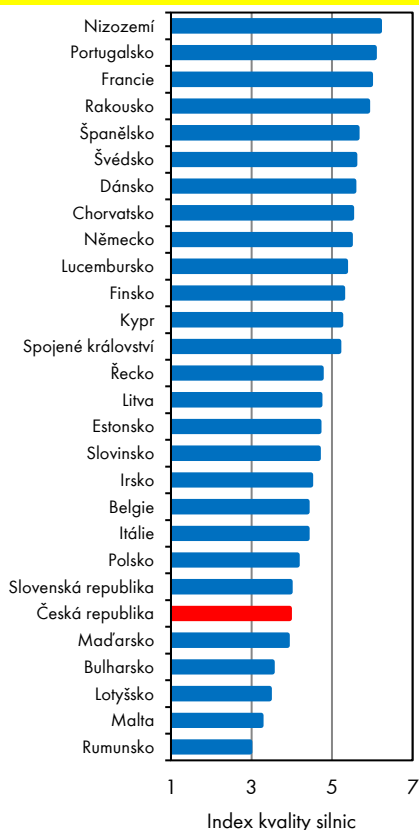


### Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- V mezinárodním srovnání kvalita silnic v ČR zaostává, v EU je 6. nejhorší, a situace se v čase nezlepšuje.
- Posun v indexu kvality silniční sítě o jeden bod by podle vzoru Polska vyžadoval výdaje v objemu zhruba 2,65 % HDP, tj. 132 miliard korun. Za tuto částku by bylo možné postavit přes 850 km a tím kompletně dokončit plánovanou dálniční síť v ČR.
- Špatné silnice nás stojí miliardy korun ročně v nevyrobené produkci a promarněném čase.
- Státy s nekvalitní infrastrukturou konzistentně zaostávají za těmi s kvalitnější sítí.
- Dobudování dálniční sítě by mělo potenciál zvýšit české HDP na obyvatele v dolarových cenách roku 2010 o více než 6 %. Za předpokladu neměnných cenových hladin bychom v ekonomické úrovni (HDP na hlavu v PPP) překonali Španělsko.
- České investice do silniční sítě soustavně zaostávají za průměrem zemí EU i V4.
- Ve srovnání s podobnými státy vznikl ČR za dobu 2010-17 investiční dluh přes 120 miliard korun, tedy zhruba 800 km nepostavených dálnic.
- Napojení na dálniční síť výrazně pomáhá chudším regionům v přibližování k průměrné ekonomické úrovni země. Prokazatelným důkazem je české Ostravsko a polské Dolnoslezsko.

**Graf 1: Pořadí zemí EU podle kvality silnic (index, 2018)**



Zdroj: Raiffeisenbank, World Economic Forum

### (Ne)kvalita českých dálnic – počítáme ztráty

Geografická poloha a exportní zaměření České republiky (ČR) klade velké nároky na kvalitu dopravní sítě a její napojení na okolní země. Zaslouží si proto mimořádnou pozornost. Tím spíše, když ve struktuře českého průmyslu prominentní pozici zaujímá výroba automobilů. Téměř ironicky v tomto kontextu působí skutečnost, že se právě v ČR autem nedá pořádně nikam dojet. **Kvalita českých silnic podle studie organizace World Economic Forum patří celosvětově na 68. místo (WEF 2018)**, tedy na úroveň Pákistánu, a v rámci EU je šestá nejhorší. Hůře jsou na tom vesměs ekonomicky slabší země z bývalého východního bloku a Malta.

Páteřní dálniční síť se za desetiletí nepodařilo vystavět, z Prahy dodnes není možné po dálnici dojet do Rakouska, ale ani například do Karlových Varů, a do hlavního města se každý den snaží dostat zhruba 400 tisíc lidí za prací či studiem a jen ti s pevnějšími nervy to zkoušejí autem – při nedodělaném vnitřním i vnějším okruhu bývá příjezd do Prahy ucpaný ze všech směrů. Ve výčtu bolavých míst české silniční sítě by šlo ještě dlouho pokračovat. **Podle programového prohlášení současné vlády ČR mělo být mezi lety 2018-2021 zprovozněno 210 kilometrů dálnic a do roku 2030 pak měla být dokončena celá dálniční síť, což by vyžadovalo udržovat průměrné tempo výstavby na úrovni zhruba 70 kilometrů ročně.** Nejen ze zprávy Národního kontrolního úřadu (NKÚ), ale i při pouhém pohledu na mapu, je zřejmé, že tento plán se naplnit s největší pravděpodobností nepodaří.

68

Pozice ČR ve světovém žebříčku kvality silnic

1,1

miliardy korun činí roční ztráta produkce při opakovaném 30minutovém zdržení v koloně na D1

120

miliard korun činil dluh ČR v investicích do silnic proti průměru podobných zemí za období 2010-17

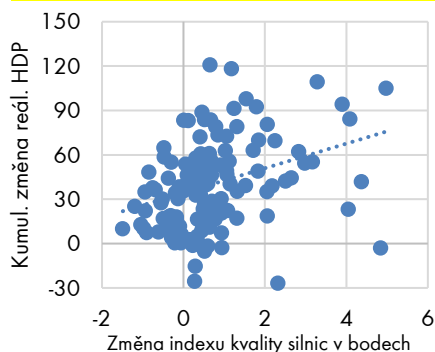
— Dálnice v provozu  
— Dálnice - výhled



Dálniční síť ČR (2019)  
Zdroj: Ředitelství silnic a dálnic ČR

Po české dálnici D1 v úseku mezi Prahou a Brnem projede denně v průměru asi 46 200 automobilů (ŘSD 2016). Podle serveru dopravninfo.cz, spravovaného ŘSD, by cesta autem mezi Prahou a Brnem měla za normálních okolností trvat 1 hodinu a 45 minut. Během momentálně probíhající modernizace D1 je podle dopravní služby Google Maps tato doba v běžném provozu spíše blízká 2 hodinám a 15 minutám. Při tomto **30minutovém zpoždění**, ať už je způsobeno právě opravami, nízkou kapacitou, či zhoršenou kvalitou, řidiči na D1 stráví za jeden den za volantem dohromady o 23 100 hodin déle a za jeden rok tedy „prosedí v autě“ asi 8,5 milionu dodatečných hodin, z nichž zhruba třetina, tedy 2,8 milionu, připadá na pracovní dobu a z toho asi 68 % se děje v pracovní dny. Celkem tedy půlhodinové zdržení na D1 za celý rok promarní zhruba 2 miliony pracovních hodin a při průměrné české produktivitě práce 550 Kč/hodinu (ČSÚ)<sup>1</sup> tak **česká pracovní síla za rok propálí asi 1,1 mld. Kč svého potenciálu sezením v autě na D1**. Místo toho, aby lidé efektivně využívali svůj pracovní čas, stojí v kolonách a celému národnímu hospodářství tak navíc vzniká škoda v podobě **nevyrobené produkce (ztráty produkce), která se při dané produktivitě práce rovná oné zmíněné 1,1 miliardě korun**. Pokud navíc v průměrném vozidle spolu s řidičem trpí i další cestující, nevyrobená hodnota úměrně narůstá. Česká silniční a dálniční síť kromě necelých 200 km dálnice mezi Prahou a Brnem měří přes 56 000 km a stejně jako na D1 i všude jinde platí, že čas promarněný v dopravních zácpách má svou cenu. Celkové náklady zanedbané silniční infrastruktury tak mohou být daleko vyšší.

Graf 2: Kvalita silnic a růst HDP (2007-17)



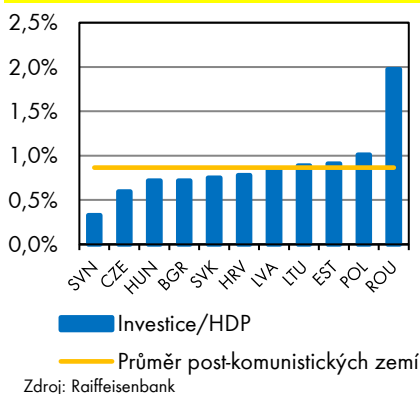
Zdroj: Raiffeisenbank, World Bank, World Economic Forum

### Mezinárodní srovnání – smutný pohled

**Investice do silniční infrastruktury se přitom státům v delším horizontu vyplácejí.** Graf 2 ukazuje vztah mezi změnou v indexu kvality silnic a hospodářským růstem mezi lety 2007 a 2017 pro 134 zemí z celého světa. **Země, které v tomto období dosáhly zlepšení své silniční sítě, zároveň rostly rychleji.** Pro detailnější zachycení vztahu mezi silnicemi a hrubým domácím produktem jsme na stejných datech provedli panelovou regresní analýzu. Z výsledků našeho modelu vyplývá, že **zlepšení indexu kvality silnic o 1 bod (index má škálu 1-7 bodů) odpovídá zvýšení HDP na obyvatele v dolarových cenách roku 2010 o 5,7 procentního bodu.** Pokud

<sup>1</sup> Pro výpočet byl použit HDP v běžných cenách a odpracované hodiny z roku 2018 z databáze ČSÚ.

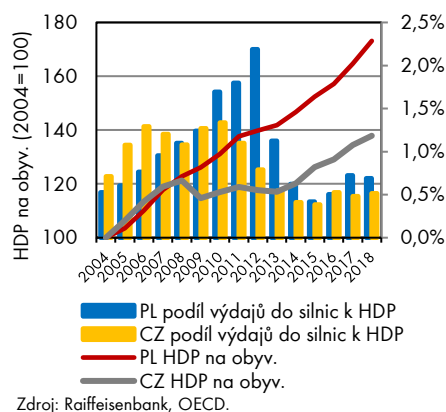
**Graf 3: Roční investice do silnic v poměru k HDP (průměr 2010-17)**



vzorek zemí omezíme pouze na členské země Evropské unie, efekt se mírně sníží, což je dáno jejich větší vyspělostí a obecně lepší stávající infrastrukturou, ovšem zůstává nad 3 procentními body. Při zahrnutí pouze států V4 a Slovinska, tedy zemí podobných ČR, je nalezený efekt vyšší než 6 procentních bodů. **Za předpokladu neměnných cenových hladin by ČR takovým posunem překonala ekonomickou úroveň Španělska (měřeno HDP na hlavu v PPP).**

**V pohybu na indexu kvality silnic ČR v posledních letech příliš úspěšná nebyla.** V období po hospodářské krizi, tedy od roku 2010 do 2017, se posunula z původních 3,6 bodu na hodnotu 4,0 (WEF 2018). **Oproti tomu třeba sousední Polsko, které začínalo v roce 2010 poměrně hluboko pod českým standardem, na úrovni 2,6, se dokázalo zvednout až na 4,1 a ČR tedy předešlo.** Obecně v Evropě platí, že kvalita silnic je horší v celém bývalém východním bloku a lepší na Západě. Značné rozdíly ovšem nalezneme v úsilí, které post-komunistické státy věnují jejímu zlepšení. Toto úsilí nejlépe vystihuje podíl investic do silniční sítě na HDP, který je zachycen v Grafu 3 pro všechny dnešní členské státy EU, které do roku 1989 byly součástí sovětského bloku a měly tak podobnou výchozí pozici. Roční průměrný objem investic do silnic mezi zeměmi z této skupiny v období 2010-2017 dosahoval 0,87 % (OECD a WB 2018). Česká republika s proinvestovanými 0,59 % HDP byla druhá nejhorší a předstihla pouze Slovinsko. Pro udržení na průměru by ČR bývala musela každý rok investovat o plných 47 procent více, než činila. Touto logikou jí tak za 8 let vznikl **investiční dluh ve výši zhruba 120 mld. Kč.** Tento dluh v současné době dále narůstá.

**Graf 4: HDP na obyv. a investice**



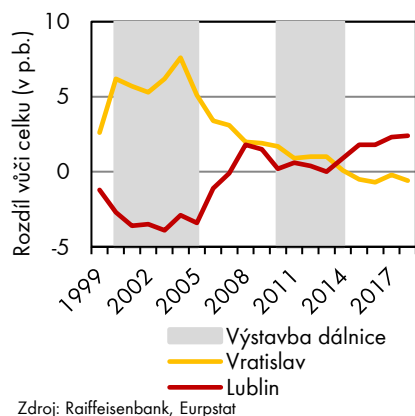
**Kvalita silnic ve V4**

	Umístění v EU28 2010	Investice/HDP (2010-17, kum.)	Umístění v EU28 2017		
Česká republika	23	4,75 %	24	↓	-1
Maďarsko	21	5,74 %	21	→	0
Polsko	26	8,08 %	22	↑	4
Slovensko	22	6,01 %	23	↓	-1

Zdroj: World Bank, World Economic Forum, OECD

O vhodnosti zvyšování výdajů na silniční síť svědčí i srovnání Polska a ČR z období kolem ekonomické krize zachycené v Grafu 4. Zatímco do roku 2009 byl podíl investic na HDP vyšší v ČR, po tomto roce se zde začal snižovat, zatímco Polsko své výdaje radikálně zvýšilo. Poláci se nejen „proinvestovali recesi“, ale na rozdíl od ČR nebyli zasaženi poklesem HDP v letech 2012 a 2013 a připravili si i půdu pro výrazně dynamičtější růst v následujících letech. Z vybudované infrastruktury pak budou těžit po mnoho dalších let. Oproti tomu ČR v investicích klesla na poslední příčku v rámci zemí V4, čemuž odpovídá i její pokles ve srovnání kvality silnic, jak ukazuje tabulka výše.

**Graf 5: Regionální nezaměstnanost**

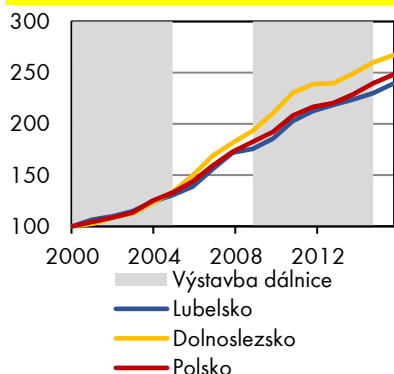


### Kvalitní dálniční síť – pomoc slabým regionům

Už víme, že kvalitní dálniční síť má pozitivní vliv na ekonomickou úroveň celé země. Zajímalo nás také, zda napojení na dálniční síť ovlivňuje ekonomickou prosperitu regionů. Ve středu zájmu bude samozřejmě Česko. Zároveň se podíváme na vývoj v polských regionech, kde v nedávných letech došlo k svižné výstavbě dálniční sítě.

Přibližně v letech 2000 až 2007 a 2009 až 2015 došlo ke stavbě dálnic u Vratislavi (Wrocław). Naopak ve městě Lublin se dálnice teprve staví a prozatím není napojená na hlavní tah do Varšavy. Do doby, než začala výstavba dálnice, byl rozdíl mezi celostátní a

**Graf 6: HDP na obyv. (2000=100)**



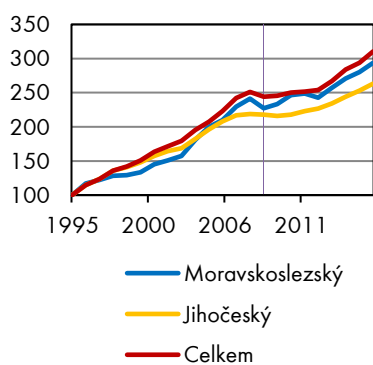
Zdroj: Raiffeisenbank, Polský statistický úřad

### Rozdíl nezaměstnanosti vůči ČR

	Ostrava	České Budějovice
do 2009	3,5	-2,6
po 2009	2,9	-2,0

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSU

**Graf 7: HDP na obyv. (1995=100)**



Zdroj: Raiffeisenbank, Český statistický úřad

regionální nezaměstnaností<sup>2</sup> příznivější pro Lublin. Jinak řečeno, ve Vratislavi byla nezaměstnanost vyšší než celostátní průměr, naopak v Lublinu byla nezaměstnanost pod celostátním průměrem.

Už v průběhu výstavby první dálnice (na Katowice) se začaly rozdíly stírat. Následně při stavbě dálnice či rychlostní silnice z města Vratislav do Varšavy se **nezaměstnanost v Lublinu snižovala pomaleji a nakonec zůstala nad celostátním průměrem, naopak ve Vratislavi si polepšili, když se jejich podíl nezaměstnaných dostal pod celostátní průměr.** Že došlo k výrazné změně trendu statisticky, potvrdil také Chowův test strukturální změny.

Podobný efekt lze pozorovat i v případě HDP na obyvatele<sup>3</sup>. Od roku 2000 HDP na obyvatele v obou vojvodstvích rostlo shodnou rychlostí jako v celém Polsku. **Po napojení Vratislavi na Varšavu (v roce 2016) došlo k výraznějšímu zrychlení růstu HDP na obyvatele** v tomto vojvodství (potvrzeno i Chowovým testem). Nyní roste Dolnoslezsko rychleji než celé Polsko, zatímco Lubelské vojvodství se drží polského průměru (viz Graf 6).

Podíváme se také na příklad z ČR. Začneme opět nezaměstnaností<sup>4</sup>. V Ostravě, kam byla dálnice přivedena v roce 2009, se následně podařilo přiblížit nezaměstnanost celorepublikovému průměru. Naopak v Českých Budějovicích, kde se dálniční propojení s Prahou vleče roky a stále ještě není, se nezaměstnanost také začala blížit k celorepublikovému průměru, avšak z opačné strany – zespoda. **Nezaměstnanost se v Ostravě tedy začala přibližovat shora k republikovému průměru, zatímco v Českých Budějovicích se začala k celorepublikovému průměru přibližovat zezdola.** Jinými slovy, nezaměstnanost v Českých Budějovicích se snižovala pomaleji než celorepublikový průměr.

Podobně jako v Polsku máme i v ČR dva prokazatelné případy, kdy (ne)zavedení dálniční sítě mělo vliv vedle regionální nezaměstnanosti také na vývoj ekonomické úrovně daného regionu. Do roku 2005 růst HDP v Moravskoslezském kraji nepatrně zaostával za ČR i za Jihočeským krajem. Jakmile došlo k přivedení dálniční sítě do Ostravy, tento trend se začal měnit (jak potvrdil také Chowův test). **Nyní se HDP Moravskoslezského kraje vyvíjí v souladu s ČR, zatímco Jihočeský kraj, kde do Budějovic vede dálnice jen útržkovitě, začal zaostávat.**

### Závěr

I při pouhém porovnání měřitelných nákladů a výnosů se zdá, že investice do kvalitnější silniční sítě se zemím jako je Česká republika jednoduše vyplácí. Výpočty přitom vůbec nezahrnují další přínosy pro společnost, jako je například komfort obyvatel státu při jejich mimopracovních cestách či atraktivita země z pohledu zahraničních investorů, kteří při rozhodování o vstupu na trh tyto faktory též zohledňují. **Celkový prospěch z těchto investic tak je pravděpodobně ještě výrazně pozitivnější, než ukazuje tato studie a to nejen na blahobyt a životní úroveň ale také na kvalitu života.** Přesto se konkrétně v ČR již roky nedaří přeměrovat vyšší podíl veřejných výdajů do této oblasti.

Zatímco v roce 2010 mířilo na investice do silnic 1,1 % českého HDP, v roce 2011 šlo jen o 0,8 %, mezi lety 2012-2017 se tento podíl držel pouze okolo 0,5 %, a v dohledné době

<sup>2</sup> Eurostat, červenec 2019

<sup>3</sup> Polský statistický úřad - <https://stat.gov.pl/en/>

<sup>4</sup> Český statistický úřad



**miliard korun investovaných do silnic  
by ČR posunulo o jeden bod na  
sedmistupňové škále kvality silniční  
sítě**

nelze očekávat výraznější změnu. Ačkoliv se zodpovědní političtí představitelé v reakcích na tento fenomén vždy mohou odvolat na všemožné legislativní, historické či přírodní překážky, realita může být mnohem prozaičtější. Investice do infrastruktury jsou ze své podstaty značně nákladné, jejich efekt se projeví až s několikaletým odstupem a obyvatelé země jej pocítí zvolna a rozptýleně po celém území. Vzhledem ke čtyřletému volebnímu cyklu tak politici nemohou očekávat, že je za miliardy smysluplně investované do silnic voliči u příštích voleb ocení. Oproti tomu jednorázové navýšení mezd či důchodů doručí za stejné peníze okamžitý efekt, protože je plošné a dobře viditelné. Ve veřejné diskusi o českých investicích se navíc nedaří ustálit objektivní měřítko. Jednou se mluví o meziročních nárůstech v absolutní hodnotě, jindy o aktuálním objemu investic v poměru k výdajům státu, pak zase o počtu nových či opravených kilometrů dálnic. Nejobektivnějším a mezinárodně srovnatelným měřítkem je podle našeho názoru roční podíl investic do silnic k HDP a v něm ČR dlouhodobě zaostává za podobnými zeměmi a navíc na nízkých hodnotách víceméně stagnuje.

Sousední Polsko, které mezi lety 2010-2017 oproti ČR v indexu kvality silnic poskočilo o 1,1 bodu, toho dosáhlo tím, že do nich za pět let nainvestovalo zhruba o 2,91 % HDP více. **Jeden bod nárůstu v indexu tak Poláci vyžádají odhadem na 2,65 % HDP, což v českých poměrech představuje asi 132 mld. Kč.** Při průměrné ceně 152 mil. Kč za kilometr dálnice (MD ČR) by jich za tuto částku bylo možno postavit přes 850 km a tím kompletně dokončit plánovanou českou dálniční síť, které chybí přibližně 800 km. Pokud by ČR v příštích pěti letech tedy ročně přidala do investic 26 mld. Kč, na indexu by se vzhledem k dálničnímu napojení na všechny sousední státy přiblížila západoevropskému standardu a v hodnocení kvality silniční sítě by pravděpodobně poskočila o více než jeden bod. Takový posun by nejen významně zlepšil kvalitu života obyvatel, ale podle našich odhadů by vedl k nárůstu HDP na obyvatele v dolarových cenách roku 2010 o přibližně 6 %, čímž by se ČR dostala nad úroveň Řecka a Portugalska a vynaložené investice by se jí tak vrátily ve zvýšení ekonomické úrovně. **Za předpokladu neměnných cenových hladin by ekonomická úroveň ČR (měřeno HDP na hlavu v PPP) překonala Španělsko.**

*Helena Horská, Vít Hradil, Eliška Jelínková, Luboš Růžička*

*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>

#### **Firemní bankovníctví**

Velké firmy: Barbara Tutass 23 44 01 362  
Firmy: Václav Štětina 23 44 05 228  
Firmy - region Severozápad: Robert Kott 603 808 512  
Firmy - region Jihovýchod: Zdeněk Novák 603 808 035  
Firmy - region Morava: Petr Novotný 724 163 275

#### **Nemovitosti a Projektové financování**

Jan Rýdl 23 44 01 133  
Martin Hofmeister 23 44 01 330  
Radek Soumar 23 44 05 691  
Renata Dlesková 23 44 01 857

#### **Nemovitosti a Strukturované financování**

Tomáš Gürtler 23 44 01 215  
Karel Vlasák 23 44 01 308  
Martin Matoušek 23 44 01 545

#### **Private Banking**

Jiří Zelinka 23 44 01 039  
Pavel Ráž 23 44 01 574  
Michal Špírek 23 44 01 437  
Pavel Píkna 24 24 32 437  
Lena Krejnická 23 30 63 280

#### **Faktoring**

Petr Fiala 23 44 05 468  
Daniel Markalous 23 44 01 374  
Oldřich Šrůta 23 44 01 191

#### **Financování obchodu**

Ivan Chleboun 23 44 01 455

#### **Treasury – Finanční instituce**

Kateřina Michalová 23 44 01 461  
Adam Zilvar 23 44 05 253  
Kateřina Škutová 23 44 01 877  
Andrea Balková 23 44 05 551  
Jana Charvátová 23 44 05 656  
Jana Buňková 23 44 01 802

#### **Treasury – Trading**

Milan Fischer 23 44 01 145  
Eva Bobeničová 23 44 01 316  
Roman Fol 23 44 01 144  
Jozef Božek 23 44 05 509  
Milan Fajkus 23 44 01 821  
Ivo Prokop 23 44 01 826

#### **Treasury - Sales**

Pavel Křivonožka 23 44 05 995  
Žaneta Chudá 23 44 01 195  
Michal Michalov 23 44 01 830  
Martin Bárta 23 44 05 510  
Pavel Křištof 23 44 05 907  
Jakub Skotnica 23 44 05 502  
Soňa Fenclová 23 44 01 346  
Martin Skoumal 23 44 05 351  
Robert Schwanzer 23 44 01 130  
Karel Hubička 23 44 01 885  
Ondřej Chládek 23 44 05 357  
Jan Gazsi 23 44 01 775

#### **Corporate Finance**

Marek Tichý 23 44 01 953  
Jakub Hamr 23 44 01 868  
Pavel Plánička 23 44 01 255  
Petra Kubů 23 44 01 822

#### **Treasury – Equities**

Eva Polánová 23 44 01 803  
Jakub Veselský 23 44 01 819  
Jakub Schermer 23 44 01 838

#### **Ekonomický výzkum**

Helena Horská 23 44 01 413  
Eliška Jelínková 23 44 01 070  
Luboš Růžička 23 44 01 402  
Vít Hradil 23 44 05 685  
Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 30. července 2019, 14:00

Publikace byla vydána 1. srpna 2019

## 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 sítě 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 nebo 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](https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation_history)).

Investoři 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.

### Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irsku (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutně 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 RB a 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 spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

### Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dále dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou 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 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 povté předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisů 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, lze-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/>.