Odolnost – kvalita, která se cení

Helena Horská, Hlavní ekonomka a členka dozorčí rady Raiffeisenbank

Confidential and proprietary
Any use of this material without specific permission of Raiffeisen Bank is strictly prohibited.

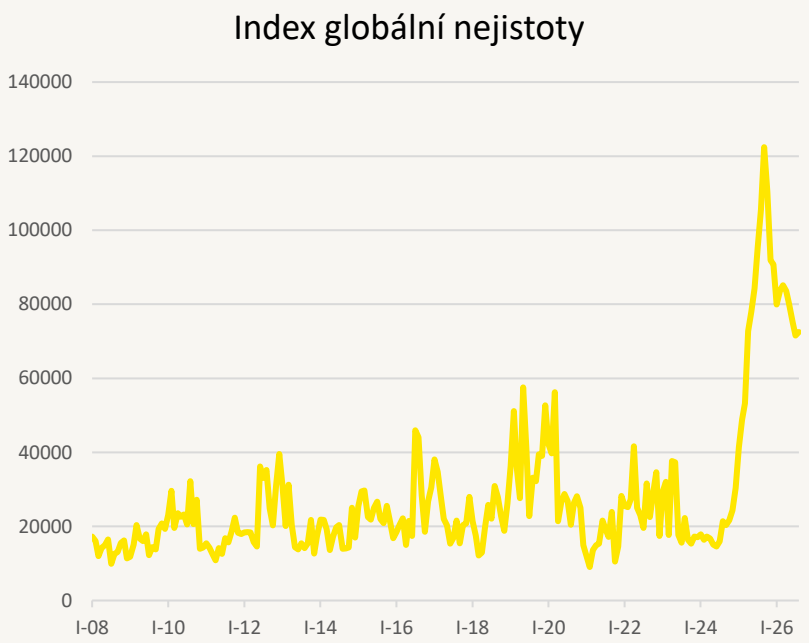
Globální ekonomika ve víru turbulentních událostí

	2025	2026e	2027f
Eurozóna	**1,2**	**0,8** ↑	**1,4** ↑
Německo*	0,2	1,0 ↑	1,1 →
Česko	**2,7**	**1,8** ↑	**2,2** →
Slovensko	0,8	0,8 ↑	1,5 ↑
Polsko	3,6	3,4 ↓	3,0 →
Maďarsko	0,5	1,7 ↑	3,0 →
USA*	**2,1**	**2,2** ↑	**2,2** ↑

- Odhad na základě mediánu agentury Bloomberg; zbytek = prognóza RB/RBI
- Poznámka: šipky znamenají změnu oproti předchozí predikci

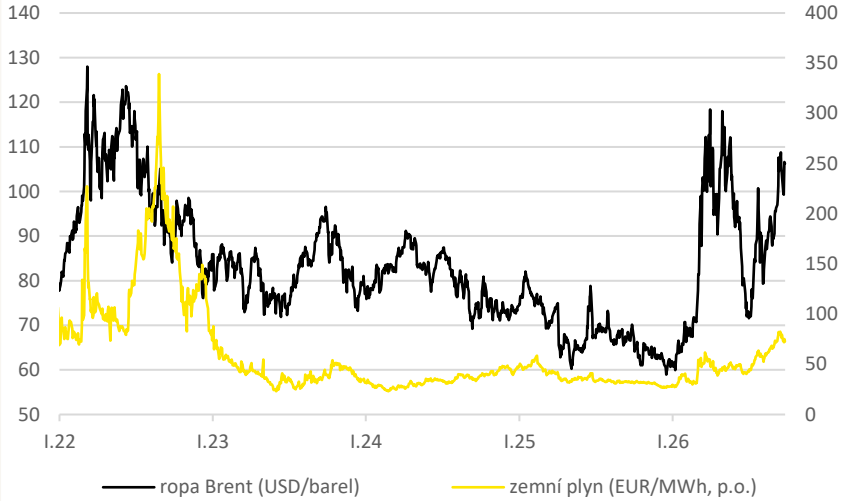
Svět zatím surovinovému šoku odolává

- Americkou ekonomiku táhnou útraty domácností a investice, zejména do AI.
- Stagflační rizika přetrvávají, ale Evropa se zatím s šokem vypořádává obstojně.
- Česká ekonomika zatím překonává nástrahy geopolitických šoků i vln extrémních veder.



Nejistota se stává novou konstantou

- Po konci pandemie covidu si kdekdo myslel, že se svět vrátí k „normálu“.
- S Donaldem Trumpem v čele USA se však spustila vlna celních opatření.
- Svět se stává mnohem fragmentovanější (válka na Ukrajině a na Blízkém východě) a re-globalizační tendence sílí.

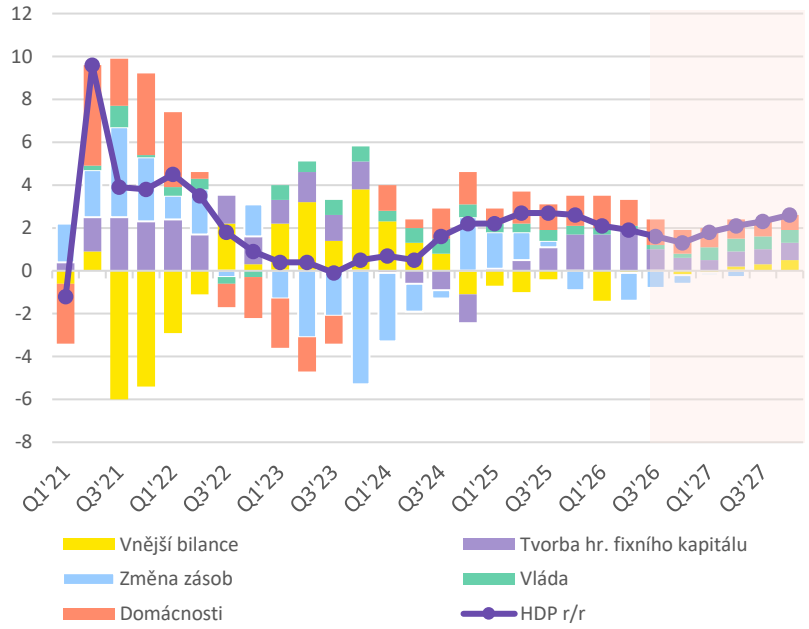


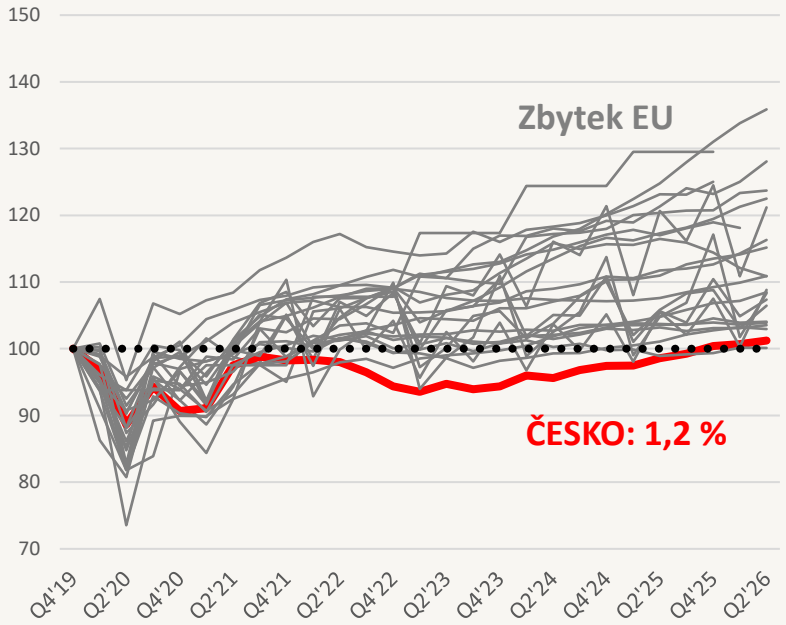
Brent (USD/b)	30/9/26	Q3'26	Q4'26	Q1'27	Q2'27
Před válkou	X	55	55	55	60
Aktuálně	103	91	85	78	75

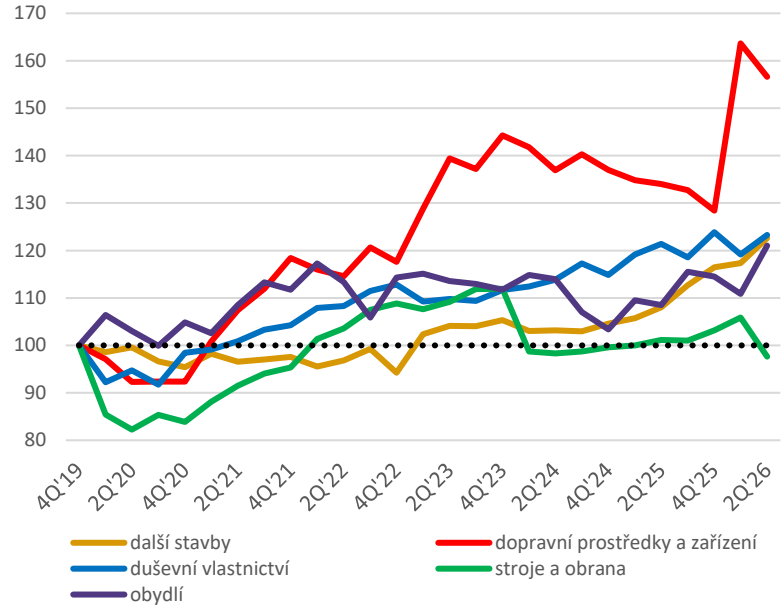
Předválečné ceny energií v nedohlednu

- Hormuzský průliv zůstává takřka uzavřený a útoky na infrastrukturu pokračují.
- Riziková přirážka zůstane zvýšená, protože konflikt na Blízkém východě pokračuje a mírové řešení se zdá zatím velmi vzdálené.
- Sezónní poptávka bude růst s potřebou doplnění vyprázdněných zásobníků.

Domácí poptávka motorem růstu, ale i zahraničí nám začíná pomáhat







Růst v blízkosti našeho potenciálu

- Zahraniční poptávka přestává být brzdou. Německý odraz ode dna nám hraje do karet.
- Dříve nahromaděné zásoby začínají být spotřebovávány, což aktuálně snižuje HDP
- Letos očekáváme růst naší ekonomiky o 1,8 % (původně 1,6 %) a pro příští rok ponecháváme predikci na úrovni 2,2 %.

Růst spotřeby ano, nákupní šílenství ne

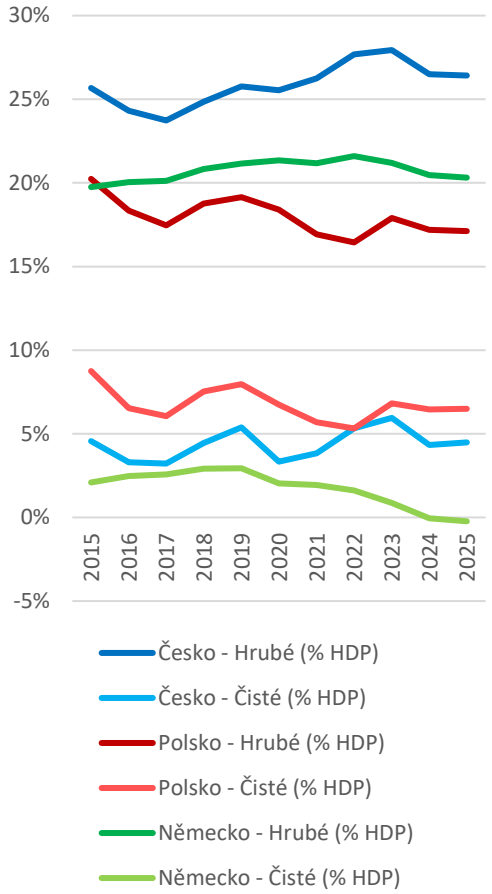
- Tuzemské hospodářství se v posledních letech opírá o vyšší útraty domácností.
- Ve srovnání s předcovidovou dobou je spotřeba domácností nižší už jen ve Finsku.
- Prostor pro další navýšení výdajů domácností je bezpečný (růst mezd a vysoká zaměstnanost)
- Je otázkou, jak domácnosti zareagují na zvýšenou inflaci minimálně na začátku roku 2027, zejména v případě energií a potravin.

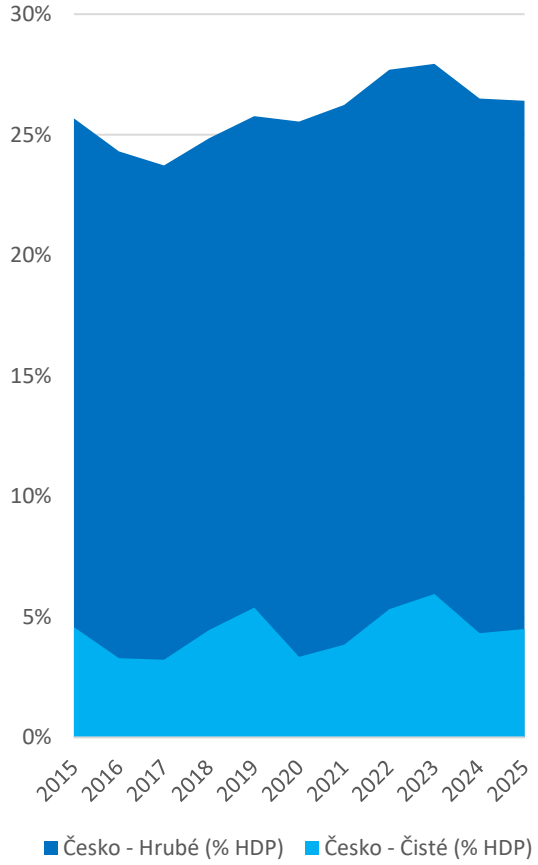
Různorodý vývoj investic

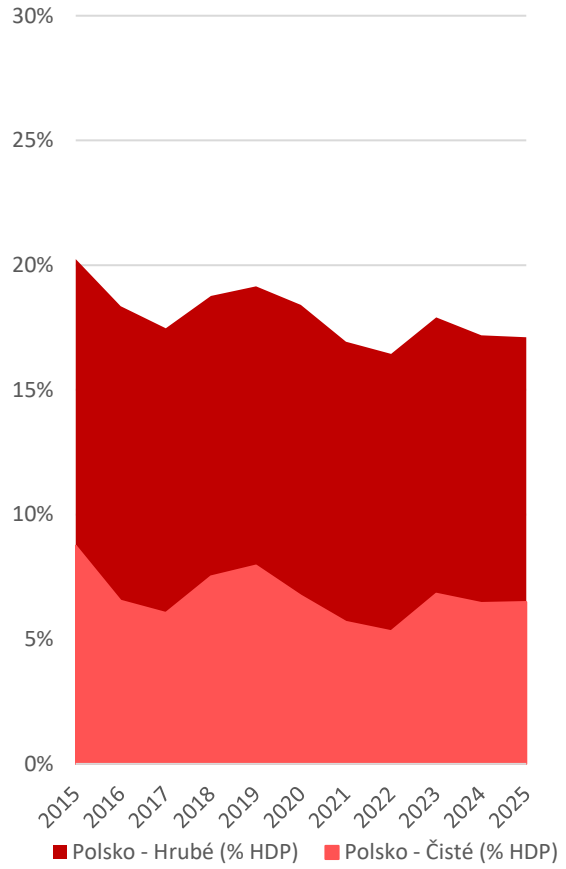
- Celkově se investiční aktivita v posledním roce významně pozvedla, ale existují rozdíly.
- Zatímco investice v oblasti dopravy povyskočily (částečně nejspíše i kvůli regulatorním požadavkům), investice do strojů a zařízení stagnují.
- Přijde AI mánie i do Česka?
- Jaký bude dopad vyšších veřejných investic?

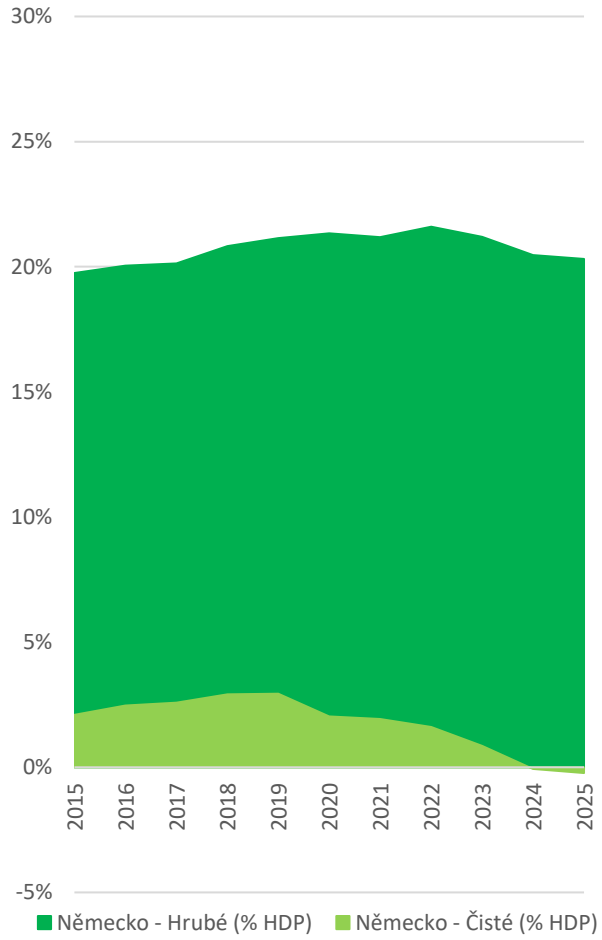
Zdroj: Macrobond, ČSÚ, RB, RBI

Česko - investiční tygr? Opravdu?





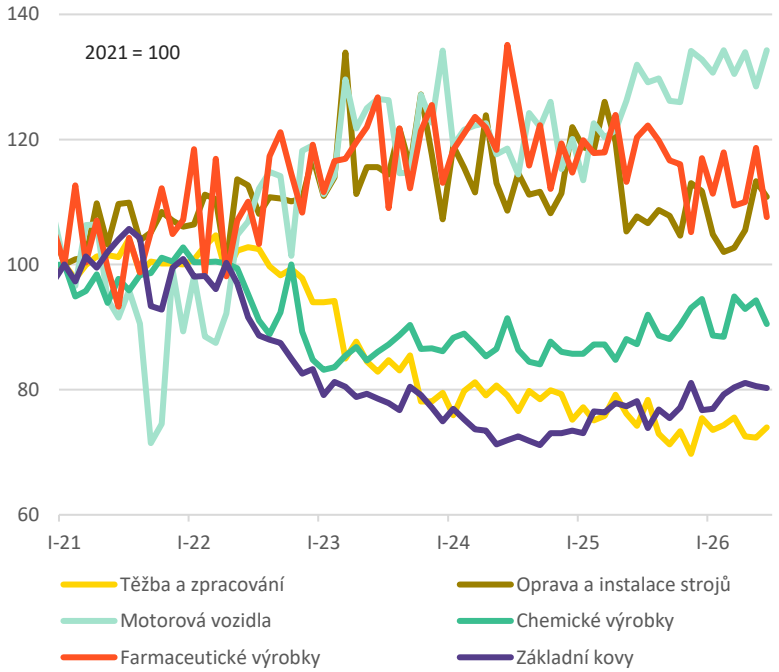




- **Česko investuje v hrubých** investicích o 8 p.b. více než Polsko (26 % HDP vs. 18 % HDP) a o 5 p.b. více než Německo (26 % vs. 21 % HDP).

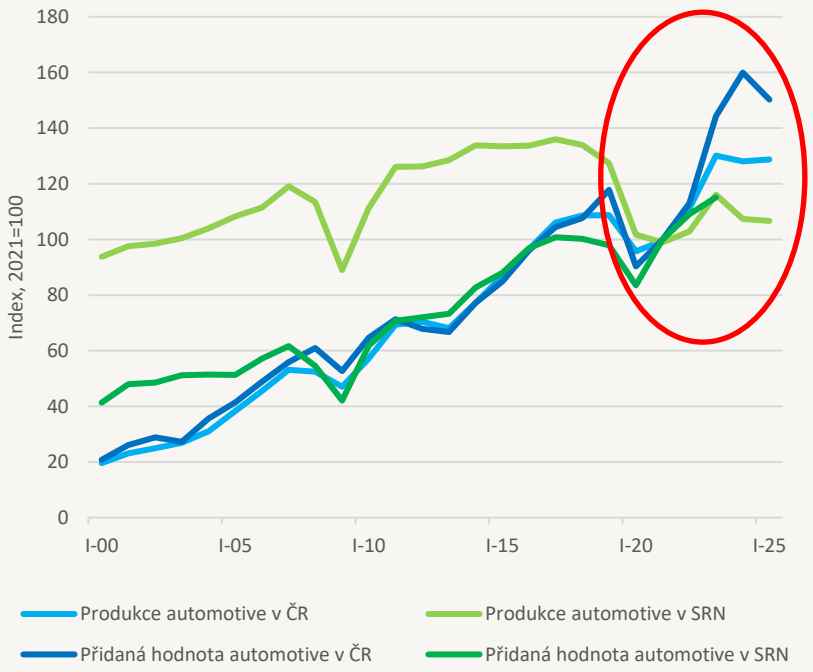
- **V čistých** investicích investuje Česko o 1,8 p. b. **méně než Polsko** (4,9 % HDP vs. 6,7 % HDP) a o 2,6 pb více než Německo (4,3 % vs. 1,7 % HDP).

Úspěch českého automotive. Německý protějšek naopak klopýtá



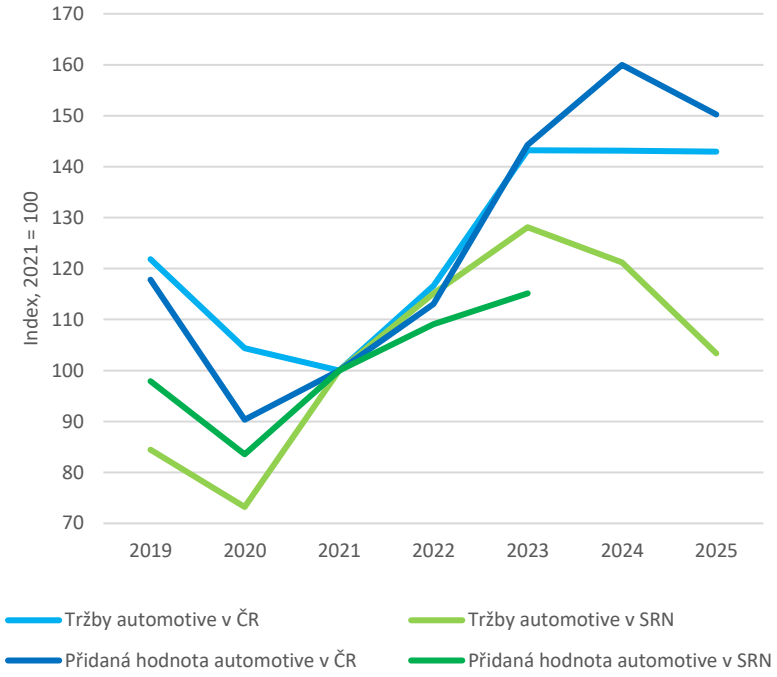
Český automotive jede

- Hlavním tahounem průmyslu je výroba motorových vozidel, a to i poté, co vyprchal efekt vynuceného odložení poptávky v důsledku narušení dodavatelských řetězců.
- Elektromobilová revoluce je však výzvou i pro něj.
- Očekávaný růst průmyslu přes 2 % v r. 2027.



Německé zaostávání v automotive

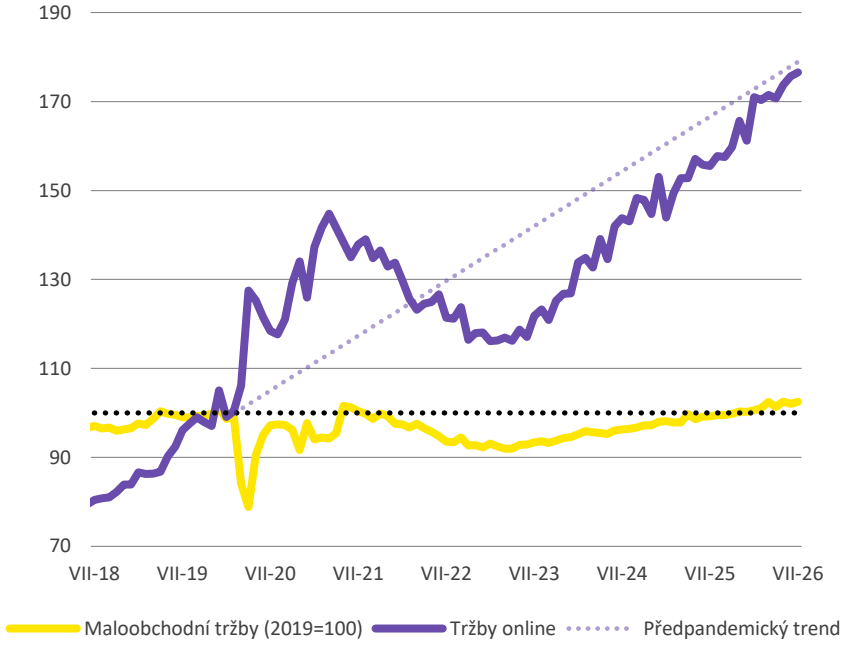
- Německý automotive ročně investuje 31,3 mld. EUR do výzkumu a vývoje, výrobní kapacita ale na 83 % (celý zprac. průmysl 78 %).
- Přesto se německý automotive těžce potýká se sílící zahraniční konkurencí (zejména Čína).
- Česko těžilo a stále i těží ze solidní poptávky a vysoké vytíženosti výrobních linek po pandemii covidu.



Hrozbou je ale zejména čínská konkurence

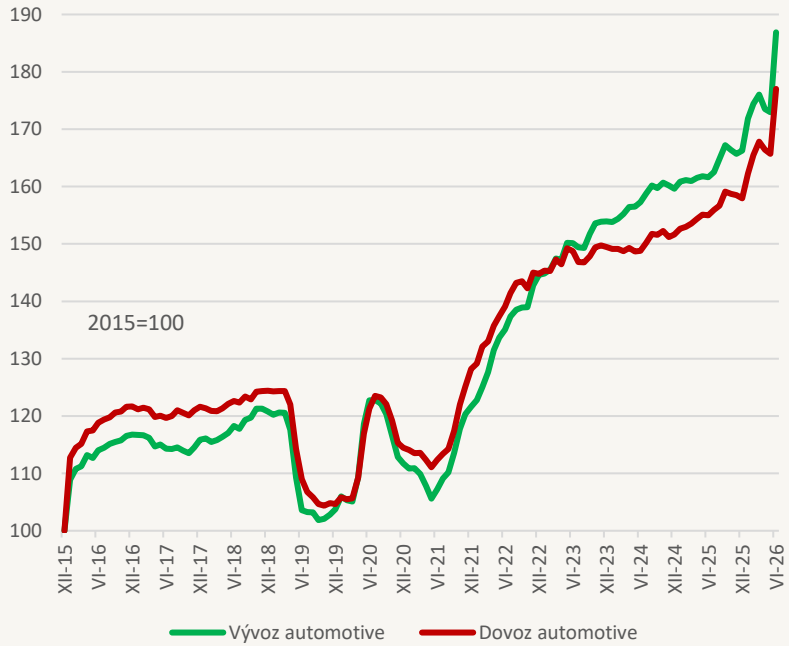
- Výrobní kapacita v Číně ~ 50 mil. aut/ročně.
- Domácí poptávka mezi 22–26 mil. aut .
- Vývoz (20–25+ mil.) na zahraniční trhy (Evropa, Jižní Amerika, Jihovýchodní Asie) -> tlak na tržby (ale i marže) německého automotive.
- Trh EU ~ 10,5 až 12 mil. aut ročně (s UK 15 mil.).

Růst maloobchodu nezpomaluje, V4 jako náhrada Číny pro Německo?



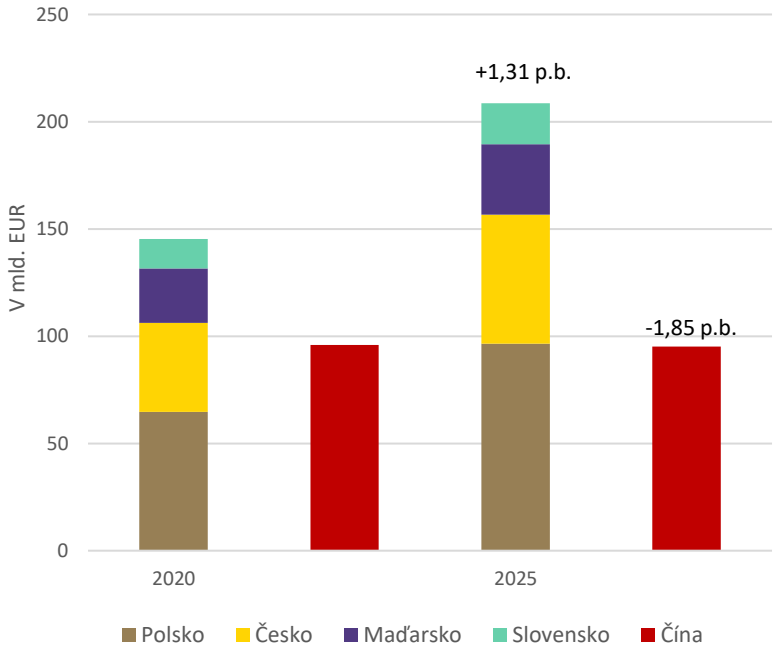
Prosperita e-commerce se zdá nekonečná

- Meziročně roste internetový prodej o cca 12 %.
- E-commerce roste kvůli webovým srovnávačům, konkurenci mezi e-shopy a pohodlnosti českého zákazníka.
- Rostoucí náklady na dopravu se mohou promítnout do výsledných prodejů – např. méně objednávek, ale vyšší hodnota.
- Očekávaný růst retailu o 4 % letos i v r. 2027.



Automotive šlape na plyn

- Vývoz v automobilovém sektoru trvale převyšuje dovoz a dosahuje historických maxim nad 120 mld. Kč.
- Obchodní bilance tohoto odvětví si udržuje silný přebytek i přes narušení globálních dodavatelských řetězců.
- Ani Trumpova cla na evropský automotive nedokázala ten český zastavit.

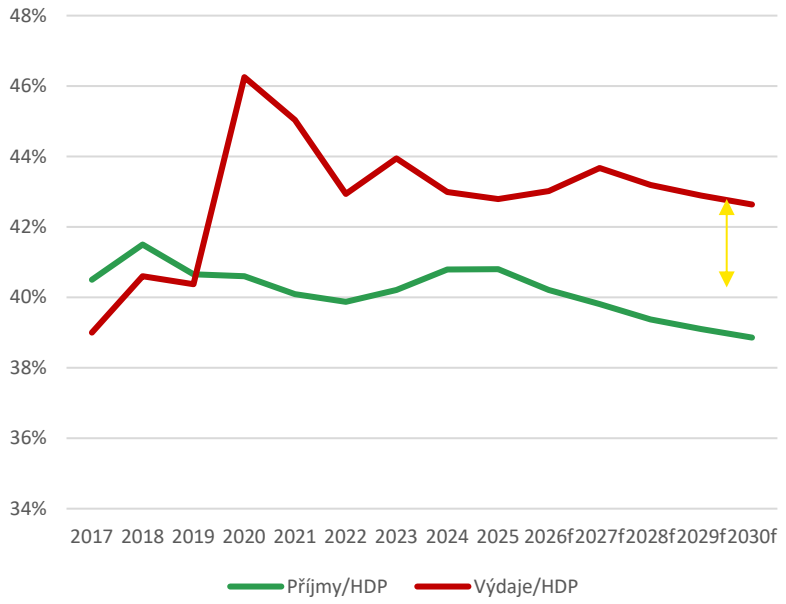


Německý vývoz do Číny vs. V4

- Tradiční exportní model Německa do Číny se vyčerpává kvůli zpomalení čínské ekonomiky a změnám v tamních dodavatelských řetězcích.
- Německo posiluje export do zemí střední a východní Evropy, zejména do zemí V4 z 12 % na 13,3 % podíl.
- V roce 2025 byla už hodnota exportu do Polska a Číny srovnatelná (96 vs. 95 mld. EUR).

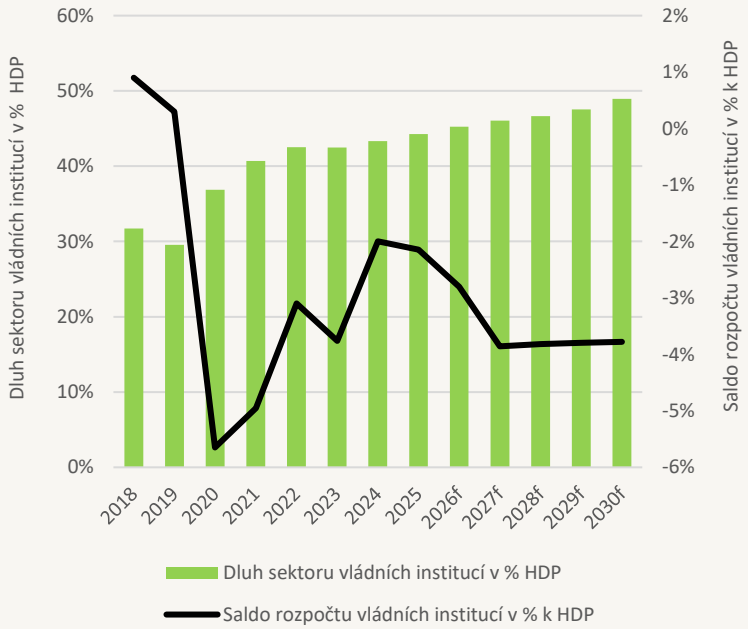
Zdroj: Macrobond, ČSÚ, RB

Vše je připravené k otevření fiskálních stavidel



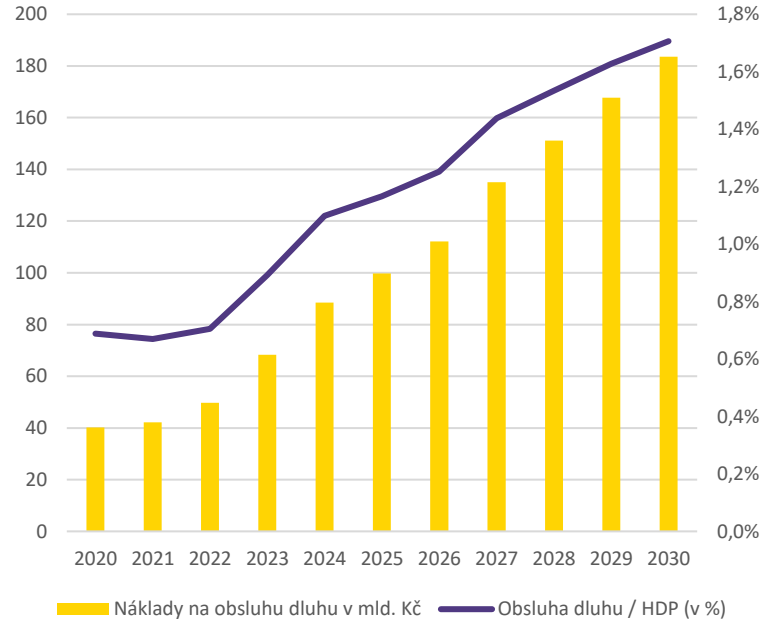
Podíl příjmů na HDP poklesne pod 40 %

- V roce 2027 vláda počítá s nárůstem schodku z 310 mld. Kč na 386 mld. Kč (bez výjimek 416 mld, tj. nad 4 % HDP).
- Kapitálové výdaje (289,6 mld. Kč) tvoří zhruba 10 % výdajů státního rozpočtu a cca 3,2 % HDP. Podobná úroveň jako v předchozích letech, problém tkví v mandatorních výdajích.
- Příjmy do SR jsou nedostatečně nízké a výdaje vysoké.



Saldo veřejných financí zamíří k -4 %

- Pro letošní rok očekáváme, že dluh sektoru vládních institucí dosáhne 45,2 %, saldo rozpočtu vládních institucí -2,8 %.
- Pro příští rok předpokládáme nárůst dluhu na 46,0 %, saldo se prohloubí na -3,9 %.
- Nepodaří se tak dodržet slib vlády udržet deficit pod 3 % HDP (Maastrichtské kritérium).
- Konsolidační kroky zatím v nedohlednu.

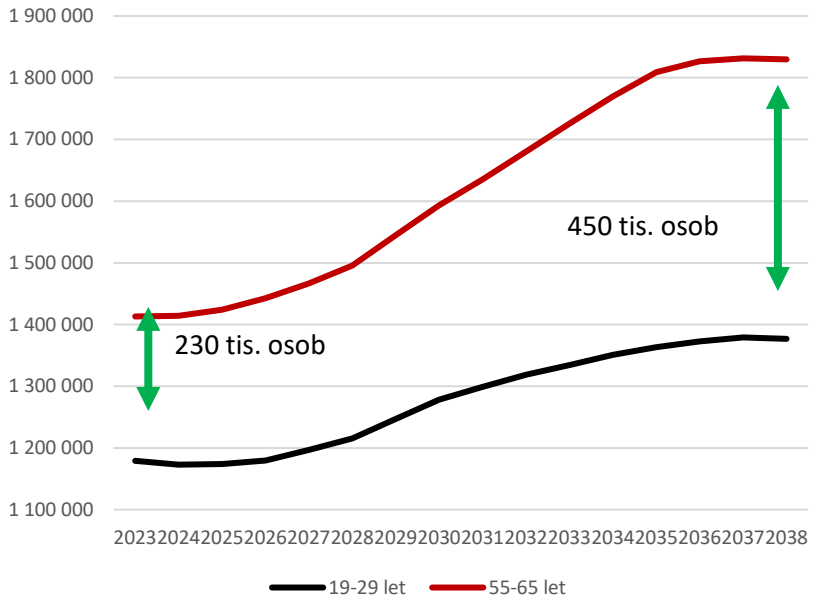


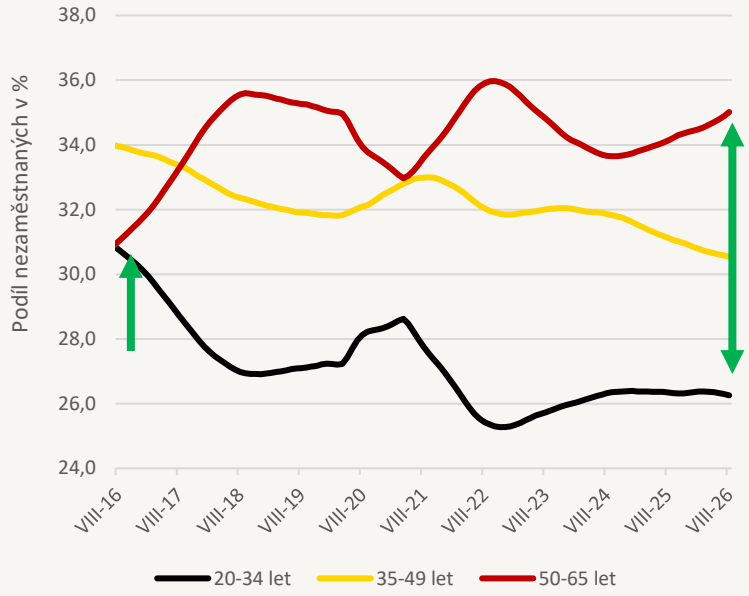
Obsluha státního dluhu skokově roste

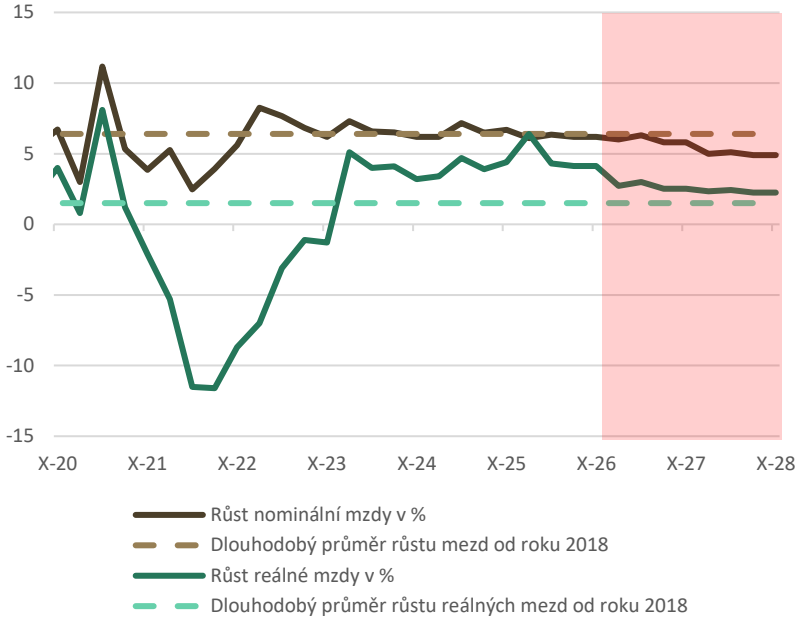
- Náklady na obsluhu státního dluhu v dalších letech skokově vzrostou, bez konsolidace s předpokládanou trajektorií zadlužování přesáhnou v roce 2030 více než 180 mld. Kč.
- Vyšší investiční výdaje samy o sobě stav veřejných financí nezlepší.
- Riziko zhoršení výhledu a potenciálně i samotného ratingu.

Zdroj: Macrobond, ČSÚ, Eurostat, RB

Nezaměstnanost ovlivní AI, vyšší minimální mzda tlačí na růst mezd







Demografická změna bude rychlá

- Projekce ukazuje, že se během 15 let nůžky mezi věkovými kohortami rozevřou o 450 tis. osob.
- Pracovních sil bude méně, firmy budou nuceny více digitalizovat, automatizovat a pracovat efektivněji.
- Demografický vývoj donutí firmy ve větší míře spolupracovat i se staršími ročníky.

K mladým je trh práce laskavější

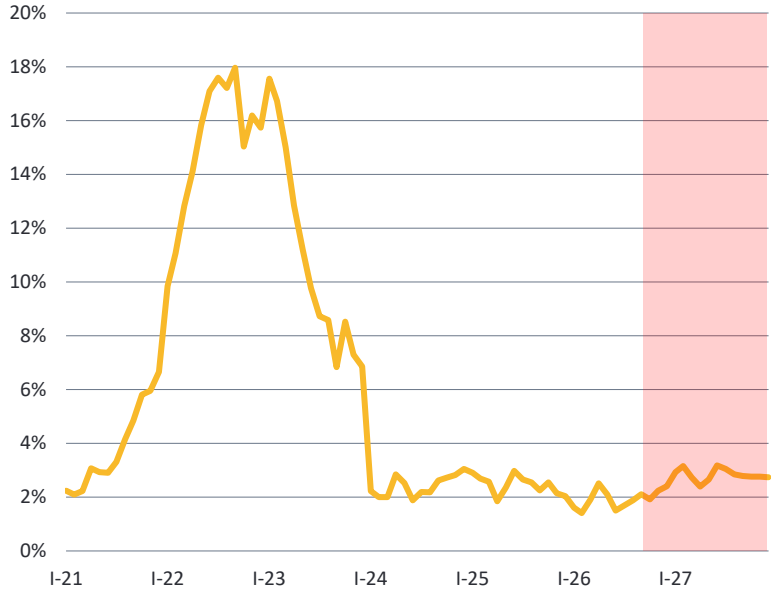
- Tři věkové kohorty v horizontu 10 let ukazují nárůst podílu nezaměstnaných 50-65 let.
- Mladí mají málo zkušeností, čelí konkurenci AI, a lidé nad 50 let, kteří potřebují rekvalifikaci kvůli digitalizaci, ale firmy spíše preferují mladší pracovníky.
- Letos očekáváme průměrný podíl nezaměstnaných osob 5,0 %, příští rok 4,8 %.

Růst mezd v průměru okolo 6 %

- Dlouhodobý průměrný růst nominálních mezd od roku 2018 je 6,4 %, letos odhad 6,0 %
- Minimální mzda vzroste o 2 500 Kč na 24 900 Kč.
- Neinflační růst mezd mezi 4–5 %.
- Reálná mzda ve 2Q‘26 vzrostla o 4,3 % (dlouhodobý průměr 1,5 %).
- Růst mezd pohání strukturální nesoulad na trhu práce – vyšší mzdy pro udržení zaměstnanců .

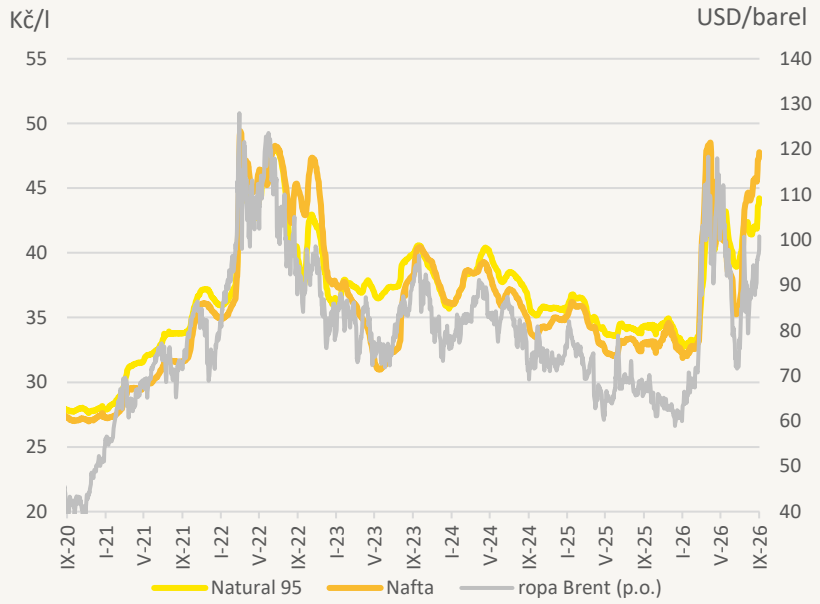
Zdroj: Macrobond, MPSV, RB

Inflace pod 2 % bude za chvíli minulostí



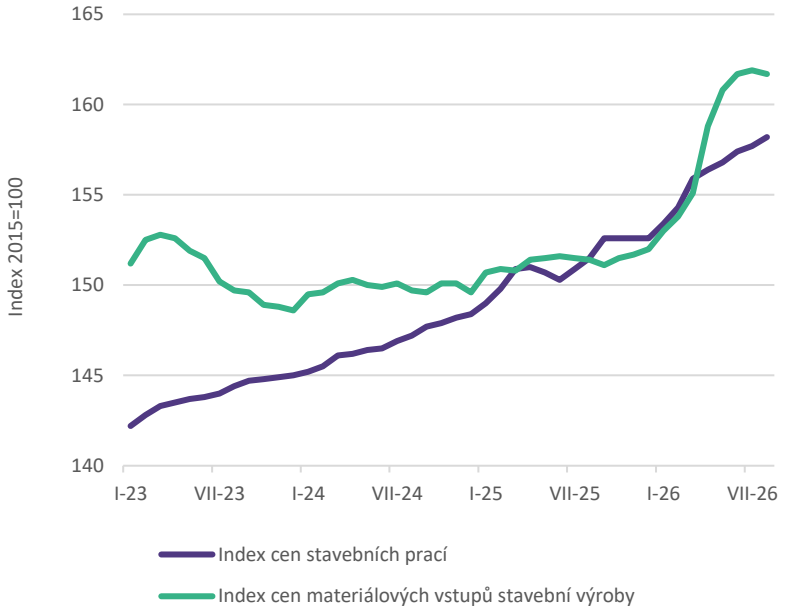
Inflace na začátku příštího roku vystrčí růžky

- Inflace se držela v posledních měsících pod 2 %, ale v příštích měsících bude postupně růst.
- Inflační vrchol nadále očekáváme v 1Q'27, a to mezi 3-4 %.
- Průměrná inflace by se tak podle nás mohla zvýšit z letošních 2 % (předchozí odhad 2,2 %) až na 3,2 % (předchozí odhad 3 %) v příštím roce.



Drahá ropa bolí nás všechny

- Důvodem je zejména pokračující konflikt na Blízkém východě a z toho pramenící růst cen pohonných hmot.
- Navíc zůstávají zvýšené i další ceny energií (zemní plyn, elektřina).
- Každým dnem se zvyšuje pravděpodobnost sekundárních dopadů do cen zboží i služeb.
- Jádrová inflace přitom už nyní činí 3 %. Celkovou inflaci nebudou brzdit ani potraviny.

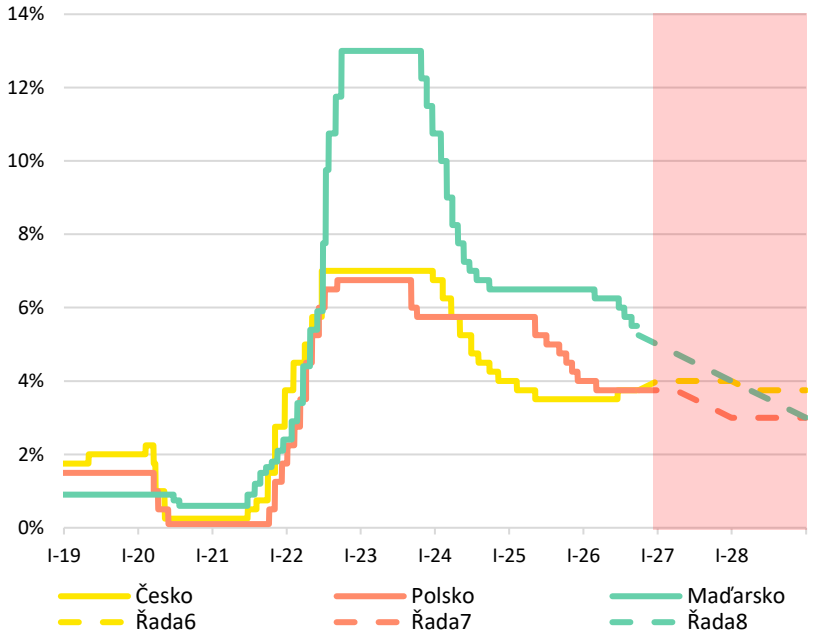


Ceny stavebních prací a materiálů zdražují

- Konflikt na Blízkém východě se promítá také na rychle rostoucích nákladech na stavební materiály, které jsou meziročně vyšší o 6,5 %.
- Jedná se o asfalt, plasty, polystyren či kamenivo.
- Zároveň nadále rostou ceny stavebních prací (+4,5 % r/r), když pracovníků je nedostatek.
- Tlak na růst cen nemovitostí bude pokračovat.

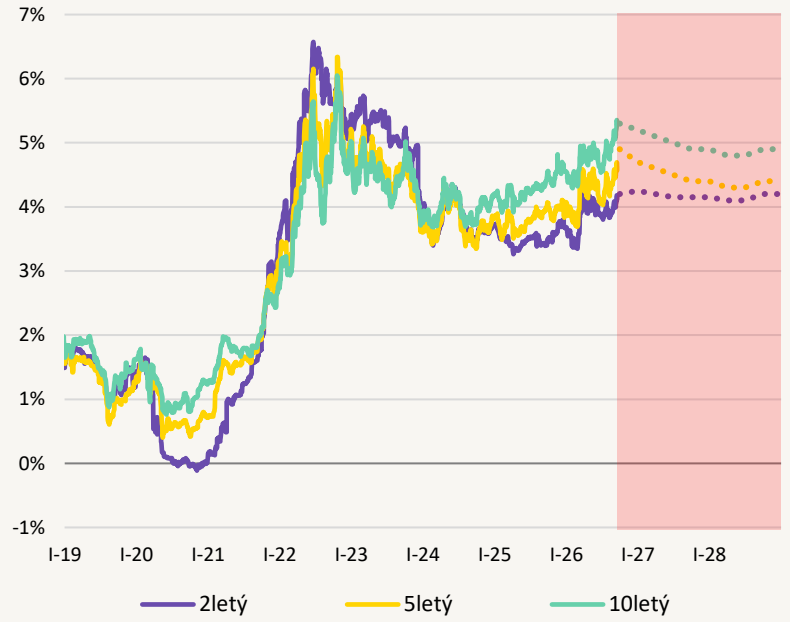
Zdroj: Macrobond, ČSÚ, RB

Ve střednědobém výhledu české sazby nejvyšší v regionu?



Sazby budou muset jít chtě nechtě výše

- Měnové podmínky se autonomně zpřísnily díky nárůstu tržních sazeb s delší splatností.
- Nicméně mnoho proinflačních rizik a očekáváné zpřísnění měnové politiky v zahraničí nejspíše i ČNB donutí do konce roku alespoň jednou zvýšit úrokové sazby.
- V příštím roce předpokládáme stabilitu sazeb.
- Polsko a Maďarsko budou v r. 2027 snižovat sazby.



Globál a fiskální rizika tlačí výnosy výše

- Prodlužování konfliktu na Blízkém východě, očekávané vyšší sazby Fedu a nepříznivý výhled fiskálních politik vyspělých zemí tlačí celosvětově výnosy vzhůru.
- S tímto vývojem se svezla česká výnosová křivka. K tomu přidejme rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel a výnosy šly výše.
- Výnos 10Y dluhopisu v delším období okolo 5 %, ale rizika jsou vychýlena ještě k vyšším úrovním.



eop	Q4'26	Q1'27	Q2'27	Q3'27	Q4'27
EUR/CZK	24,30	24,30	24,30	24,20	24,10
USD/CZK	21,13	20,59	20,25	20,17	20,08
EUR/USD	1,15	1,18	1,20	1,20	1,20

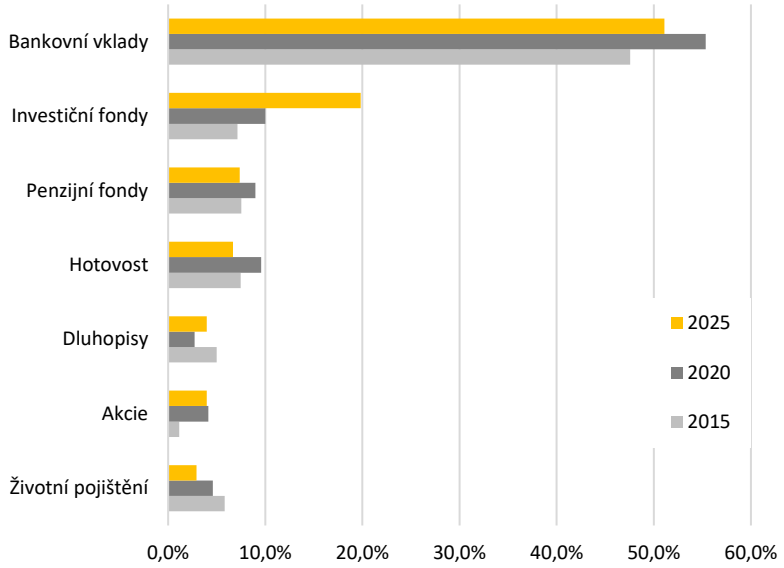
Pokořit hranici 24 EUR/CZK může být oříšek

- Pozitivní úrokový diferenciál stále ještě hraje ve prospěch koruny.
- Na druhé straně rostoucí averze na trzích a posilování dolaru naší měně nesvědčí.
- Finanční trh navíc sází na výrazněji vyšší sazby v ČR, které ČNB spíše nedoručí.
- Rozšíření zisků koruny bude nyní obtížné.

Zdroj: Macrobond, ČSÚ, RB, RBI

Raiffeisen Bank

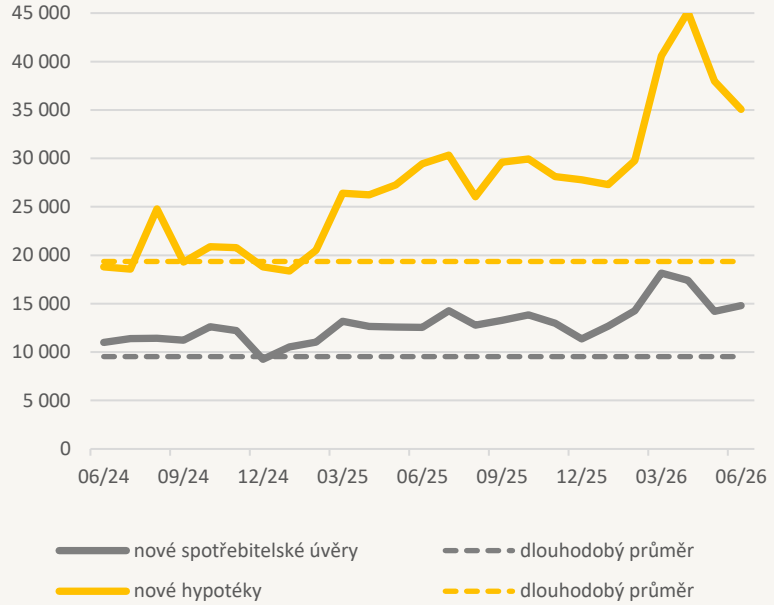
Finanční aktiva domácností (v % HDP)



Vklady dlouhodobě dominují

- Růst vkladů zpomaluje, zatímco investice do investičních fondů či dluhopisů rostou dvouciferným tempem.
- Letošní emise státních dluhopisů zpomalí celoroční růst vkladů domácností na 3 %.

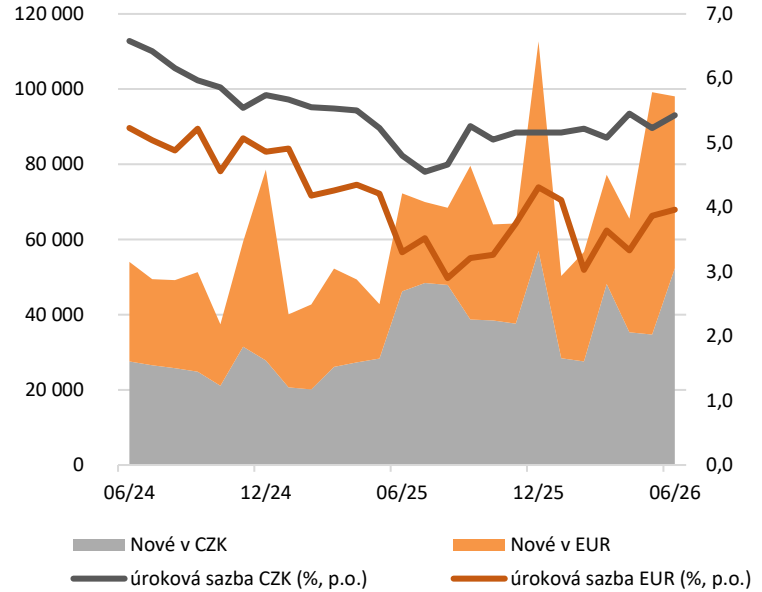
Nové úvěry obyvatelstvu (mil. Kč)



Retailové úvěry vysoce nadprůměrné

- Růst hypoték zpomaluje, přesto dosahují rekordních objemů (+45,6 % r/r).
- Meziroční nárůst průměrné výše hypotéky +658 tis. Kč na 4,725 mil Kč.
- Spotřebitelské úvěry míří k dalšímu rekordnímu roku (+26,2 % r/r).

Nové firemní úvěry (mil. Kč)



Firemní úvěry v EUR nabraly dech

- Celkové nově poskytnuté firemní úvěry o více než 49 % vyšší než vloni.
- Podíl úvěrů v EUR zpět na 50 % nové produkce.
- Úrokový diferenciál stále hraje ve prospěch úvěrů v EUR.

Zdroj: ČNB

Raiffeisen Bank

MAKROPROGNÓZA 3Q 2026

BRENT

2026	2027
88	72

v dolarech/barel

HDP

2026	2027
1,8 %	2,2 %

stálé ceny, r/r %

INFLACE

2026	2027
2,0 %	3,2 %

r/r %, průměr

2T REPO SAZBA

2026	2027
4,0 %	4,0 %

konec období

EUR/CZK

2026	2027
24,3	24,1

konec období

MZDY

2026	2027
6,0 %	6,0 %

růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)

ZADLUŽENÍ

2026	2027
45,2 %	46,0 %

dluh sektoru vládních institucí, % HDP

SALDO

2026	2027
-2,8 %	-3,9 %

saldo vládních financí, % HDP

PRŮMYSL

2026	2027
1,9 %	2,2 %

r/r %

3M PRIBOR

2026	2027
4,10 %	4,05 %

konec období

NEZAMĚSTNANOST

podíl nezaměstnaných osob v %, průměr

2026: 5,0 % **2027**: 4,8 %

CENY NEMOVITOSTÍ

růst cen nemovitostí r/r %, průměr

2026: 8,0 % **2027**: 5,5 %

PPI

r/r %, průměr

2026: 1,3 %
2027: 3,2 %

Zdroj: Raiffeisenbank, Economic Research

Publikace Raiffeisenbank Economic Research v češtině i angličtině

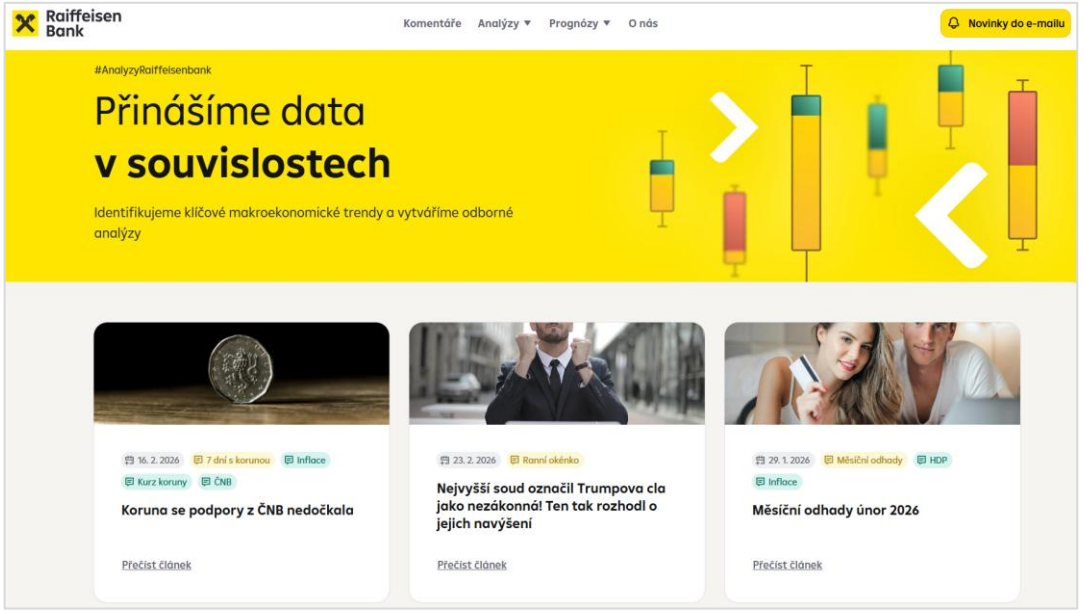
Ekonomické analýzy Česko



Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.

Email: helena.horska@rb.cz

analyzy.rb.cz



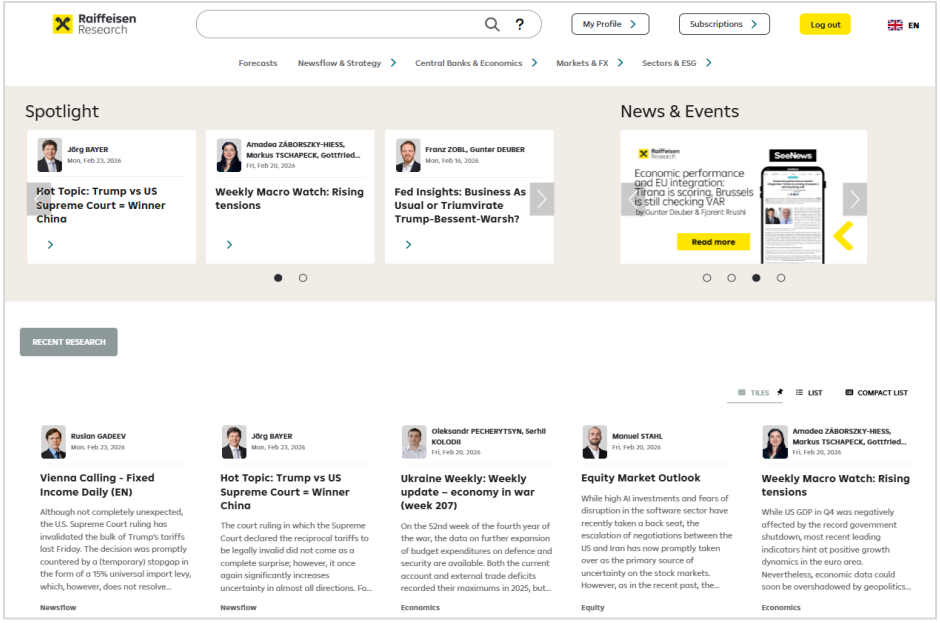
Raiffeisen Research RBI AG



Gunter Deuber, hlavní ekonom Raiffeisen Research

Eurozóna, světové trhy, střední a východní Evropa
Analýzy a predikce pro ekonomiku, měny, trhy, alokaci aktiv

raiffeisenresearch.com



Raiffeisen Bank

Děkujeme
za pozornost.

Disclaimer

Všechny názory, prognózy a informace, včetně investičních doporučení a obchodní idejí, a jakékoliv ostatní údaje obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní, nezávazné a představují názor Raiffeisenbank a.s. („RB“). Tento dokument nepředstavuje nabídku nákupu nebo prodeje jakéhokoli finančního aktiva nebo jiného finančního instrumentu. Dokument je určen výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírován a rozšiřován třetím osobám. RB doporučuje před učiněním jakéhokoli investičního rozhodnutí získání podrobných informací o zamýšlené investici nebo obchodu. RB vypracovala tento dokument s nejvyšší odbornou péčí a v dobré víře, avšak neručí za správnost jeho obsahu ani za jeho úplnost nebo přesnost. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažován 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 nenese žádnou odpovědnost za jakékoliv škody nebo ušlý zisk způsobené jakýmkoliv třetím osobám použitím informací a údajů obsažených v tomto dokumentu. Investiční doporučení vytvářená týmem Ekonomický výzkum a jeho pracovníky, jakož i modelová portfolia, obchodní ideje, názory a prognózy jsou pouze obecné a určené pro veřejnost a nikoli individualizované ani určené pro konkrétní osoby v konkrétní finanční situaci a nejsou tedy službou investičního poradenství ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. Tento dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království a neměl by jim být rozšiřován. Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Úplnou informaci dle vyhlášky č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, naleznete na webové stránce Raiffeisenbank a.s. v sekci Analýzy – Disclaimer, viz https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf .

Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1.

Datum: 15.3.2026

Naše názory a analýzy naleznete na adrese RBroker: https://investice.rb.cz/