

Česká ekonomika | Dopad cel na dovoz do USA

# Aktuální téma

## Trumpova cla by českou ekonomiku silně zasáhla



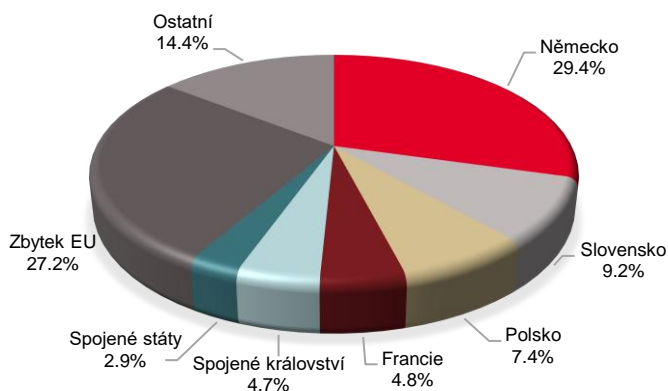
**Martin Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz

Prezident Trump se rozhodl uvalit v podstatě plošná cla na dovoz do USA. Ty negativně ovlivní celou EU a zprostředkovaně i Českou republiku, která jinak do Spojených států přímo vyváží jen malou část svého zboží. S ohledem na přetrvávající nejasnosti kolem konečné podoby cel a nejistotu spojenou s odhadem citlivosti české ekonomiky na jejich zavedení prezentujeme v této analýze několik možných scénářů. Z našich výpočtů vyplývá, že uvalení plošné celní sazby na dovozy do USA ve výši 10 % by vedlo k poklesu české ekonomiky v rozsahu 1-2 %, při 20% plošné sazbě by se pak ztráty vyšplhaly na 2-4 %. Současná podoba amerických opáření přitom podle nás pro dovozy z EU indikuje efektivní celní sazbu na úrovni 10-15 %. To by podle našich odhadů znamenalo pokles českého HDP v rozmezí 1-3 %. Nejvíce zasažena by zřejmě byla odvětví s vysokým podílem na tuzemských vývozech, jako je automobilový, strojní a elektrotechnický průmysl.

### Clu jako hlavní nástroj Trumpovy politiky

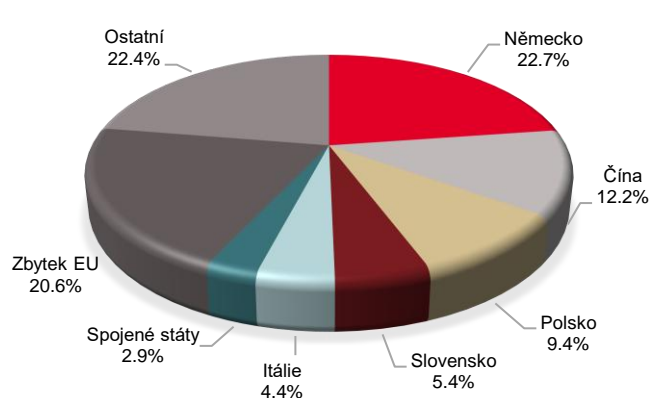
Clu na dovoz do USA jsou hlavním nástrojem politiky prezidenta Trumpa v jeho druhém funkčním období. Ten hrozbu uvalení cel používá od počátku svého lednového nástupu do úřadu a krátce na to navázal přijetím skutečných opatření. Jako hlavní důvod uvádí snahu o narovnání dosud vysoce záporné bilance zahraničního obchodu USA. Schodek obchodu se zbožím loni dosáhl -1 211,7 mld. USD, zatímco deficit celkové bilance díky přebytkovému obchodu se službami činil mírnějších -918,4 mld. USD (3,1 % nominálního HDP). Clu jsou však ze strany Donalda Trumpa nezdědka využívána jako prostředek pro vyjednávání dalších zájmů. Dovozy zboží do USA v roce 2024 nejvíce převyšovaly jeho vývozy v případě Číny (-295,4 mld. USD), druhá v pořadí byla Evropská unie (-235,6 mld. USD). Pokud jde o EU, tak trnem v oknu amerického prezidenta jsou zejména dovozy evropských automobilů do USA. Ty se rozhodl zatížit clem ve výši 25 %, a to včetně automobilových součástí. Na většinu dalšího zboží dováženého z EU pak uvalil plošné clo, jehož původně oznámená 20% sazba byla na 90 dní snížena na 10 %. Vzhledem k tomu, že vnitřní trh EU je pro ČR klíčový, dopady uvalení cel ze strany USA se bezprostředně týkají i české ekonomiky.

Vývoz zboží z ČR do zahraničí v roce 2024 – Top 5 a USA



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dovoz zboží do ČR ze zahraničí v roce 2024 – Top 5 a USA



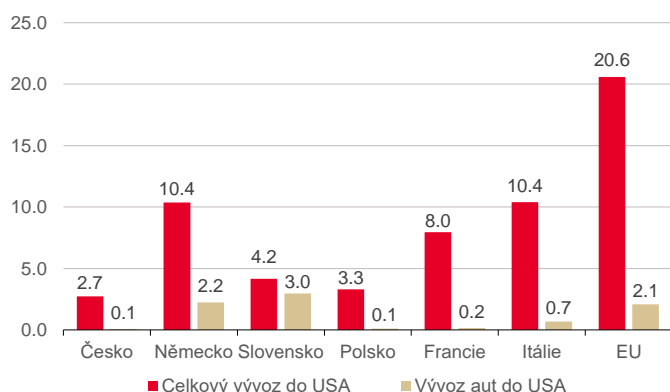
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vývoz ČR do USA představuje jen 3 %, v případě EU však 20 %

**Cílem této analýzy je popsat obchodní vztahy mezi ČR a USA a na základě toho odhadnout možné dopady amerických cel na tuzemskou ekonomiku.** Za tímto účelem využíváme data Českého statistického úřadu o zahraničním obchodu se zbožím, která jsou založena na principu změny vlastnictví mezi tuzemskými a zahraničními subjekty. Ta ukazují, že do USA v roce 2024 směřovala zhruba 3 % českých vývozu a ČR odtamtud dovážela přibližně 3 % zboží. Obchodní bilance ČR s USA byla loni kladná, když činila 3,9 mld. CZK (158,5 mil. USD). Na celkovém přebytku zahraničního obchodu se zbožím, který v ČR loni dosáhl 228 mld. CZK (9,8 mld. USD), se tak USA podílely pouze necelými 2 %. Přímá zahraničně obchodní směna mezi ČR a USA je tedy malá, a to jak z hlediska objemu, tak i samotné bilance.

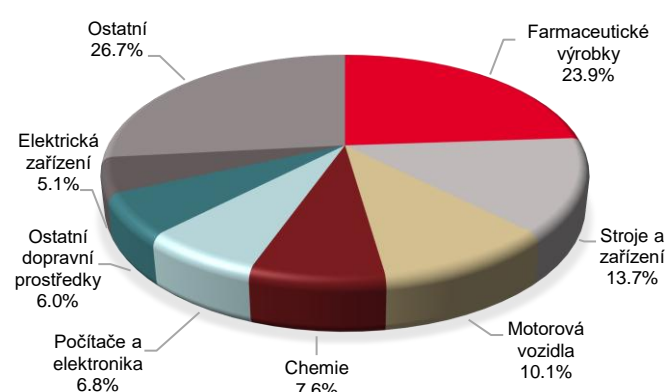
**Zatímco přímý obchod mezi ČR a USA je zanedbatelný, tak pro EU, kam směřuje většina tuzemských vývozu, je americký trh důležitý.** Podíl EU na celkových tuzemských vývozech zboží v roce 2024 dosáhl 78 % a v případě dovozu 62,5 %. Z hlediska jednotlivých států vyváží ČR nejvíce zboží do Německa, a to přibližně třetinu. Pětinový je pak podíl Německa na českých dovozech. V pětce nejdůležitějších obchodních partnerů zastávají významnou roli také sousední Slovensko a Polsko. Na straně dovozu je ovšem před nimi Čína, odkud pochází více než 10 % zahraničního zboží, a ta je tak druhým největším dovozcem do ČR. Jak je na tom Evropská unie z pohledu významnosti obchodních vztahů s USA ukazují data Eurostatu. Podle těch do Spojených států v loňském roce mířilo 20,6 % všech vývozu zboží z EU. Nepřímá expozice ČR vůči americkým clům zprostředkovaná jednotlivým trhem EU je tak mnohonásobně větší než ta přímá.

Vývoz evropských zemí do USA v roce 2024 – auta vs celek (%)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Podíl USA na celkovém vývozu dané země ve srovnání s podílem vývozu aut (CPA 29) do USA na celkovém vývozu dané země. Údaje Eurostatu se pro ČR nepatrně liší od těch od ČSÚ.

Vývoz EU do USA v roce 2024 podle odvětví (CPA klasifikace)

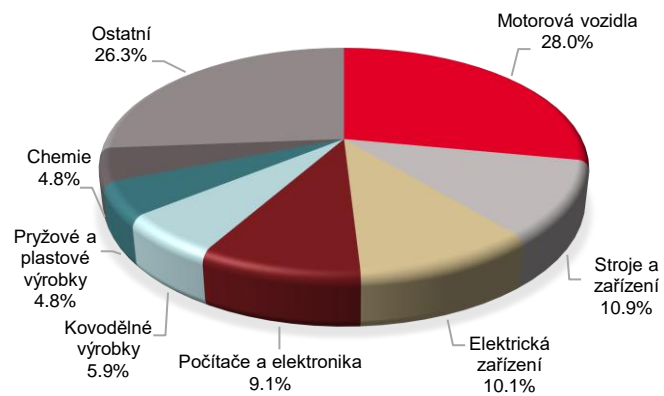


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Auta jsou pro ČR klíčovým vývozním artiklem

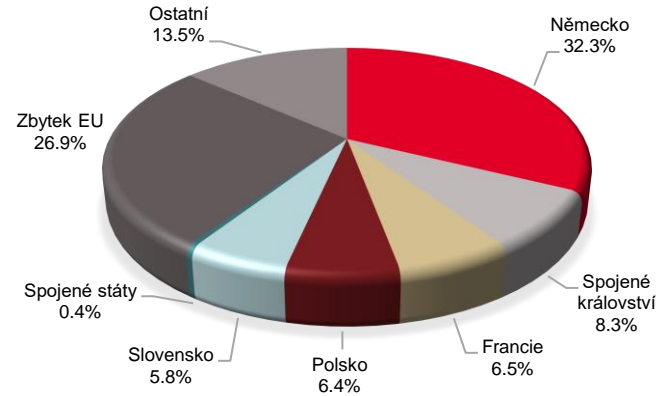
**Nejdůležitějším vývozním artiklem české ekonomiky jsou produkty automobilového průmyslu.** Pro členění zahraničního obchodu podle jednotlivého zboží v této analýze používáme dvoumístnou klasifikaci CPA. Jedná se o klasifikaci podle typu činnosti, respektive odvětví. Pod pojmem motorová vozidla chápeme skupinu zboží označenou jako CPA 29, která zahrnuje nejen výrobu aut, ale i samostatných součástí. Tato skupina v roce 2024 představovala 28 % celkové hodnoty českých vývozu zboží a byla tudíž nejvýznamnější kategorií. Následovaly výrobky strojírenského a elektrotechnického průmyslu. Většina vývozu tuzemského automobilového průmyslu směřovala na trh EU (78 %), především pak do Německa (32 %). Odtamtud však mohly pokračovat dále. To platí zejména pro výrobní díly, které v roce 2024 tvořily necelých 40 % všech vývozu automobilového průmyslu v ČR, kde se nachází významný počet dodavatelů pro evropské automobilky. Jednou z konečných destinací tak mohly být Spojené státy.

Odvětvové členění vývozu ČR v roce 2024 (podle CPA klasifikace)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoz aut (CPA 29) z ČR do jednotlivých zemí v roce 2024



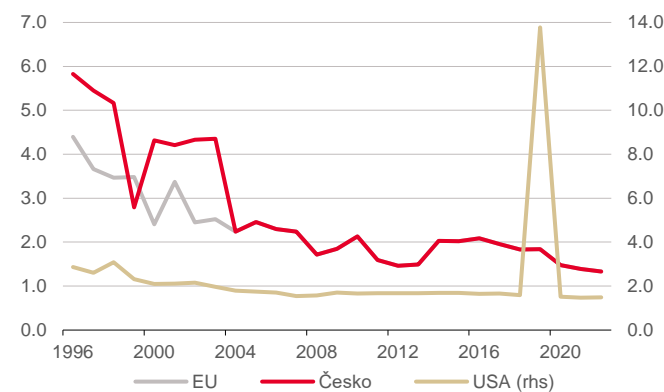
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na vývozu EU do USA se loni podílela motorová vozidla z 10 %, přičemž většina z nich pocházela z Německa. Jeho podíl na vývozu produktů evropského automobilového průmyslu do USA v roce 2024 přesahoval 60 %. Připočteme-li k tomu vývoz aut z Francie, Polska a Slovenska, které také patří k významným odběratelům tuzemského automobilového průmyslu, tak tento podíl vzroste na více než 70 %. EU přitom do USA vyváží převážně celé vozy (CPA 291), které v loňském roce představovaly 80 % exportu evropského automobilového průmyslu do USA. Zatímco tedy přímý vývoz motorových vozidel z ČR do USA je minimální (0,1 % z celkového exportu ČR v roce 2024 a 0,4 % z vývozu aut), nepřímá expozice je opět významně vyšší. Lze tedy předpokládat, že americká cla na auta by silněji zasáhla domácí dodavatele dílů, jejichž produkce je přímo napojena na odbyt zahraničních automobilek. Ještě důležitější než auta jsou však pro EU z hlediska vývozu do USA farmaceutické výrobky (podíl 24 %) a stroje a zařízení (podíl 14 %). Tyto tři skupiny zboží tvoří skoro polovinu celého exportu EU do USA.

### Odezva české ekonomiky na nárůst průměrné celní sazby

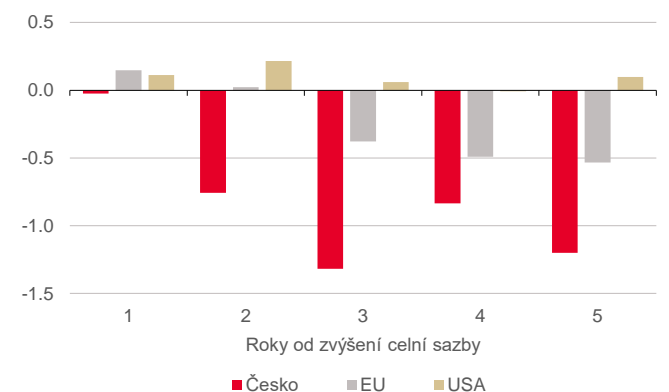
Základním východiskem této analýzy je stanovení citlivosti české ekonomiky na změnu průměrné celní sazby, která se dotýká jejího zahraničního obchodu. Odhad této citlivosti provádíme na základě dat od Světové banky, která jsou k dispozici v rámci databáze WDI (*World Development Indicators*). Konkrétně využíváme ukazatel váženého průměru skutečně aplikovaných celních sazeb na veškerý dovoz do ČR, EU a USA, kde jako váhy slouží podíly jednotlivých zbožíových kategorií na celkovém importu. Data pro všechny tři země jsou dostupná v roční frekvenci, a to od roku 1996 do roku 2022.

Vážený průměr skutečně aplikovaných celních sazeb na dovozy do uvedených zemí (%)



Zdroj: Světová banka, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dopad zvýšení průměrných celních sazeb o 1 pb na HDP v ČR (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Odhadována je odezva na celní sazby ČR, EU a USA, které jsou zobrazeny na grafu vlevo.

**Vážený průměr skutečně aplikovaných celních sazeb na veškerý dovoz do ČR slouží jako proxy proměnná překážek v zahraničním obchodě.** Ukazatel pro ČR přitom v rámci zkoumaného vzorku v rozsahu 27 let nabízí vyšší míru variability, což je přínosné z hlediska ekonometrického odhadu citlivosti ekonomiky na změny průměrné celní sazby. Tato variabilita souvisí s postupnou integrací české ekonomiky do mezinárodních struktur. Jako zlomový lze označit vstup do Evropské unie v roce 2004, kdy při začlenění ČR do jednotného evropského trhu došlo ke skokovému a zároveň trvalému poklesu celních bariér tuzemského zahraničního obchodu. Od té doby se průměrná celní sazba ČR shoduje s tou pro EU. Ke klesajícímu trendu celní zátěže pomohla i narůstající míra globalizace. Méně informativní z hlediska modelového odhadu je potom vývoj váženého průměru celních sazeb na dovoz do USA, který se po většinu sledovaného období držel mírně pod 2 %. Oproti stejnému ukazateli pro EU byl tedy po celé sledované období nižší. Výjimkou byl rok 2019, kdy došlo k strmému nárůstu průměrné celní sazby USA ke 14 %. Důvodem byla hlavně obchodní válka prezidenta Trumpa během jeho prvního funkčního období s Čínou, která má významné postavení v dovozech do USA. Po uzavření obchodní dohody mezi oběma zeměmi a nástupu celosvětové pandemie COVID-19 se průměrná celní sazba pro dovozy do USA v roce 2020 vrátila pod 2 %.

**Nárůst průměrné celní sazby o 1 pb by podle našeho odhadu vedl k poklesu českého HDP v souhrnu o 0,5-1,0 %, a tento dopad by se v plném rozsahu dostavil po zhruba dvou letech.**

Pro odhad odezvy české ekonomiky používáme následující ekonometrický model<sup>1</sup>

$$y_{t+i} - y_{t-1} = \alpha_i + \beta_i \Delta T_t + \rho_i z_t + \sum_j \Delta \gamma_{ij} x_{jt} + \varepsilon_{it}$$

kde:

$y_{t+i}$  je podíl čistého vývozu na reálném HDP v % pro období  $t + i$ ,

$\alpha_i$  je modelová konstanta,

$\Delta T_t$  je změna váženého průměru skutečně aplikovaných dovozních cel v pb,

$\rho_i z_t$  je odezva ekonomiky v čase  $t + i$  na nárůst průměrné celní sazby o 1 pb v čase  $t$ ,

$\rho_i z_t$  slouží pro zachycení strukturální změny způsobené vstupem ČR do EU ( $z_t$  je dummy proměnná),

$\sum_j \Delta \gamma_{ij} x_{jt}$  je množina kontrolních faktorů zahrnujících logaritmické diference následujících tuzemských proměnných: reálný efektivní měnový kurz, fixní investice, průměrnou reálnou mzdu, hodinovou produktivitu práce; ze zahraničních proměnných je pak zahrnuta logaritmická diference produkce německého zpracovatelského průmyslu,

$\varepsilon_{it}$  je náhodná proměnná s vlastnostmi umožňujícími spolehlivý odhad parametrů modelu (pro případ jejich porušení jsou v této analýze použity robustní odhadové techniky).

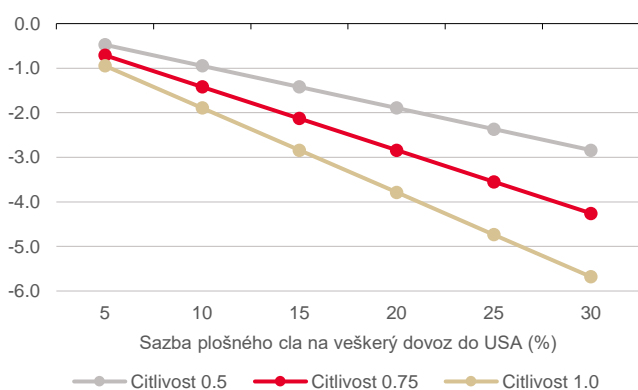
Při odhadu zkoumáme citlivost českého HDP na změnu celních sazeb ČR, EU a USA, které slouží jako alternativy proměnné  $T_t$  v rámci uvedeného ekonometrického modelu. Z výsledků vyplývá v podstatě nulová citlivost na změny průměrné celní sazby v USA. To pravděpodobně souvisí s její již zmíněnou nízkou variabilitou, a tedy i slabou vypovídací schopností. Vývoj celních sazeb na dovoz do ČR a EU je na tom z tohoto pohledu výrazně lépe. Zatímco v prvním případě model indikuje, že nárůst průměrné celní sazby o 1 pb by vedl k poklesu tuzemského HDP v souhrnu přibližně o 1 %, v tom druhém o mírnějších zhruba 0,5 %. Plný efekt se přitom v obou případech dostaví po zhruba dvou letech od zvýšení celní sazby. V prvním roce platnosti zvýšené celní sazby je odhadový dopad na HDP zanedbatelný a ten tak zůstává téměř beze změny. **Namísto jedné konkrétní pracujeme v navazujících krocích s třemi variantami citlivosti české ekonomiky na nárůst průměrné celní sazby, a to s nízkou ve výši 0,5, střední ve výši 0,75 a vysokou ve výši 1,0.**

<sup>1</sup> Obdobný přístup byl využit v práci Furceri et al. (2018), *Macroeconomic Consequences of Tariffs*, NBER Working Paper 25402.

## Dopad plošných cel na českou ekonomiku by byl výrazný

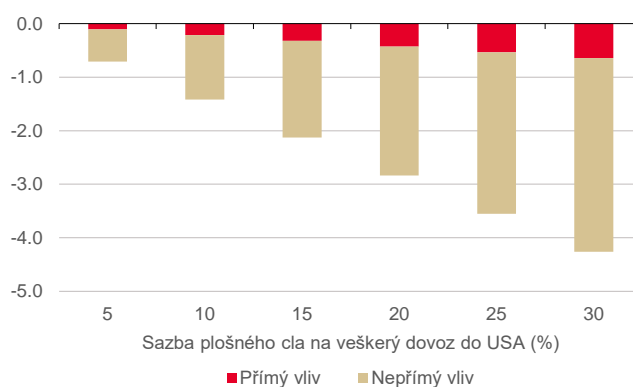
Podle našeho odhadu by plošná cla na dovoz do USA ve výši 10 % vedla k poklesu tuzemského HDP o 1-2 %, v případě cel ve výši 20 % by pokles činil 2-4 %. Přehled námi odhadovaných dopadů plošných cel v rozmezí 5 % až 30 % a pro tři zvažované varianty citlivosti ekonomiky nabízí graf vlevo dole. Graf vpravo pak ukazuje, že pouze zhruba 15 % z celkového dopadu je přímé povahy plynoucí z nižší obchodní výměny mezi ČR a USA. Zbýlých 85 % je zprostředkovaných přes vývozy ČR do EU. Při výpočtu dopadů bereme v úvahu námi odhadnutou citlivost české ekonomiky na nárůst váženého průměru celních sazeb. Vyšší cla na dovoz do USA se do průměrné celní sazby promítají podle významnosti obchodu ČR se Spojenými státy. Podíl USA na celkovém vývozu z ČR je 2,9 %, což je důvod pouze nízkého přímého vlivu. Podíl EU na celkovém vývozu z ČR pak činí 78,0 %, zatímco EU do USA směřuje 20,6 % svého exportu. Ve výsledku tak předpokládáme, že nepřímá expozice ČR vůči americkým clům je 16,1 %.

Celkový pokles českého HDP v důsledku uvalení plošných cel (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rozklad dopadů plošných cen pro střední variantu citlivosti (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Naše výpočty jsou spojeny s velkou mírou nejistoty.** Ta se jednak týká našeho ekonometrického odhadu citlivosti české ekonomiky na změnu průměrné celní sazby. Tento odhad je proveden na vzorku dat za období, kdy docházelo k setrvalému zmírňování překážek zahraničního obchodu. Reakce ekonomiky na skokový nárůst celní zátěže se tak může lišit ve své intenzitě i rychlosti nástupu od toho, co odhadujeme. Svou roli může sehrát také současné prostředí vysoké ekonomické nejistoty, které by mohlo urychlit či zesílit negativní dopady obchodních válek, stejně jako případná odvetná opatření. Ta přitom budou důležitá rovněž z hlediska vlivu na inflaci.<sup>2</sup> Ve střednědobém horizontu by naopak dopady amerických cel mohlo zmírnit objevení nových trhů, kam by mohly tuzemské firmy své zboží vyvážet. Tento vliv rovněž není možné modelově zachytit. Předchozí vývoj kolem amerických cel navíc ukázal, že cesta od jejich vyhlášení prezidentem Trumpem k samotnému zavedení nebyla vždy přímočará. Rozsah a výše cel nebo i termín jejich platnosti byly předmětem vyjednávání a častých změn. To je důvod, proč v naší analýze prezentujeme různé scénáře lišící se nejen silou odezvy ekonomiky ale i výší průměrné celní sazby a nezaměřujeme se jen na aktuálně ohlášená opatření americké administrativy. Postoj u některého zboží navíc není dosud jasný. Celní opatření se zatím nedotkla například dovozů farmaceutických výrobků či elektronických čipů, které často figurovaly v prohlášeních prezidenta Trumpa.

<sup>2</sup> Vzhledem k tomu, že rozsah ani výše odvetných opatření nejsou nyní plně známy, dopadům na cenový vývoj se v této analýze nevěnujeme. Přestože zavedení odvetných celních opatření může vést k jednorázovému nárůstu cenové hladiny, ve střednědobém horizontu z důvodu slabšího výkonu ekonomiky spíše očekáváme tlak na nižší tuzemskou inflaci. To by mělo být v souladu s výrazně vyšší expozicí EU vůči USA na exportní oproti importní straně, jak dokládá bilance obchodu mezi oběma zeměmi.

## Efektivní celní sazba uvalená na EU je 10-15 %

**Současná podoba ohlášených opatření vůči EU implikuje souhrnnou efektivní celní sazbu v rozmezí 10-15 %, což by podle našich odhadů vedlo k poklesu tuzemského HDP o 1,0-3,0 %.** Původní varianta zahrnující nulovou sazbu na dovozy farmaceutických výrobků, vyšší 25% sazbu na produkty automobilového průmyslu a 20% plošnou sazbu na většinu ostatního zboží by představovala efektivní celní sazbu ve výši přibližně 15 %. Ta by podle našich výpočtů způsobila pokles českého HDP o 1,5-3,0 %. V případě nižší 10% plošné sazby na ostatní zboží, která by měla platit během moratoria v délce 90 dnů, souhrnná efektivní sazba činí zhruba 10 % a rozsah možných dopadů na HDP se snižuje na 1,0-2,0 %. Kromě těchto dvou scénářů v níže uvedené tabulce uvažujeme ještě se cly na farmaceutické výrobky, které Donald Trump podle posledních zpráv plánuje brzy zavést. Váhami pro výpočet efektivních celních sazeb jsou podíly zmíněných skupin zboží na celkovém vývozu EU do USA založené na datech za rok 2024.

### Efektivní celní sazba na evropské dovozy do USA a dopad na český HDP pro různé scénáře

Celní sazby na dovoz do USA pro uvedené skupiny zboží, implikovaná souhrnná efektivní sazba a odhadovaný dopad na český HDP	Původní varianta	Moratorium	Moratorium + 10 % na farmacii	Moratorium + 25 % na farmacii
Farmaceutické výrobky	0 %	0 %	10 %	25 %
Motorová vozidla (včetně dílů)	25 %	25 %	25 %	25 %
Plošná sazba na ostatní zboží	20 %	10 %	10 %	10 %
Přibližná efektivní sazba pro EU	15 %	10 %	10 %	15 %
Odhadovaný pokles českého HDP	1,5-3,0 %	1,0-2,0 %	1,0-2,0 %	1,5-3,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



**Ekonomové**  
**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_guertler@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz



**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com



**Eurozóna**  
**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com



**Německo/ECB**  
**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com



**Francie/ESG**  
**Fabien Bossy**  
(33) 1 5898 2873  
fabien.bossy@sgcib.com



**Velká Británie**  
**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



**Čína**  
**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



**Japonsko**  
**Jin KENZAKI**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@soogen.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



**Kokou Agbo Bloua**  
(44) 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



**Vedoucí FIC a komoditního výzkumu**  
**Dr Mike Haigh**  
(44) 20 7762 4694  
michael.haigh@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb**  
**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb pro USA**  
**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com



**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com



**Mathias Kpade**  
(33) 157294393  
mathias.kpade@soogen.com



**Theodore Kalambokidis**  
(1) 212 278 4504  
theodore.kalambokidis@sgcib.com



**Anamika Misra**  
(91) 8067310385  
anamika.misra@sgcib.com



**Stephen Spratt**  
(852) 2166 4108  
stephen.spratt@sgcib.com



**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Gergely Urmossy**  
(44) 20 7762 4815  
gergely.urmossy@sgcib.com



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



**Marek Dřimal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.dřimal@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informovaně rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícím ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.