



## Česká ekonomika by cla na dovoz aut ustála

**David Navrátil**

**Jiří Polanský**

research@csas.cz

Donald Trump hrozí zavedením celních tarifů na dovoz automobilů z Evropy do USA. A to i přes četná varování ekonomů po celém světě, kteří narozdíl od D. Trumpa vidí vysoké riziko negativních dopadů takové politiky pro vývoj světové ekonomiky (nižší růst produkce, vyšší inflace, zvýšení nejistoty apod.). Navíc, pokud Trump skutečně cla na auta zavede, dají se čekat protiopatření ze strany EU. A tím se svět přiblíží ke vzniku obchodní války, protože každé protiopatření pak může být následováno dalším protiopatřením... V tuto chvíli má tuto problematiku na stole americké Ministerstvo obchodu, které sbírá a vyhodnocuje informace, zdali opravdu by zavedení cel bylo nutné z hlediska americké národní bezpečnosti.

Zavedení celních tarifů na dovoz aut do USA by pro českou ekonomiku znamenalo negativní šok, jehož vliv by se zvyšoval spolu s tím, jak by se situace ve světě (z hlediska mezinárodního obchodu) zhoršovala a přerůstala v obchodní války. V této analýze se tento negativní dopad na českou ekonomiku snažíme odhadnout z hlediska několika kanálů. Zaprvé, zavedení cel by přímo ovlivnilo vývoz automobilů (či jejich součástek) do USA. Druhým dopadem by byl nižší vývoz aut ze zemí EU do USA, což by ČR ovlivnilo přes nižší poptávku po různých komponentech (mezispotřebě), které do EU vyvážíme. Zavedení cel by se také projevilo v nižší investiční aktivitě firem v ČR, které by mohly dočasně snížit své investice, dokud by se situace neuklidnila. A za čtvrté by cla dopadla relativně významně na německou ekonomiku, což by ovlivnilo tamní domácí poptávku a tím i poptávku po českých exportech.

V tuto chvíli stále panuje okolo cel značná nejistota, protože není jisté, zda USA vůbec tarify na dovoz aut zavedou, případně v jaké výši a čeho se budou týkat. Zaprvé, Trump zmínil cla ve výši 25 %, nicméně je otázka, zdali by se nakonec k takto radikálnímu kroku odhodlal, protože případná protiopatření ze strany EU by vývoji americké ekonomiky také rozhodně nepomohla. Zadruhé je otázkou, zdali se by cla týkala jen finálních automobilů, které se do USA vyvázejí z Evropy pro spotřební a investiční účely, nebo se týkala také i mezipotřeby (různých dílů a součástek). A za třetí není v tuto chvíli jisté, jak by se zachovali američtí spotřebitelé a firmy. Evropská auta jsou totiž v USA nakupována spíše movitějšími zákazníky, jejichž citlivost na cenu tak může být menší (i při růstu ceny budou stále evropská auta kupovat).

Proto v této analýze pracujeme se třemi scénáři: Poklesem poptávky po evropských autech z USA 10 %, o 25 % a vypuknutím obchodních válek, které by výrazně omezily celý mezinárodní obchod a na světovou ekonomiku dopadly relativně silně. Ohledně cel předpokládáme, že by se týkala jak finální produkce (vývozu hotových aut z Evropy do USA), tak i mezipotřeby.<sup>1</sup>

Hlavním závěrem našich odhadů je odolnost české ekonomiky na možné zavedení cel ze strany USA. Ani pokles poptávky po autech z USA o 25 % by nezpůsobil výraznější zpomalení růstu české ekonomiky nebo oslabení kurzu. K významnějším dopadům by došlo pouze v případě eskalování celé situace do podoby obchodních válek, ale ani to by nevedlo k recesi české ekonomiky či výraznějšímu oslabení koruny.

---

<sup>1</sup> Tato analýza je založena na světových input-output tabulkách (WIOT), českých input-output tabulkách, které publikuje ČSÚ, a databázi Comtrade.

## Primární dopady zavedení cel na automobily

### Přímý vývoz z ČR do USA

Vývoz z ČR do USA má na našem celkovém zahraničním obchodu relativně malou váhu, když z celkového objemu českých vývozu směřuje do USA jen zhruba 2,1 %. A z toho tvoří automobily jen malý zlomek. Podíl vývozu automobilů z ČR do USA na celkových českých vývozech tvoří téměř zanedbatelných 0,1 % (drtivá většina z toho je ve formě mezipotřeby, když ČR do USA hotová auta příliš nevyváží).

Celkový objem vývozu automobilů (včetně mezipotřeby) z ČR do USA je zhruba 169 milionů USD. Pokles poptávky o 10 či 25 % by implikoval při kurzu 22 Kč/USD pokles vývozu o zhruba 0,37 či 0,93 mld Kč. Čistý dopad je ale výrazně menší, protože je nutné data očistit o dovozní náročnost vývozu.

Následující tabulky porovnávají dovozní náročnost vývozu v ČR a v Německu a to jak pro obě ekonomiky jako celek, tak také samostatně pro sektor výroby automobilů. V prvním sloupci je celková dovozní náročnost, v dalších jsou jednotlivé země. V případě výroby automobilů je v ČR dovozní náročnost velmi vysoká (57,3 %), což znamená, že ze 100 Kč českých vývozu automobilů je pro jejich výrobu předtím dovezena mezipotřeba ve výši 57,3 Kč. Z těchto zhruba 57 Kč pochází 21 z Německa, 3,9 ze Slovenska atd. Ačkoliv nebudeme v tomto textu používat (kromě této věty) slovo „montovna“, tak z tabulek je patrné, že v porovnání s Německem má český automobilový průmysl výrazně vyšší podíl dovozu mezipotřeby a celkový dopad na českou ekonomiku při poklesu poptávky po autech tak nemusí být nutně tak výrazný, jak by se na první pohled mohlo zdát.



Tabulka 1a: Dovozní náročnost celkových vývozu v ČR a v Německu

	celkem	z toho							
		CZE	GER	SVK	POL	HUN	ROU	HRV	AUT
Česká republika	46.0	-	14.6	2.6	4.4	1.2	0.3	0.1	1.7
Německo	28.1	1.1	-	0.4	1.4	0.7	0.3	0.0	1.5

Tabulka 1b: Dovozní náročnost vývozu automobilů v ČR a v Německu

	celkem	z toho							
		CZE	GER	SVK	POL	HUN	ROU	HRV	AUT
Česká republika	57.3	-	21.0	3.9	6.8	1.9	0.7	0.1	1.9
Německo	32.9	2.5	-	1.0	2.6	1.9	0.6	0.0	2.4

Zdroj: WIOT, Česká spořitelna

Vysoká dovozní náročnost českého automobilového průmyslu tak snižuje celkový dopad zavedení cel, protože pokles vývozu znamená také snížení dovozu mezipotřeby. Zhruba 57% dovozní náročnost automobilové produkce tak implikuje čistý dopad na české vývozy ve výši zhruba 0,16 mld Kč v případě 10% poklesu poptávky z USA a 0,40 mld Kč v případě 25% poklesu poptávky, což je z pohledu celkového ekonomického vývoje v ČR zanedbatelné.

### Nepřímý vývoz z ČR do USA (přes země EU)

Možné zavedení amerických cel na automobily by dopadlo daleko výrazněji na Německo, když podíl vývozu aut z Německa do USA na celkových německých vývozech je zhruba 2,1 % (v porovnání s 0,1 % v případě ČR), a to navíc při mnohonásobně větším objemu. Narozdíl od ČR Německo vyváží do USA především hotová auta a jen menší část jeho exportů v tomto sektoru tvoří mezipotřeba.

Celkový vývoz automobilů z Německa do USA je zhruba 30,1 mld USD. Ačkoliv má Německo relativně nízkou dovozní náročnost výroby aut (32,9 %), kvůli silné vazbě české ekonomiky na Německo používá německý automobilový průmysl část dovozu mezipotřeby z ČR (2,5% dovozní náročnost). Při vysokém objemu

německých vývozu do USA se tak vliv na českou ekonomiku začíná zvyšovat. Při poklesu poptávky o 10 % či 25 % by tak **negativní vliv na českou ekonomiku přes nižší vývoz mezispotřeby z ČR do Německa byl dalších 1,6 mld Kč či 4,1 mld Kč.**<sup>2</sup>

Podobně jako u Německa by byl vývoz aut negativně ovlivněn i u dalších zemí EU, kam opět ČR vyváží mezispotřebu. V porovnání s Německem by ale dopady na ČR byly již podstatně menší, a to především kvůli nižším objemům vývozu aut z těchto zemí do USA. Například Slovensko vyváží do USA auta za zhruba 1,6 mld USD, což je zhruba 10x více než ČR. Dovození náročnost slovenských exportů aut vzhledem k mezispotřebě z ČR dosahuje zhruba 10,7 %, což při poklesu vývozu o 10 % a 25 % znamená dopad na ČR ve výši zhruba 0,38 a 0,96 mld Kč. **Celkový negativní dopad plynoucí z poklesu vývozu aut do USA ze zemí uvedených v Tabulce 2 (kromě Německa) činí při 10% šoku zhruba 0,71 mld Kč a při 25% šoku zhruba 1,78 mld Kč.**



Tabulka 2: Objem vývozu a dovozní náročnost výroby aut ve vybraných zemích

	vývoz aut do USA (mld USD)	dovozní náročnost výroby aut (%)	z toho	
			GER	CZE
Německo	30.1	32.9	-	2.5
Slovensko	1.6	67.3	16.8	10.7
Polsko	0.3	47.5	18.3	2.2
Maďarsko	0.7	70.0	28.4	3.5
Francie	0.6	44.1	9.8	1.0
Itálie	5.6	29.6	7.1	0.4
Rakousko	0.8	54.4	26.2	2.5
Velká Británie	9.5	38.0	8.1	0.6
Španělsko	1.0	52.7	10.5	1.4

Zdroj: Comtrade, WIOT, Česká spořitelna

**Celkový primární dopad zavedení celních tarifů na dovoz aut do USA by tak při 10% poklesu poptávky byl zhruba 2,5 mld Kč a při 25% poklesu poptávky po autech z USA zhruba 6,3 mld Kč. To v případě nižší celní sazby je zhruba 0,05 % HDP a u vyšší celní sazby 0,13 % HDP. To ale stále není celkové číslo, když ekonomický vývoj v ČR by byl negativně ovlivněn sekundárními dopady.**

## Sekundární dopady zavedení cel na automobily

### Pokles domácí poptávky v Německu

Prvním důležitým faktorem by byl negativní dopad na německou ekonomiku, která je z pohledu českých exportů klíčová. Jak bylo uvedeno výše, Německo vyváží do USA automobily za zhruba 30 mld USD, což je

<sup>2</sup> Ve skutečnosti je struktura obchodu složitější v tom smyslu, že část českých vývozu mezispotřeby, která je v Německu použita pro výrobu automobilů, použila předtím dovozy z jiných zemí. Například, a to čistě hypoteticky, pokud by němečtí producenti aut dováželi z ČR například motory, je možné, že čeští producenti motorů by pro jejich výrobu část komponent předtím dovezli ze zahraničí. Tento vliv ale v této analýze neuvažujeme.



výrazný objem, a případný pokles vývozu o 10 % či 25 % by tak po zohlednění dovozní náročnosti německého autoprůmyslu znamenal **čistý negativní vliv pro německou ekonomiku zhruba 2,0 mld USD či 5,1 mld USD**.

K tomuto objemu je ale nutné přičíst vývoz mezispotřeby z Německa do dalších evropských zemí, která pak vstupuje do produkce jejich exportů. Příslušné dovozní náročnosti jsou zachyceny v Tabulce 2 ve třetím sloupci. Například Rakousko vyváží do USA automobily za zhruba 0,8 mld USD. Dovozní náročnost rakouského automobilového průmyslu je necelých 55 %, z čehož 26,2 procentních bodů tvoří dovozy z Německa. Jinými slovy v hodnotě rakouských vývozů aut za například 100 USD pochází zhruba 26 USD z Německa. Tento nepřímý vliv přes země uvedené v Tabulce 2 by při zavedení cla ve výši 10 % či 25 % činil pro německou ekonomiku zhruba **0,2 mld USD či 0,5 mld USD**.

**Celkový vliv na Německo by tak byl zhruba 2,2 mld USD v případě nižší poptávky o 10% a 5,6 mld USD v případě 25 %.** Tyto dopady by se následně promítly do poklesu domácí poptávky v Německu, který by negativně ovlivnil objem vývozu z ČR do Německa. Zde by již ale nešlo jen o automobily, ale i o další odvětví.

### *Pokles investiční aktivity z důvodu horšího sentimentu*

Zavedení cel na dovoz aut do USA by se také projevilo ve zhoršení sentimentu firem, což by bylo následováno jejich nižší ochotou investovat. Tento vliv by byl tím vyšší, čím horší by byl výhled firem do budoucna.

Na druhé straně ale procházejí české firmy aktuálně obdobím nedostatku volných pracovníků, na což reagují silnými investicemi do robotizace, automatizace provozů apod. Proto se dá očekávat, že by i při zavedení cel ve své současné investiční aktivitě směřující k růstu produktivity práce firmy pokračovaly a jen při opravdu výrazném negativním dopadu (vzniku obchodních válek) by významněji snížily svou investiční aktivitu.

**Celkový dopad zhoršení sentimentu na vývoj českých investic odhadujeme na zhruba 2,7 mld Kč při 10% poklesu poptávky z autech z USA a 6,9 mld Kč při poklesu o 25.** To je zhruba 0,06 % a 0,15 % HDP. Vzhledem ale k tomu, že dovozní náročnost investic v české ekonomice je zhruba 50 %, byl by čistý dopad do HDP zhruba poloviční.

### *Celkové dopady na českou ekonomiku*

Všechny výše popsané negativní dopady by se projevily nejdříve ve vývozech z ČR a poté by se postupně přenesly na trh práce a do vývoje domácí poptávky. Kurz koruny by oslabil. Z hlediska vývoje inflace by byl dopad malý, protože proinflační vliv slabší koruny by byl kompenzován protiinflačním vlivem domácí poptávky.

**Pokud by případné zavedení cel nevyvolalo obchodní válku, česká ekonomika by takovou situaci bez problémů ustála. A i obchodní války by nezpůsobily žádné drama, jen by došlo k výraznějšímu zpomalení růstu české ekonomiky.** V případě 10% poklesu poptávky by byl důsledkem nižší růst HDP o zhruba 0,2-0,3 procentního bodu. Pokud by poptávka poklesla o 25 %, česká ekonomika by rostla pomaleji o zhruba 0,6-0,7 procentního bodu. V případě obchodních válek by byl dopad zhruba 1,5-1,7 procentního bodu do růstu HDP.

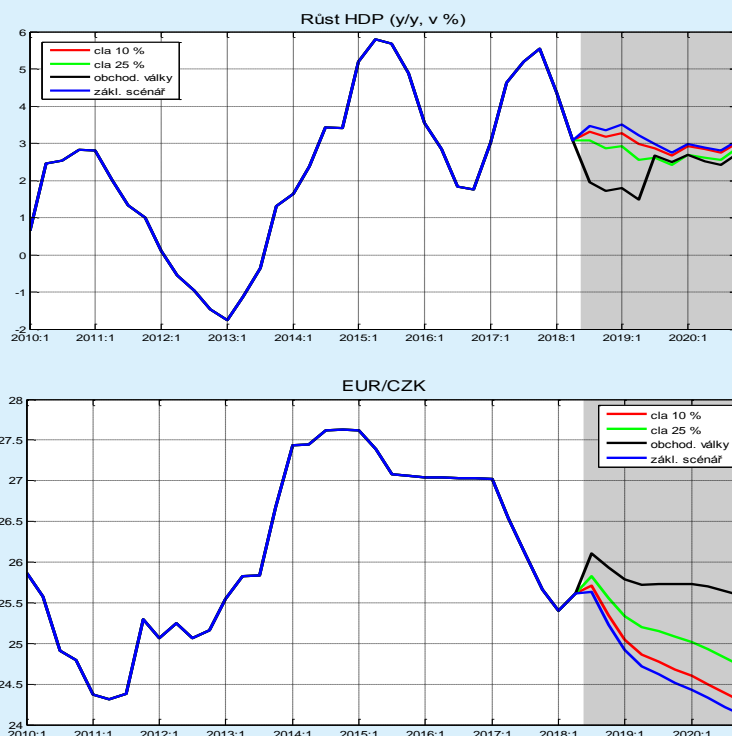
V aktuální hladině kurzu koruny k euru je již riziko zavedení cel z velké části zachyceno, a proto jejich případné zavedení do praxe by ve směru slabší koruny výraznější dopad mít nemělo.<sup>3</sup> Z možných scénářů tak opět pouze výrazné zhoršení situace ve světové ekonomice by mělo na kurz koruny zásadnější vliv. Celkově tak čekáme, že koruna se postupně vrátí na pozvolna posilující tendenci, k čemuž přispěje i zvýšení sazeb ČNB, ke kterému by mohlo dojít již relativně brzy.

---

<sup>3</sup> V okamžiku případného zavedení cel by pravděpodobně koruna krátkodobě oslabila výrazněji a zvýšila by se volatilita na trzích.



Graf 1: Růst HDP ČR a vývoj EUR/CZK



Zdroj: ČSÚ, Česká spořitelna

Tabulka 3 shrnuje výsledné dopady na českou ekonomiku. Pouze vypuknutí obchodních válek by mělo pro vývoj v ČR výrazně negativní dopad. K takové situaci by mohlo dojít, kdyby na neuvážené uvalování vysokých cel bylo dalšími stranami odpovídáno podobnou mincí, což by vedlo ke spirále zvyšujícího se objemu světové produkce, který by byl krytý celními tarify. To by bylo následováno výrazným poklesem mezinárodního obchodu, vyšší inflací a významným zpomalením růstu HDP. Česká ekonomika by se ani v této situaci s velkou pravděpodobností nepropadla do recese, ale její růst by byl podstatně nižší. **V tuto chvíli je ale takovýto scénář jen relativně velmi málo pravděpodobný, když tato situace není v zájmu žádné z klíčových stran.**

## Vývoj z hlediska sektorů

Zavedení cel na dovoz aut do USA by z hlediska jednotlivých sektorů dopadlo především na automobilový průmysl, a to z několika důvodů. Zaprvé by se cla týkala právě tohoto sektoru, který by tak nesl tíhu hned od začátku platnosti jejich zavedení. Také druhotné dopady poklesu domácí poptávky v Německu by dopadaly v ČR především na automobilový průmysl, protože při větším negativním šoku by německé (či evropské) domácnosti snížily nákupy spíše luxusnějšího zboží či je omezily na dobu, než se situace uklidní. Jedním z nejvíce procyklických odvětví v tomto ohledu je opět výroba automobilů. To by následně ovlivnilo jak vývoz aut z ČR, tak i vývoz mezipotřeby pro automobilový průmysl z ČR do Německa či dalších evropských zemí.

Multiplikační efekt automobilového sektoru na produkci v ČR je dle našich odhadů zhruba 1,6. Pokud by se poptávka po autech snížila například o miliardu, vliv do celkové produkce (finální poptávky a mezipotřeby) byl by zhruba 1,6 miliardy. Navíc automobilový průmysl v ČR je kromě silné dovozní náročnosti také relativně uzavřený z hlediska dalších sektorů, když z výše uvedeného poklesu produkce o 1,6 miliardy by v automobilovém průmyslu „zůstalo“ 1,2 miliardy. Zbytek by byl rozprostřen mezi větší množství sektorů, z nichž nejvíce by byly ovlivněny výroba plastů, kožedělný průmysl a výroba elektrických zařízení.

Druhotné dopady nižší poptávky z Německa či eurozóny by dopadaly více i na ostatní sektory, kam směřuje výrazný podíl české produkce. Například v případě výroby strojů směřuje do Německa 28 % produkce, u elektrických zařízení 35 %, 27 % u chemického průmyslu apod. Na druhou stranu v poslední době se spolu s oživením světové ekonomiky také zvýšila flexibilita českých výrobců nahrazovat pokles poptávky z jedné země růstem vývozu do jiných zemí. Například aféra Dieselgate z konce roku 2015 a roku 2016 znamenala pokles aut z Německa do USA o zhruba 15 % a z ČR dokonce o 23 % (2016 vůči 2014), ale i přes tento negativní vliv celkové vývozy z automobilového sektoru v ČR za toto období vzrostly.


**Tabulka 3: Jednotlivé scénáře**

	2017	2018	2019	2020
<b>základní scénář prognózy</b>				
Růst HDP (%)	4.6	3.6	3.1	2.9
Inflace (%)	2.4	2.2	2.0	1.9
EUR/CZK (průměr)	26.3	25.5	24.7	24.3
Nom. mzdy (%)	6.2	8.4	6.4	4.9
<b>10% cla</b>				
Růst HDP (%)	4.6	3.5	3.0	2.9
Inflace (%)	2.4	2.1	2.0	1.9
EUR/CZK (průměr)	26.3	25.5	24.8	24.4
Nom. mzdy (%)	6.2	8.4	6.3	4.8
<b>25% cla</b>				
Růst HDP (%)	4.6	3.3	2.6	2.7
Inflace (%)	2.4	2.1	2.0	1.9
EUR/CZK (průměr)	26.3	25.6	25.2	24.9
Nom. mzdy (%)	6.2	8.4	6.0	4.5
<b>obchodní válka</b>				
Růst HDP (%)	4.6	2.8	2.1	2.6
Inflace (%)	2.4	2.1	2.0	1.9
EUR/CZK (průměr)	26.3	25.8	25.7	25.7
Nom. mzdy (%)	6.2	8.3	5.5	4.0

**Zdroj:** ČSÚ, Česká spořitelna

*Poznámka: zavedení cel s negativními dopady je v jednotlivých scénářích předpokládáno od třetího čtvrtletí 2018. To mírně zkresluje celoroční hodnoty v jednotlivých sloupcích (dopad za období 2018q3-2019q2 je větší než za období 2018q1-2018q4 a 2019q1-2019q4, které jsou v Tabulce 3).*


**Tabulka 4: Celkové dopady na českou ekonomiku (mld Kč)**

	pokles poptávky		
	10 %	25 %	obch. války
přímý vývoz z ČR do USA	0.2	0.4	
nepřímý vývoz z ČR do USA přes další země	2.3	5.9	
pokles investic kvůli sentimentu	2.7	6.9	
sekundární dopady přes nižší zahr. poptávku	4.0	10.8	75.6
<b>celkem</b>	<b>9.2</b>	<b>24.0</b>	<b>75.6</b>

**Zdroj:** Česká spořitelna



## 1. Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavrtil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza Fixed income ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Jan Žemlička Michal Škořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 456 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz jzemlicka@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR, Pegas Zahraniční trhy Technická analýza, CZ akciový trh	Petr Bártek Jan Šumbera Pavel Smolík	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 434	pbartek@csas.cz jsumbera@csas.cz pasmolik@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz

### Financial Markets - Whosale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Libor Vošický Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 800 +420/956 765 817 +420/956 765 520	lvosicky@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Jana Gabrielová Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 346 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz jgabrielova@csas.cz tcerny@csas.cz

### Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování Corporate finance Projektové a exportní financování	Martin Viliš Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 713 970 +420/956 765 810 +420/956 714 020	mvilis@csas.cz apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

### Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – sektor průmysl akcie – sektor základních materiálů a realit akcie – realitní sektor akcie – sektor telekomunikace akcie – sektor farmacie akcie – sektor IT akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví Head of Major Markets & Credit Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Christoph Schultes Franz Hoerl Martina Valenta Maria Veronika Sutedja Vladimíra Urbánková Daniel Lion Thomas Unger Gudrun Egger Juraj Kotian	+43 501 00 115 23 +43 501 00 18 506 +43 501 00 11 913 +43 501 00 17 905 +43 501 00 17 343 +43 501 00 174 20 +43 501 00 173 44 +43 501 00 119 09 +43 501 00 173 57	christoph.schultes@erstegroup.com franz.hoerl@erstegroup.com martina.valenta@erstegroup.com mariaveronika.sutedja@erstegroup.com vladimira.urbankova@erstegroup.com daniel.lion@erstegroup.com thomas.unger@erstegroup.com gudrun.egger@erstegroup.com juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analizyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz).