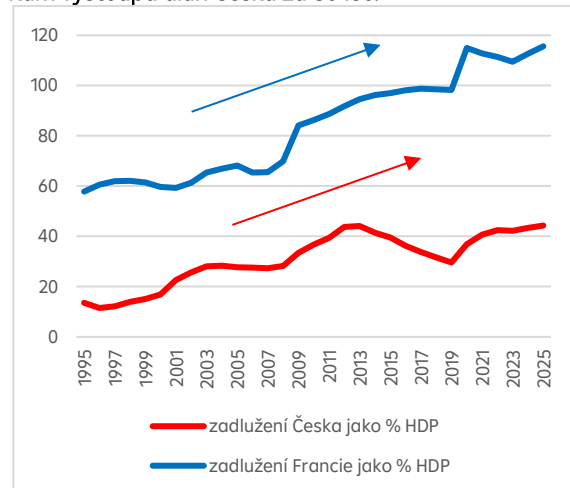
### Zadlužení roste příliš rychlým tempem

Ačkoli schválený návrh počítá pro letošní rok se schodkem státního rozpočtu ve výši 310 miliard Kč, jeho dodržení je přinejmenším nejisté. Státní rozpočet podpoří příjmy z vyššího růstu mezd. Příjmy vzrostou z důvodu vyšších odvodů na sociální zabezpečení a díky vyššímu inkasu daní z příjmu fyzických osob. Solidní spotřeba domácností zvýší výběr DPH. Budoucí vývoj rozpočtu negativně ovlivní schválené snížení minimálních odvodů OSVČ na sociální pojištění z 40 % na 35 % (deficit vzroste o 4,5 mld. Kč ročně). Ještě více se rozevrou nůžky mezi zaměstnanci a OSVČ. Stav státního rozpočtu nezlepší ani snížení spotřební daně na naftu, které od dubna ukrojí každý měsíc z příjmů do

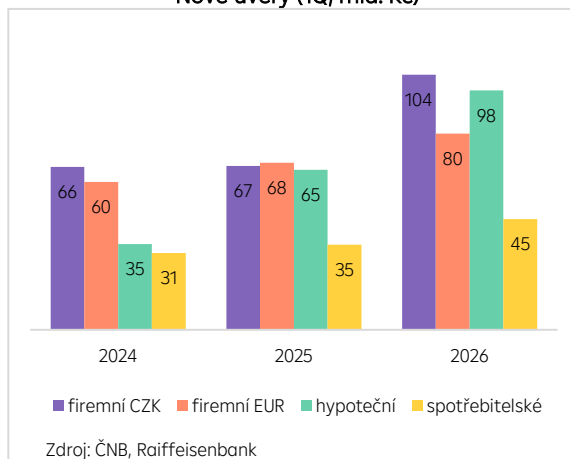
### Mimořádné výdaje rozpočtu neprospějí



### Kam vystoupá dluh Česka za 30 let?



### Nové úvěry (1Q; mld. Kč)



státního rozpočtu 1 mld. Kč. Na výdajové straně za **odpuštění POZE stát vydá v letošním roce o 17 mld. Kč více**. Navýšení platů ve státní sféře vyjde minimálně na 15 mld. Kč, v příštím roce na více než 20 mld. Kč. Stát vydá meziročně přibližně o 4,8 mld. Kč více za podpory v nezaměstnanosti a rekvalifikace. Zákonná valorizace důchodů automaticky zvýší výdaje rozpočtu o přibližně 22 mld. Kč. **V příštím roce očekáváme ještě o něco vyšší náklady spojené se zákonnou valorizací.** Zavedení EET zvýší příjmy do státního rozpočtu v řádu jednotek mld. Kč. Mělo by také dojít k ukončení Nástroje pro oživení a odolnost a poklesu transferů z EU. MFČR představilo na začátku června návrh nového a výrazněji rozvolněného fiskálně-strukturálního plánu ČR 2027–2030, který bude po schválení vládou předložen EK. **Naše prognóza očekává, že dluh sektoru vládních institucí vzroste v tomto roce na 45,1 %, saldo vládních financí na -2,8 %.** V příštím roce počítáme se schodkem státního rozpočtu 335 mld. Kč, dluh sektoru vládních institucí se zvýší na 45,8 %, saldo vládních financí bude -3,2 %.

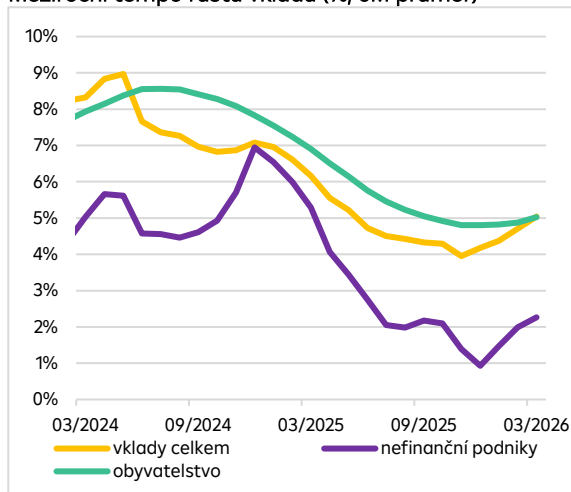
### Růst cen nemovitostí zatím nepolevuje

Ceny nemovitostí dále porostou i v tomto roce. V 1Q 2026 mezičtvrtletní tempo růstu realizovaných cen bytů sice zpomalilo, ale celková meziroční dynamika dosáhla u bytů v průměru 13 %. Průměrná transakční cena u bytu v ČR byla bezmála 100 tis. Kč/m², v Praze 161 tis. Kč/m² a v regionech 73 tis. Kč/m². Rozdíly mezi Prahou a regiony stále přetrvávají, i když v případě regionů záleží na konkrétní lokalitě. Do lukrativních oblastí Česka s dobrou dojezdovou dostupností do Prahy (nebo také Brna, Plzně či Liberce) se přesouvají ty domácnosti, které si nemohou drahé bydlení ve velkých městech dovolit. **Na to ukazuje zpomalení celkového růstu nabídkových cen (podle nejnovějších dubnových dat) v Praze, naopak v regionech tempo příliš nepolevuje.** V tomto roce **očekáváme zpomalení růstové dynamiky cen nemovitostí na 8,6 % meziročně, v následujícím roce růstová dynamika cen nemovitostí zvolní na 6,4 %.** Ač se hypoindex v 1Q 2026 zvýšil v průměru k 5 %, neměla tato skutečnost na růst cen nemovitostí velký vliv. Výraznějšímu ochlazení trhu brání silné objemy hypoték v prvních pěti měsících roku a rychlý růst mezd.

### Bankovní sektor – úvěrová expanze pokračuje

První čtvrtletí letošního roku naznačilo **změnu trendu ve vývoji bankovních vkladů**. Meziroční tempo růstu zrychlilo na 5,6 %, zatímco vloni dosahovalo jen 4,1 %. Ve druhé polovině roku očekáváme další nárůst vkladů v souvislosti s dopady aktuální geopolitické situace, tj. odkládání investic ve firemním sektoru a vyšší sklon k úsporám obyvatelstva. U vkladů domácností pak vstupuje do hry další faktor,

Meziroční tempo růstu vkladů (% , 6M průměr)



a to **emise státních spořicíh dluhopisů**. Očekávaný nárůst vkladů v letošním roce však bezpečně pokryje finanční potřebu jejich nákupu, proto neočekáváme pokles vkladů obyvatelstva jen jednorázové zpomalení tempa růstu. Celkový objem úvěrů byl na konci prvního čtvrtletí o 8,3 % vyšší než vloni. Stojí za tím **velmi silná produkce nových úvěrů**, a to jak firemních, tak retailových. Firmy v prvních třech měsících letošního roku načerpaly o 36,4 % více nových úvěrů než vloni. Vyšší tempo růstu vykazují úvěry poskytnuté v českých korunách (+55,7 % r/r) než v eurech (+17,4 % r/r). Nových hypoték bylo poskytnuto 98 mld. Kč (+50 % r/r), což je nejsilnější čtvrtletní výsledek v historii. Ke snížení poptávky může dojít zvýšením úrokových sazeb nových hypoték, přičemž za určitou psychologickou hranici se považuje 5 %. I spotřebitelské úvěry překonávají dosavadní rekordy s meziročním růstem o 30 %. Ve druhé polovině roku očekáváme mírnější růst firemních úvěrů a stabilní poptávku po úvěrech hypotečních a spotřebitelských.

Helena Horská, Martin Kron, Tereza Krček, Lenka Kalivodová  
 Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.  
[economic.research@rb.cz](mailto:economic.research@rb.cz)

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

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: [info@rb.cz](mailto:info@rb.cz)

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900  
(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

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

### **Ekonomický výzkum**

|                  |              |
|------------------|--------------|
| Helena Horská    | 23 44 01 413 |
| Martin Kron      | 23 44 01 070 |
| Tereza Krček     | 23 44 05 685 |
| Lenka Kalivodová |              |

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 23. června 2026, 8:00

Publikace byla vydána 23. června 2026

## UPOZORNĚNÍ

**Vydává či šíří:** Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

**Dozorový orgán:** Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na [www.raiffeisenresearch.com](http://www.raiffeisenresearch.com). Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími 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 podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta 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 historie naleznete (<https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation-history>).

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

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

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

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

### Vládní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB, RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

### Vládní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován 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 adresátem poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou společností RBIM 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 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 RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

### Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k 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 povinné 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.

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na [https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer\\_RBroker.pdf](https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf).

### Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.