

Strategie – Česká republika

4. čtvrtletí 2025

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Ekonomika eurozóny si vedla lépe, než se očekávalo.
- Inflace v eurozóně se pohybuje okolo 2 %, ECB se sazbami dlouho hýbat nebude.
- Americká ekonomika zpomaluje, ale recese není na pořadu dne.
- Cíle duálního mandátu Fedu jsou v současné chvíli v ostrém kontrastu.
- Česká ekonomika si navzdory clům vede velmi dobře, a to i bez fiskálního stimulu.
- S fiskálním impulzem se probudí nejen růst ale později i inflace.
- Průmysl se sice odrazil ode dna, ale stále čeká, až se postaví Německo zpět na nohy.
- Lepší se nálada spotřebitelů musí vykouslit úsměv na tváři maloobchodním prodejcům.
- Americká cla český export nezastavila, hledání nových trhů se daří.
- Přestože podíl nezaměstnaných osob mírně roste, tempo růstu mezd zatím nezpomaluje.
- Inflace v příštím roce poklesne ke 2 %, ale ve střednědobém výhledu se od cíle ČNB mírně odchýlí.
- ČNB proto letos ani v příštím roce sazby již nesníží. Naopak v roce 2027 by mohly jít sazby nahoru.
- Koruna letos ukázala sílu, v příštím roce si bude dobrou kondici udržovat.
- Na začátku příštího roku nás čeká rozpočtové provizorium. Otázkou zůstává, jak se prohloubí deficit státního rozpočtu.
- Předpokládaná uvolněnější fiskální politika nové vlády tlačí výnosovou křivku vzhůru.

Makroekonomická predikce	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026f	2027f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 828	6 308	7 050	7 660	8 057	8 514	8 893	9 280
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-5,3	4,0	2,9	0,2	1,1	2,5	2,2	2,6
HDP na hlavu (EUR)	20 589	23 419	26 782	29 226	29 263	31 625	33 854	35 621
Průmyslová výroba, r/r %	-7,0	6,5	2,1	-0,8	-1,0	1,0	1,8	2,4
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,4	4,6	4,5
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	4,6	5,8	4,3	7,2	7,2	7,0	6,3	5,5
PPI, r/r %, průměr	0,1	7,2	24,3	5,0	0,8	-0,9	0,3	1,2
CPI, r/r %, průměr	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,1	2,4
CPI, r/r %, konec období	2,3	6,6	15,8	6,9	3,0	2,3	2,3	2,6
Saldo vládních financí, % HDP	-5,6	-5,0	-3,1	-3,8	-2,0	-2,0	-3,0	-2,8
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	36,9	40,7	42,5	42,5	43,3	44,1	45,8	46,1
Obchodní bilance, mld. Kč	180	-9	-205	123	221	219	200	221
Běžný účet, % HDP	1,8	-2,1	-4,7	-0,1	1,7	0,8	0,8	0,6
EUR/CZK, konec období	26,2	24,9	24,1	24,7	25,2	24,2	24,0	23,8
USD/CZK, konec období	21,4	22,0	22,6	22,4	24,3	20,7	20,3	20,2
2T Repo sazba ČNB, konec období	0,25	3,75	7,00	6,75	4,00	3,50	3,50	4,00
3M PRIBOR, konec období	0,36	4,08	7,26	6,77	3,92	3,55	3,60	4,00
2letý výnos, konec období	0,19	3,54	5,44	4,26	3,73	3,75	3,80	4,10
5letý výnos, konec období	0,80	3,16	5,21	3,72	3,86	4,30	4,45	4,40
10letý výnos, konec období	1,27	2,83	5,01	3,74	4,20	4,70	4,85	4,75
Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV								

Reálný HDP (průměr, v % r/r)				
země	2024	2025e	2026f	2027f
Polsko	3,0	3,4	3,3	3,0
Maďarsko	0,6	0,4	1,8	2,3
ČR	1,1	2,5	2,2	2,6
Slovensko	1,9	0,8	1,5	1,7
SE	1,7	1,8	2,2	2,4
Rumunsko	0,9	0,8	1,3	2,5
Bulharsko	3,4	3,2	3,2	3,3
Chorvatsko	3,8	3,2	2,6	2,5
Srbsko	3,9	2,0	2,8	3,0
Bosna a Her.	3,0	2,0	2,8	3,0
Albánie	4,1	3,6	3,7	3,9
Kosovo	4,4	3,7	3,9	4,0
JVE	3,3	2,6	2,9	3,2
Rusko	4,3	0,9	0,9	0,9
Ukrajina	2,9	2,1	3,0	4,5
SNS	3,6	1,5	1,95	2,7
eurozóna	0,9	1,4	1,4	1,9
Zdroj: Raiffeisen RESEARCH				

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)				
země	2024	2025e	2026f	2027f
Polsko	3,6	3,8	2,9	2,7
Maďarsko	3,7	4,6	4,4	4,6
ČR	2,4	2,5	2,1	2,4
Slovensko	2,8	4,1	3,7	3,4
SE	3,1	3,8	3,3	3,3
Rumunsko	5,6	7,4	7,1	3,3
Bulharsko	2,4	4,8	3,7	2,8
Chorvatsko	3,0	3,7	3,0	2,8
Srbsko	4,7	3,9	3,6	3,6
Bosna a Her.	1,7	3,9	2,7	2,3
Albánie	2,2	2,3	3,0	3,2
Kosovo	1,6	3,9	3,2	2,8
JVE	3,0	4,3	3,8	3,0
Rusko	8,5	8,9	5,6	4,2
Ukrajina	6,5	13,0	8,7	7,6
SNS	7,5	11,0	7,2	5,9
eurozóna	2,4	2,2	1,8	2,2
Zdroj: Raiffeisen RESEARCH				

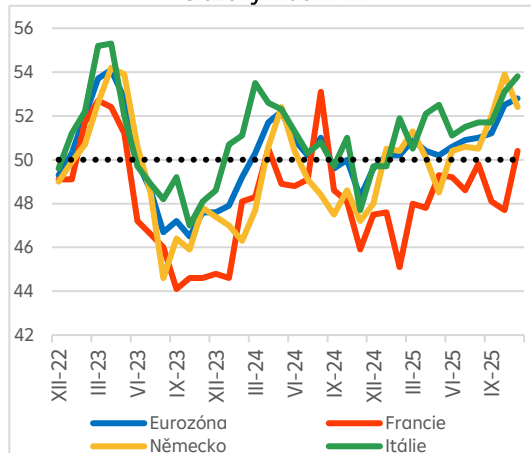
EUR/Národní měna (průměr)				
země	2024	2025e	2026f	2027f
Polsko	4,31	4,25	4,24	4,25
Maďarsko	395	399	400	405
ČR	25,1	24,7	24,1	23,9
Rumunsko	4,97	5,04	5,12	5,15
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	117,1	117,2	117,3	117,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	100,7	98,4	97,9	97,4
Rusko	100,1	96,7	115,2	119,2
Ukrajina	43,5	47,4	52,7	55,6
USA	1,08	1,16	1,19	1,20
Švýcarsko	0,95	0,93	0,93	0,93
Zdroj: Raiffeisen RESEARCH				

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)				
země	aktuální	Q4-25	Q1-26	Q2-26
Polsko	4,00	4,00	3,75	3,50
Maďarsko	6,50	6,50	6,50	6,50
ČR	3,50	3,50	3,50	3,50
Rumunsko	6,50	6,50	6,50	6,25
Rusko	16,50	16,00	15,00	13,00
Eurozóna	2,15	2,15	2,15	2,15
USA	3,75	3,75	3,75	3,50
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

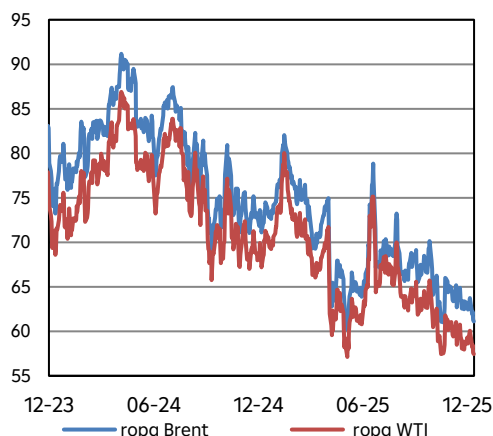
3M sazba peněžního trhu (% eop)				
země	aktuální	Q4-25	Q1-26	Q2-26
Polsko	4,06	3,65	3,40	3,15
Maďarsko	6,50	6,50	6,50	6,40
ČR	3,54	3,55	3,55	3,55
Rumunsko	6,20	6,20	6,20	5,95
Rusko	15,50	16,10	14,37	13,11
Eurozóna	2,08	2,05	2,05	2,05
USA	3,71	3,65	3,65	3,25
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)				
země	aktuální	Q4-25	Q1-26	Q2-26
Polsko	5,29	5,20	5,00	4,70
Maďarsko	6,99	6,85	6,85	6,80
ČR	4,79	4,70	4,75	4,80
Rumunsko	6,88	7,00	6,80	6,58
Rusko	14,11	14,16	13,43	12,73
Eurozóna	2,86	2,65	2,75	2,85
USA	4,18	4,15	4,10	4,30
Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH				

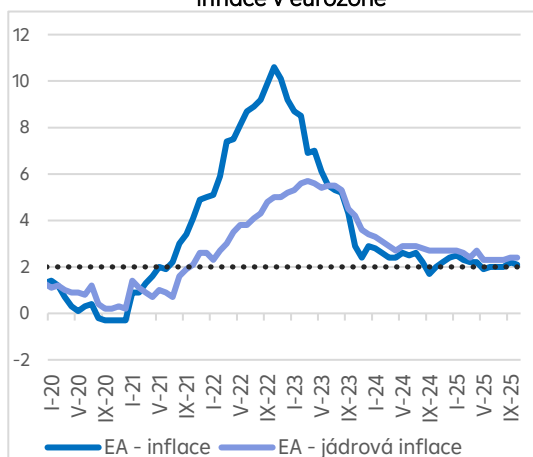
Složený index PMI



Ceny ropy se i dále vyvíjí příznivě



Inflace v eurozóně



Vnější prostředí

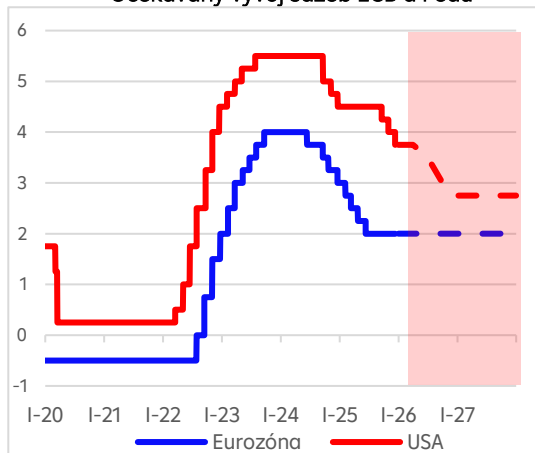
Eurozóna si letos vedla nad očekávání dobře

V průběhu letošního roku byly postupně snižovány predikce ekonomického růstu eurozóny zejména z důvodu zavedení amerických dovozních cel a také rychle posilujícího eura vůči americkému dolaru, což mělo mít negativní vliv primárně na evropský export. Nicméně se ukázalo, že **ekonomika eurozóny byla robustnější, než se očekávalo**. To potvrdila data i za třetí kvartál, který dopadl nad odhady a přiměl nás revidovat **naši prognózu růstu pro tento rok z 1,2 % na 1,4 %**. To je výkon přibližující se naší predikci z třetího čtvrtletí 2024 před americkými volbami (1,5 %). Hlavním pilířem ekonomiky se ukazují být služby, průmysl vykazuje mírné zlepšení, zatímco stavebnictví se zatím nezotavilo. Soukromá spotřeba se vyvíjí robustně a objevují se známky rostoucího trendu v investicích. Co se týká vývoje v jednotlivých zemích, Německo, Rakousko či Itálie nadále vykazují slabší výkon. Naopak Španělsko nepřestává udivovat a táhne růst měnové unie. Ve třetím čtvrtletí se překvapivě přidala i Francie, nicméně v zemi galského kohouta očekáváme zpomalení ekonomické aktivity na pozadí nekončící politické krize. Rok 2026 bude ovlivňován americkými cly, která podle nás sníží export zboží až o 12 % za předpokladu zachování současných celních sazeb. Tento efekt však bude vyvážen stimulačními dopady zvýšených výdajů na obranu a infrastrukturu, proto **predikujeme růst HDP v příštím roce na podobné úrovni jako letos (1,4 %)**.

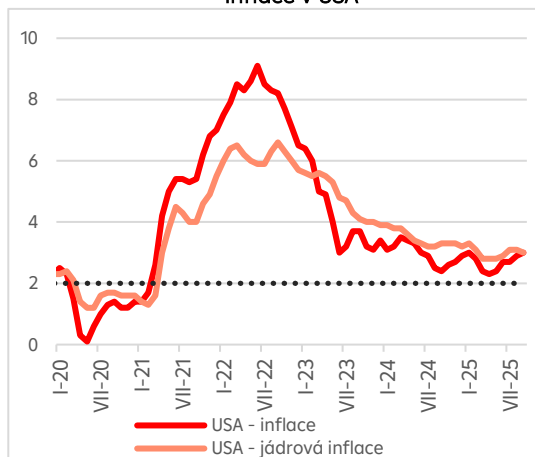
Inflace v eurozóně se zdá být zkrácena

Inflační příběh v eurozóně se v posledních měsících příliš nemění, když **se inflace pohybuje na dosah 2% cíle ECB**. Pozitivní inflační vývoj byl potvrzen také v listopadu, kdy se inflace zastavila na 2,2 %. Jádrová inflace zůstává nepatrně vyšší na 2,4 %, zejména z důvodu **vyššího růstu cen služeb**. Ty rostou o více než 3 %, nicméně i jejich zdražování by mělo v dalších měsících postupně zpomalovat. Důvodem je, že napětí na trhu práce by mělo více povolovat, což naznačil mimo jiné tzv. indikátor vyjednaných mezd v eurozóně. Ten se dle dat ECB ve třetím kvartále zvýšil meziročně pouze o necelá 2 %, přitom růst ve druhém čtvrtletí byl dvojnásobný (+4 %). Navíc i údaje o celkových mzdových nákladech signalizují menší inflační tlaky, když meziročně vzrostly lehce nad 3 %. Analytický aparát ECB přitom uvádí, že tříprocentní růst je konzistentní s cenovou stabilitou. To společně se silnějším eurem a pokračujícím poklesem cen energií dle nás přispěje k dalšímu poklesu inflace. **Za celý rok 2026 očekáváme průměrnou inflaci ve výši 1,8 %, po letošních 2,2 %**.

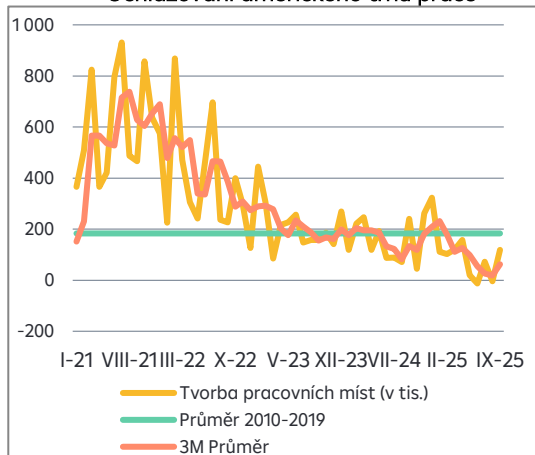
Očekávaný vývoj sazeb ECB a Fedu



Inflace v USA



Ochlazování amerického trhu práce



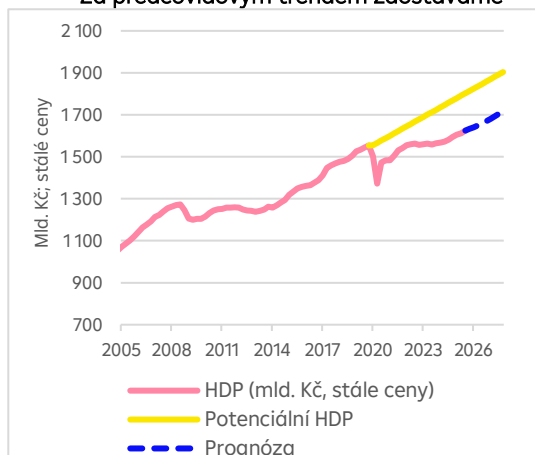
Dlouhodobá stabilita sazeb ECB jako základní scénář

Rada guvernérů ECB třikrát za sebou nezměnila úrokové sazby, **depozitní sazba tak činí 2 %**. Zároveň se z komunikace ECB zdá, že sazby zůstanou na současné úrovni zaparkovány po delší časový úsek, ačkoli podle nás existují důvody, proč by nebylo nežádoucí ještě měnovou politiku uvolnit. Inflace se drží v blízkosti 2 % a v příštím roce dokonce nejspíše zamíří pod ně, přičemž i přes lepší, než očekávaný výkon evropské ekonomiky v letošním roce zůstává oživení vrtkavé. Nicméně prezidentka ECB Christine Lagarde několikrát zopakovala, že **se ECB nachází v dobré pozici a je spokojena s aktuálním nastavením měnové politiky**. Na otázky, zda je pravděpodobnější krok v měnové politice spíše snížení nebo zvýšení sazeb, uvedla, že další postup bude záviset na příchozích datech. Za zmínku pak také stojí, že některá rizika pro ekonomický růst se dle hodnocení ECB zmenšila (obchodní dohoda mezi USA a Evropou, přinejmenším dočasné příměří na Blízkém východě, pokrok v obchodním konfliktu mezi USA a Čínou), avšak celková nejistota přetrvává a Rada guvernérů je údajně připravena flexibilně reagovat. V tuto chvíli se však zdá, že mezi centrálními bankéři převládá obava ze střednědobého výhledu inflace v souvislosti s pravděpodobně ještě uvolněnější fiskální politikou v Evropě, především ve spojitosti s vyššími výdaji na obranu a infrastrukturu. **Naše prognóza tak z těchto důvodů zůstává nezměněna a nadále očekáváme dlouhodobou úrokovou stabilitu na stávající úrovni.**

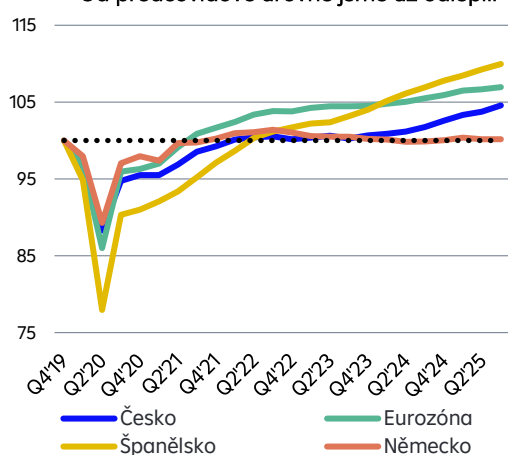
Dramatický pokles americké ekonomiky se nekoná

Americkou ekonomikou letos hýbají zejména **hospodářská politika Donalda Trumpa ve spojitosti se zavedenými dovozními cly na většinu zemí světa, předpokládaná měnová politika Fedu a také nejdéle trvající vládní uzávěra federálních úřadů (neboli shutdown) v tamní historii**. Přes to všechno se zdá, že největší světová ekonomika zažije relativně slušný rok. Nejsou sice ještě známy údaje za třetí kvartál v důsledku zmíněného shutdownu, ale očekává se, že meziroční anualizovaný růst překoná dokonce 3 %. V posledním čtvrtletí se sice předpokládá, že tamní ekonomika zpomalí, ale **za celý letošní rok by si podle odhadu analytiků v rámci průzkumu agentury Bloombergu měla připsat 2 %**. Podobný růst je pak očekáván i v letech 2026-2027, nicméně to bude záležet na mnoha faktorech. Prvním je stav tamního trhu práce. Ten, pokud by se dále zhoršoval, by vyústil v nižší útraty domácností, které byly dosud vlajkovou lodí růstu amerického hospodářství. Druhým faktorem je vývoj na akciových trzích a tzv. efekt bohatství. Pokud by došlo ke korekci na amerických trzích, spotřebitelé by opět mohli šlápnout na brzdu. S tím jsou spojeny i obří investice do AI, které doposud táhly akciové trhy i ekonomiku, to však nemusí trvat věčně. V neposlední řadě je to pak dopad hospodářské politiky USA. Je otázkou, jak se v konečném důsledku

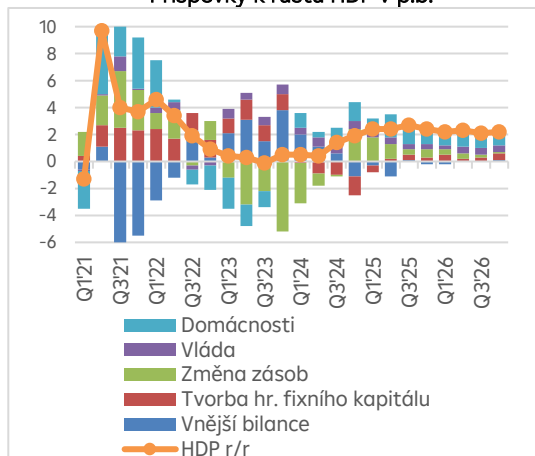
Za předcovidovým trendem zaostáváme



Od předcovidové úrovně jsme už odlepili



Příspěvky k růstu HDP v p.b.



projeví americká cla, nižší migrace či nižší korporátní daně na výkonu ekonomiky.

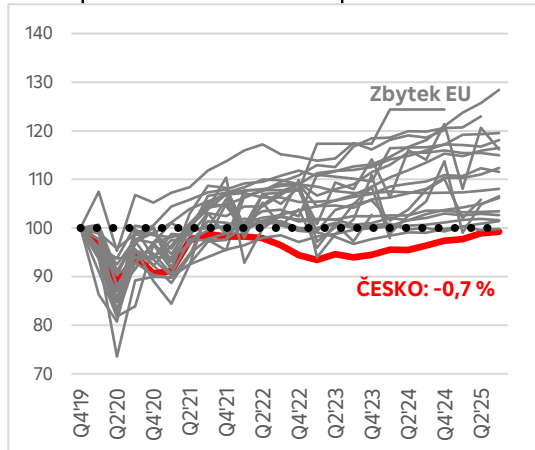
Omezený vliv cel, přesto inflace v okolí 3 %

Inflace se ve Spojených státech amerických sice postupně zvyšovala v tomto roce až ke 3 %, ale pomaleji, než se předpokládalo. Obávaný efekt uvalených cel na dovoz ze strany Donalda Trumpa se na cenách zboží zatím projevil v omezené míře. **Přesto se očekává, že by 2% cíle amerického Fedu nemělo být dosaženo ještě ani v roce 2027.** Dezinflace ve službách sice pokračuje, cenové tlaky se však ukazují jako setrvalejší, podobně jako v dalších vyspělých zemích. Nicméně rizika vyšší inflace v oblasti zboží nepominula, zvláště pokud vezmeme v úvahu, že se firmy v USA snažily v první polovině roku masivně předzásobit. Jakmile však tyto zásoby budou vyčerpány a firmy budou nuceny nekrátit své marže (což se dle dostupných dat dělo), aby zachovaly svou ekonomickou rentabilitu, přenesou zvýšené náklady na své zákazníky. V takovém scénáři zůstane inflace delší dobu zvýšená. **Letos by průměrná inflace dle metodiky CPI měla dosáhnout výše 2,8 % a v příštím roce 2,9 %.** Fedem preferovanější index PCE pak nabízí pouze nepatrně optimističtější obrázek (2,6 % tento rok a 2,7 % příští rok).

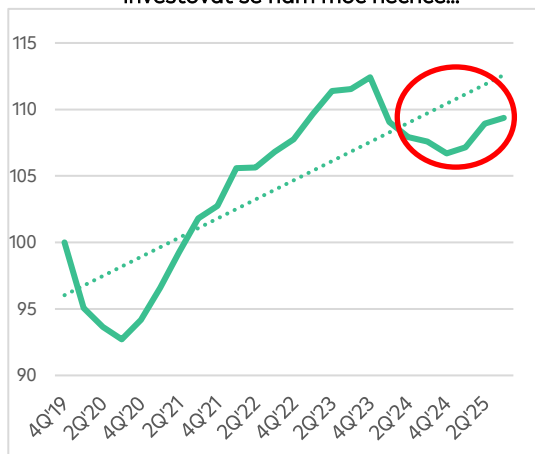
Fed na rozcestí

Americké centrální bance (Fed) není co závidět. Na jedné straně inflace vzrostla ke 3 % a rizika zejména v souvislosti se zavedenými dovozními cly nepominula, což by vyžadovalo přísnější měnovou politiku. Na druhé straně trh práce vykazuje znaky ochlazování a v takovém případě by bylo na místě měnovou politiku uvolnit. **Cíle duálního mandátu Fedu – cenová stabilita a maximální zaměstnanost jsou tak nyní v přímém rozporu.** To se odráží také na postojích centrálních bankéřů, kdy se jedni více obávají inflačních rizik a jiní více rostoucí nezaměstnanosti. Navíc vše ještě více zamotal shutdown, který je sice již minulostí, ale zveřejnění oficiálních údajů se posunulo v čase. Zároveň panují pochybnosti o kvalitě některých dat v důsledku nedostatečného času na sběr potřebných údajů. To označovali někteří centrální bankéři jako problematické, přesto **nakonec na základě dostupných (alternativních) dat Fed třikrát v řadě snížil úrokové sazby o 25bb do cílového pásma 3,50-3,75 %.** Další vývoj je však velmi nejistý a bude záviset primárně na příchozích datech (pokud nenastane další shutdown). Fed ve své poslední predikci naznačil pouze jedno snížení sazeb v příštím roce, zatímco trh očekává dvojí snížení. Podle nás bude Fed ve snižování sazeb razantnější, když svou roli sehraje i **konec mandátu současného předsedy Powella v květnu 2026** a jeho nahrazení člověkem, který více souzní s ekonomickými názory Donalda Trumpa. Tím by mohl být Kevin

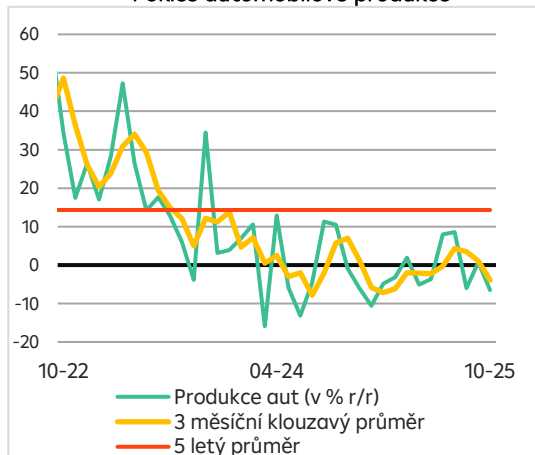
Spotřeba domácností má prostor dále růst



Investovat se nám moc nechce...



Pokles automobilové produkce



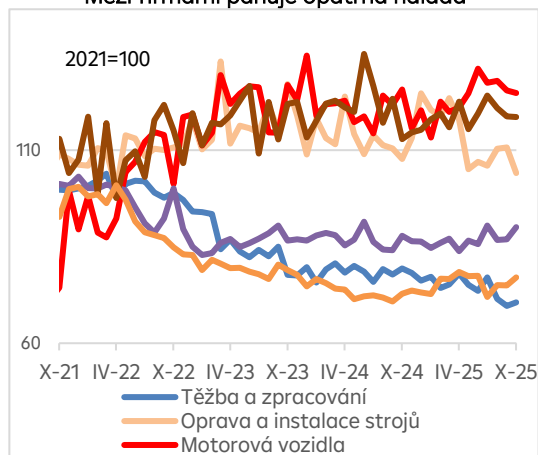
Hassett, který podobně jako Trump prohlašuje, že by úrokové sazby měly být výrazně níže, než jsou nyní. I z tohoto důvodu **očekáváme snížení sazeb až o 100bb do pásma 2,50-2,75 %**.

Vnitřní prostředí

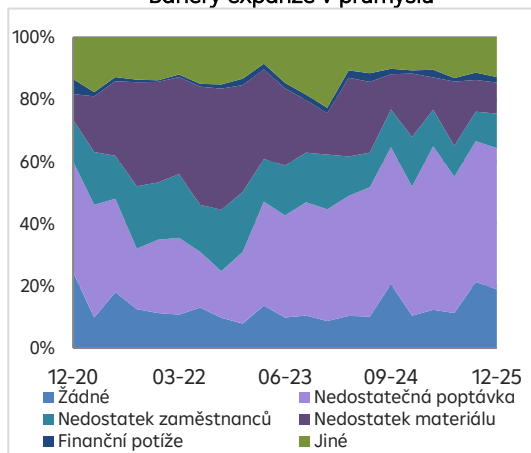
Česká ekonomika šlápla na plyn, a to i bez fiskálního stimulu

Rok 2025 je téměř za námi, a přestože bylo jasné, že to nebude jednoduchý rok s Donaldem Trumpem v Bílém domě, česká ekonomika ho zvládla velmi dobře. To můžeme tvrdit již nyní, když **průměrné meziroční tempo růstu za tři kvartály činilo 2,6 %**. Pro celý rok jsme pak **navýšili náš odhad růstu z 2,2 % na 2,5 %**. Původně jsme předpokládali, že česká ekonomika ve druhé polovině letošního roku zpomalí v důsledku vyčerpání pozitivního efektu předzásobení firem a spotřebitelů v USA. To se ale nestalo a růst české ekonomiky dokonce ve třetím čtvrtletí zrychlil. **Hlavní podíl na tom mají tuzemské domácnosti, které více utrácí.** To není až tak překvapivé vzhledem k situaci na trhu práce, kdy i přes mírný nárůst v tomto roce zůstává nezaměstnanost z historického hlediska velmi nízká a průměrná nominální mzda se zvyšuje zhruba o 7 % třetí rok v řadě. Inflation se drží v tolerančním pásmu ČNB (do 3 %), reálná koupěschopnost Čechů tak roste, což se odráží na jejich postupně rostoucí spotřebitelské důvěře v tuzemskou ekonomiku. Spotřebitelé mají nejlepší náladu za šest let, o 10 % vyšší, než bývá běžné, což naznačuje, že se domácnosti nebudou bát dále sahat do svých peněženek. **Pozitivní zprávou je ale také, že i další složky HDP přispívají k růstu tuzemského hospodářství.** Vládní výdaje rostou i díky rekordním investicím a programové prohlášení nové vlády akcentuje růst ještě silněji. Očekáváme tak ještě vyšší podporu ze strany fiskálu, i když za cenu vyšších veřejných deficitů. Investice byly příjemným zjištěním třetího kvartálu, když se k veřejnému sektoru ve vyšší míře přidal i soukromý sektor. Otázkou zůstává, zda se jedná o začátek trendu či o jednorázový výkyv, přičemž neméně důležité je, do jakých oblastí budou investice alokovány. V neposlední řadě i zahraniční poptávka překvapila v kladném slova smyslu a přispěla k růstu HDP, **ato** navzdory americkými dovozními clům ve výši 15 % a pokračující stagnaci německé ekonomiky. Ale zdá se, že čeští exportéři jsou schopni najít nové trhy (Jižní Amerika, Asie), kde se dokáží prosadit. **Pro příští rok očekáváme růst české ekonomiky ve výši 2,2 %** a zůstáváme spíše ostražití. Hlavním motorem bude i nadále domácí poptávka (soukromá i vládní spotřeba), ale investice v době značné nejistoty mohou růst pomaleji. Zároveň vidíme stále pouze mělké oživení průmyslu, který čeká jako na smilování na oživení Německa. Obří německý fiskální stimul sice vyvolává naděje, ale implementace jednotlivých kroků zatím pokulhává, a tak pozitivní multiplikační efekty mohou přijít až v roce 2027. Zároveň americká cla

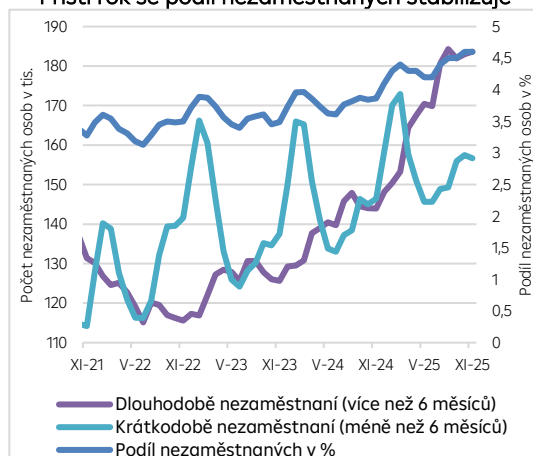
Mezi firmami panuje opatrná nálada



Bariéry expanze v průmyslu



Příští rok se podíl nezaměstnaných stabilizuje



zůstávají v platnosti a v dlouhodobém horizontu se obáváme negativního dopadu na český export, a tím i celou ekonomiku, ač v tuto chvíli se zdá, že je velmi omezeného charakteru.

Průmysl ve 3Q nabral dech, vyhráno ale nemá

Mezi průmyslovými podniky panuje spíše opatrná nálada z důvodu poklesu výroby, který je spojen s nedostatkem nových zakázek a problémy v dodavatelských řetězcích. To jde ruku v ruce také s vývozními omezeními některých materiálů ze strany Číny. **Firmy pozvolna propouští zaměstnance (meziroční pokles v říjnu cca 1,4 %), snižují nákupy vstupů a čerpají své zásoby.** Cenové tlaky na prodejní ceny jsou vzhledem k nízké poptávce a silné zahraniční konkurenci pozvolné a opatrné. **Automobilová produkce je ve srovnání s loňskými deseti měsíci nižší o 1,3 % (v říjnu meziroční pokles o 6,5 %).** Automobilový průmysl se potýká s rostoucí zahraniční konkurencí, americkými cly, slabší výkonností Německa a také s byrokratickými překážkami. Letos očekáváme růst průmyslu o 1 %, i přes slabší automotive se celková produkce v průmyslu zvýšila.

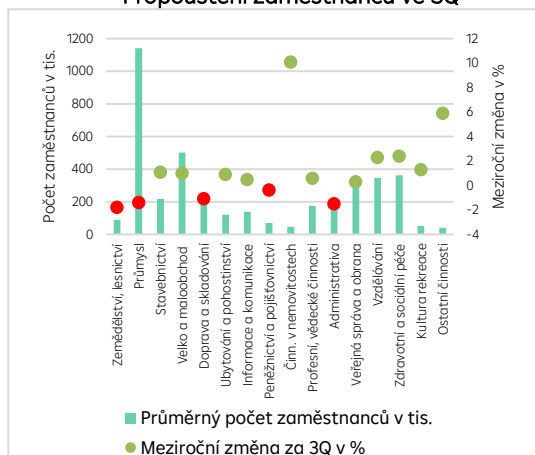
Index PMI ve zpracovatelském průmyslu poukazuje na nárůst nových zahraničních zakázek, poprvé od února 2022. Objevují se první náznaky potenciálního oživení u hlavních obchodních partnerů (i přes nižší počet zakázek), které by mohlo být podpořeno expanzivnější fiskální politikou evropských vlád – zejména v oblasti výdajů na obranu a infrastrukturu. Pokud zafunguje německý fiskální balíček a dojde k oživení německé ekonomiky, měla by se zvýšit poptávka ze zahraničí. Firmy hledají odbytiště jinde než v Evropě a dle posledních dat ze zahraničního obchodu a PMI se jim to postupně daří.

Očekáváme, že průmyslová výroba v roce 2026 vzroste o 1,8 %, z důvodu rostoucí domácí poptávky, ale i oživení v zahraničí. Rizikem však zůstává dopad amerických cel, který se zatím výrazněji neprojevil, nicméně může ovlivnit globální poptávku v delším časovém horizontu.

Podíl nezaměstnaných roste, přesto trh práce zůstává silný

Podíl nezaměstnaných osob v listopadu dosáhl 4,6 %. Počet volných pracovních míst mírně klesá. v důsledku pokračující digitalizace, zavádění AI a zefektivňování výrobních i administrativních procesů. **Očekáváme, že se v krátkodobém horizontu počet volných pracovních pozic dočasně sníží.** Zaměstnanost je nejvyšší za posledních 26 let (přes 75 %). Firmy stále drží pracovní rezervy, avšak **kdyby se německá ekonomika nenastartovala a neobnovily by se zakázky, mohli by někteří zaměstnanci přijít o práci v důsledku rozpouštění pracovních rezerv.** V budoucnu bude trh práce brzdit ekonomický růst, pokud se nezvýší produktivita práce za danou odpracovanou dobu na úkor prodávání

Propouštění zaměstnanců ve 3Q

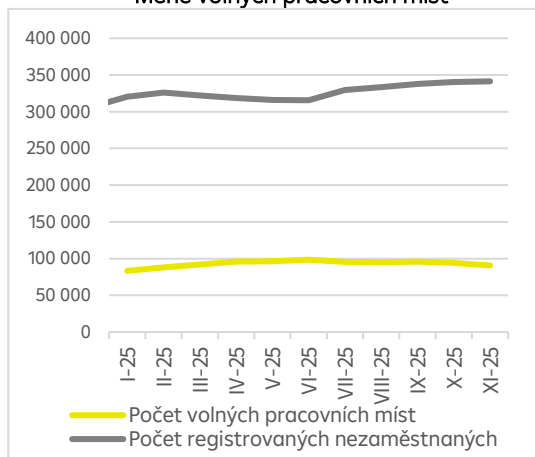


výrobků za nižší ceny než konkurence. Český trh práce by se měl více připravit na ekonomiku služeb, na práci s vyšší přidanou hodnotou. Měl by se orientovat na inovace, vývoj, nové výrobky s vyšší efektivitou, místo delšího času stráveného v práci.

K tomu by mohly české ekonomice pomoci nižší ceny energií, vyšší zahraniční poptávka, lepší sentiment domácností a také jistota v podobě již domluvené celní sazby ze strany USA.

V roce 2025 očekáváme, že podíl nezaměstnaných osob dosáhne 4,4 %, v roce 2026 pak 4,6 %. Předpokládáme, že podíl nezaměstnaných osob se dále zvýší na přelomu roku, ale v příštím roce se stabilizuje. Indikátor LUCI ukazuje, že v roce 2026 se bude trh práce mírně ochlazovat, nicméně i přes to zůstane napjatý.

Méně volných pracovních míst



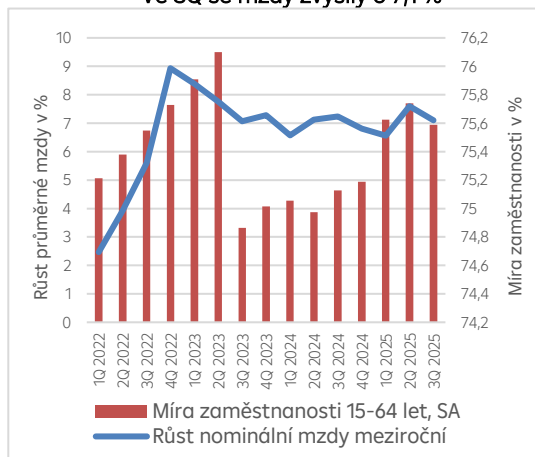
Silný růst mezd pokračuje i v letošním roce

Růst reálných mezd ve 3Q dosáhl 4,5 %. Průměrná nominální mzda vzrostla o 7,1%, průměrná mzda úhrnem za 1. až 3. čtvrtletí 2025 vzrostla na 48 171 Kč (+3 204 Kč, reálně + 4,5 %, nominálně +7,1 %). Mzdy se zvyšují solidním tempem i přes mírné ochlazování trhu práce.

Růst mezd byl v jednotlivých odvětvích značně diferencovaný. Nejvýraznější dynamika byla patrná v profesních, vědeckých a technických činnostech, kde mzdy stouply o 11,4 %, a dále v kulturním a rekreačním sektoru (9,8 %) a ve stavebnictví (9,5 %). Inflace ve službách je živena růstem mezd v rekreačních činnostech. Růst mezd ve stavebnictví poukazuje na zdražování stavebních prací, které je spojeno s nedostatkem pracovních sil v tomto sektoru.

Vyšší příjmy domácností nadále podporují spotřebitelskou poptávku a přispívají k růstu maloobchodních tržeb i celkového HDP. Očekáváme, že v roce 2025 porostou mzdy přibližně 7% tempem. Pro rok 2026 předpokládáme růst o 6,3 %.

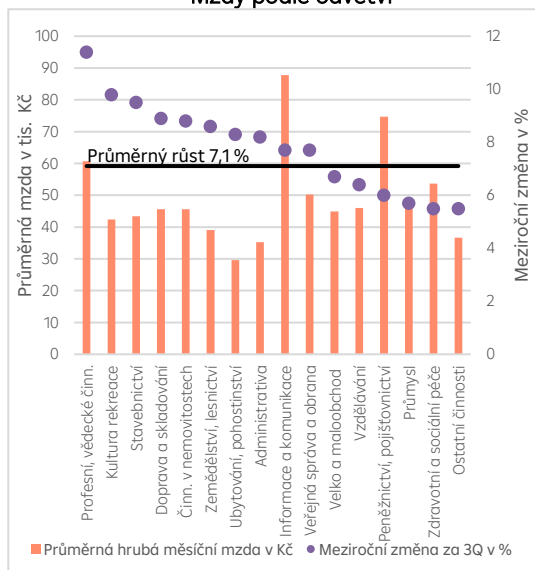
Ve 3Q se mzdy zvýšily o 7,1%



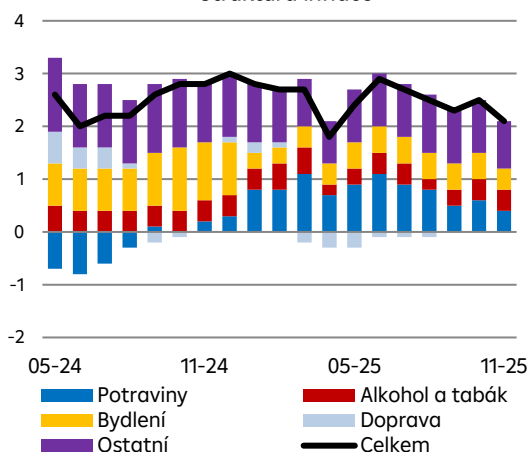
V kratším období pokles inflace, v delším riziko jejího zvýšení

Celková inflace se i nadále vyvíjí příznivě a její struktura zůstává od začátku letošního roku konstantní, přesto výsledky inflace dokázaly v jednotlivých měsících překvapit. Byly to totiž zejména ceny potravin, které jednou povyskočily více, jindy naopak neočekávaně spadly. Predikce této části spotřebitelského koše tak představuje hlavní riziko námi očekávaného vývoje inflace v dalších měsících. Ceny potravin totiž začaly ignorovat určité sezónní vzorce. Nicméně trendově vidíme mírné zpomalování růstu cen potravin a ten by podle nás mohl pokračovat i v příštím roce. Rizikem však zůstává zejména růst zemědělských cen v živočišné výrobě, který by mohl narušit dezinflaci v této oblasti. Zároveň ceny potravin jsou významně ovlivňovány externími faktory, jako jsou zemědělská úroda, počasí, nemoci chovných zvířat či

Mzdy podle odvětví



Struktura inflace



Očekávaný inflační vývoj



administrativní zásahy (zákaz klecových chovů). **Proinflačním rizikem číslo jedna jsou pak i nadále ceny služeb**, které meziročně zdražují nepřetržitě od října 2023 okolo 5 %. To je dáno stále solidním růstem mezd, který povzbuzuje domácnosti k vyšším útratám, ale zároveň zvyšuje náklady na lidskou práci. Zároveň dvouciferným tempem rostou ceny nemovitostí, což se s určitým časovým zpožděním projevuje i na cenách služeb, kdy obchodníci převádějí část svých zvýšených nákladů na spotřebitele. **Jádrová inflace** zejména z těchto důvodů vzroste z průměrných 2,5 % na letošních 2,7 %. V příštím roce pak očekáváme její mírný pokles na 2,4 %, když i nadále růst cen služeb zůstane zvýšený, naopak v případě zboží utlumený. **Pohonné hmoty** díky cenám na světových trzích a silnější koruně dále klesají a v příštím roce podle naší predikce budou meziročně nižší čtvrtý rok v řadě. O konečném výsledku inflace však rozhodnou **ceny energií**, a zda nová vláda dostojí svému slibu odpustit domácnostem (a i firmám) poplatky za obnovitelné zdroje energie (POZE). **Podle našich kalkulací by to mohlo snížit inflaci o 0,3 p.b.** V některých měsících by tak inflace mohla dokonce zamířit pod 2 % a **za celý příští rok očekáváme průměrnou inflaci ve výši 2,1 % po letošních 2,5 %**. Nicméně je třeba zmínit, že odpuštění POZE a obecně uvolněnější fiskální politika vytváří proinflační rizika ve střednědobém výhledu.

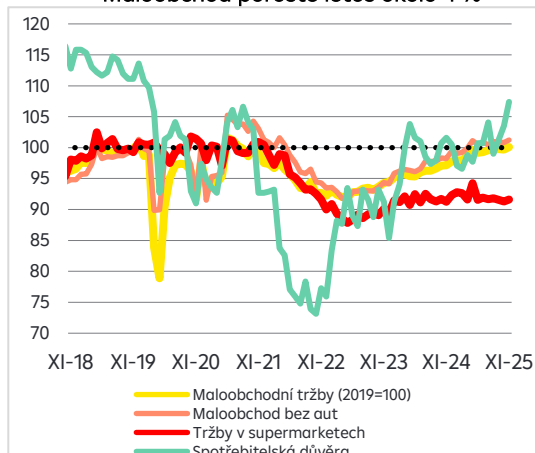
Maloobchod čeká příjemný závěr roku

Maloobchodní tržby v letošním roce rostou solidním tempem. V říjnu tržby maloobchodu reálně vzrostly o 0,4 % meziměsíčně a meziročně o 2,8 %. **Nálada spotřebitelů je aktuálně nejlepší za posledních šest let a vytváří silný základ pro další zvyšování útrat i v závěru roku, kdy nastává pro maloobchod nejpříznivější období** v podobě vyšších útrat spojených s listopadovými slevami a Vánoci. Reálná kupní síla překonala rok 2019, vyšší výdaje spotřebitelů pomohly v posledních měsících růstu české ekonomiky, což je také důsledkem vyšší zaměstnanosti.

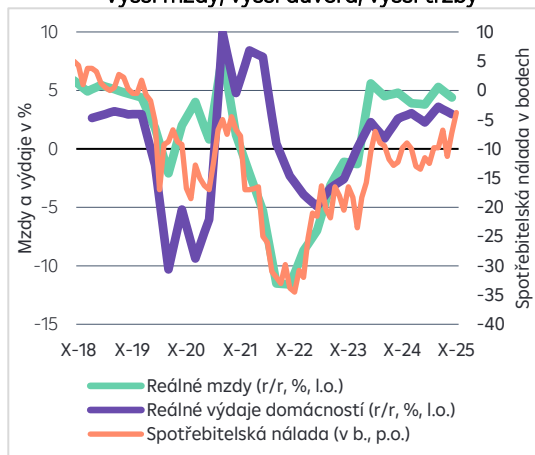
V maloobchodu **dlouhodobě roste prodej prostřednictvím internetu nebo zásilkové služby a maloobchod s kosmetickými a toaletními výrobky**. Naopak se nedaří obchodníkům s elektronikou nebo s domácími potřebami, jejichž tržby stagnují či klesají navzdory silné poptávce po bydlení a stavební aktivitě. To může být způsobeno silnou konkurencí ze zahraničí.

Očekáváme, že se maloobchodní tržby za celý letošní rok zvýší o 3,9 %. Výhled pro příští rok zůstává příznivý, **očekáváme růst okolo 3,5 %**. Maloobchodní tržby by se měly zvyšovat solidním tempem díky očekávané stabilní ekonomické situaci, nízké míře nezaměstnanosti, umírněné inflaci a pokračujícímu růstu mezd. Tyto faktory vytvářejí prostředí, které podporuje spotřebitelskou důvěru a ochotu domácností

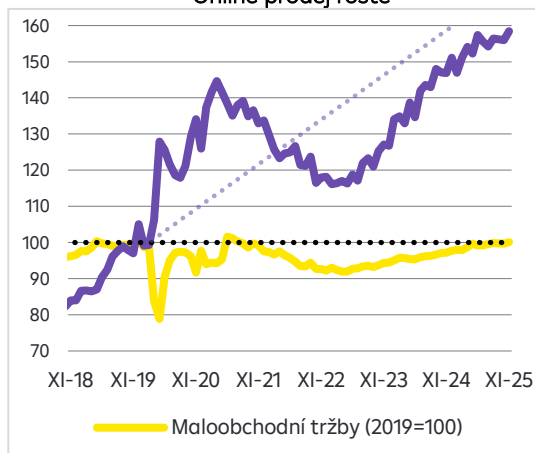
Maloobchod poroste letos okolo 4 %



Vyšší mzdy, vyšší důvěra, vyšší tržby



Online prodej roste



utrácet. Maloobchodní sektor by z toho měl výrazně těžit i v následujícím období.

Meziročně se zvýšil vývoz i dovoz

Zahraniční obchod po značnou část roku podporuje kladné saldo obchodu s motorovými vozidly. Z kumulovaných údajů za prvních deset měsíců však vyplývá, že výroba automobilů postupně oslabuje. Současně se zvyšuje přebytek obchodní bilance se státy Evropské unie, přičemž vývoz i dovoz meziročně rostou. Za leden až říjen přebytek obchodní bilance dosáhl 195,6 mld. Kč, meziročně se zvýšil o 4,1 mld. Kč. Za uvedené období se vývoz zvýšil o 2,9 % a dovoz o 3,0 %.

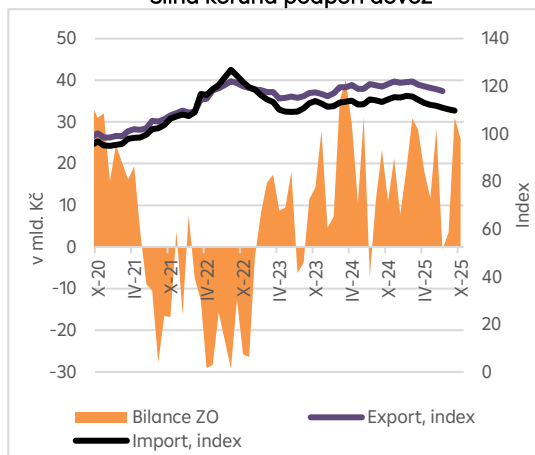
V prvním a druhém čtvrtletí působila na český zahraniční obchod nejistota spojená s celní politikou Spojených států. **USA sice nepatří mezi hlavní obchodní partnery České republiky, avšak případné zavedení vysokých cel by negativně dopadlo na Německo, kam směřuje téměř třetina českého exportu.** To by se následně promítlo i do výsledků českých vývozců. Sazbu ve výši 15 % nazvali zástupci svazu německých exportérů jako bolestný kompromis. Avšak pro české exportéry dohoda mezi EU a USA znamená minimálně jistotu v tom, že znají nastavení bariér zahraničního obchodu. V první desítku nejvýznamnějších exportních partnerů ČR poklesl meziročně ve 3Q vývoz nejvíce do Spojeného království (-0,53 p.b.), do USA (-0,42 p.b.) a do Itálie (-0,3 p.b.). Dovoz profituje z posilování české koruny (letos 24,2 EUR/CZK oproti loňským 25,3 EUR/CZK), díky čemuž je zahraniční zboží levnější a roste po něm poptávka. Silnější koruna rovněž přispívá ke zmírnění inflace, protože snižuje ceny dovážené ropy a energií. Naopak pro export představuje posilující měna nižší konkurenceschopnost českých výrobků na zahraničních trzích a může vést k poklesu přebytku obchodní bilance. Data ukazují, že čeští exportéři dokážou nacházet nové trhy i mimo země EU a obchodní bilance ve třetím čtvrtletí překvapivě pozitivně přispěla k růstu hrubého domácího produktu.

Dle naší predikce očekáváme, že zahraniční obchod skončí v roce 2025 v přebytku ve výši 219 mld. Kč a v roce 2026 rovných 200 mld. Kč.

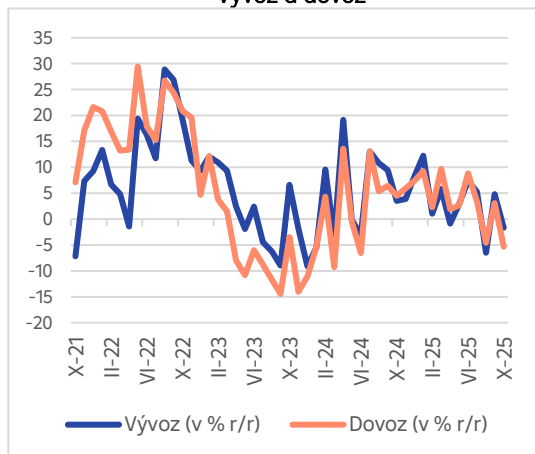
V roce 2026 nechá ČNB sazby zaparkované na místě

Ačkoli očekáváme v příštím roce průměrnou inflaci v blízkosti 2% cíle České národní banky, **cyklus uvolňování měnové politiky je podle nás u konce.** I přes relativně příznivý inflační vývoj v tomto roce byly naposledy sníženy sazby letos v květnu, proinflační rizika však podle bankovní rady přetrvávají. Svižným tempem rostou nadále zejména ceny nemovitostí a služeb, proto zůstává jádrová inflace mírně zvýšená. Vzhledem k vysoké volatilitě cen potravin v posledních měsících **centrální**

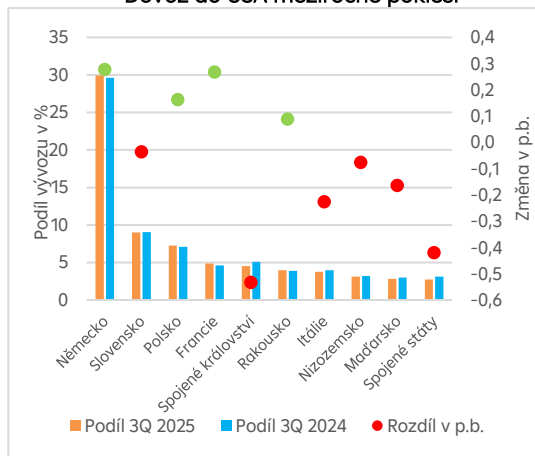
Silná koruna podpoří dovoz



Vývoz a dovoz



Dovoz do USA meziročně poklesl

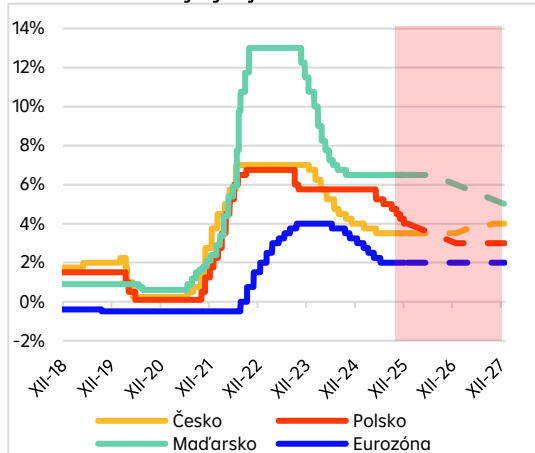


bankéři sledují více právě jádrovou inflaci. Ta by měla podle našich odhadů, ale i samotné ČNB, zůstat na měnově-politickém horizontu nad 2 %, přičemž **pravděpodobně uvolněnější fiskální politika nové vlády představuje další riziko pro vyšší inflaci ve střednědobém výhledu.** Původně jsme očekávali ještě jedno poslední snížení sazeb v únoru 2026, ale z výše popsaných důvodů **očekáváme stabilitu úrokových sazeb po celý příští rok.** Ostatně tento scénář označovali členové bankovní rady jako jejich základní. **V roce 2027 pak nadále očekáváme nový cyklus zvyšování sazeb** z důvodu dopadů expanzivnější fiskální politiky na inflaci, strukturálních problémů české ekonomiky (trh práce i trh nemovitostí), očekávaného růstu HDP nad potenciál a později také zavedení systému EU ETS 2 pro domácnosti (od roku 2028). Nicméně vnímáme rizika naší prognózy směrem ke stabilitě sazeb po celé období, kdy je guvernérem A. Michl. Bankovní rada byla redundantní ke zvyšování sazeb v době inflační krize, tudíž o to vyšší zdrženlivost může panovat při předpokládané inflaci v horní části tolerančního pásma ČNB.

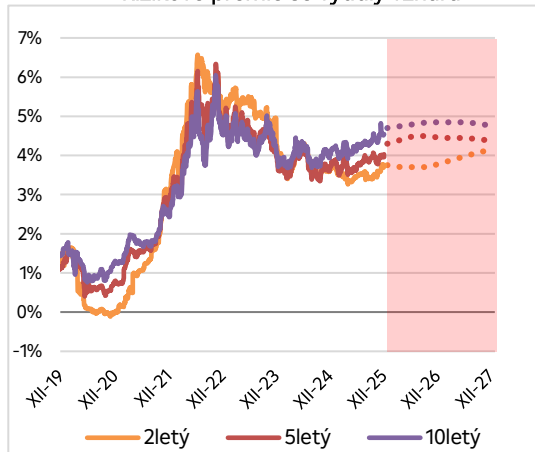
Koruna bude v příštím roce atakovat hranici 24 EUR/CZK

Koruna se v průběhu celého letošního roku ukazuje jako překvapivě odolná, přesto jsme **v naší zářijové publikaci upozorňovali na možnou korekci koruny.** Ta také nastala zhruba v první polovině října, když **oslabila k hranici 24,40 EUR/CZK.** Mezi důvody tohoto vývoje se řadily nová etapa politické krize ve Francii a z toho plynoucí ztráty eura vůči dolaru, ale také příznivý inflační vývoj v České republice a komentáře centrálních bankéřů, že všechny možnosti včetně snížení sazeb jsou na stole. **Oslabení koruny však bylo nakonec jen dočasné** a po listopadovém zasedání ČNB a zveřejnění nové makroekonomické prognózy, ze které vyplývá, že sazby už dolů nepůjdou, koruna posílila až pod 24,20 EUR/CZK. Krátkodobě dokonce posílila ke 24,10 EUR/CZK z důvodu slábnoucího dolaru. **Do konce roku očekáváme stagnaci okolo současné úrovně 24,20 EUR/CZK.** V příštím roce **předpokládáme, že koruna bude pokračovat v posilování,** ale to zdaleka nedosáhne tempa dosaženého v letošním roce. Příznivý úrokový diferenciál přetrvává, ale dále se nerozšíří ve prospěch koruny, protože očekáváme stabilní sazby od ČNB i ECB. **Silnější koruna by měla být způsobena fundamentálními faktory,** když by obchodní bilance měla zůstat významně přebytková a tuzemská ekonomika by měla růst rychleji než ekonomika eurozóny. Přírozený konvergenční proces by měl pokračovat. **Na konci příštího roku by se koruna mohla obchodovat za 24 EUR/CZK.** Rizika naší prognózy **hodnotíme vyvážene,** když na jedné straně je koruna vnímána jako atraktivní aktivum pro investory, na druhé straně je citlivá na nejistý zahraniční vývoj, přičemž nelze opomenout ani scénář dopadu amerických cel na českou ekonomiku (nižší inflace a nižší růst) a možnou potřebu uvolnit měnovou politiku.

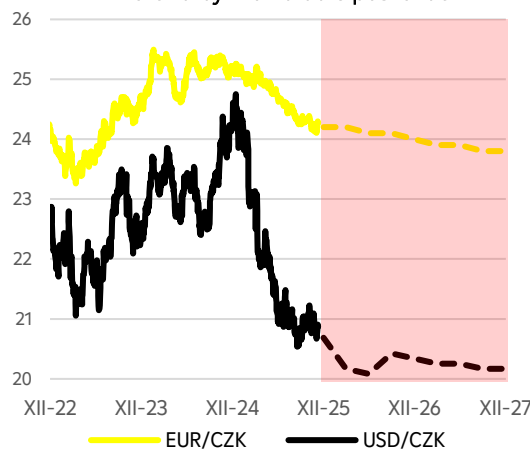
Očekávaný vývoj sazeb centrálních bank



Rizikové prémie se vydaly vzhůru



Koruna by mohla dále posilovat



Vyšší riziková prémie jako výsledek parlamentních voleb

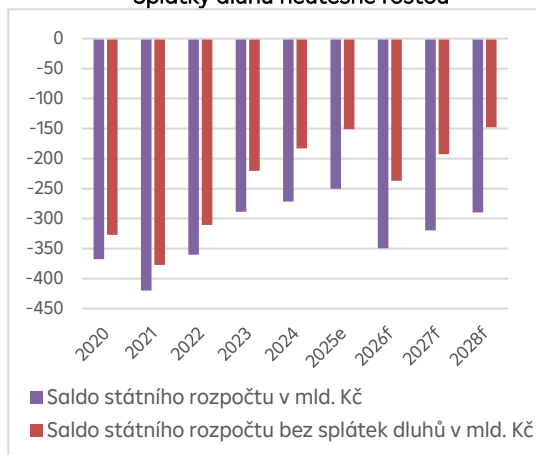
Česká výnosová křivka je sice výrazně ovlivňována zahraničním vývojem, zejména pohybem výnosů německých Bundů a amerických Treasuries, ale hlavním determinantem byl domácí vývoj. Ekonomická data v posledních týdnech i komunikace ČNB utvrdila trhy v přesvědčení, že bankovní rada ČNB je u konce s uvolňováním měnové politiky. Úrokové sazby zůstanou delší dobu na stávající úrovni a jejich pravděpodobnější další pohyb je spíše směrem vzhůru než dolů. Neméně důležitým faktorem byly **podzimní parlamentní volby**, ve kterých přesvědčivě zvítězilo hnutí ANO. To vytvořilo koalici s SPD a Motoristé sobě a jejich programové prohlášení je z ekonomického hlediska orientováno na podporu vyššího růstu české ekonomiky, ovšem za cenu vyšších deficitů veřejných financí. Přesně takto četli situaci investoři, kteří tak začali požadovat **vyšší rizikovou prémii**. **Výnos českého desetiletého dluhopisu vzrostl až na 4,8 %** a okolo této úrovně jej predikujeme i na konci tohoto roku. V příštím roce pak očekáváme jeho další mírný nárůst v souvislosti s vyšší nejistotou danou rozpočtovým provizoriem na začátku příštího roku a skutečnými kroky ve fiskální politice nové vlády. Zároveň bude výnosy tlačit výše zahraniční vývoj, když předpokládáme nárůst výnosů dluhopisů v eurozóně i USA v důsledku vyšších vládních deficitů a změně předsedy Fedu. Nominant Donalda Trumpa kromě předpokládané uvolněnější měnové politiky v USA představuje riziko z pohledu nezávislosti Fedu. **Výnos desetiletého českého dluhopisu by tak mohl na konci roku 2026 dosáhnout až 4,85 %**. V letech 2027 a 2028 může dojít k mírnému poklesu za předpokladu, že budou dodržována Maastrichtská kritéria o veřejných financích.

Dokáže česká ekonomika vyrůst z dluhu?

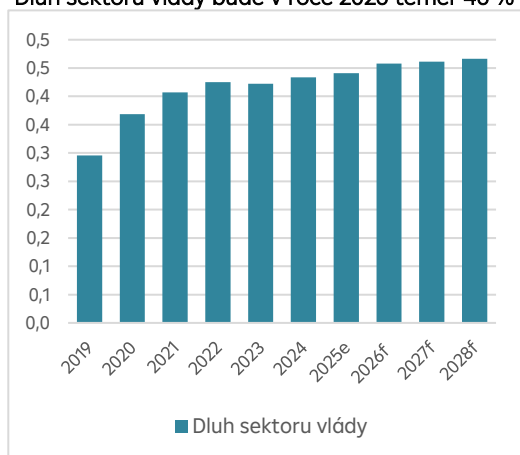
Historická paměť dějin České republiky ukazuje, že **ze státních dluhů nelze vyrůst**, protože zadlužení nesměřovalo do investic a výrobních kapacit. Tempo rozpočtové konsolidace bylo pozvolné, avšak konsolidace nepodvázala ekonomický růst, investice státu zůstaly vyšší (vztaženo k podílu na HDP), což se ukázalo jako dobrá strategie. V případě konsolidace je vhodné hledat úspory v běžných výdajích, nikoli v investicích, jak tomu bylo v letech 2010-2013. Tento přístup je sice složitější, ale **pokud chce Česká republika využívat dluh ve prospěch růstu ekonomiky, měla by investovat do vzdělání, dopravní infrastruktury a inovací, zadlužit se na produktivní investice, podpořit podnikání a omezit byrokratické překážky**. V žádném případě nepodporovat, natož plošně, spotřebu.

Státní rozpočet vykázal na konci listopadu deficit ve výši 232,4 mld. Kč. Příjmová strana rozpočtu meziročně vzrostla o 7,6 % díky vyššímu inkasu

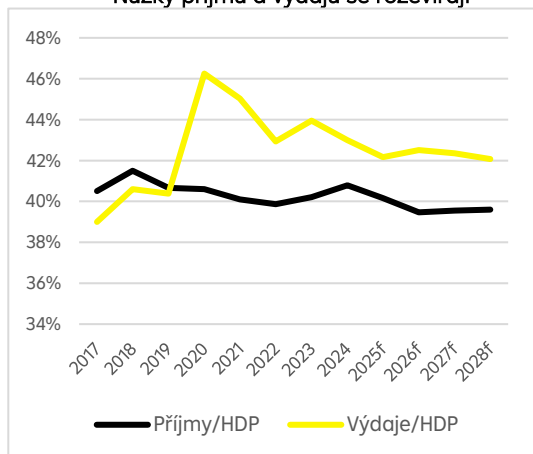
Splátky dluhu neútěšně rostou



Dluh sektoru vlády bude v roce 2026 téměř 46 %



Nůžky příjmů a výdajů se rozevírají



daní a pojistného, které svou dynamikou převýšilo tempo růstu běžných výdajů. Výběr pojistného podpořilo zvýšení minimálního vyměřovacího základu pro OSVČ. Inkaso DPH vzrostlo o více než 8 %, což odráží solidní spotřebu domácností a také úpravu sazeb DPH. Výdajová strana rostla především v oblasti sociálních dávek, vzdělávání a obsluhy dluhu. Výdaje na obsluhu státního dluhu představují stále větší a větší zátěž (za prvních jedenáct měsíců roku 86 mld. Kč).

Vláda v demisi na konci listopadu schválila návrh státního rozpočtu na rok 2026, v němž navýšila příjmy i výdaje o 28 miliard Kč, plánovaný deficit ponechala na úrovni 286 miliard Kč. Výdajové priority zahrnují bezpečnost, investice do dopravy a energetiky a posílení oblastí školství, vědy a inovací. Rozpočtový výbor doporučil Sněmovně, aby návrh vrátila k přepracování, a novou verzi bude schvalovat až nová vláda. Česká republika vstoupí do roku 2026 v rozpočtovém provizoriu.

Na příjmové straně v roce 2026 očekáváme pokles z důvodu snížení záloh pro OSVČ, znovuzavedení možnosti odečíst si poplatky za umístění dítěte v předškolním zařízení, vrácení do původní podoby slevu na manžela nebo manželku (nyní platí sleva pouze, pokud pečuje o dítě do 3 let věku), znovuzavedení slevy na studenta. Negativně se také projeví avizované snížení daně z příjmu právnických osob z 21 % na 19 % a plánované snížení DPH. Na druhé straně lze předpokládat lepší výběr daní z důvodu opětovného zavedení EET 2.0, ale to až v roce 2027. Slušný růst HDP zajistí vyšší příjmy do státního rozpočtu, stejně tak předpokládáme stále solidní růst mezd, díky kterému se podpoří spotřeba domácností, a tedy se vybere více na DPH (nicméně efekt bude tlumen nebo zcela smazán snížením sazeb) a zároveň to posílí inkaso daně z příjmu fyzických osob.

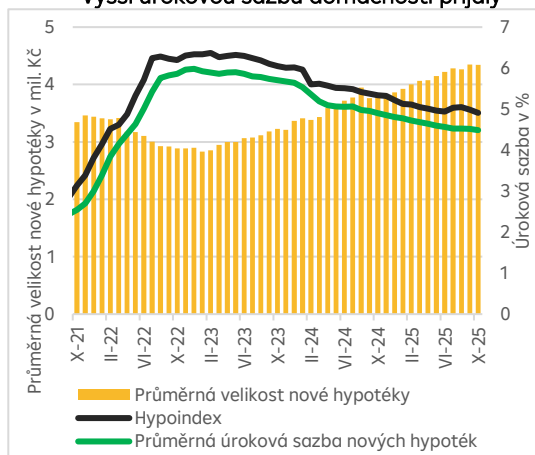
Na výdajové straně se od roku 2026 negativně projeví odpuštění poplatků za podporu obnovitelných zdrojů energie a vyšší platy ve státní správě. Vláda sice plánuje snížit počet státních zaměstnanců a zároveň chce realizovat úspory ve státní správě s cílem snížit náklady, ale tyto úspory se projeví až se zpožděním.

V roce 2025 předpokládáme, že deficit státního rozpočtu dosáhne - 250 mld. Kč, v roce 2026 odhadujeme -350 mld. Kč a o rok později - 320 mld. Kč. Deficit hospodaření vládního sektoru v roce 2025 odhadujeme na -170 mld. Kč, saldo hospodaření sektoru vládních institucí na -2,0 %. V roce 2026 předpokládáme deficit ve výši - 270 mld. Kč (saldo -3,0 %), o rok později -260 mld. Kč (saldo -2,8 %). Dluh sektoru vládních institucí v roce 2025 dosáhne dle našeho odhadu 44,1 %, v roce 2026 predikujeme 45,8 %, o rok později 46,1 %.

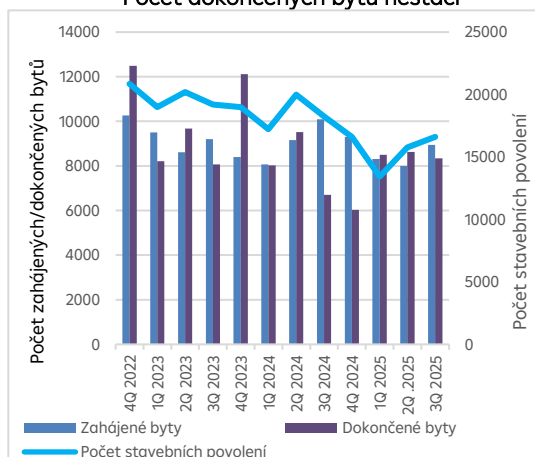
Skokový růst cen nemovitostí pokračuje

Vývoj realizovaných cen starších bytů v ČR ve 2Q meziletočně dosáhl růstu 16,3 %, ceny novostaveb rostly o 15,6 % (nejnovější data k červnu 2025).

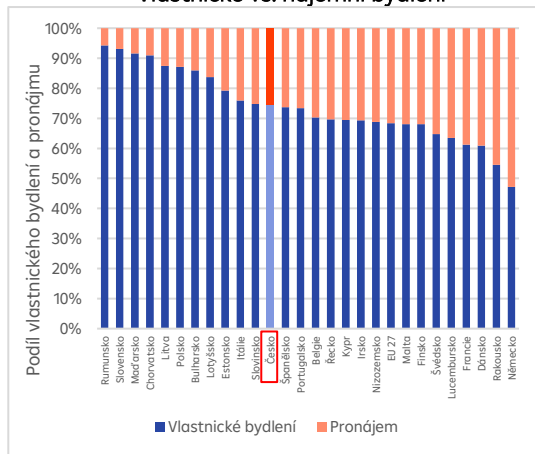
Vyšší úrokovou sazbu domácnosti přijaly



Počet dokončených bytů nestačí



Vlastnické vs. nájemní bydlení



Rychlý růst cen zhoršuje cenové indikátory dostupnosti bydlení a zároveň naznačuje, že i nadále bude růst imputované nájemné, které vstupuje do inflace.

Naše predikce očekává, že ceny nemovitostí porostou v roce 2025 o 10 %, v roce 2026 očekáváme nárůst okolo 8,5 %. Vycházíme z předpokladu stále solidního růstu mezd, vysoké míry úspor, kterou budou movitější střadatelé rozpouštět právě v nemovitostním trhu, a zároveň z poměrně omezené nabídky bytů. Předpokládáme, že ceny novostaveb zvýší přirozené ekvilibrium cen bytů v jejich okolí, což se dotkne také starých zástaveb. Vyšší hypoteční sazby (mezi 4,5 – 5 %) domácnosti již akceptovaly.

V listopadu poskytly banky a stavební spořitelny nové hypoteční úvěry v celkovém objemu 28,1 miliardy Kč. Průměrná realizovaná úroková sazba nových hypoték v listopadu se oproti říjnu nezměnila (4,48 %). Meziroční snížení hypoteční sazby o 0,37 p.b. vede k průměrnému snížení měsíční splátky o přibližně 900 Kč, na druhé straně průměrná měsíční splátka vzrostla o téměř 3 000 Kč na 23,4 tis. Kč. Hypoindex zůstává lehce pod 5 %, úrokové sazby měnových finančních institucí u nových obchodů na hypoteční úvěry jsou okolo 4,50 %, objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů se od června každý měsíc přibližuje k hranici 30 mld. Kč, ale zatím v žádném měsíci tato hranice nebyla překročena.

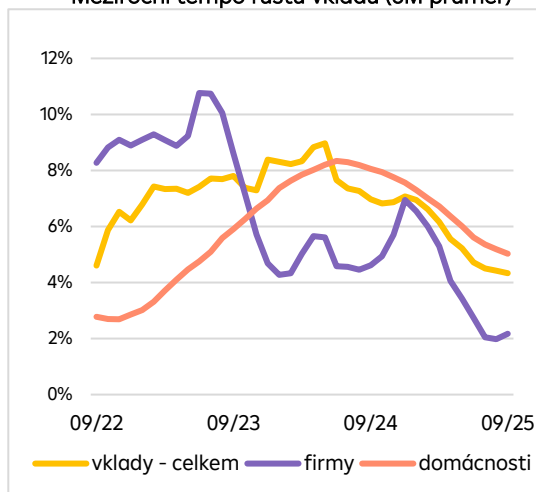
Počet stavebních povolení pozvolna klesá, avšak pokud se zaměříme pouze na nové stavby, nemusí se jednat o dramatický propad počtu bytů. Vyřadit stavební povolení je spojeno s vyšší časovou dotací a vydání stavebních povolení mohla zbrzdit vyšší inflace, nedostatek stavebních materiálů a také dražší cena práce. Velikost bytů se ruku v ruce s rostoucí cenou za m² zmenšuje, a tak se do jedné obytné budovy vejde více bytových jednotek. Ve 3Q počet zahájených bytů a stavebních povolení ve srovnání s 2Q vzrostl. Bytová výstavba není dostatečná (nepokrývá obnovu bytového fondu, je více jednočlenných domácností).

V programovém prohlášení vlády je uveden záměr podpořit rodiny s malými dětmi do 6 let věku nižší hypoteční sazbou pro jejich první vlastní bydlení. Podíl mladých žadatelů do 36 let s jednou vyživovanou osobou klesl ve druhém čtvrtletí tohoto roku na 15 % z dlouhodobého průměru 21 %.

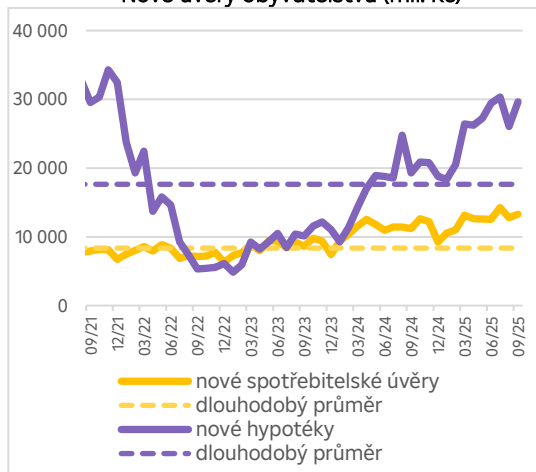
Bankovní sektor – akcelerace úvěrového trhu pokračuje

Celkové vklady v bankovním sektoru nadále rostou, i když stále pomalejším tempem. Zatímco v loňském září dosahovalo meziroční tempo růstu 6,8 %, letos je to 3,6 %, přičemž se pomalejší růst týká jak vkladů domácností, tak firem. Tento vývoj sice indikuje, že domácnosti ani firmy již necítí potřebu intenzivní tvorby úspor, avšak stále ještě nedochází k čerpání značné sumy vkladů naakumulovaných v bankovním sektoru za doby pandemie Covid-19. Stále zde existuje

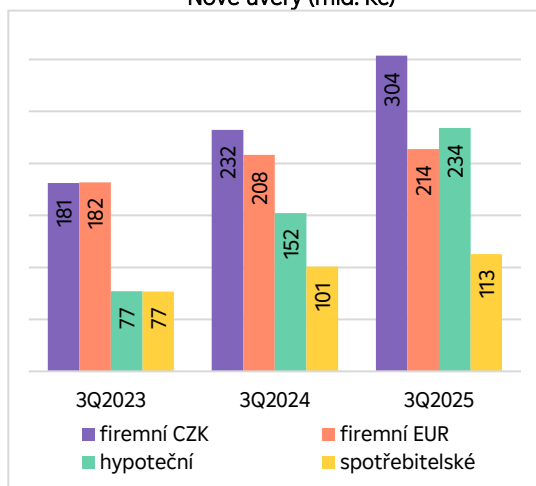
Meziroční tempo růstu vkladů (6M průměr)



Nové úvěry obyvatelstvu (mil. Kč)



Nové úvěry (mld. Kč)



zhruba 500 mld. Kč tzv. nad-vkladů, které představují notný potenciál pro spotřebu domácností a investice firem. Z hlediska časové struktury nadále ztrácejí termínované vklady (-1,9 % r/r), zatímco vklady na požádání rostou. Na běžných účtech klientů bank se navýšil celkový zůstatek o 2,7 % r/r, na účtech spořicíh dokonce o 14,6 % r/r.

Celkové úvěry udržují svižnou dynamiku, když ke konci září vzrostly o 6,1 % meziročně (+5,5 % v 3Q'24). **Hlavním tahounem růstu zůstává segment domácností.** Celkové úvěry obyvatelstvu zrychlily meziroční růst z loňských 5,1 % na aktuálních 8,0 %, přičemž **akcelerovaly jak hypoteční** (z 3,8 % na 7,2 %), **tak spotřebitelské úvěry** (z 9,3 % na 10,8 %). Tomu odpovídá i nová produkce retailových úvěrů, která se drží nad dlouhodobými průměry. Od počátku roku bylo poskytnuto 234 mld. Kč nových hypoték, což je o 54 % více než vloni. V souvislosti se stále vysokými cenami nemovitostí roste průměrná výše hypotéky, konkrétně z 3,86 mil. Kč na 4,35 mil Kč za posledních 12 měsíců. Zvýšil se i počet nových hypotečních obchodů, z loňských 45,1 tis. za tři čtvrtletí roku na letošních 56,5 tis. V souvislosti se zvyšujícím se počtem hypotečních úvěrů poskytovaných na nákup nemovitosti za účelem investice nikoliv k vlastnímu bydlení, které vykazují vyšší míru rizikovosti, vydala ČNB s účinností od dubna 2026 doporučení dodržovat u těchto obchodů přísnější obezřetnostní limity, a to LTV 70 % a DTI 7. **Po rozpačité první polovině roku dochází ve třetím čtvrtletí i k oživení nové produkce firemních úvěrů.** Zatímco v prvním pololetí firmy uzavřely nové úvěrové smlouvy v objemu lehce nad 299 mld. Kč, jen za třetí čtvrtletí to bylo 218 mld. Kč. V souhrnu tak nové firemní úvěry v hodnotě 517 mld. Kč převýšily loňskou produkci o 17,5 %. Rozdíl mezi úrokovými sazbami nových firemních úvěrů v korunách a eurech se v letošním roce mírně snížil, což se odrazilo v oživení poptávky po úvěrech v české měně. Korunových úvěrů bylo doposud poskytnuto o 31 % více než vloni, zatímco eurových jen o 2,6 %.

Cesta k udržitelným veřejným financím: Výkonové rozpočtování na příkladu Rakouska (Wirkungsorientierte Folgenabschätzung)

Rozpočtování zaměřené na výsledky je mechanismus, který propojuje financování cílů s měřitelnými výsledky a systematicky využívá informace o výkonnosti k tomu, aby zlepšil efektivitu veřejných financí. Systém rozpočtování se mění od toho, kolik se utratilo, k tomu, **jakých cílů bylo dosaženo za vynaložené finance**. Tento způsob náleží dle OECD mezi principy dobré rozpočtové správy. OECD rozlišuje čtyři typy přístupů: prezentační, výkonnostně-informační, výkonové rozpočtování a manažerský přístup. Mezi státy, které se těmito principy již inspiroují, patří Rakousko.

Systém rozpočtování v Rakousku je dle OECD zařazen jako výkonově orientovaný, kdy nástrojem pro řízení zdrojů a dosažení měřitelných výsledků je rozpočet. Primárně se zaměřuje na **plnění stanovených cílů**. Jednotlivá ministerstva a administrativní jednotky mají vyšší míru autonomie a také vyšší odpovědnost za splnění stanoveného cíle. (1) Na základě výkonnosti je možné flexibilněji měnit výdajové priority. Vláda plánuje **spolkový finanční rámec** (*Bundesfinanzrahmen*). Tento **čtyřletý plán stanoví maximální částku, kterou může vláda v různých odvětvích utratit**. Rámec je nadřazen státnímu rozpočtu. **Rozpočet určí, kolik peněz stát investuje do konkrétních oblastí**. (2)

Hlavní cíle výkonového rozpočtování

Cílem je propojit rozdělování omezených zdrojů s konkrétními výsledky a měřitelnými cíli. Skrze určení cílů a měřitelných indikátorů, které ukazují na dosažení nebo míru splnění zadaného cíle, se má v horizontu čtyř let zlepšit střednědobé plánování veřejných výdajů. V Rakousku je spolkový finanční rámec schvalován zákonem o spolkovém finančním rámci (*Bundesfinanzrahmengesetz*) s **právně závaznými výdajovými stropy na čtyři roky dopředu**. Nevyužité finanční prostředky na konci jednoho období mohou být převedeny do budoucího období (například odložení projektu na později). Musí být zajištěno, aby převáděné finanční prostředky byly použity k plnění původních cílů v rámci dané rozpočtové kapitoly, tzv. rezervy s účelovou vázaností (§ 36 BHG 2013 *Zweckgebundene Gebarung*). Rozpočtování je **zaměřeno na výsledky je transparentní**. (3)

Cyklus rozpočtování orientovaného na výsledek

Rakousko v roce 2013 doplnilo rozpočtové výdaje informacemi o politických cílech, **přesně uvádí, jak jsou cíle sledovány a jak se měří úspěch**. Porovnání zdrojů a politických priorit umožňuje **informovanější rozpočtovou debatu, rozpočtový proces je více transparentní**. Pro každou dílčí rozpočtovou kapitolu je **každoročně na podzim vypracována čtyřletá strategie**, která je ve zprávě o strategii k Spolkovému zákonu o finančním rámci předložena prostřednictvím cílových ukazatelů dopadu a opatření. **Zpráva o strategii vysvětluje výzvy, horní hranice finančního rámce a popisuje prioritní záměry spolkové vlády v příštích čtyřech letech**. Každý rok jsou ve Spolkovém finančním zákoně pro každou dílčí rozpočtovou položku **konkretizovány cílové ukazatele dopadu**, které popisují střednědobé a dlouhodobé politické cíle. Mezi dílčí rozpočtové položky patří například zajištění vysoké úrovně zaměstnanosti nebo vyšší bezpečnost v zemi. **Pro každý cílový ukazatel dopadu je uvedeno, jakými indikátory bude dosažení cíle ověřováno**. Údaje v předběžném rozpočtu slouží Národní radě a zainteresované veřejnosti jako orientace, jaké priority vláda v příštím roce stanovuje. K realizaci pracovních programů se využívá proces řízení orientovaný na cíle. Důležitá je realizace cílů prostřednictvím výkonů administrativy, která dopady kontroluje. (8) Realizace priorit je uvnitř správy zajištěna prostřednictvím plánů zdrojů, cílů a výkonů. Ty představují operativní pracovní plán správních jednotky pro následující čtyři rozpočtové roky. Přínos nevzniká pouze stanovením cílů na různých úrovních, ale zejména jejich uskutečňováním. V pravidelných intervalech by mělo být provedeno hodnocení opatření, aby bylo možné včas rozpoznat vychýlení od stanovené trajektorie a přijmout protipopatření. Hodnocení *dopadů* (*Evaluierung der Wirkungen*) ukazuje potenciál pro optimalizaci s cílem zvýšit efektivitu a účinnost poskytování veřejných služeb. Výsledky se promítají do budoucí strategie. Tím se cyklus uzavírá.

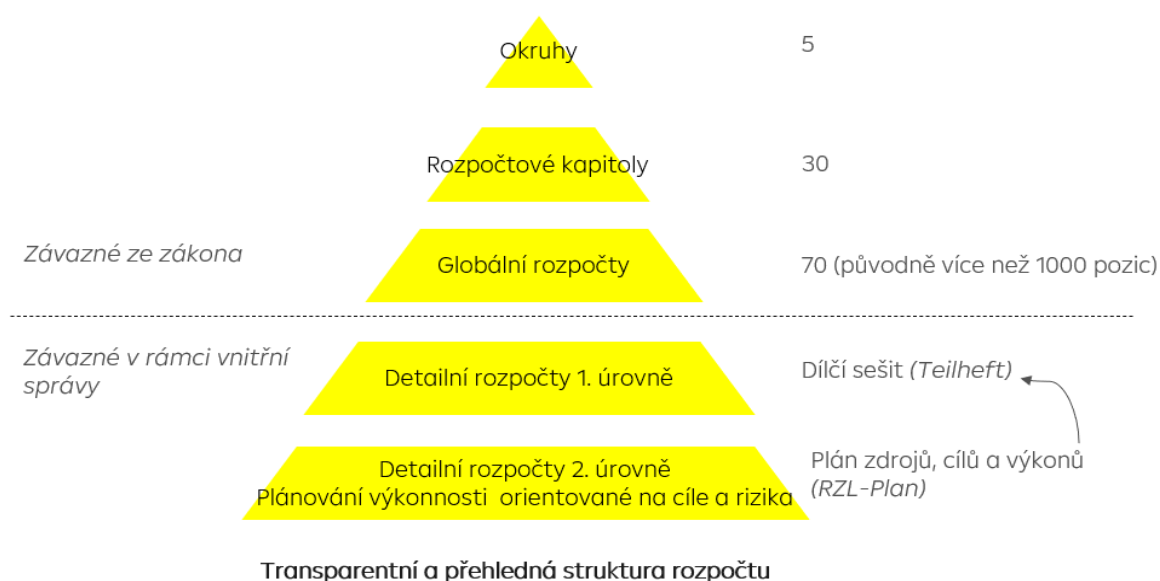
Zajištění kvality informací pro posouzení dopadů se uskutečňuje na základě kritérií relevance, obsahové konzistence, srozumitelnosti, sledovatelnosti, srovnatelnosti a ověřitelnosti (dle § 41 BHG 2013). (9)

Reforma a provedení

V rámci reformy rozpočtování bylo vytvořeno **oddělení Parlamentní rozpočtové služby** (*Budgetdienst*), které podporuje rozpočtový výbor, případně i další výbory, technickou expertízou rozpočtu a rozpočtových dokumentů. Byl zřízen **mezirezortní Úřad pro sledování dopadů** (*Wirkungscontrollingstelle*). Výkonnost hodnotí **Účetní dvůr** (*Rechnungshof*). Reformou rozpočtu byl snížen počet položek v jednotlivých kapitolách, zjednodušila se jeho struktura, zavedlo se akruální rozpočtování, účetnictví se přiblížilo Mezinárodním účetním standardům pro veřejný sektor (*IPSAS*). Rozpočet je rozdělen na okruhy (*Rubriken*), rozpočtové kapitoly (*Untergliederungen*), globální rozpočty (*Globalbudgets*) a dílčí rozpočty (*Detailbudgets*). **Rozpočet před reformou obsahoval přes tisíc položek a po reformě obsahuje méně než 100 globálních rozpočtů** (5 okruhů, 30 rozpočtových kapitol a 70 globálních rozpočtů). (4)

Zavedly se dlouhodobé fiskální projekce na 30 let a vznikl dlouhodobý výhled rozpočtového plánování (z důvodu posouzení udržitelnosti např. důchodového systému). Rakousko jako jedna z mála zemí **klade důraz na genderovou problematiku**. Zaměstnanci jsou pravidelně školeni ohledně rozpočtové výkonnosti. Realizuje se **posuzování dopadů regulace** (RIA), které musí být zahájeno co nejdříve a je přítomné po celou dobu procesu od návrhu až po schválení v parlamentu. Výsledky jsou součástí cílů (*Wirkungsziele*) jednotlivých ministerstev a jednotlivá opatření jsou přímo napojena na rozpočet. Ex post hodnocení je nutné uskutečnit do pěti let, kdy Úřad pro sledování dopadů (*Wirkungscontrollingstelle des Bundes*) předloží Národní radě (*Nationalrat*) zprávu. (5)

Graf 1: Struktura rakouského rozpočtu po reformě



Zdroj: Ziele und Indikatoren, <https://oeffentlicherdienst.gv.at/wirkungsorientierte-verwaltung/wirkungsorientierte-steuerung/ziele-und-indikatoren/>, Rakouská reforma státního rozpočtu, <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/kariera-a-vzdelavani/vzdelavani/konference-a-seminare/2011/fiskalni-seminare-rok-2011-11761>

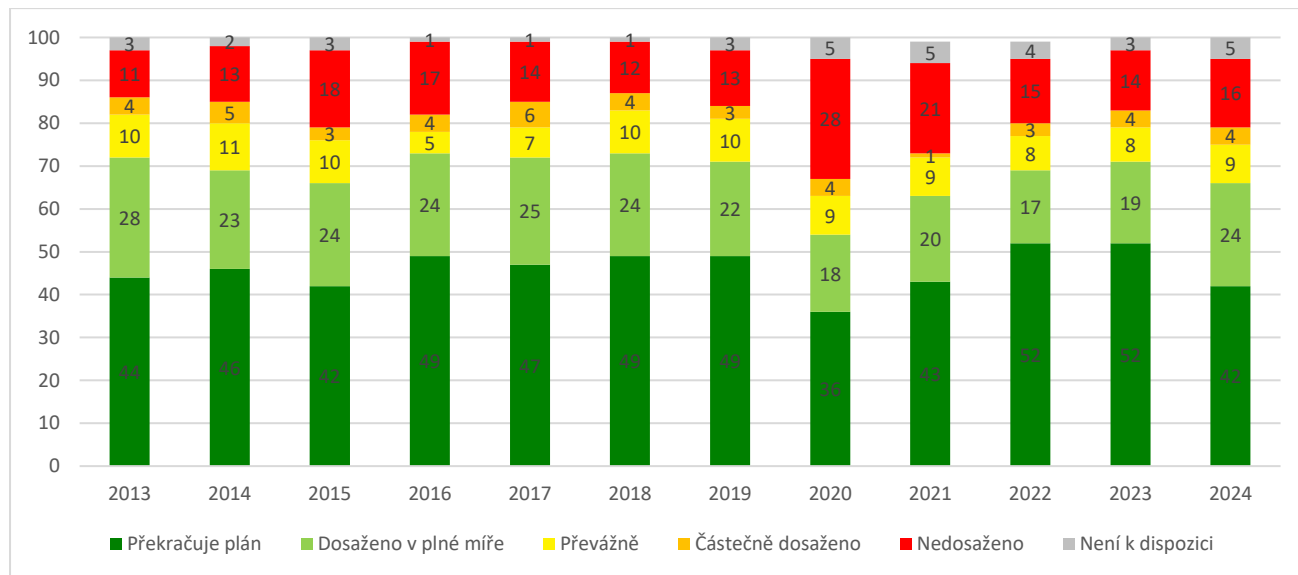
Parlament má nové nástroje, zároveň má omezené možnosti, jak ovlivnit rozpočet. Víceletý spolkový finanční rámec je Národní radě předkládán do 30. dubna s rozpočtovou strategií a rozpočtovými prioritami vlády. Jsou zavedeny **výdajové stropy** (na 75 % výdajů platí finanční stropy, o kterých rozhoduje vláda, čtvrtina zbývajících

výdajů se odvíjí od aktuální ekonomické situace), **které lze změnit pouze změnou zákona.** Pokud chce vláda stropy změnit, musí vysvětlit proč. Národní rada obdrží návrh zákona o rozpočtu do konce září, v listopadu je jednání rozpočtového výboru a na konci listopadu závěrečné hlasování. Návrh zákona o rozpočtu obsahuje očekávané příjmy a výdaje na jeden rok, jaký objem prostředků je potřeba k plnění úkolů v každém rozpočtovém roce a čím budou pokryty. (6) **V rozpočtu jsou uvedeny cíle a indikátory z jednotlivých oblastí,** plán lidských zdrojů (*Personalplan*), který ukládá maximální přípustné personální kapacity v rámci vlády, a podrobné dokumenty ke každé kapitole rozpočtu. **Národní rada projednává a schvaluje po skončení rozpočtového roku státní závěrečný účet,** který připravuje Účetní dvůr a obsahuje hodnocení plnění jednotlivých cílů. Na úrovni ministerstva za výkonnostní rozpočet a kontrolu plnění cílů je zodpovědný ministr, za správu rozpočtu svých dílčích rozpočtů a za realizaci opatření vedoucích k dosažení cílů je zodpovědný řídicí orgán pro rozpočet v rámci ministerstva nebo administrativní jednotky. Za plán rozpočtu a kontrolu plnění plánu je odpovědný spolkový kancléř. Kontrolu účetní závěrky a přípravu návrhu státního závěrečného účtu provádí Účetní dvůr. Ten má poradní úlohu vůči vládě, vyhotoví doporučení z realizovaných auditů. Jednotlivá odpovědná ministerstva připravují Zprávy o plnění cílů (*Bericht zur Wirkungsorientierung*) a následně je ve standardizované podobě v rámci jedné zprávy předkládá Úřad pro sledování dopadů. (7)

Příklady cílů a plánování cíle

Každoročně se provádí hodnocení a posouzení cílů a ukazatelů. Porovnání vývoje ukazatelů dokazuje, že například v důsledku koronavirové pandemie byl v roce 2020 vykázan nejvyšší počet nedosažených klíčových ukazatelů a zároveň nejnižší počet klíčových ukazatelů dosažených nad plán. Od roku 2022 se hodnoty opět zlepšily a vrátily se na úroveň před COVID-19. V roce 2024 se podíl klíčových ukazatelů dosažených nad plán snížil, podíl ukazatelů dosažených v plné míře vzrostl. (10)

Graf 2: Vývoj klíčových ukazatelů v čase

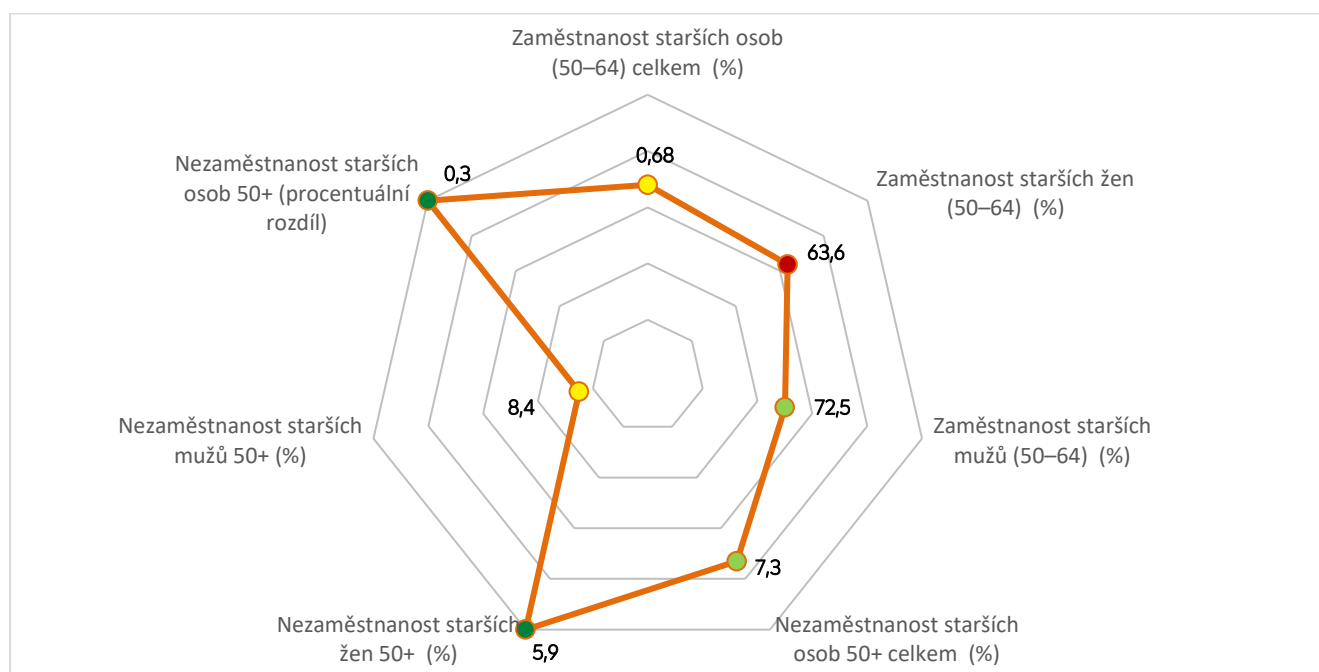


Zdroj: Bericht zur Wirkungsorientierung 2024 gemäß § 68 Abs. 5 BHG 2013 iVm § 7 Abs. 5 Wirkungscontrollingverordnung, https://oeffentlicherdienst.gv.at/wp-content/uploads/2025/10/251030_Bericht-WO-2024_BF_komprimiert.pdf

Jako příklad cíle uvedme **zlepšení zapojení osob starších 50 let na trhu práce**, jehož urgence v souvislosti se stárnutím populace roste, a to nejen v Rakousku. Spolkové ministerstvo práce a sociálních věcí vypracovalo hlavní zásady výkonnostních cílů. Politika trhu práce obsahuje pět konkrétních výkonnostních cílů (*Wirkungsziele*) -

ochrana zdraví a bezpečnosti zaměstnankyň a zaměstnanců, zlepšení začlenění starších pracovníků/pracovnic (50+) do pracovního života, podpora integrace mladých lidí na trh práce a následné zvýšení zaměstnanosti mládeže, zvýšení účasti na pracovním trhu a snížení nezaměstnanosti, posílení zapojení žen a osob vracejících se do pracovního procesu. Předkládaná studie se zaměřuje na výkonnostní cíl 2: **Zlepšení začlenění starších pracovníků/pracovnic (50+) do pracovního života**. V rámci druhého cíle volí podrobněji dílčí cíl – **zaměstnanost starších osob (50–64 let)**. Aby mohlo být cíle dosaženo, **definovalo ministerstvo opatření a připravilo podrobný rozpočet příjmů a výdajů**, který je k detailnímu nahlédnutí v příslušném dílím sešitu (11). V rámci podpory zdravého pracovního života byla v Rakousku zřízena bezplatná poradenská služba fit2work (12), která pomáhá lidem i firmám udržet si nebo obnovit pracovní schopnosti. Opatření, které k tomuto cíli vede, spočívá ve zvýšení ročního počtu provedených úvodních konzultací pro jednotlivce a podniky. Pro rok 2025 bylo naplánováno 28 850 konzultací s tím, že současný stav ročního počtu konzultací je přibližně 28 000. Za rok by se měl počet konzultací zvýšit o 850 (realistické a splnitelné nastavení). Graf ukazuje současné dosažení jednotlivých dílčích cílů v rámci vybraného výkonnostního cíle. O stavu informuje barevná stupnice, kde zelená znamená splnění cíle a červená nesplnění cíle. Oranžová linie mezi jednotlivými cíli značí, že výkonnostního cíle bylo dosaženo částečně.

Graf 3: Cílový ukazatel dopadu: Zlepšení integrace starších pracovníků/pracovnic (50+) na trhu práce (výdělečné činnosti)



Zdroj: Bericht zur Wirkungsorientierung 2024 gemäß § 68 Abs. 5 BHG 2013 iVm § 7 Abs. 5 Wirkungscontrollingverordnung, https://oeffentlicherdienst.gv.at/wp-content/uploads/2025/10/251030_Bericht-WO-2024_BF_komprimiert.pdf

Legenda: tmavě zelená – překračuje plán, světle zelená – dosaženo v plné míře, žlutá – převážně dosaženo, červená – nedosaženo

Dílčí cíl: Zaměstnanost starších osob (50–64 let) celkem v %

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CÍL	≥67,5	≥67,5	≥65,5	≥65,8	≥66,5	≥68,6	≥69
SKUTEČNOST	65	64,3	65,5	66,9	67,3	68	není k dispozici
Míra dosažení cíle	částečně dosaženo	nedosaženo	dosaženo v plné míře	překračuje plán	překračuje plán	převážně dosaženo	není k dispozici

Tabulka ukazuje, zda bylo dosaženo určeného cíle, tedy zda podíl zaměstnaných osob v dané věkové kategorii dosáhl stanovené hodnoty v procentech. Hodnocení blíže specifikuje, že vzhledem k příznivějšímu ekonomickému vývoji a vývoji trhu práce ve srovnání s prognózami při stanovení cílů vedl výrazný nárůst zaměstnanosti mužů ve věku 60 až 64 let a žen ve věku 55 až 59 let k zrychlenému celkovému nárůstu kvót zaměstnanosti v uplynulých letech. Při pohledu zpět v období 2013–2019 tento ukazatel kontinuálně roste. Zaměstnanost starších osob vzrostla z 55,0 % (v roce 2013) na 65,0 % v roce 2019. Z důvodu pandemie COVID-19, a s ní spojeného špatného hospodářského vývoje a klesající zaměstnanosti, nebylo stanoveného cíle dosaženo. Zaměstnanost starších osob v roce 2020 meziročně poklesla o -0,7 p.b. Hospodářské oživení v roce 2021 mělo pozitivní vliv na zaměstnanost starších osob (nárůst na 65,5 %). Pokračující ekonomické oživení mělo pozitivní vliv na zaměstnanost starších osob i v roce 2022, kdy se zaměstnanost meziročně zvýšila o 1,4 p.b. na 66,9 %. V roce 2023 pokračoval i přes slabý hospodářský růst vzestupný trend (+0,4 p.b. na 67,3 %). V roce 2024 míra zaměstnanosti meziročně vzrostla o 0,7 p.b. na 68,0 %, avšak z důvodu negativního ekonomického vývoje nebylo dosaženo cíle. (10) Ministerstvo práce a sociálních věcí cíle monitoruje a v pololetí vydává krátkou zprávu, jak se cíle daří plnit. (13)

Česká republika by se mohla inspirovat samotným výkonovým rozpočtováním po vzoru Rakouska, které má jasné definované cíle, měří výsledky a alokuje efektivně finanční prostředky. Hlavními otázkami jsou: Čeho chceme dosáhnout? V jakém časovém horizontu? Jaký objem finančních prostředků bude potřeba a kde jej vzít? **Rakouský rozpočtový rámec je dlouhodobě stabilní, transparentní. Dílčí cíle jsou dosažitelné, srozumitelné a ověřitelné.** Výkonové rozpočtování by pomohlo lépe a efektivněji alokovat výdaje státního rozpočtu do skutečně potřebných oblastí.

Zdroje

- (1) Government at a Glance 2025, https://www.oecd.org/en/publications/government-at-a-glance-2025_0efd0bcd-en/full-report/performance-budgeting_eb0a21ea.html
- (2) Nationalrat beschließt Budget für 2025 und 2026, <https://www.parlament.gv.at/aktuelles/news/in-einfacher-sprache/Nationalrat-beschliesst-Budget-fuer-2025-und-2026>
- (3) Bericht der Bundesregierung, Strategiebericht 2024 bis 2027, gem. § 14 BHG 2013, Budgetbericht 2024, gem. § 42 Abs. 3 BHG 2013
- (4) Rakouská reforma státního rozpočtu, <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/kariera-a-vzdelavani/vzdelavani/konference-a-seminare/2011/fiskalni-seminare-rok-2011-11761>
- (5) Wirkungsorientierte Folgenabschätzung, <https://www.oeffentlicherdienst.gv.at/wirkungsorientierte-verwaltung/folgenabschaetzung/index.html>
- (6) Federal Medium-Term Expenditure Framework, <https://www.bmf.gv.at/en/topics/budget-economic-policy/federal-medium-term-expenditure-framework.html>
- (7) BMF: Bundesfinanzgesetz 2019, https://service.bmf.gv.at/BUDGET/Budgets/2018_2019/bfg2019/Bundesfinanzgesetz_2019.pdf
- (8) Wirkungsorientierte Steuerung, <https://oeffentlicherdienst.gv.at/wirkungsorientierte-verwaltung/wirkungsorientierte-steuerung/>
- (9) Qualitätssicherung, <https://oeffentlicherdienst.gv.at/wirkungsorientierte-verwaltung/wirkungsorientierte-steuerung/qualitaetssicherung/>
- (10) Bericht zur Wirkungsorientierung 2024 gemäß § 68 Abs. 5 BHG 2013 iVm § 7 Abs. 5 Wirkungscontrollingverordnung, https://oeffentlicherdienst.gv.at/wp-content/uploads/2025/10/251030_Bericht-WO-2024_BF_komprimiert.pdf
- (11) Teilheft, Bundesvoranschlag 2025, Untergliederung 20, Arbeit, https://service.bmf.gv.at/Budget/Budgets/2025_2026/bfg2025/teilhefte/UG20/UG20_Teilheft_2025.pdf

(12) fit2work, https://www.oesterreich.gv.at/de/themen/arbeit_beruf_und_pension/berufsleben/krankenstand/Seite.2170007
(13) Älterenbeschäftigungs-monitoring 1. Halbjahr 2025, https://www.sozialministerium.gv.at/dam/jcr:e421c14f-2ab7-4990-928d-653d1f947a9b/250812_Aelterenbeschaeftigungsmonitoring_Erstes-Halbjahr-2025_pdfUA.pdf

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: 15. prosince 2025, 8:00

Publikace byla vydána 15. prosince 2025

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_RB_RBI.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.

Vzájemné 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 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.

Vzájemné 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_RB_RBI.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/>.