

Strategie – Česká republika

Odolnost – kvalita, která se cení

3. čtvrtletí 2026

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- o Válka na Blízkém východě nebere konce, rizika s každým dnem, kdy je Hormuzský uzavřený, rostou.
- o Německá ekonomika se staví na nohy a s ní i celá eurozóna.
- o Inflace v eurozóně bude nad 3 % až do 1Q'27.
- o ECB zvýší do konce roku ještě jednou sazby a ve hře je zvýšení sazeb i v 1Q'27.
- o Americká ekonomika na vlně AI boomu.
- o Inflace v USA dlouhodobě nad 3 % a výhled není dvakrát příznivý.
- o Nový šéf Fedu místo snižování sazeb doručil jejich zvýšení a nebude poslední.
- o Česká ekonomika letos vzroste o necelá 2 %, v příštím roce by mohla zrychlit.
- o Solidní výkon průmyslu přispěje k mírnému poklesu nezaměstnanosti v roce 2027.
- o Vyšší platy ve veřejné sféře budou tlačit také na růst mezd v soukromém sektoru.
- o Tuzemská inflace na začátku příštího roku vystrčí růžky a zamíří do blízkosti 4 %.
- o Prostor na vyhodnocování dat se krátí, ČNB bude muset jít se svými sazbami výše.
- o Silnější dolar koruně nesvědčil, v blízké budoucnosti posilování koruny nepředpokládáme.
- o Fundamentální faktory naznačují, že výnosy dluhopisů zůstanou zvýšené.
- o Vláda nedodrží slib, že schodek veřejných financí bude bezpečně pod 3 % HDP.
- o Nové úvěry na vrcholu, banovní vklady v útlumu.

Makroekonomická predikce	2021	2022	2023	2024	2025	2026f	2027f	2028f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	6 308	7 050	7 660	8 069	8 573	8 954	9 389	9 855
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	4,0	2,9	0,2	1,1	2,6	1,8	2,2	2,5
HDP na hlavu (EUR)	23 419	26 782	29 226	29 263	31 741	33 807	35 551	37 594
Průmyslová výroba, r/r %	6,5	2,1	-0,8	-1,0	2,2	1,9	2,2	2,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,8	3,4	3,6	3,8	4,4	5,0	4,8	4,6
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	5,8	4,3	7,2	6,6	6,6	6,0	6,0	5,0
PPI, r/r %, průměr	7,2	24,3	5,0	0,8	-0,8	1,3	3,2	2,6
CPI, r/r %, průměr	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,0	3,2	2,6
CPI, r/r %, konec období	6,6	15,8	6,9	3,0	2,1	2,7	2,8	2,6
Saldo vládních financí, % HDP	-5,0	-3,1	-3,8	-2,0	-2,1	-2,8	-3,9	-3,8
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	40,7	42,5	42,5	43,3	44,3	45,2	46,0	46,7
Obchodní bilance, mld. Kč	-9	-205	123	221	213	150	170	200
Běžný účet, % HDP	-2,1	-4,7	-0,1	1,7	0,7	-0,2	0,2	0,6
EUR/CZK, konec období	24,9	24,1	24,7	25,2	24,2	24,3	24,1	24,0
USD/CZK, konec období	22,0	22,6	22,4	24,3	20,6	21,1	20,1	20,2
2T Repo sazba ČNB, konec období	3,75	7,00	6,75	4,00	3,50	4,00	4,00	3,75
3M PRIBOR, konec období	4,08	7,26	6,77	3,92	3,52	4,10	4,05	3,85
2letý výnos, konec období	3,54	5,44	4,26	3,73	3,67	4,25	4,15	4,20
5letý výnos, konec období	3,16	5,21	3,72	3,86	4,06	4,70	4,40	4,40
10letý výnos, konec období	2,83	5,01	3,74	4,20	4,54	5,20	4,90	4,90
Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV								

Reálný HDP (průměr, v % r/r)				
země	2025	2026f	2027f	2028f
Polsko	3,6	3,4	3,0	2,9
Maďarsko	0,5	1,7	3,0	3,3
ČR	2,6	1,8	2,2	2,5
Slovensko	0,8	0,8	1,5	1,3
SE	1,9	1,9	2,4	2,5
Rumunsko	0,7	-0,5	1,5	2,7
Bulharsko	3,1	2,5	2,5	3,0
Chorvatsko	3,4	2,1	2,1	2,5
Srbsko	2,0	3,3	3,5	3,0
Bosna a Her.	2,4	2,3	2,5	2,9
Albánie	3,7	3,6	3,8	3,7
Kosovo	3,6	4,3	4,1	4,0
JVE	2,6	2,3	2,8	3,1
Rusko	1,0	1,1	1,0	0,9
Ukrajina	1,8	0,8	1,7	4,0
SNS	1,4	1,0	1,35	2,5
eurozóna	1,2	0,8	1,4	1,7
Zdroj: Raiffeisen RESEARCH				

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

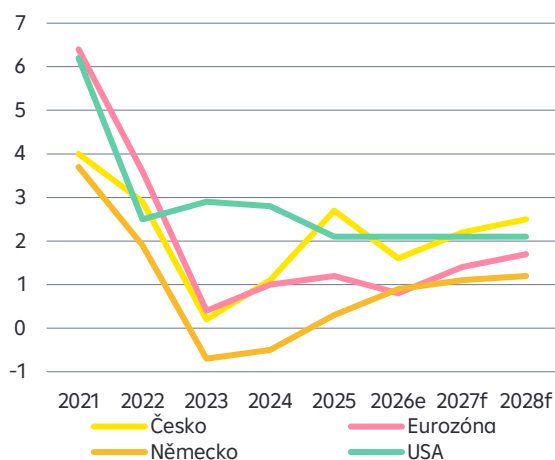
EUR/Národní měna (průměr)				
země	2025	2026f	2027f	2028f
Polsko	4,24	4,29	4,29	4,26
Maďarsko	398	365	355	350
ČR	24,7	24,3	24,2	24,1
Rumunsko	5,04	5,19	5,27	5,32
Srbsko	117,2	117,5	117,4	117,4
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	97,8	92,9	93,7	92,7
Rusko	94,54	93,10	106,62	120,24
Ukrajina	47,13	51,85	56,52	59,04
USA	1,13	1,16	1,19	1,20
Švýcarsko	0,94	0,93	0,93	0,92
Zdroj: Raiffeisen RESEARCH				

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)				
země	aktuální	Q4-26	Q1-27	Q2-27
Polsko	3,75	3,75	3,75	3,75
Maďarsko	5,50	5,00	4,75	4,5
ČR	3,75	4,00	4,00	4,00
Rumunsko	6,50	6,50	6,50	6,25
Rusko	14,00	13,25	12,25	11,00
Eurozóna	2,65	2,90	3,15	3,15
USA	4,00	4,50	4,50	4,50
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

3M sazba peněžního trhu (% eop)				
země	aktuální	Q4-26	Q1-27	Q2-27
Polsko	3,84	3,85	3,85	3,85
Maďarsko	5,50	4,9	4,65	4,40
ČR	3,87	4,10	4,10	4,10
Rumunsko	5,98	5,90	5,90	5,75
Rusko	14,30	13,25	11,96	10,50
Eurozóna	2,62	2,85	3,10	3,10
USA	4,07	4,40	4,40	4,40
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)				
země	aktuální	Q4-26	Q1-27	Q2-27
Polsko	6,43	5,80	5,50	5,30
Maďarsko	5,88	5,00	4,95	4,90
ČR	5,42	5,20	5,10	5,00
Rumunsko	7,55	6,70	6,65	6,65
Rusko	16,59	14,83	13,93	13,02
Eurozóna	3,63	3,60	3,50	3,40
USA	5,28	5,25	4,95	4,85
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

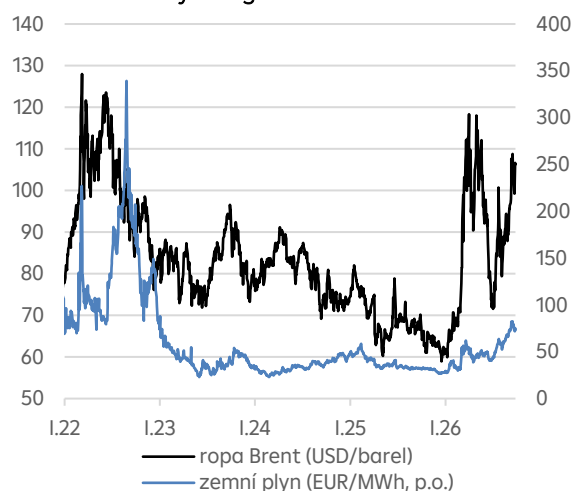
Očekávaný růst HDP v %



Dluhopisové trhy pod tlakem



Předváběné ceny energií v nedohlednu



Vnější prostředí

Energetické trhy pod tlakem

Naděje na ukončení války na Blízkém východě během léta vystřídal pesimismus, když bylo vypovězeno mírové memorandum mezi USA a Íránem a vojenské útoky byly obnoveny. Napětí se dále zvýšilo v souvislosti s útoky na ropnou infrastrukturu Saudské Arábie jemenskými Húsi, kteří navíc ohrožují plavbu v průlivu Bab al-Mandeb, který spojuje Rudé moře s Adenským zálivem. To je alternativní cesta pro vývoz ropy směřující primárně do Asie, protože Hormuzský průliv zůstává defacto uzařený, což vyvolává strach z nedostatku ropy. **Cena ropy Brent se přiblížila ke 110 USD za barel a zemní plyn na nizozemské burze stoupl nad 80 EUR/MWh.** Alespoň trochu pozitivní zprávou je, že se daří najít nové dodavatelské cesty a poměrně rychle opravovat poškozenou infrastrukturu (saudsko-arabský ropovod East-West), díky čemuž by se riziková přírůžka mohla snížit. Navíc by se Američané mohli snažit situaci na Blízkém východě deeskalovat před blížícími se volbami do Kongresu. Podle našeho odhadu by tak **cena ropy Brent mohla ke konci tohoto roku poklesnout k 90 USD/barel.** Další vývoj je však vysoce nevyzpytatelný a riziko dalšího růstu cen energií je znatelné.

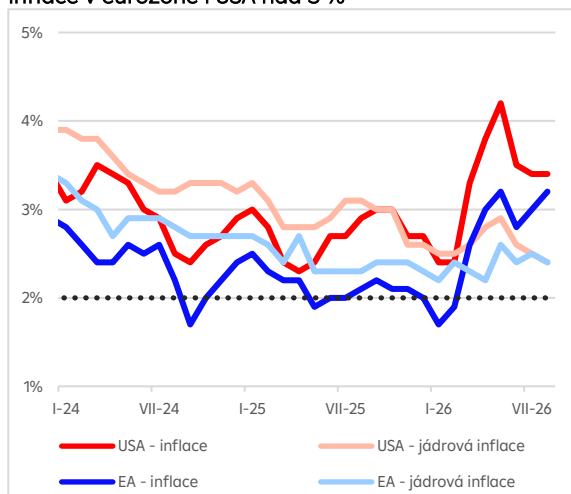
Statečný boj eurozóny s novým nárůstem cen energií

Navzdory zvýšeným cenám energií a zejména skokovému nárůstu cen ropy se ekonomika eurozóny zatím ukázala být odolnější, než se očekávalo na začátku války s Íránem. Po mezičtvrtletní stagnaci v 1Q'26 hospodářství eurozóny mezikvartálně stoupl o 0,6 % a v meziročním srovnání o 1,2 %. Ve 3Q'26 očekáváme mírné zpomalení růstové dynamiky i vlivem následků extrémního sucha, kterého jsme byli svědky během léta. Na úrovni jednotlivých států dále paběrkují Francie s Itálií, naopak Španělsko zůstává tahounem. Tentokrát **navíc pozitivně překvapilo Německo**, kde sice spotřeba domácností zůstává nadále utlumená, ale začínají se projevovat první kladné náznaky tamního fiskálního balíčku. Navíc oživila zahraniční poptávka, a to navzdory napjatému geopolitickému prostředí a poklesu vývozu do Číny. Nicméně to bylo vykompenzováno vyšším vývozem v rámci Evropské unie a zvláště střední Evropy. **Z těchto důvodů jsme se rozhodli navýšit odhad HDP v eurozóně pro letošní rok z 0,5 % na 0,8 % a pro příští rok z 1,2 % na 1,4 %.**

Inflace v eurozóně zůstane po určitou dobu nad 3 %

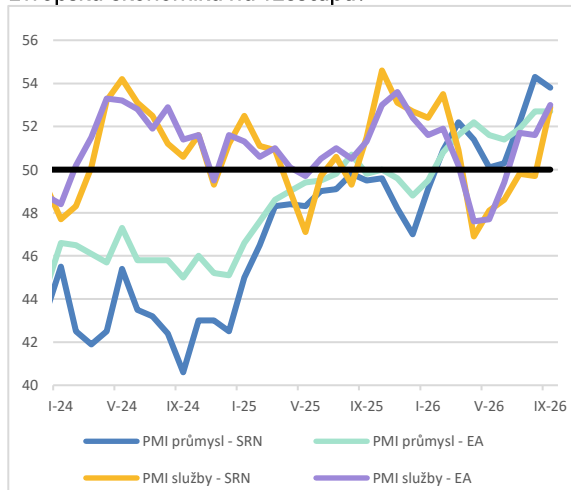
Původně jsme se domnívali, že eurozóna má v letošním roce svůj inflační vrchol za sebou (3,2 % v květnu a srpnu), ale protože ceny energií v reakci na situaci na Blízkém východě zůstávají zvýšené, museli

Inflace v eurozóně i USA nad 3 %



jsme tento předpoklad přehodnotit. Nově očekáváme, že **v září by mohla meziroční inflace akcelarovat až na 3,7 %** a do konce roku by se mohla udržet nad horní hranou tolerančního pásma ECB (3 %). Jádrová inflace se sice pohybuje níže, aktuálně na 2,4 %, ale existuje nezanedbatelné **riziko, že se zvýšené ceny energií přenesou i do cen zboží, služeb, ale i nadměrného růstu mezd (tzv. sekundární efekty)**. Takový scénář podporují i ceny výrobců, které v červenci meziměsíčně povyskočily o 1,6 % a meziročně ze 4,6 % na 5,8 %, a signalizují cenové tlaky na začátku výrobního řetězce v eurozóně. Inflace tak podle našich propočtů zůstane přinejmenším do 1Q'27 v okolí 3 % a až poté poklesne blíže 2% cíli. Odhadujeme, že **průměrná inflace letos dosáhne 2,9 % (původně 3 %) a v příštím roce poklesne na 2,5 %, nicméně předchozí odhad činil 2 %**.

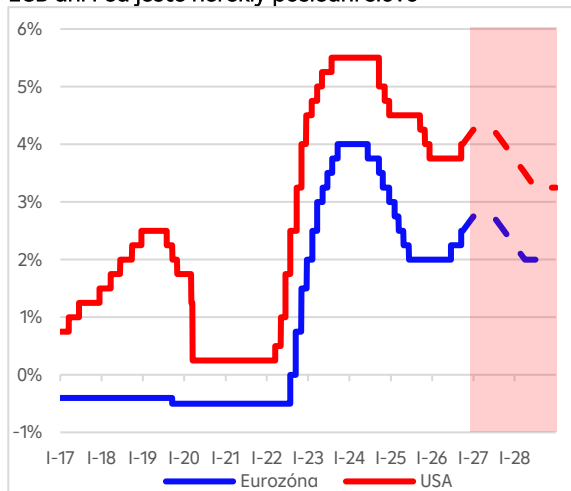
Evropská ekonomika na vzestupu?



ECB ještě neřekla poslední slovo

Rada guvernérů ECB na svém posledním zasedání v září zvýšila podruhé v tomto roce úrokové sazby o 25bb (depozitní sazba na 2,50 %). Na konci června jsme se domnívali, že by to mohlo být poslední zvýšení ze strany ECB v tomto cyklu, ale od té doby se věci změnily. Komunikace centrálních bankéřů byla po zářijovém jednání sice velmi strohá, ale v oficiálním prohlášení je uvedeno, že rozhodnutí o měnové politice reflektuje inflační rizika (ECB navýšila odhad celkové i jádrové inflace pro roky 2027 i 2028). Konkrétně je zmíněno, že **„konflikt na Blízkém východě nadále vytváří inflační tlaky a inflace zůstane výrazně nad cílem po delší dobu“**. Navíc se v předchozích měsících střednědobá inflační očekávání usadila v blízkosti 3 %. Pokud by se zakořeňoval mezi lidmi pocit, že inflace zůstane zvýšená v delším období, bude naplňování 2% inflačního cíle mnohem složitějším úkolem. Měnová politika proto bude muset být restriktivnější. **Naše prognóza se v tuto chvíli přiklání ke zvýšení sazeb v prosinci a také v 1Q'27**. Ze hry pak není ani zvýšení sazeb hned na příštím zasedání v říjnu, čemuž finanční trh nyní přisuzuje zhruba 30% šanci.

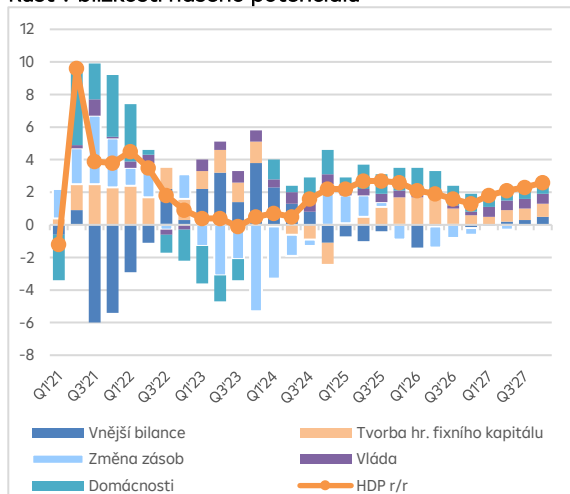
ECB ani Fed ještě neřekly poslední slovo



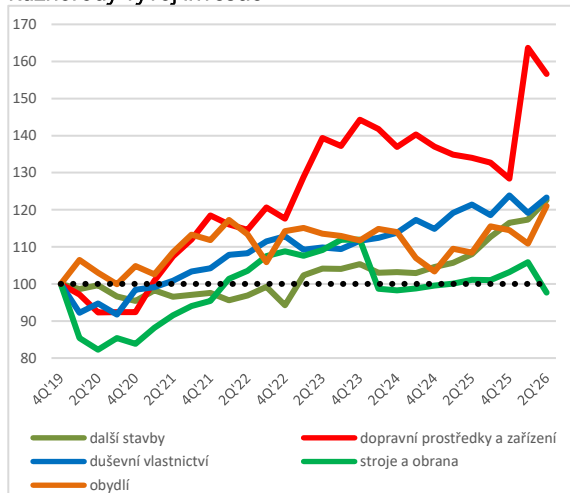
AI mánie spolutáhne celou americkou ekonomiku

Americká ekonomika během první poloviny roku 2026 pokračovala v solidním růstu. Ve 2Q'26 anualizovaně vzrostla o 1,5 %, když **domácí poptávka zůstává odolná**. Tempo spotřeby domácností výrazně zrychlilo z 0,5 % na 3,4 %. Navíc útraty domácností se zdají být poměrně celoplošné (trvanlivé a netrvanlivé zboží, služby). Dále se zvyšují kapitálové výdaje, a to zejména v nebytových sektorech. Jedná se primárně o investice do nejnovějších technologií, do datových center a obecně AI. Naopak vládní výdaje a čistý export měly negativní vliv na HDP. Ačkoli USA jsou čistým exportérem energií, a jsou tak do určité

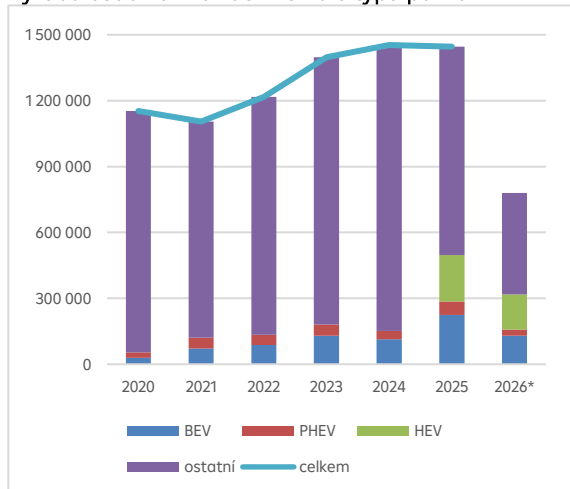
Růst v blízkosti našeho potenciálu



Různorodý vývoj investic



Výroba osobních vozidel v ČR dle typu paliva



míry chráněny před dopady vysokých globálních cen energií, dovoz rostl rychleji než vývoz. Přesto by se největší ekonomice světa mělo dařit i ve 2H'26. Podle dostupných předstihových indikátorů nowcast atlantského Fedu dokonce naznačuje anualizovaný růst o 4,4 % ve 3Q'26. **Za celý letošní rok by americké hospodářství podle mediánového odhadu analytiků v rámci průzkumu Bloombergu mohlo vzrůst zhruba o 2,2 % a v příštím roce zrovna tak**, což se blíží odhadu Fedu (2,3 % letos a 2,4 % v roce 2027).

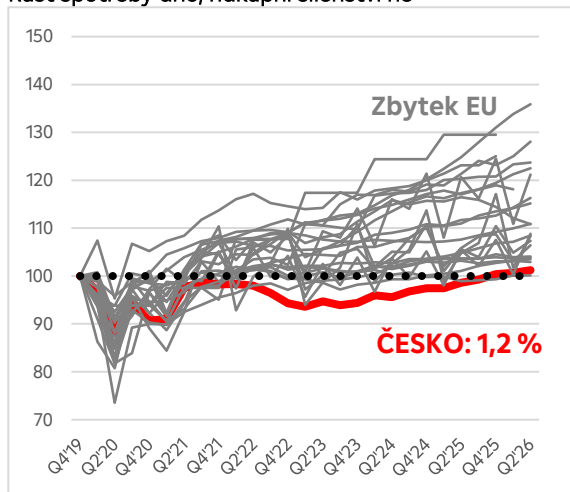
Nadměrný růst cen v USA pokračuje

Inflace podle indexu CPI ve Spojených státech amerických dosáhla svého vrcholu v tomto roce, když **v květnu stoupla až na 4,2 %**. Od té doby sice postupně klesala, ale zatím jen na 3,4 % v srpnu. Podobně jako v eurozóně jsou **hlavním viníkem rostoucí ceny pohonných hmot**, za které tamní řidiči platí více než 6 USD/galon. Průměrná inflace by tak mohla zrychlit z loňských 2,7 % na 3,4 %. Identický obrázek vykresluje i inflace podle indexu PCE, který je pro Fed důležitějším ukazatelem při nastavování měnové politiky. Meziroční inflace v červenci činila 3,7 % a dle odhadů by se na této úrovni měla udržet i v srpnu. **Za celý rok by mohla v průměru dosáhnout 3,6 %, což je téměř v souladu s nejnovější predikcí Fedu (3,7 %)**. V příštím roce by mohla klesnout ke 2,5 %, ale rizika jsou vychýlena k rychlejšímu růstu cen, jak mimo jiné naznačuje výrobní inflace, která byla v srpnu meziročně vyšší o více než 5 %. **Splnění inflačního cíle ve výši 2 % se tak odkládá nejdříve na rok 2028.**

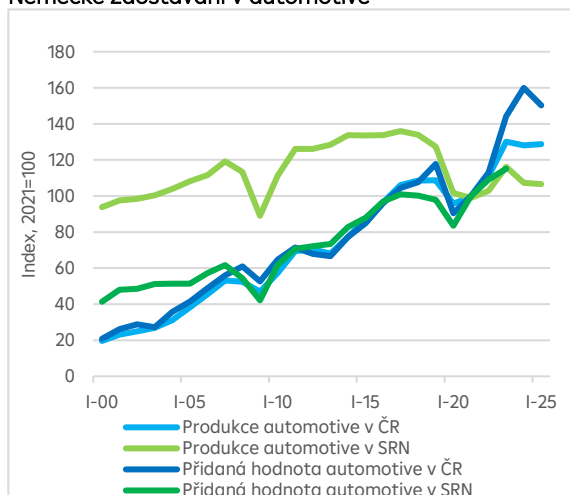
Fed bude muset jít se sazbami ještě výše

Ani nový Trumpův nominant do čela Fedu Kevin Warsh nepřinesl vytoužené snížení úrokových sazeb. Naopak stav americké ekonomiky a zejména výše popsaný vývoj inflace donutil měnový výbor na svém posledním zasedání v září **po více než třech letech zvýšit úrokové sazby do cílového pásma 3,75-4,00 %**. Navíc finanční podmínky podle představitelů Fedu nejsou dostatečně restriktivní, a proto se většina měnového výboru přiklání k ještě jednomu zvýšení sazeb do konce tohoto roku. **My však předpokládáme, že zvýšení úrokových sazeb pokaždé o 25bb nastane na obou zbývajících zasedáních v tomto roce (říjen, prosinec)**, jelikož poslední komunikace Fedu byla jasně jestřábiho charakteru a ukazuje, že se Fed aktuálně soustředí více na inflaci v rámci svého duálního mandátu. Z oficiálního prohlášení zmizela zmínka o nabídkovém šoku, který v předchozím půl roce zapříčinil nárůst inflace. To naznačuje, že ve Fedu rostou obavy, že se vyšší ceny energií promítnou i do cen zboží, služeb a inflačních očekávání (tzv. sekundární efekty). V kombinaci se stále odolnou domácí poptávkou je zřejmé, že **měnová politika bude muset být přísnější**.

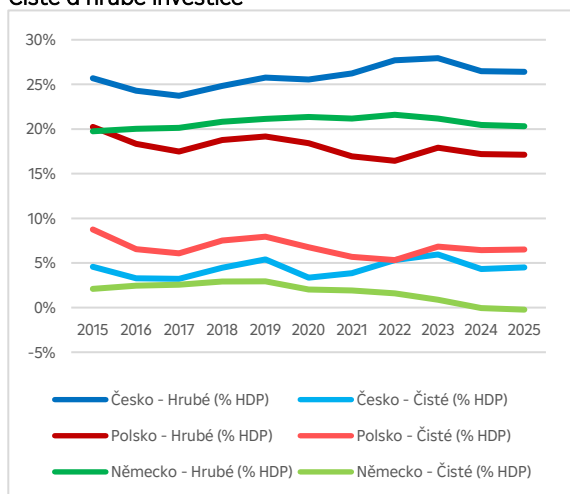
Růst spotřeby ano, nákupní šílensství ne



Německé zaostávání v automotive



Čisté a hrubé investice



Vnitřní prostředí

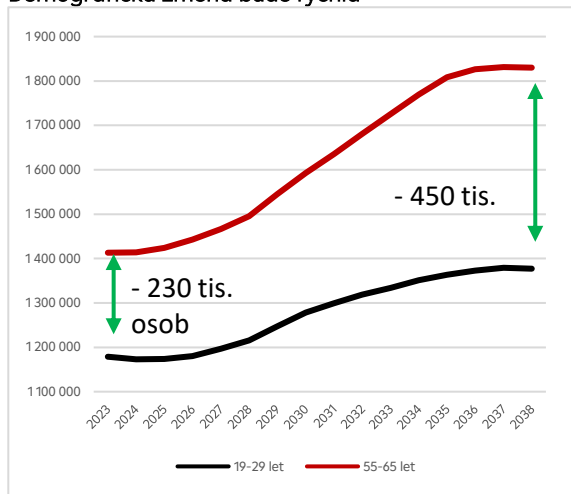
Ekonomický růst letos pod 2 %, v příštím roce nad touto úrovní

Mezičtvrtletní růst české ekonomiky ve 2Q'26 zrychlil z 0,2 % na 0,4 %, zatímco meziroční dynamika zpomalila ze 2,2 % na 1,9 %. Od roku 2024 je motorem našeho hospodářství **spotřeba domácností**, která by na pozadí rostoucích reálných mezd měla podporovat ekonomiku i v dalších měsících. Avšak její tempo podle nás mírně opadne v souvislosti s minimálně předchozím nárůstem inflace na přelomu roku. Od konce roku 2025 se ale přidaly také **investice**, což je výborná zpráva z dlouhodobé perspektivy. Nicméně z důvodu geopolitické situace existuje riziko, že některé firmy své investiční záměry odloží. Pozitivním zjištěním je, že se zvedá **zahraniční poptávka** i díky lepší se kondici německé ekonomiky. Z toho těží i tuzemský průmysl, který se zatím statečně potýká s opětovným nárůstem cen energií. Negativně naopak působila **změna stavu zásob**, protože firmy postupně čerpaly zásoby nahromaděné v předchozích měsících kvůli nejistotě v dodavatelských řetězcích a vyšším cenám vstupů. **My dlouhodobě očekáváme, že letošní růst skončí pod 2 % a vzhledem k výsledkům za 1H'26 mírně zpřesňujeme odhad z 1,6 % na 1,8 %. Pro rok 2027 očekáváme zrychlení růstu na 2,2 %, ale výhled je zatížen četnými riziky.**

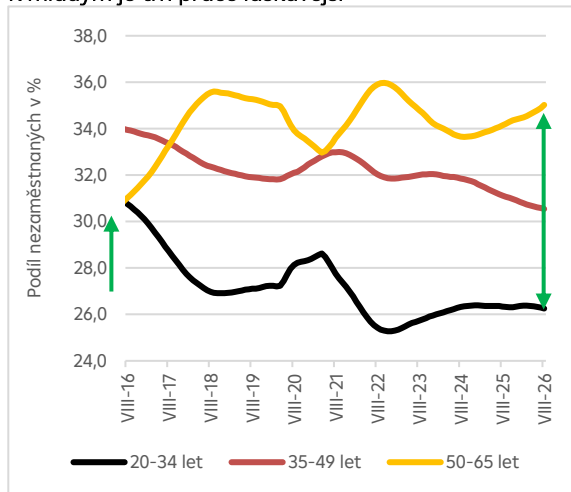
Průmysl pádí vpřed

Český průmysl aktuálně táhne vzhůru především automobilový sektor, výroba ostatních dopravních prostředků a stále výrazněji také výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a elektrických zařízení. Zároveň je třeba zmínit, že na vzestupu jsou i další odvětví, která generují vyšší přidanou hodnotu. Takovými příklady jsou obranný průmysl, který profituje z bezpečnostní situace ve světě, ale také tzv. clean tech. To je dáno i častějšími výskyty extrémního počasí, které na jedné straně nutí hledat nové zdroje a na druhé uspokojovat jiný druh poptávky. Zmínili jsme faktor extrémního počasí, což byl případ i letošního léta, ale jaderné elektrárny na rozdíl od Maďarska nepřestaly fungovat. **Pozitivním signálem pro další vývoj v průmyslu je pokračující růst nových zakázek**, zejména ze zahraničí, který naznačuje, že oživení má širší základ a nemusí být pouze krátkodobé. Nicméně očekáváme určité zpomalení růstové dynamiky průmyslu ve 2H'26, jak bude postupně vyprchávat efekt předzásobení, proto **v letošním roce odhadujeme, že industriální výroba vzroste o 1,9 % a v příštím roce o 2,2 %**. Hlavními riziky ale zůstávají vysoké ceny energií, geopolitická nejistota a případné oslabení zahraniční poptávky.

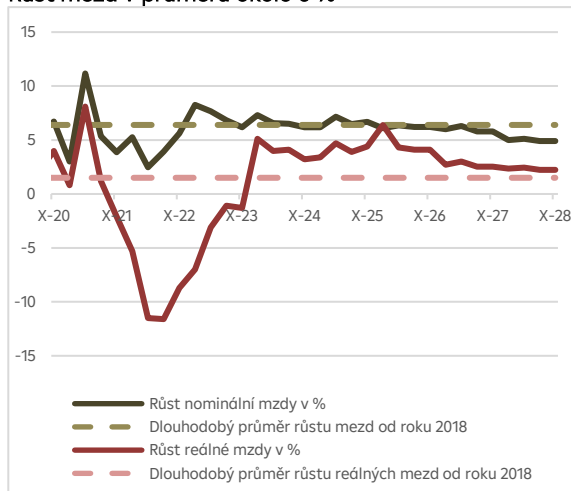
Demografická změna bude rychlá



K mladým je trh práce laskavější



Růst mezd v průměru okolo 6 %



Míra nezaměstnanosti setrvává kolem 5 %

Bližší pohled na skladbu nezaměstnanosti ukazuje na strukturální změny. Na jedné straně meziročně roste počet volných pracovních míst, zvyšuje se podíl nezaměstnaných osob a současně se zaměstnanost drží na vysoké úrovni. **Trh poptává profese se specifickými dovednostmi, kterým uchazeči velmi často neodpovídají a na které se nemohou v krátké době rekvalifikovat.** Mladí lidé do 24 let mají málo zkušeností, juniorní pozice v některých oborech zvládne plně přebrat AI. Je méně startovacích pozic v administrativě, ve službách i IT sektoru. Mladí do 24 let tvoří cca 14 % všech nezaměstnaných. Lidé nad 50 let mají dostatek zkušeností, avšak čelí strukturální a dlouhodobé nezaměstnanosti. Z důvodu rychlé digitalizace a automatizace musí získávat nové dovednosti, rychle se rekvalifikovat, avšak firmy se zaměřují spíše na mladé zaměstnance, protože v nich vidí vyšší perspektivu a stojí je méně peněz. Tato věková skupina má také omezení, co se týče fyzicky náročných profesí. Lidé nad 55 let tvoří cca 27 % všech nezaměstnaných. Podíl nezaměstnaných osob nad 12 měsíců dlouhodobě roste (cca 34,7 %). **V tomto roce očekáváme, že nezaměstnanost bude v průměru 5,0 %, příští rok poklesne na 4,8 %.**

Růst mezd táhne vzhůru veřejný sektor

Růst průměrné nominální mzdy za 1. pololetí roku 2026 dosáhl podle ČSÚ 6,2 % (50 650 Kč), avšak dlouhodobý průměr je 6,4 % r/r. Neinflační růst mezd se pohybuje mezi 4-5 %. Reálná mzda vzrostla po odečtení inflace o 4,3 %, což je nadprůměrný výsledek (dlouhodobý průměr 1,5 % r/r). Růst mezd podporuje strukturální nesoulad na trhu práce, v některých profesích je nezbytné zvyšovat mzdy, aby si firmy udržely stávající zaměstnance. Vysoké tlaky na růst mezd jsou ve stavebnictví, v zemědělství, kde je nízká mzdová základna, ve službách a nyní se k nim přidává veřejná správa (+9 % r/r), která může růst mezd ještě více rozpožehovat. Česká ekonomika se dostává do bodu, kdy dlouho fungující model levné a produktivní práce naráží na své limity. V uplynulém desetiletí česká konvergence stavěla na tom, že produktivita práce rostla rychleji než mzdové náklady, od roku 2022 růst reálných mezd výrazněji předbíhá stagnující nebo pouze mírně rostoucí produktivitu práce. **Pro tento rok očekáváme, že růst nominálních mezd mírně zpomalí na 6 %. V roce 2027 předpokládáme růst také okolo 6 %, který bude tažen vyšším růstem minimální mzdy a také platy ve veřejném sektoru.**

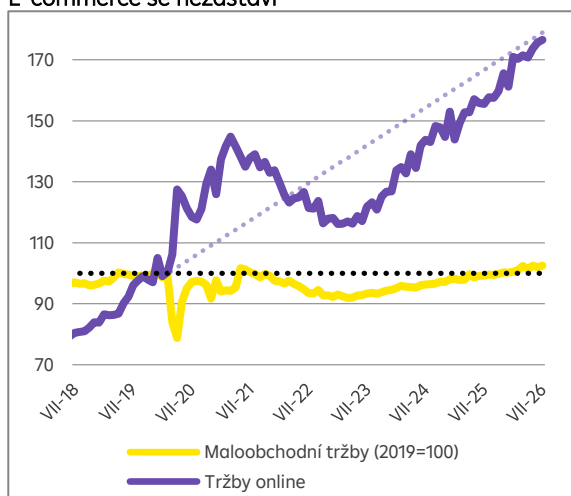
Inflace na začátku příštího roku vystrčí růžky



Ceny pohonných hmot opět na vzestupu



E-commerce se nezastaví



Na ceny potravin a energií již déle spoléhat nemůžeme

Inflace se v červnu vrátila pod 2% cíl ČNB a od té doby pod touto úrovní zůstává (v srpnu 1,9 %). Ceny na čerpacích stanicích klesaly, jelikož mezi USA a Íránem panovalo krátce příměří. To je ale minulostí, ceny na totemech proto opět rostou a **v září se inflace z tohoto důvodu velmi pravděpodobně vyšplhá nad 2 %**. Tomu nezabrání ani již měsíce trvající pokles cen potravin. Tento trend se navíc v blízké budoucnosti obrátí a přispěje k nárůstu inflace v příštím roce. Rovněž **další protiinflační efekt v následujícím roce vyprchá a tím jsou ceny energií**. Ceny zemního plynu klesají v průběhu letoška o více než 5 % a v případě elektřiny dokonce o 11 % i díky převedení POZE od domácností na bedra státního rozpočtu (čili všech daňových poplatníků). To ale již nebude součástí statistického srovnávání, což společně s nárůstem cen na trzích, které dodavatelé energií budou promítat do svých nabídek, bude tlačit inflaci vzhůru. Odhad průměrné inflace v tomto roce jsme sice snížili ze 2,2 % na 2,0 %, **ale pro rok 2027 jsme ho navýšili ze 3,0 % na 3,2 % s pravděpodobným vrcholem v 1Q'27 okolo 3,5 %**.

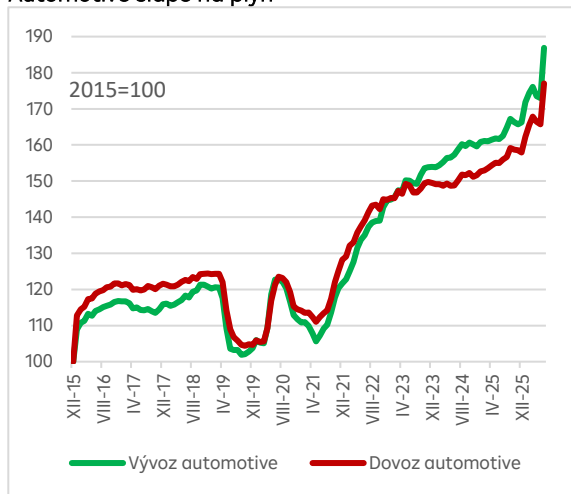
Maloobchodní sektor dál boduje

Růst reálných mezd podporuje nákupní apetit spotřebitelů. Maloobchodní tržby svižně rostou a **naše prognóza očekává, že v letošním roce bez prodeje aut vzrostou o 4,3 % a v příštím roce pak o 3,8 %**. Tržby jsou taženy prodeji přes internet, které lákají zákazníka na pohodlné nákupy za výhodné ceny. Díky rozšiřování výdejních míst a boxů, ze kterých si zákazníci mohou zásilky vyzvednout prakticky kdykoli, stojí online prodeji v cestě už jen možné zvýšení cen pohonných hmot, které ještě více prodraží dopravu. Velcí obchodníci sází na zákaznické věrnostní programy, množstevní slevy a velké nákupy, díky nimž jim kompenzace vyšších nákladů na dopravu až tolik nesníží marži. V kategorii maloobchodu **se nedaří prodejcům s počítačovým a komunikačním zařízením**. Spotřebitelé si v období pandemie nakoupili do zásoby notebooky, aby mohli pracovat na dálku, domácnosti nákup dražší elektroniky odkládají. U firem je patrný tlak na výdaje, kontrolu rozpočtu a co nejvyšší prodloužení životnosti přístroje. Profituje prodej kosmetiky a farmaceutického zboží. To 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 investují do kvalitnějších produktů.

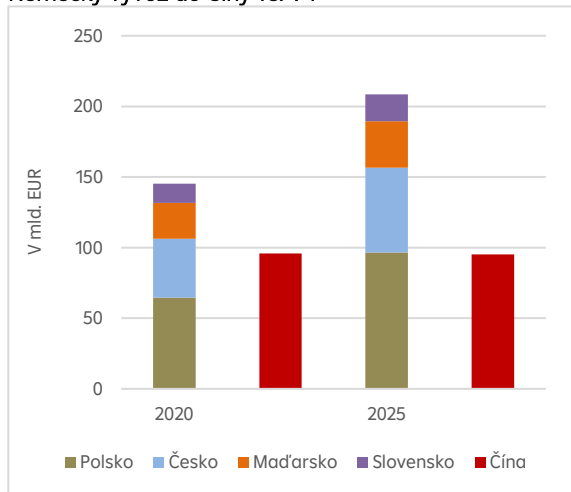
Zahraniční obchod skáče přes překážky

Na bilanci zahraničního obchodu příznivě působí obchod s kovodělnými výrobky, přebytek s elektřinou a motorovými vozidly. Negativní vliv má vyšší deficit obchodu s počítači, elektronickými a optickými přístroji,

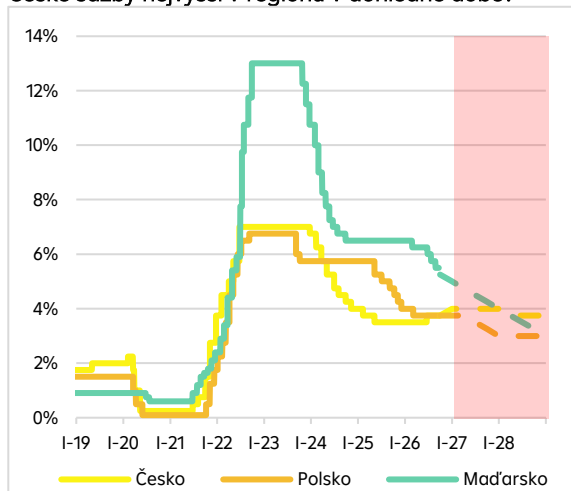
Automotive šlape na plyn



Německý vývoz do Číny vs. V4



České sazby nejvyšší v regionu v dohledné době?



vyšší deficit s ropou a zemním plynem. Slabší investiční a průmyslová aktivita v Německu brzdí poptávku po českých meziproduktech. Dovoz znatelně vzrostl po vypuknutí války na Blízkém východě, což má negativní dopad na obchodní bilanci. **Od začátku roku vývoz (2,8 %) roste pomaleji než dovoz (4,1 %).** Za leden až červenec dosáhl přebytek obchodní bilance 94,0 mld. Kč (-32,3 mld. Kč r/r). V důsledku čínského ekonomického zpomalení, strukturálních změn a přechodu tamních firem na domácí subdodavatele, zejména v odvětvích automotive a elektromobility, od roku 2023 klesá německý export do Číny. Německo posiluje export do zemí střední a východní Evropy. Země V4 a širšího regionu CEE úhrnem překonávají německý export do Číny či Spojených států. Vývoj není tažen pouze rostoucí kupní silou a domácí poptávkou v daných zemích, ale i přesunem pokročilé výroby, výzkumu a vývoje do geograficky bližších a bezpečných lokalit. **Letos očekáváme, že obchodní bilance skončí v přebytku 150 mld. Kč.**

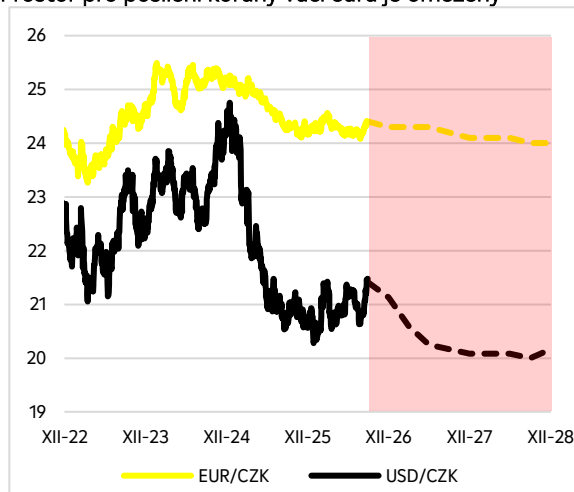
ČNB nezbyde nic jiného, než také zpřísnit svou měnovou politiku

Po červnovém zpřísnění měnové politiky se bankovní rada ČNB rozhodla v srpnu i září ponechat úrokové sazby beze změny. Nicméně my se domníváme, že **ČNB bude muset jít chtě nechtě s úrokovými sazbami výše.** Jednak úvěrová aktivita akcelerovala, když růst úvěrů firem i domácností dosahuje dvouciferných hodnot. Dále návrh státního rozpočtu na rok 2027 ukazuje na uvolněnější fiskální politiku, která byla centrálními bankéři opakovaně zmiňována jako proinflační riziko. Faktorem budou bezesporu také kroky ECB a Fedu a jelikož očekáváme, že v obou případech dojde ke zvýšení úrokových sazeb do konce tohoto roku, bude to vytvářet tlak na ČNB, aby tak učinila také. V neposlední řadě se jádrová inflace drží mnoho měsíců u 3 % a mnoho důvodů pro její pokles nevidíme. Celková inflace pak na začátku příštího roku vzroste nad 3 %, tudíž pokud chtějí udržet centrální bankéři reálné úrokové sazby kladné, bylo by záhodno jít se sazbami výše. **Očekáváme proto, že ČNB zvýší v listopadu základní úrokovou sazbu na 4,00 % a na této úrovni zůstane po celý rok 2027.**

Koruna zastavila svůj rozlet

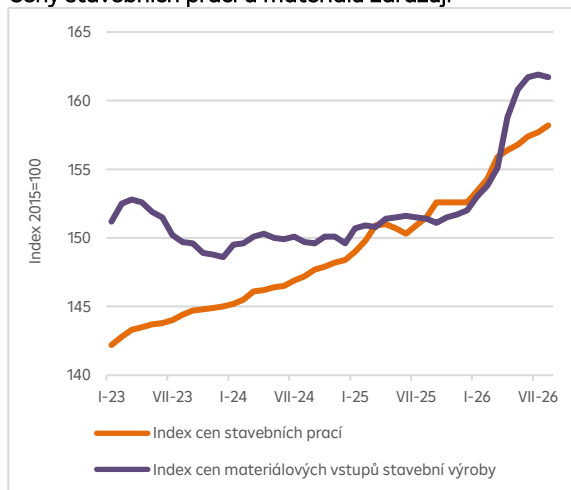
Koruna se po většinu 3Q'26 vyvíjela v souladu s našimi odhady, když oscilovala okolo hranice 24,20 EUR/CZK. Naše měna byla totiž uvězněna mezi dvěma silami. Na jedné straně jí prospívají rostoucí tržní české úrokové sazby indikující přísnější měnovou politiku ČNB, ale na druhé straně vyšší riziková averze a sázky na vyšší úrokové sazby v USA hrají ve prospěch amerického dolaru. Tento faktor aktuálně převažuje, proto koruna oslabila ke 24,40 EUR/CZK. V předchozí predikci jsme předpokládali, že koruna zakončí tento rok u 24,20 EUR/CZK, ale

Prostor pro posílení koruny vůči euru je omezený



vzhledem k aktuálnímu vývoji jsme přistoupili k mírné revizi a nyní očekáváme, že **konečnou stanicí bude úroveň 24,30 EUR/CZK. V 1H'27 očekáváme stagnaci u této úrovni**, když úrokový diferenciál by z pohledu koruny měl zůstat kladný, ale mohl by se zmenšit, jelikož od ECB očekáváme ještě jedno zvýšení sazeb, zatímco v případě ČNB už ne. Ve 2H'26 by koruna mohla posílit, protože naopak ECB může uvažovat o uvolnění měnové politiky, kdežto sazby ČNB by se měnit nemusely. Naši měně by pak měl pomoci rychlejší ekonomický růst Česka než eurozóny, pozitivní obchodní bilance a uklidnění situace na Blízkém východě. **Koruna by tak v příštím roce mohla posílit k úrovni 24,10 EUR/CZK.**

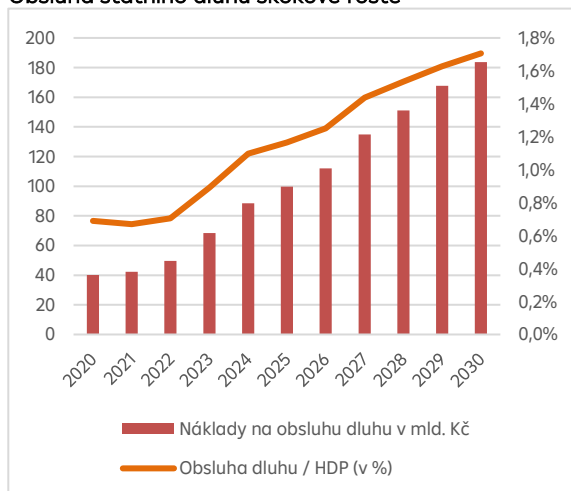
Ceny stavebních prací a materiálů zdražují



Desetiletý český výnos na nejvyšší úrovni od roku 2023

Globální výnosy dluhopisů v poslední době znatelně vzrostly, protože se zvyšují rizika pokračujícího zadlužování vyspělých ekonomik, návratu vyšší inflace, a s tím spojeného pravděpodobného zvyšování úrokových sazeb ze strany centrálních bank. Tomuto trendu nezabránilo ani americké ministerstvo financí, které se podílelo na intervenci na podporu japonského jenu, aby Japonci nezačali prodávat americké dluhopisy a tím opět netlačili výnosy výše. Přesto výnos amerického desetiletého dluhopisu stoupl na několikaletá maxima (nyní 5,25 %) a odráží podle nás fundamentální faktory. **S tímto vývojem se svezla také česká výnosová křivka a desetiletý výnos povyskočil až na 5,4 %.** Do konce letošního roku se velmi pravděpodobně udrží nad 5 %. **V průběhu příštího roku by mohl klesnout pod tuto hranici díky předpokládanému snižování výnosů v zahraničí, nicméně ne v takovém rozsahu i díky uvolněnější fiskální politice současné vlády.** Rizikem je, že výnos zůstane nad 5 %, pokud se nepodaří najít mírové řešení konfliktu na Blízkém východě, otevřít Hormuzský průliv, inflace bude na vzestupu a naše vláda nepředstaví realistické návrhy konsolidace veřejných financí.

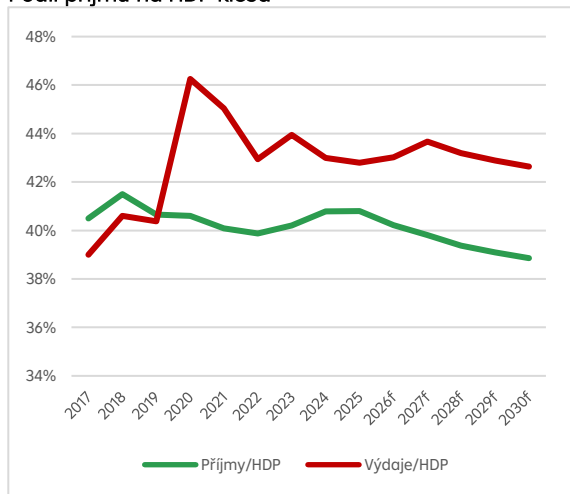
Obsluha státního dluhu skokově roste



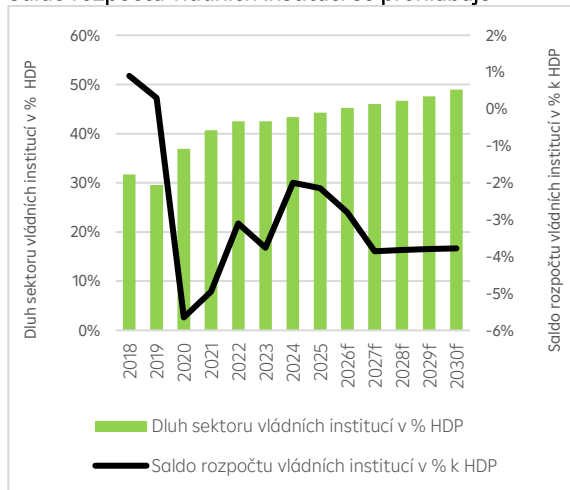
Vše je připravené k otevření fiskálních stavidel

Podle návrhu státního rozpočtu pro rok 2027 vláda počítá s plánovaným schodkem ve výši 386 mld. Kč. Bez dostatečné konsolidace veřejných financí může Česko potkat podobný scénář jako Francii, u níž je na základě historických dat vidět podobná trajektorie zadlužení. Zadlužení Francie vyrostlo za 30 let z 57,8 % HDP na 115,6 % HDP. Vládní kabinet komunikuje, že rozpočet bude silně proinvestičně zaměřen, podpoří investice do dopravní infrastruktury, zdravotnictví, energetické bezpečnosti, školství a bydlení. Kapitálové výdaje by měly dosáhnout 289,6 mld. Kč, měly by se zvýšit finance na platy ve veřejné sféře, důchody a na resort obrany. Reálně uvedené a naplánované

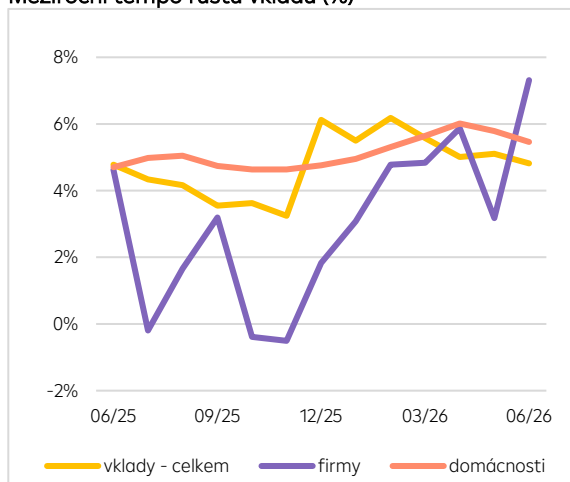
Podíl příjmů na HDP klesá



Saldo rozpočtu vládních institucí se prohlubuje



Meziroční tempo růstu vkladů (%)



investice nemusí být realizovány, naplnění investičních záměrů je sporné. Navíc při velkém objemu veřejných investic mohou být z důvodu omezené kapacity trhu vytlačovány soukromé investice. Trvalým zdrojem fiskální nerovnováhy zůstává stárnutí populace, růst výdajů na důchody, zdravotnictví a dlouhodobou péči. K neudržitelnosti přispívají i dřívější legislativní zásahy na příjmové straně rozpočtu (např. zrušení superhrubé mzdy). Se zvyšujícím se dluhem a vyššími tržními výnosy státních dluhopisů výrazně narůstají úrokové výdaje. Vláda rezignovala na fiskální disciplínu a dlouhodobou udržitelnost veřejných financí, snaží se zavést legislativní výjimky, které při zhoršené bezpečnostní situaci umožňují navýšit státní výdaje až o 10 % (+240 mld. Kč). Česku tak v důsledku zhoršujícího se stavu veřejných financí a vysokých deficitů může být ratingovými agenturami přinejmenším zhoršen výhled (a v delším období i samotný rating). **Letos očekáváme, že dluh sektoru vládních institucí dosáhne 45,2 %, saldo rozpočtu vládních institucí -2,8 %, pro příští rok předpokládáme nárůst dluhu na 46,0 %, saldo se prohloubí na -3,9 %.**

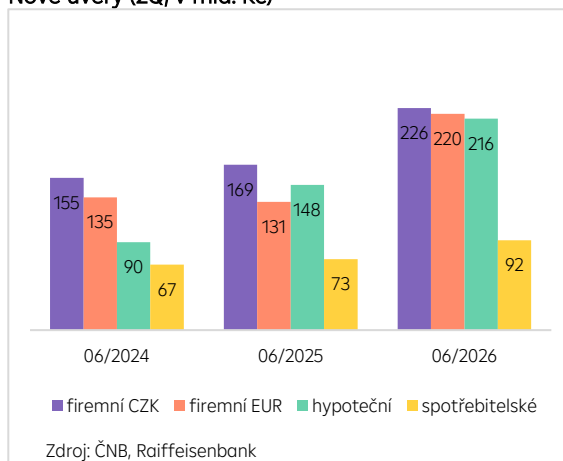
Ceny nemovitostí dál porostou, vyšším sazbám navzdory

Ceny starších bytů v Praze ve 2Q 2026 dosáhly bezmála 150 tis. m², ceny nových bytů 180 tis. m². Průměr ČR si vede příznivěji, ceny nových bytů dosahují cca 147 tis. m², ceny starších bytů 78 tis. m². Ceny starších bytů v průměrném srovnání sráží nemovitosti v regionech s nižší kupní silou, nízkou poptávkou a nekvalitní zástavbou (Karlovy Vary, Ústí nad Labem, Ostrava). U novostaveb je cena zkreslena zvýšenou výstavbou v atraktivních lokalitách. Ještě výraznější rozdíl v ceně mezi regiony je patrný u rodinných domů, kdy v Praze stojí rodinný dům 325 % průměrné ceny v ČR (21,2 mil. Kč vs. 6,51 mil. Kč). K růstu cen v následujících kvartálech přispějí dražší stavební práce a vyšší náklady na stavební materiály. Ceny stavebních prací rostou meziročně cca o 4,5 %. Zároveň rostou v posledních měsících rychlým tempem náklady na stavební materiály (okolo +6,5 % r/r). Ač realizované ceny rostly v 1. pololetí dvouciferným tempem, **očekáváme, že po zbytek roku růst cen nemovitostí zpomalí a za celý rok ceny nemovitostí porostou okolo 8 %.** V roce 2027 očekáváme zpomalení na 5,5 %, které bude způsobeno vysokou srovnávací základnou, růstem nákladů na rekonstrukce, což se projeví u secondhandových bytů, a také utlumeným trhem v rámci nových úvěrů.

Bankovní sektor – nové úvěry na rekordech

Po rychlejšímu růstu v prvním čtrtletí došlo **u bankovních vkladů ke zpomalení** tempa zpět na úroveň 1H2025. Zpomalení růstu vkladů obyvatelstva měla na svědomí především **emise státních spořicíh**

Nové úvěry (2Q; v mld. Kč)



dluhopisů. V součtu za červen a červenec, kdy docházelo k platbám nákupu dluhopisů, došlo k poklesu vkladů domácností o 31,4 mld. Kč. Z toho ovšem vyplývá, že 57,5 % z celkové emise 74 mld. Kč bylo hrazeno z jiných zdrojů než z bankovních úspor. Pro letošní rok očekáváme v souvislosti se dvěma dalšími emisemi státních dluhopisů zpomalení tempa růstu vkladů domácností ke 3 %.

Zpomalení se rozhodně netýká úvěrů, jejichž meziroční tempo růstu zrychlilo ke konci června na 9,2 %. Stojí za tím **mimořádně silná produkce nových úvěrů**, ať už firemních nebo hypoték a spotřebitelských úvěrů. Firemní úvěry nabraly ve druhém čtvrtletí dech a jejich letošní pololetní produkce je ve srovnání s loňskou vyšší o 49,2 %. Úvěry denominované v EUR získávají postupně navrch v souvislosti s vývojem úrokového diferenciálu. **Hypotéky** po prudkém růstu v prvním čtvrtletí, který připisujeme efektu předzásobení před zpřísněním regulatorních limitů pro hypotéky k nákupu investičních nemovitostí, **ubraly lehce na dynamice**. Přesto jejich objem převyšuje loňskou produkci o 45,6 % a má nakročeno minimálně k vyrovnání dosavadního rekordu z roku 2021. Nové spotřebitelské úvěry svůj rekord z loňského roku překonají téměř jistě, přestože očekáváme i u nich zpomalení tempa růstu v druhé polovině roku. Jejich pololetní produkce je ve srovnání s loňskem vyšší o více než 26 %.

Helena Horská, Martin Kron, Tereza Krček, Lenka Kalivodová
 Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.
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

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: 29. září 2026, 18:00

Publikace byla vydána 30. září 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. 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) nebo na webu RBI (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 RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice 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 popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou 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 Lichtenštejského knížectví

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

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/>.