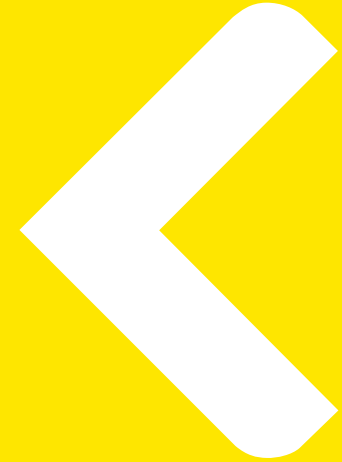




Ekonomika v době turbulencí: další energetický šok

Economic Research, Raiffeisenbank

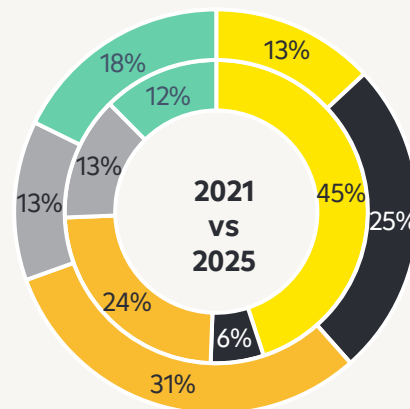
Konec konfliktu? Nová úroveň cen energií a stagflace v eurozóně?

	2025	2026f	2027f
Eurozóna	1,4	0,5 →	1,2 →
Německo*	0,2	0,6 →	1,1 ↓
Česko	2,6	1,6 →	2,2 ↑
Slovensko	0,8	0,5 →	0,9 →
Polsko	3,6	3,5 ↓	3,0 →
Maďarsko	0,5	1,3 →	3,0 →
USA*	2,1	2,1 ↓	2,0 →

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

Výhled pro světovou ekonomiku se zhoršil

- Evropské ekonomiky zasaženy energetickým šokem více než hospodářství USA.
- Stagflační rizika se začínají v eurozóně materializovat.
- Americkou ekonomiku táhnou investice, zejména do AI.



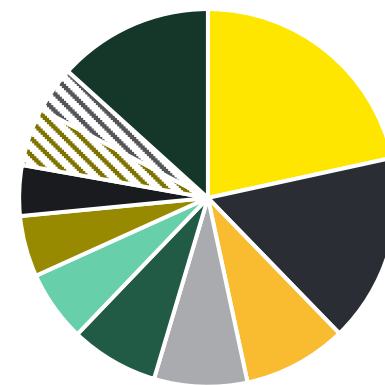
■ Russia ■ US ■ Norway ■ North Africa ■ Others

Brent (USD/b)	Q2'26	Q3'26	Q4'26	Q1'27	Q2'27
Před válkou	60	55	55	55	60
Aktuálně	95	91	85	80	75

Riziková přírážka na cenách ropy přetrvá

- Hormuzský průliv se měl postupně začít otevírat, ale obnovení dopravy může trvat i několik týdnů až měsíců.
- Riziková přírážka zůstane, do konce roku by se cena ropy mohla pohybovat okolo 80 USD.
- Poptávka bude růst s potřebou doplnění vyprázdněných zásobníků.

■ China
 ■ India
 ■ Taiwan
 ■ Pakistan
 ■ South Korea
 ■ Kuwait
 ■ Bangladesh
 ■ Japan
 ■ Italy
 ■ Other Europe
 ■ Other

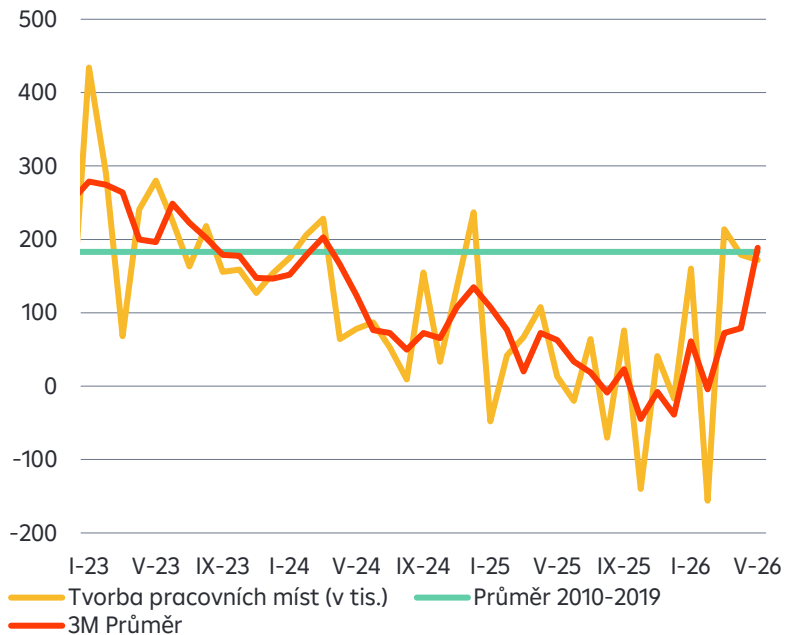


Gas (EUR/MWh)	Q2'26	Q3'26	Q4'26	Q1'27	Q2'27
Před válkou	30	30	35	30	28
Aktuálně	50	55	51	51	45

Zemní plyn z Hormuzu chybí hlavně Asii

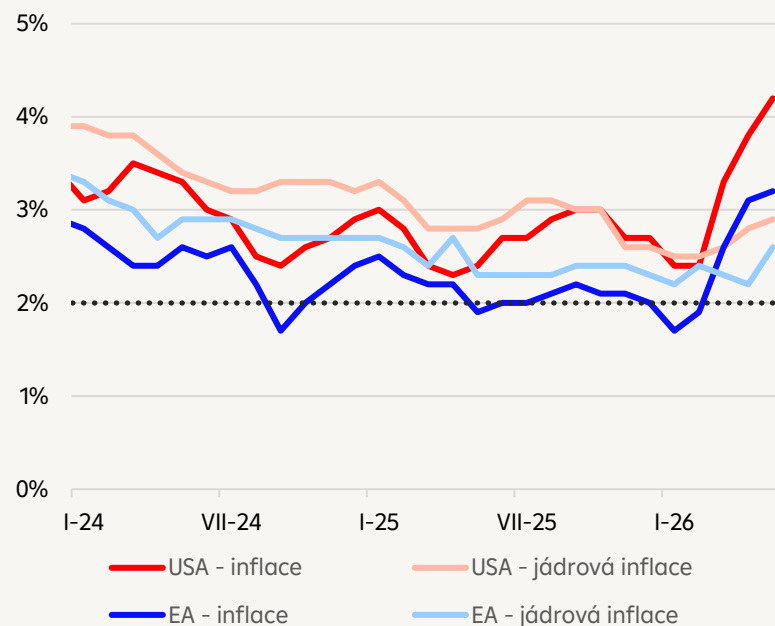
- Evropa méně zranitelná na výpadky z Hormuzu, ale ceny vzrostly globálně.
- Otázkou je, zda Írán nebude vybírat poplatky za plavbu Hormuzským průlivem.
- Evropa dostává další důkaz, že je třeba maximálně diverzifikovat a také budovat nové a rozšiřovat stávající kapacity.

Další energetický šok už centrální bankéři nechtějí vysedět



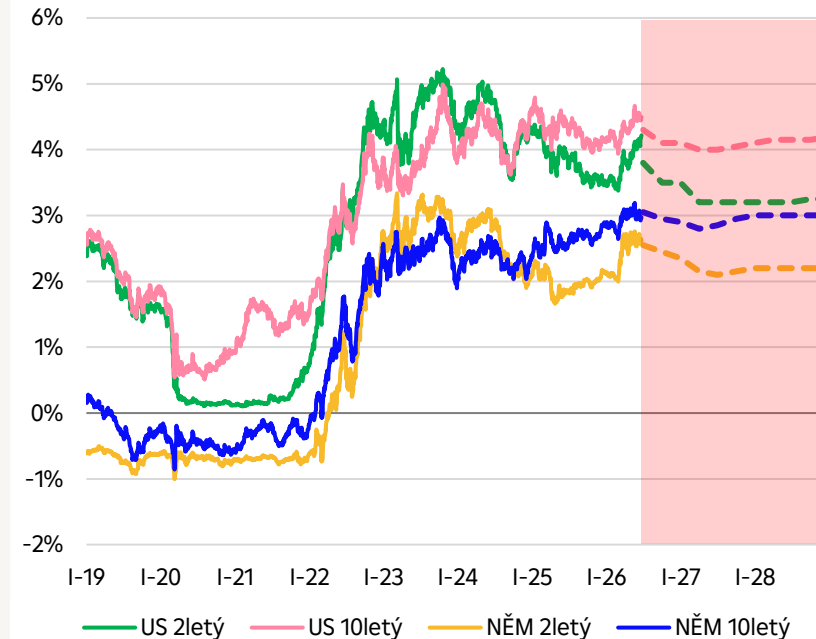
Stabilizace amerického trhu práce

- Oslabování amerického trhu práce vedlo Fed ke trojímu snížení sazeb ve 4Q'25.
- Postupně ale dochází k jeho stabilizaci. V posledních třech měsících bylo vytvořeno pokaždé více než 170 tis. nových míst.
- Míra nezaměstnanosti je z historického pohledu velmi nízká (aktuálně 4,3 %).



Inflace zlobí na obou stranách Atlantiku

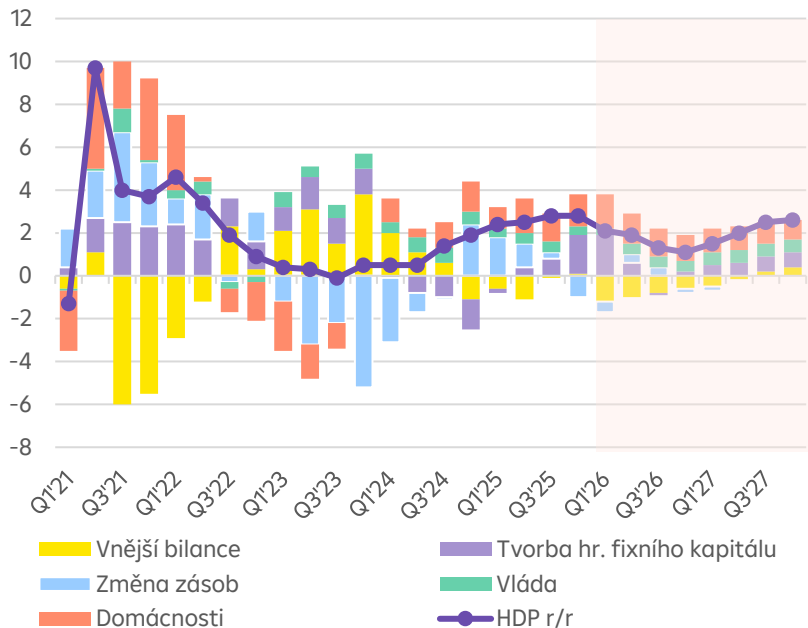
- Horší startovací pozice USA – inflace již překonala 4 %.
- Lepší startovací pozice EA – inflace ještě v únoru byla pod 2 %, nyní nad 3 %.
- Vrchol inflace v EA je za námi (3,2 % v květnu), zatímco v USA nelze vyloučit další nárůst.
- Není to jen o energiích, jádrová inflace také na vzestupu.



Fed i ECB se mají na pozoru

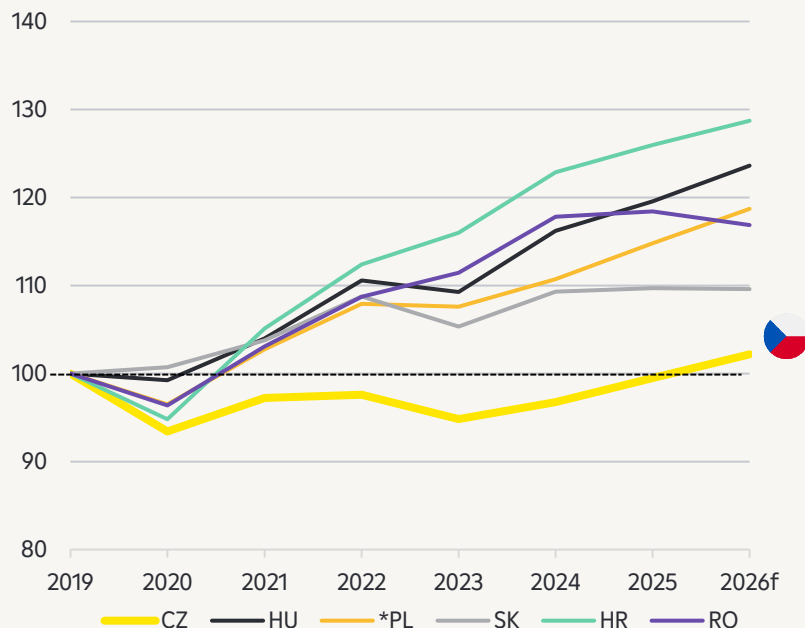
- ECB nechce opakovat chybu z roku 2022 a poprvé po 4 letech zvýšila úrokové sazby.
- Ani další Trumpův nominant do čela Fedu nebude moct doručit výraznější snížení sazeb.
- Krátký konec výnosové křivky zejména ovlivňován sázkami na další kroky CB.
- Dlouhý konec determinován fiskálními riziky.

Oživení zahraniční poptávky se odkládá, domácí však odolává



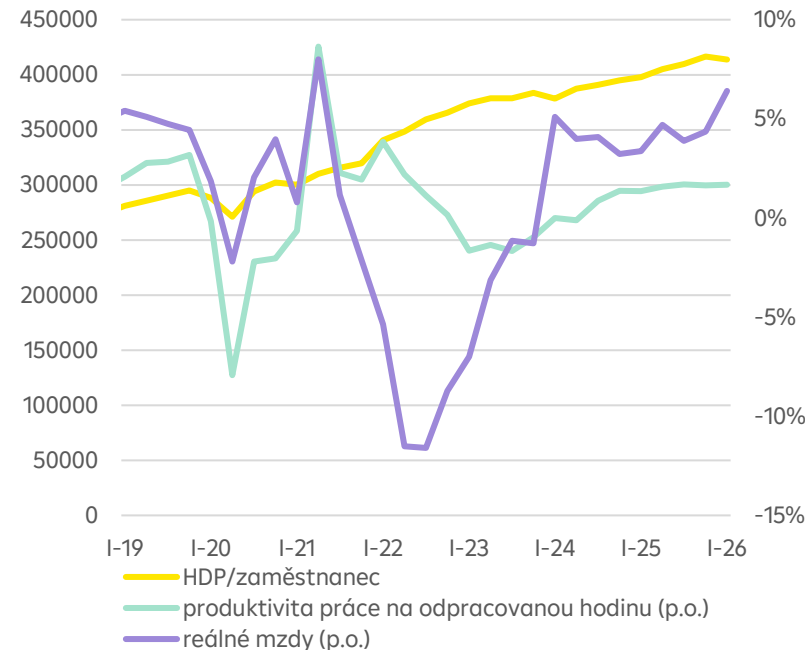
Struktura růstu je poměrně zdravá

- I přes slabou zahraniční poptávku (zejména Německo) se Česko postavilo na nohy.
- Letos očekáváme růst naší ekonomiky ve výši 1,6 %, což ale vzhledem k situaci ve světě není vůbec špatný výsledek.
- V příštím roce by růst mohl zrychlit na 2,2 % (původně 1,9 %).



Oživení spotřeby domácností mírně zpomalí

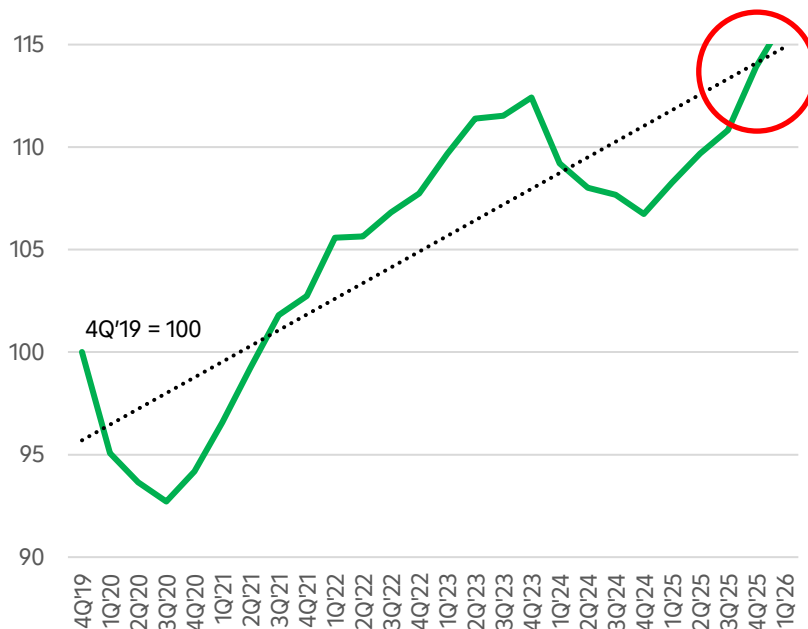
- Domácnosti se po inflačním šoku vzpamatovaly a od roku 2024 drží ekonomiku.
- Vyšší nákupní apetit spotřebitelů pramení zejména z pokračujícího růstu reálných mezd.
- Nezaměstnanost sice zůstává nízká, ale strach z dalšího ekonomického vývoje i finanční situace domácností však může zvýšit už tak vysoký sklon k úsporám.



Zas ta produktivita práce...

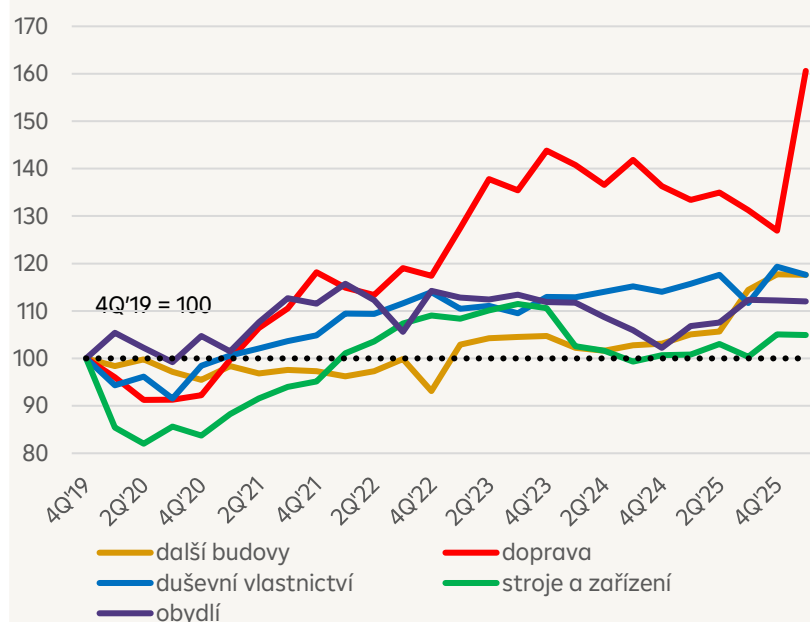
- Spotřeba domácností zůstává pilířem i díky růstu reálných mezd.
- Ten ale není dlouhodobě doprovázen odpovídajícím růstem produktivity práce.
- Růst HDP je dán tím, že nás pracuje déle, ale ne nutně efektivně.
- Náskok růstu mezd je proinflační riziko.

Geopolitická nejistota může investicím vystavit stopku



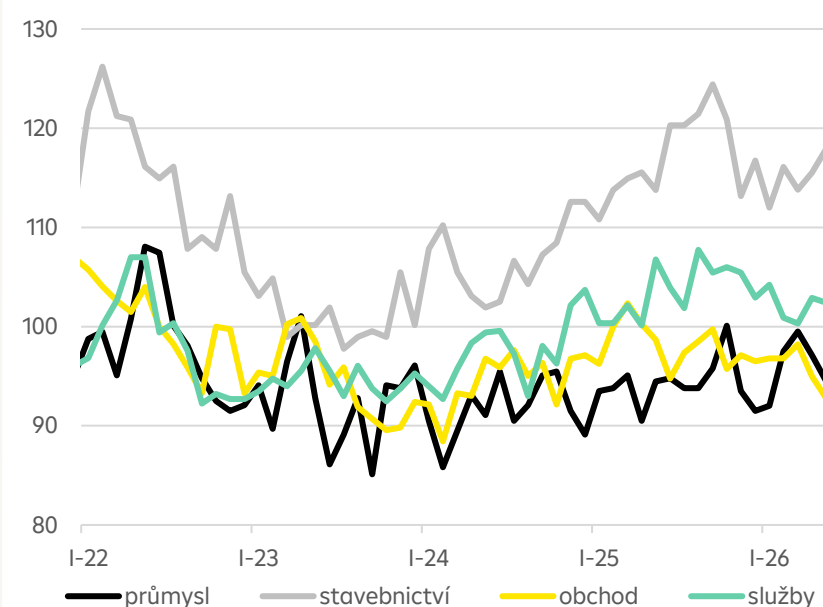
Vydrží investiční boom?

- V posledních dvou kvartálech investiční aktivita výrazně oživila.
- Aktuálně se investice pohybují na úrovni dlouhodobého trendu.
- Vysoká míra nejistoty a neustále se měnící obchodní podmínky však můžou některé firmy odradit od investic.



Doprava prioritou

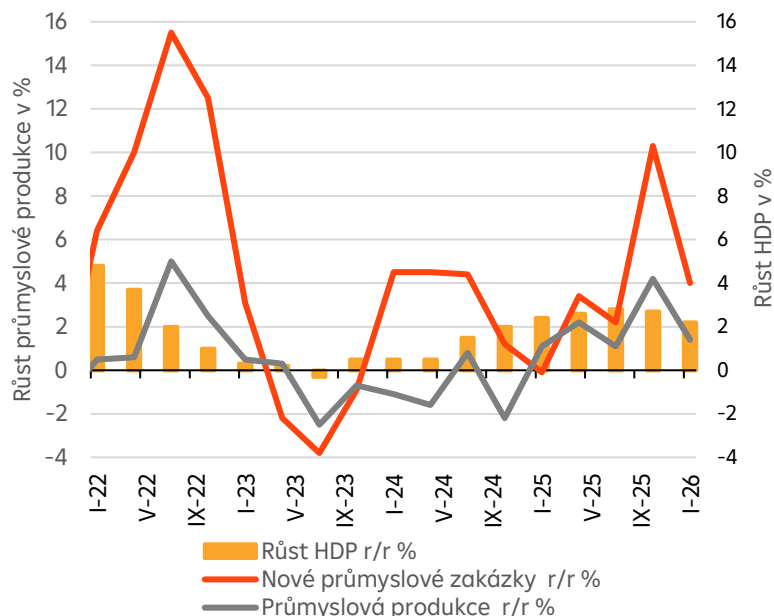
- Minulá vláda výrazně navýšila investice do dopravy a současná garnitura chce v této strategii pokračovat.
- Navzdory rozpočtovému provizoriu 1Q'26 investice do dopravy znatelně vzrostly (např. výstavba metra D) + PPP projekty.
- Výhledově ale nejproduktivnější investice do strojů a zařízení spíše stagnují.



Podnikatelská důvěra je křehká

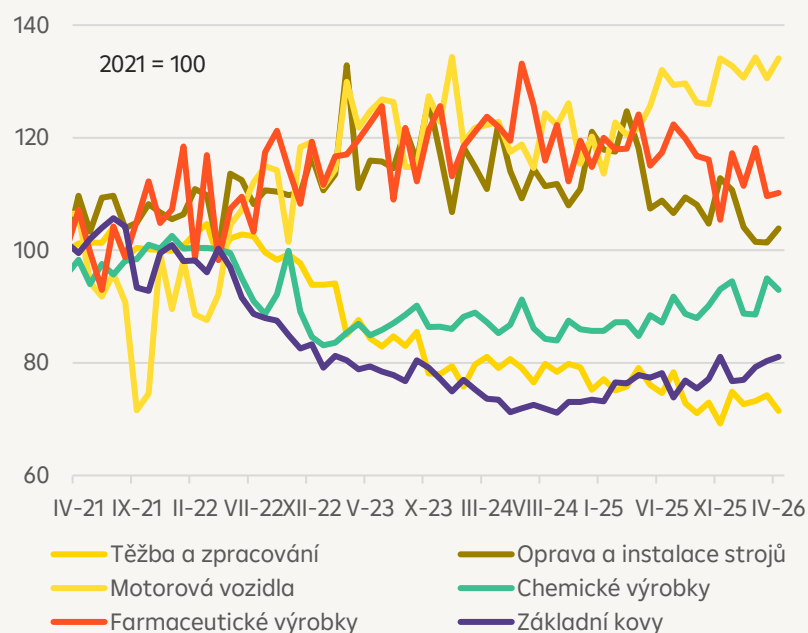
- Nejhorší, co může byznys potkat, je nejistota.
- V důsledku války na Blízkém východě roste riziko dostupnosti materiálů, surovin a případně za jakou cenu?
- Mění se výše amerických cel (Trumpova hrozba zvýšení cel na 25 % pro evropský automotive)

Průmysl si (zatím) vede velmi slušně



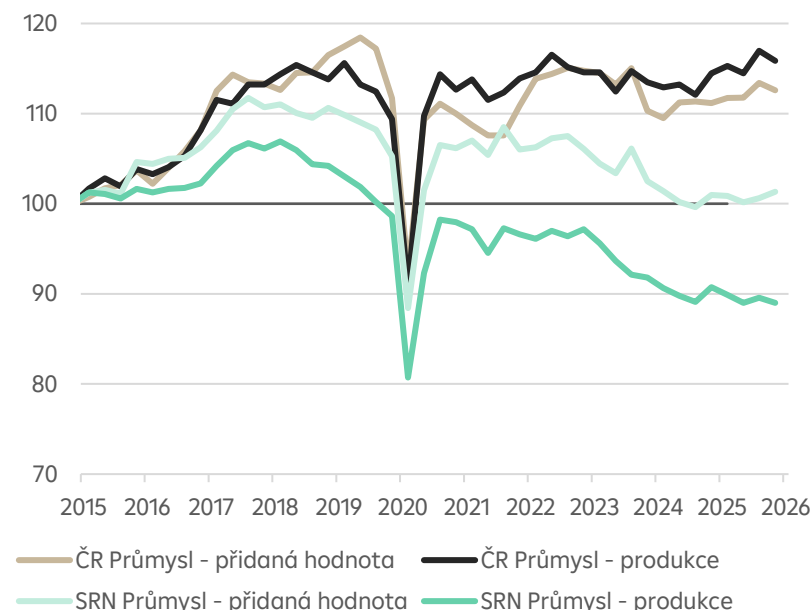
Nové zakázky podpořily průmysl

- Dosavadní výsledky za březen a duben jsou ovlivněny snahou firem se **předzásobit** z důvodu rostoucí nejistoty, která plyne z konfliktu na Blízkém východě.
- Tempo růstu nových průmyslových zakázek tak může mohou během roku výrazněji zpomalit a tím i celý průmysl.



Tahouni průmyslové výroby

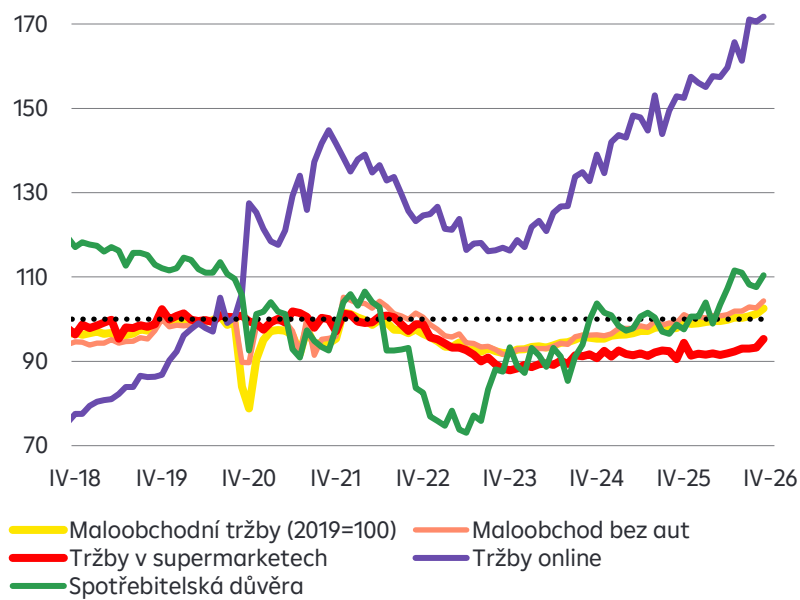
- Nejvyšším tahounem byla tradičně výroba motorových vozidel a také sektor počítačů a elektroniky, propad zaznamenaly těžba a dobývání a energeticky náročná odvětví.
- V letošním roce očekáváme, že **průmyslová produkce vzroste o 1,0 %, příští rok o 2,0 %**.



Přidaná hodnota českého průmyslu

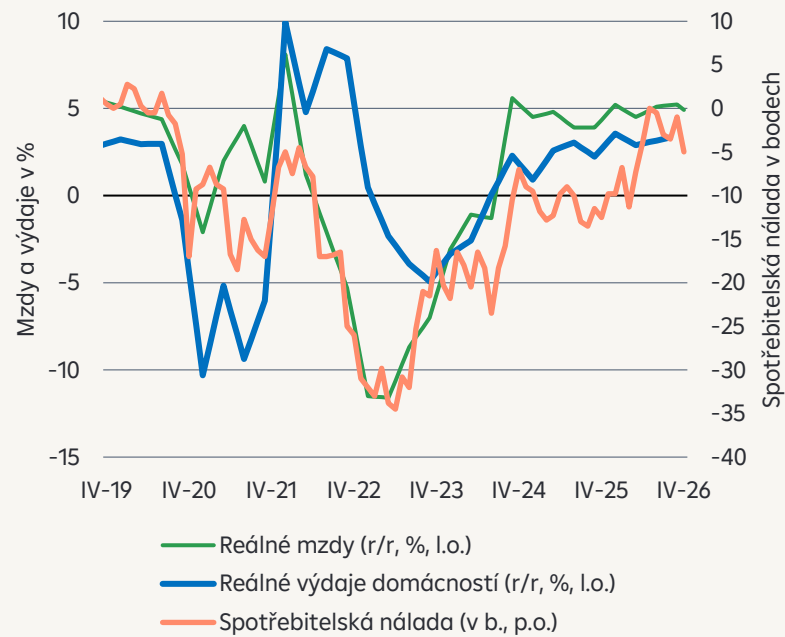
- Přidaná hodnota v ČR si drží vysokou úroveň (kolem indexu 110), přestože fyzický objem produkce od roku 2023 stagnuje.
- V Německu přidaná hodnota od roku 2021 setrvale padá pod úroveň roku 2015 a objem výroby je na 90 % roku 2015.

Maloobchodu se daří, zahraniční obchod na vlně nejistoty



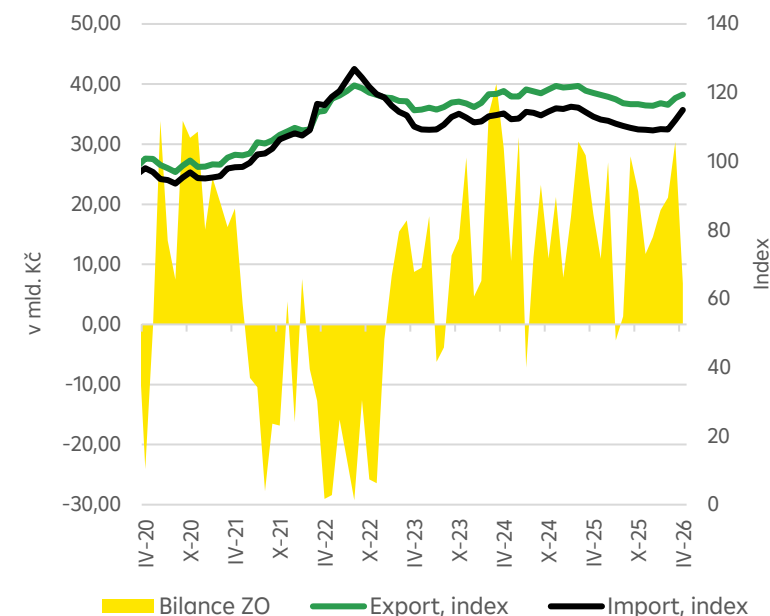
Růst maloobchodu zatím nepolevuje

- Maloobchodní tržby letos porostou o 3,5 % z důvodu pokračujícího silného růstu reálných mezd (podobně jako loni).
- Tržby táhne e-commerce, která roste od července 2023 a roste rychleji než před pandemií. Mezi další pilíře patří prodej kosmetiky a farmaceutického zboží.



Důvěra spotřebitelů je nad průměrem

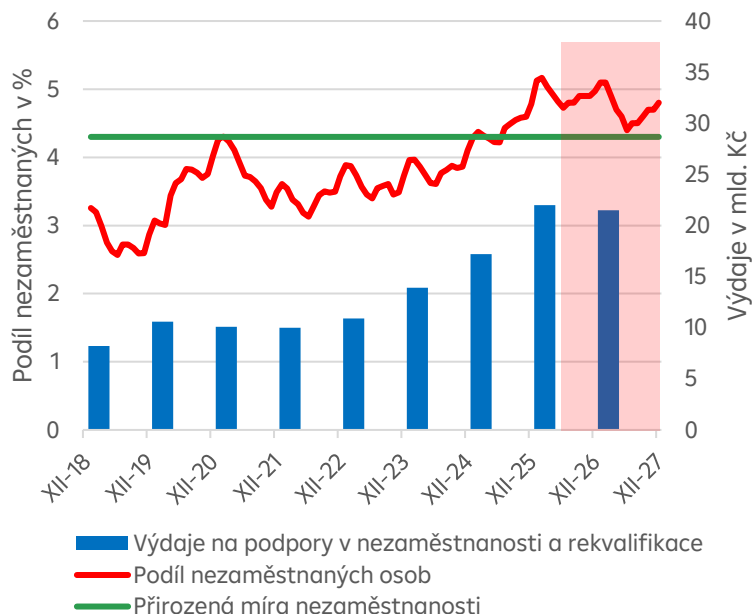
- Ochotu utrácet může utlumit nejistota spojená s drahými komoditami (pokles spotřebitelské důvěry).
- Spotřebitelská nálada kopíruje vývoj reálných mezd (dlouhodobý průměr 6,4 %), nyní nad dlouhodobým průměrem, pod maximy z let 2019 a 2021.



Přebytek obchodní bilance klesne

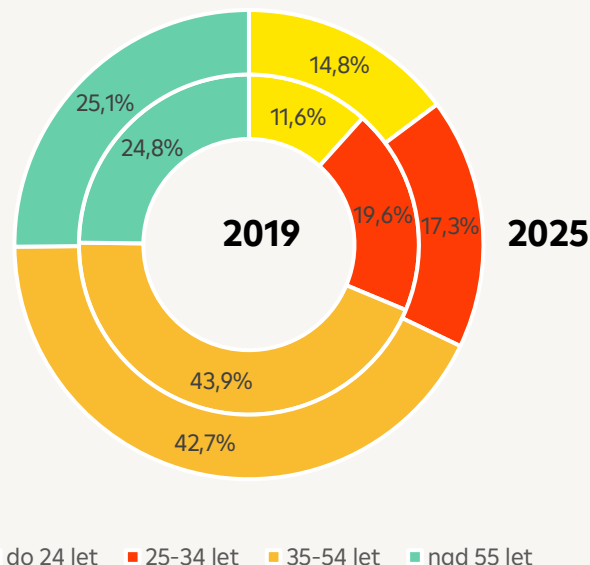
- 2026: Dovoz (+4,8 %), vývoz (+3,4 %)
- 1Q: Nejrychleji rostl vývoz do Korejské republiky (+93 %), na Tchaj-wan (+72,7 %).
- Export kladně ovlivnil vyšší přebytek obchodu se stroji, dovoz se zvýšil nárůstem deficitu u koksů a ropných produktů z důvodu iránského konfliktu.

Trh práce se mění, rychlý růst mezd ale nekončí



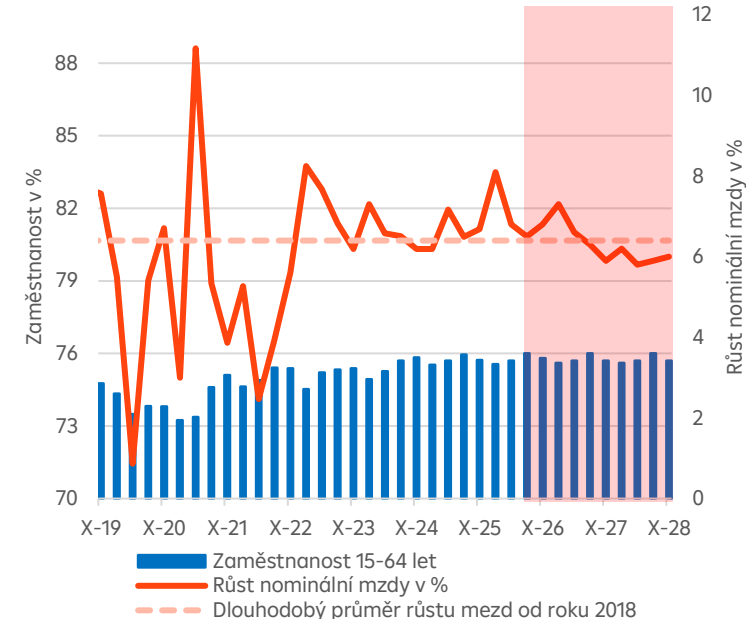
Vyšší podíl nezaměstnaných něco stojí

- 2026: Nezaměstnanost dosáhne 4,9 %, (4,4% 2025; 2027: 4,7 %). Přezaměstnanost na ústupu.
- Výdaje na podpory a rekvalifikace v roce 2025 vzrostly na 17,2 mld. Kč. Letos očekáváme nárůst na cca 22 mld. Kč, za rok na 21,5 mld. Kč. Zaměstnanost je na maximu.



Struktura trhu práce se mění

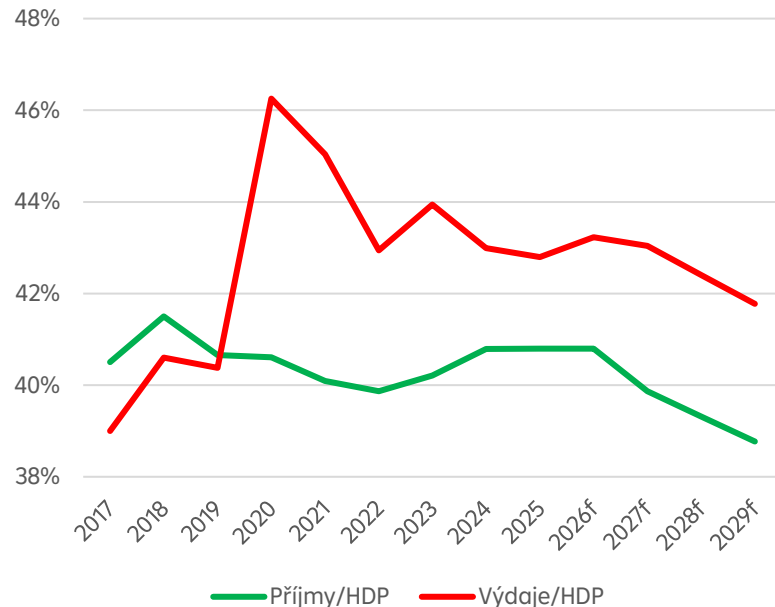
- Podíl mladých nezaměstnaných je pod 15 %, podíl nezaměstnaných osob nad 55 let překonal loni 25 %.
- Dochází ke strukturálním změnám, kde se projevuje nedostatek pracovních sil ve stavebnictví a pokračuje přesun zaměstnanců do sektoru služeb.



Růst mezd nepoleví

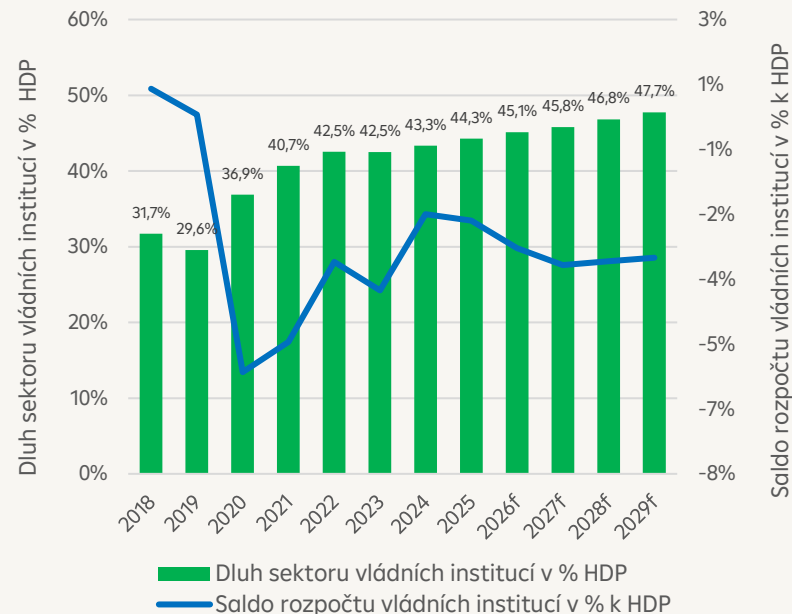
- Nominální mzdy letos vzrostou o 7,0 %, (2025: 6,6 %), v roce 2027 o 6,2 % (mírně pomaleji než dlouhodobý průměr).
- Růst platů ve státní správě a automatická valorizace minimální mzdy (letos o 7,7 %).
- Max. růst mezd za 1Q v oblasti nemovitostí (+22,1 %), administrativních činnostech (+18,8 %), ve stavebnictví (+12,6 %).

Konsolidace veřejných financí skončila



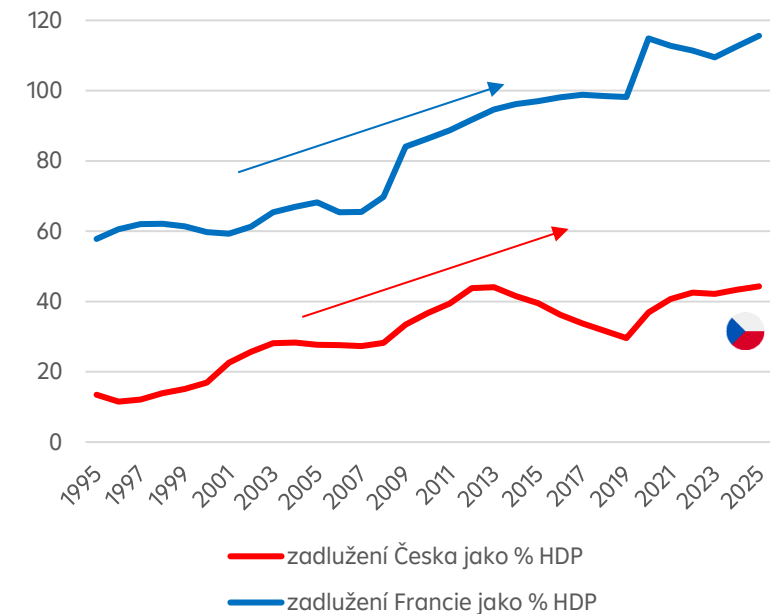
Mimořádné výdaje rozpočtu neprospějí

- Letos rozpočet negativně ovlivní snížení minimálních odvodů OSVČ z 40 % na 35 %, zvýšení platů ve státní sféře, snížení spotřební daně na naftu, odpuštění POZE.
- Zvýšení fiskálního závazku u čistých výdajů letos o 6,4 %, v příštím roce o 6,0 %.



Na konsolidaci zapomeňme

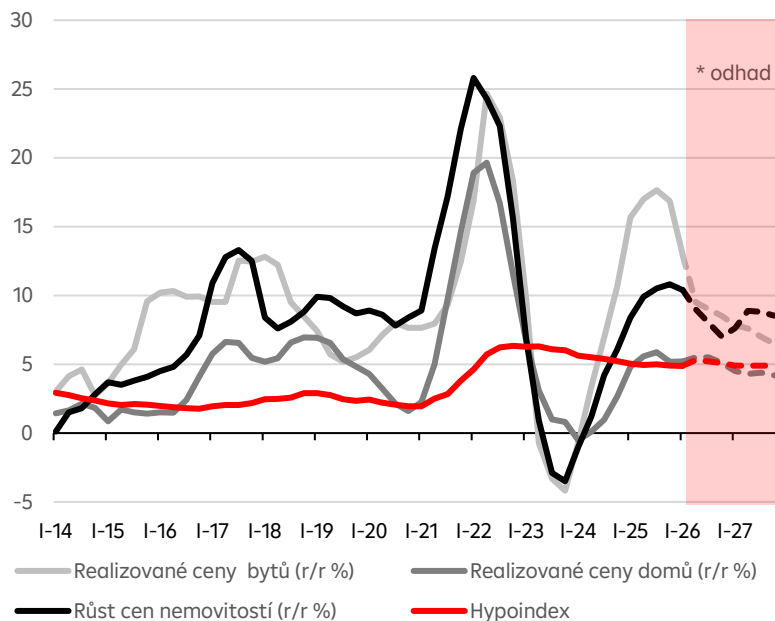
- Letos očekáváme, že dluh sektoru vládních institucí dosáhne 45,1 %, saldo vládních financí dosáhne -2,8 %.
- Příští rok počítáme s výraznějším růstem HDP, přesto dluh sektoru vládních institucí dosáhne 45,8 %, saldo vládních financí -3,2 %.



Kam vystoupá dluh Česka za 30 let?

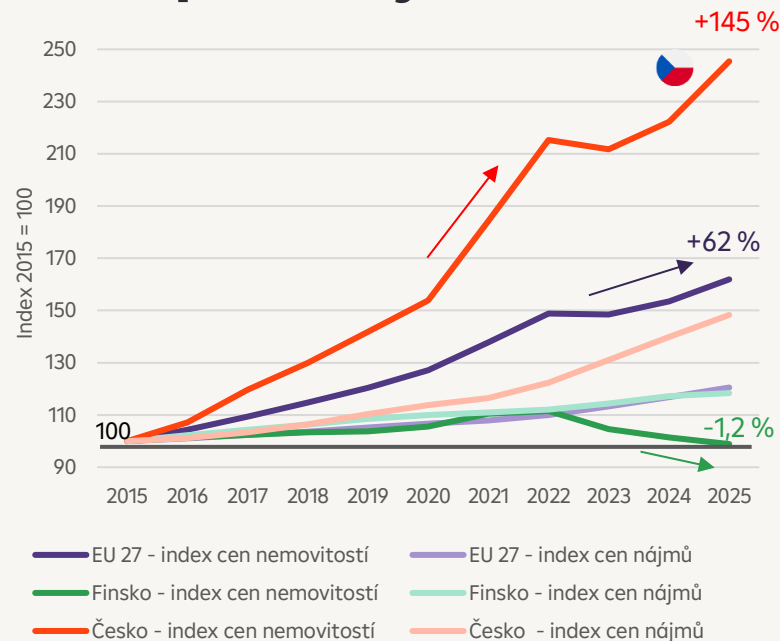
- Podobná trajektorie zadlužení jako kdysi u Francie.
- Bez dostatečné konsolidace veřejných financí může Česko potkat podobný scénář.
- Zadlužení Francie vyrostlo za 30 let z 57,8 % HDP na aktuálních 115,6 % HDP.

Růst cen nemovitostí zatím nepolevuje



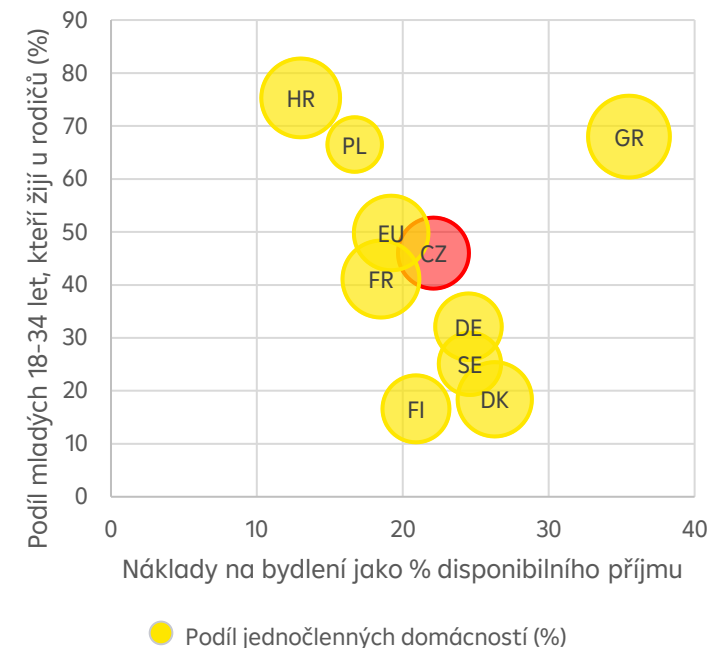
Růst cen nemovitostí bude pokračovat

- Letos očekáváme pouze mírné zpomalení růstové dynamiky cen nemovitostí na 8,6 % r/r, v roce 2027 růstová dynamika zvolní na 6,4 %.
- Hypoindex se zvýšil k 5 %, na růst cen nemovitostí to však nemá velký vliv.



Index cen nemovitostí a nájmu

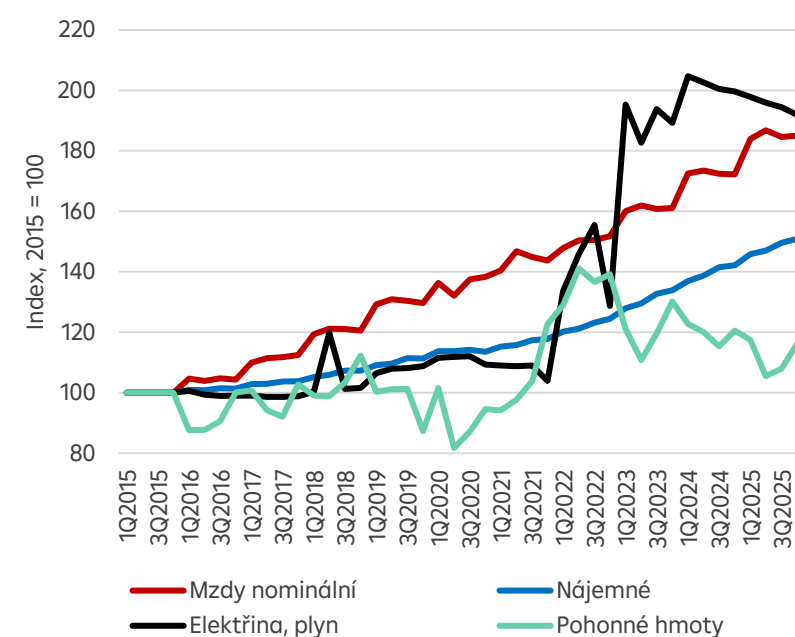
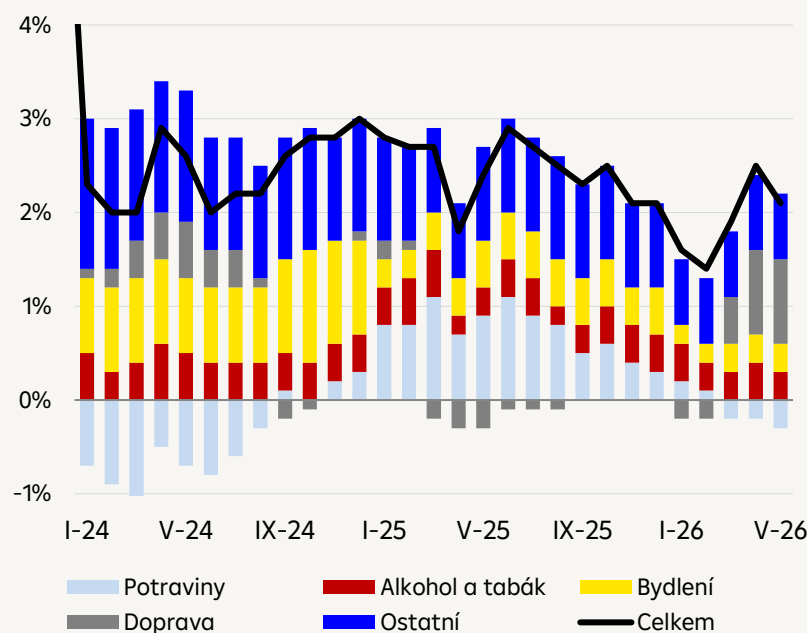
- Mezi lety 2015-2025 vzrostly ceny nemovitostí v EU v průměru o 62 %, nájemné se zvýšilo o 20,5 %.
- V Česku se zvýšily ceny nemovitostí o 145,4 %, ceny nájmu o 48,3 %.
- Ve Finsku poklesly ceny nemovitostí o -1,2 %, nájemné vzrostlo o 18,37 %.



Náklady bydlení a jednočlenná domácnost

- V severských zemích odchází děti od rodičů brzy navzdory vyšším nákladům na bydlení, v jižních státech zůstává u rodičů 70-80 % mladých dospělých.
- Češi za bydlení vydávají cca 22 % disponibilního příjmu a u rodičů žije cca 45 % mladých.

Inflace na začátku příštího roku může opustit toleranční pásmo ČNB



Inflace se nevzdává bez boje

- Inflace se v dalších měsících bude pohybovat mezi 2-2,5 %, ale ke konci roku by mohla zamířit až ke 3 %.
- Letos odhadujeme průměrnou inflaci na 2,2 % (předchozí odhad 2,6 % při eskalaci konfliktu).
- Inflační vrchol očekáváme v **1Q'27 mezi 3-4 %**.
- V příštím roce by průměrná inflace mohla dosáhnout 3 %.

Ekonomika v době turbulencí: další energetický šok

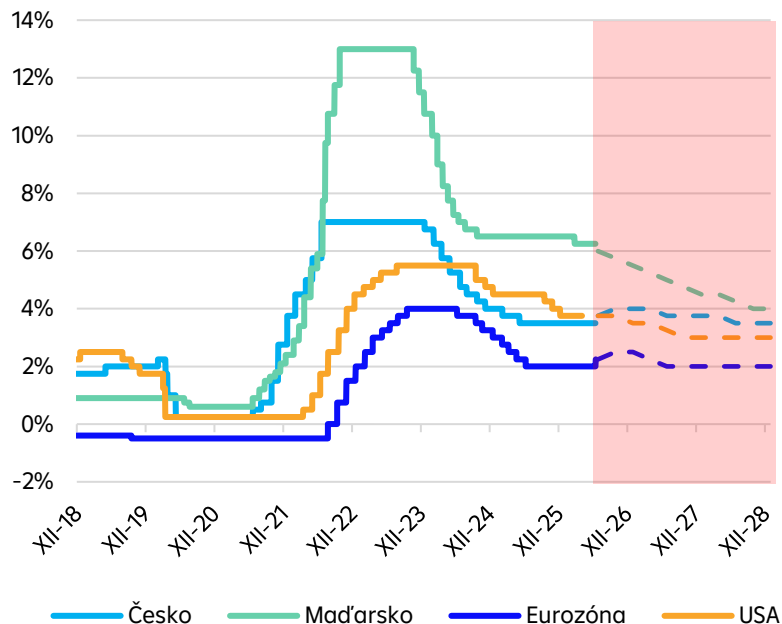
Struktura inflace je problémová

- Jádrová inflace těsně pod 3 %. Růst cen zboží je zatím utlumený.
- Inflace ve službách naopak okolo 5 % a zvýšený růst mezd brání jejímu poklesu.
- Ceny potravin zatím stlačují inflaci níže, ale to nebude trvat věčně.
- Šok z Blízkého východu se na cenách energií (kromě PHM) v CPI zatím neprojevil.

Dlouhodobě reálná kupní síla Čechů roste

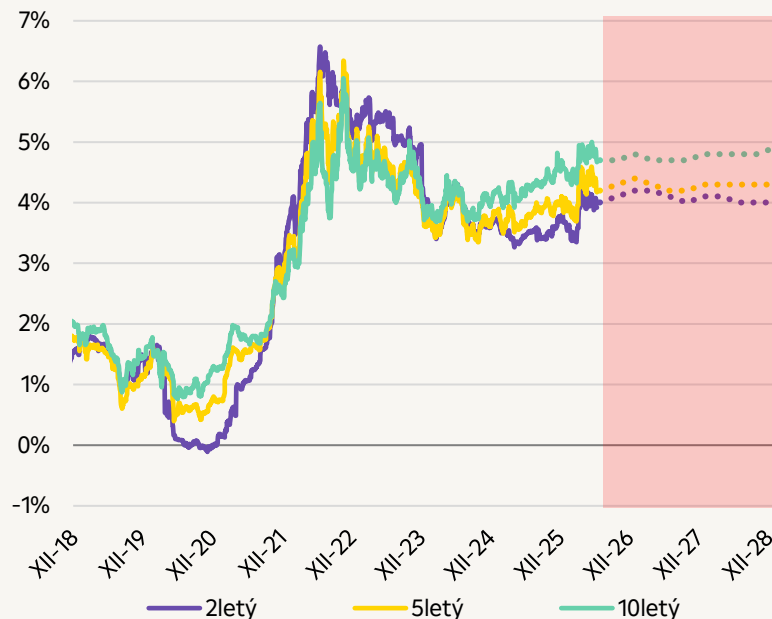
- Skokový nárůst cen energií v letech 2021-2022 předčil nominální růst mezd.
- Nárůst PHM v posledním kvartále byl markantní, ale stále platí, že za naše současné mzdy si můžeme koupit nejvíce litrů PHM v historii.
- Růst cen nájemného je konstantní, ačkoli situace se může zhoršit vzhledem k napjaté situaci na nemovitostním trhu.

ČNB reaguje na střednědobá poptávková rizika



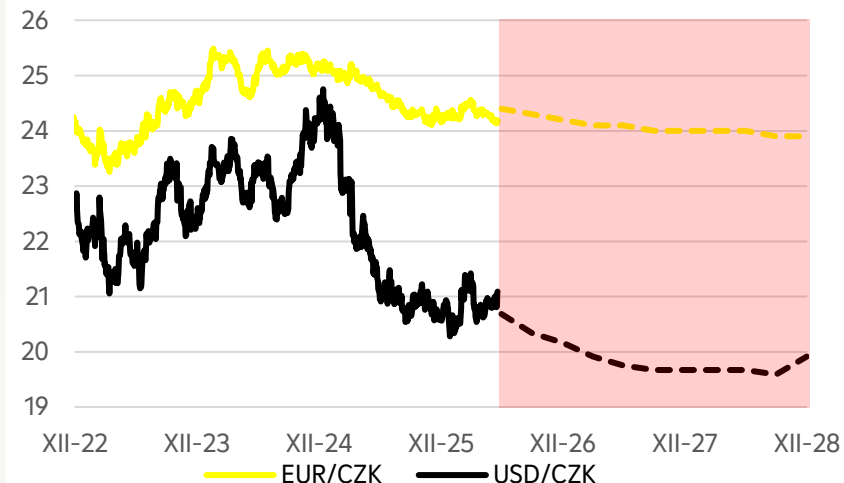
Éra levných peněz se jen tak nevrátí

- ČNB přesouvá svou pozornost od nabídkového šoku k poptávkovým rizikům.
- Zvýšená jádrová inflace, inflace ve službách okolo 5 %, svižný růst mezd, nadměrná úvěrová expanze, uvolněná fiskální politika.
- Strategie higher-for-longer pravděpodobná.
- Letos očekáváme ještě jedno zvýšení sazeb.



Výnosy dluhopisů zůstanou zvýšené

- Vývoj zásadně ovlivňován globálními faktory.
- Bude tomu tak i nadále, když klíčovou roli bude hrát dodržování průměří na Blízkém východě a očekávání dalšího postupu Fedu.
- Rozvolnění českých fiskálních pravidel bude tlačit výnosy vzhůru.
- Výnos 10Y dluhopisu se bude držet u 5 %.

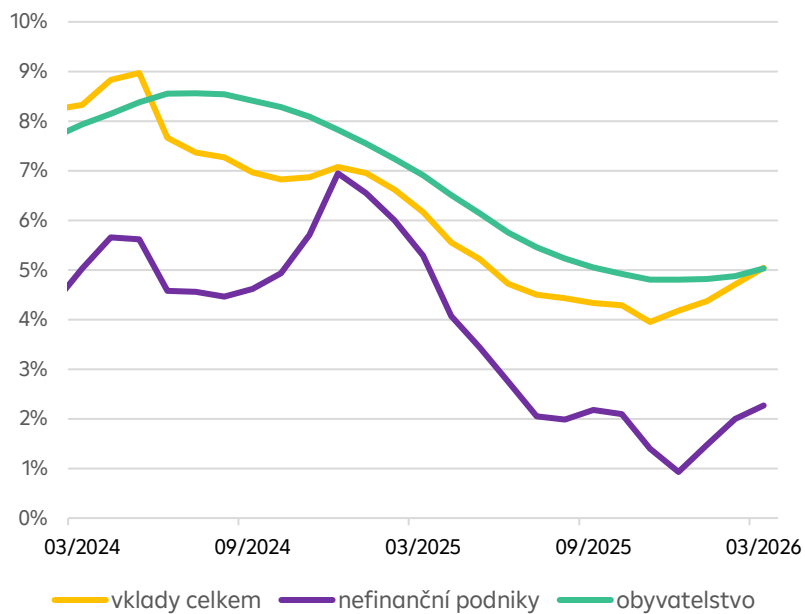


	eop	Q2'26	Q3'26	Q4'26	Q1'27	Q2'27
EUR/CZK	24,20	24,20	24,20	24,10	24,10	24,10
USD/CZK	20,68	20,34	20,17	19,92	19,75	19,75
EUR/USD	1,17	1,19	1,20	1,21	1,22	1,22

Koruně svědčí vyšší tržní korunové sazby

- Koruna podobně jako loni opět odolává geopolitickému napětí.
- Novým impulzem bylo očekávání přísnější měnové politiky ČNB.
- Prostor pro další posílení v krátkém období vnímáme jako omezený.

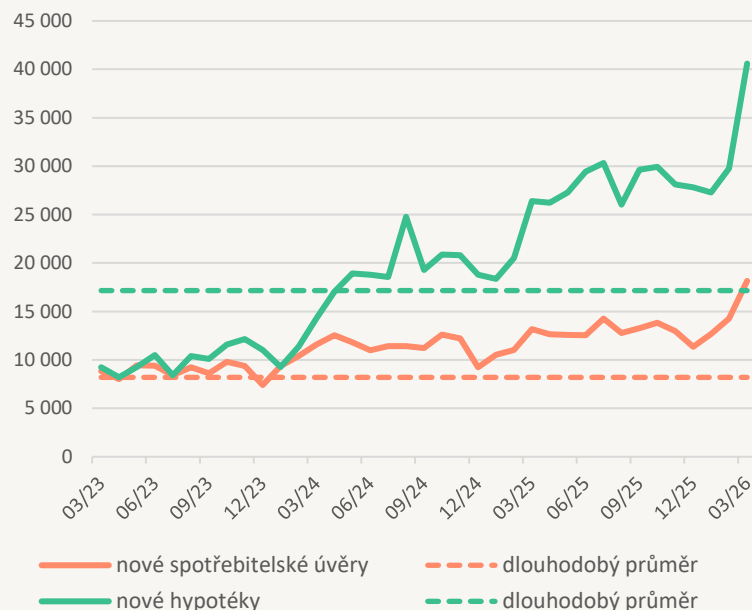
Meziroční tempo růstu vkladů (%, 6M průměr)



Tempo růstu vkladů opět zrychluje

- Růst vkladů zrychlil z loňských 4,1 % na 5,6 %.
- Dopady aktuální geopolitické situace povedou k odkladu investic firem a k vyšší míře úspor domácností.
- Letošní nárůst vkladů obyvatelstva zbrzdí ale nezastaví emise státních spořicíh dluhopisů.

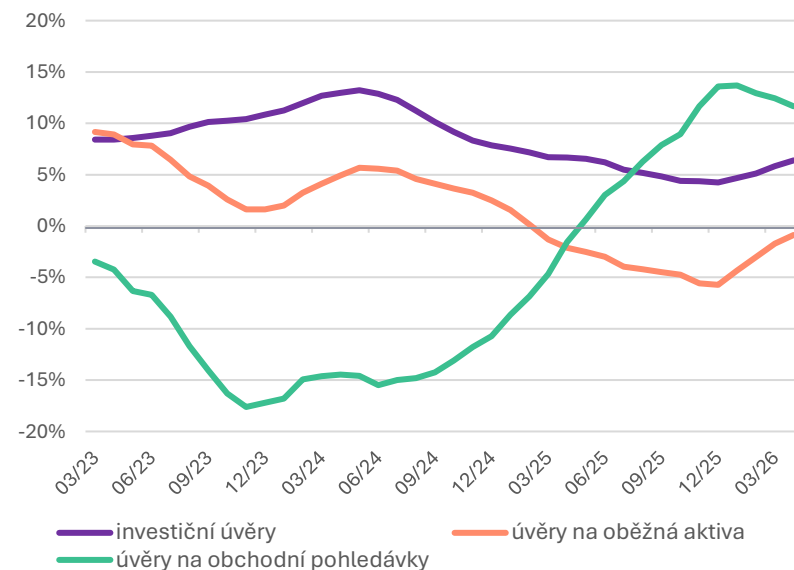
Nové úvěry obyvatelstvu (mil. Kč)



Retailové úvěry vysoce nadprůměrné

- Růst hypoték mimo jiné i vlivem předzásobení před zpřísněním podmínek financování investičních nemovitostí.
- Meziroční nárůst průměrné výše hypotéky o 589 tis. Kč na 4,471 mil Kč
- Spotřebitelské úvěry opět přepisují rekordy (+30 % r/r).

Meziroční růst firemních úvěrů (%, 6M průměr)



Vydrží růst firemních investic?

- Investiční úvěry vzrostly o téměř 3 % během prvního čtvrtletí.
- Jejich další růst ohrožují dopady aktuální geopolitické situace.
- Financování provozního kapitálu vloni vzrostlo o 17 %, letos brzdí.

Publikace Raiffeisenbank Economic Research v češtině i angličtině

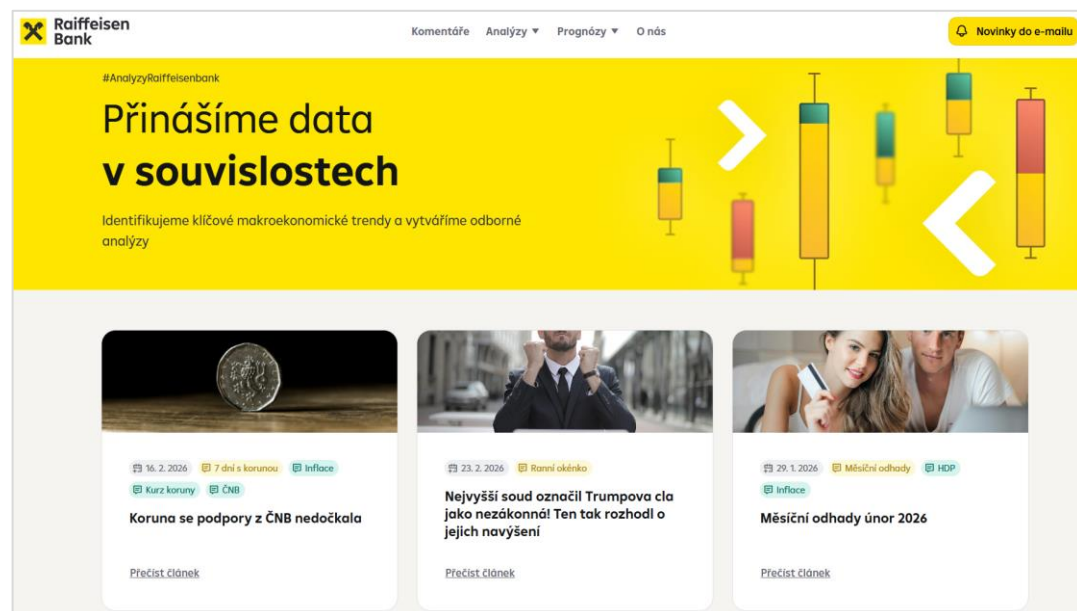
Ekonomické analýzy Česko

Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.

Email: helena.horska@rb.cz



> analyzy.rb.cz



The screenshot shows the Raiffeisen Bank website with a yellow header. The main banner features the text "Přinášíme data v souvislostech" (We bring data into context) and "Identifikujeme klíčové makroekonomické trendy a vytváříme odborné analýzy" (We identify key macroeconomic trends and create expert analyses). Below the banner, there are three article cards: "Koruna se podpory z ČNB nedočkala" (The crown did not receive support from the CNB), "Nejvyšší soud označil Trumpova cla jako nezákonná" (The Supreme Court declared Trump's tariffs illegal), and "Měsíční odhady únor 2026" (Monthly estimates February 2026).

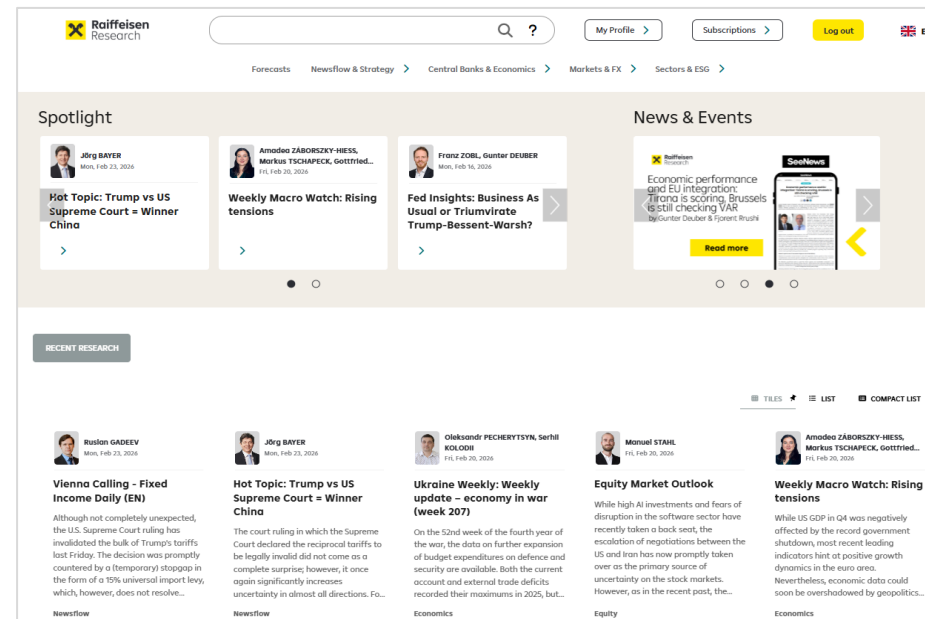
Raiffeisen Research RBI AG

Gunter Deuber, hlavní ekonom Raiffeisen Research

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



> raiffeisenresearch.com



The screenshot shows the Raiffeisen Research website with a white header. The main banner features the text "Spotlight" and "News & Events". Below the banner, there are three article cards: "Hot Topic: Trump vs US Supreme Court = Winner China", "Weekly Macro Watch: Rising tensions", and "Fed Insights: Business As Usual or Trumvirate Trump-Bessent-Warsh?". Below these, there are four article cards: "Vienna Calling - Fixed Income Daily (EN)", "Hot Topic: Trump vs US Supreme Court = Winner China", "Ukraine Weekly: Weekly update - economy in war (week 207)", and "Equity Market Outlook".

MAKROPROGNÓZA 2Q 2026

BRENT

2026	2027
87	73

v dolarech/barel

HDP

2026	2027
1,6 %	2,2 %

stálé ceny, r/r %

INFLACE

2026	2027
2,2 %	3,0 %

r/r %, průměr

2T REPO SAZBA

2026	2027
4,0 %	3,75 %

konec období

EUR/CZK

2026	2027
24,2	24,0

konec období

MZDY

2026	2027
7,0 %	6,5 %

růst průměrné
nominální mzdy (v % r/r)

ZADLUŽENÍ

2026	2027
45,1 %	45,8 %

dluh sektoru vládních
institucí, % HDP

SALDO

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

saldo vládních financí,
% HDP

PRŮMYSL

2026	2027
1,0 %	2,0 %

r/r %

3M PRIBOR

2026	2027
4,10 %	3,85 %

konec období

NEZAMĚSTNANOST

podíl nezaměstnaných osob v %, průměr

2026: 4,9 %	2027: 4,7 %
--------------------	--------------------

CENY NEMOVITOSTÍ

růst cen nemovitostí r/r %, průměr

2026: 8,6 %	2027: 6,4 %
--------------------	--------------------

PPI

r/r %, průměr

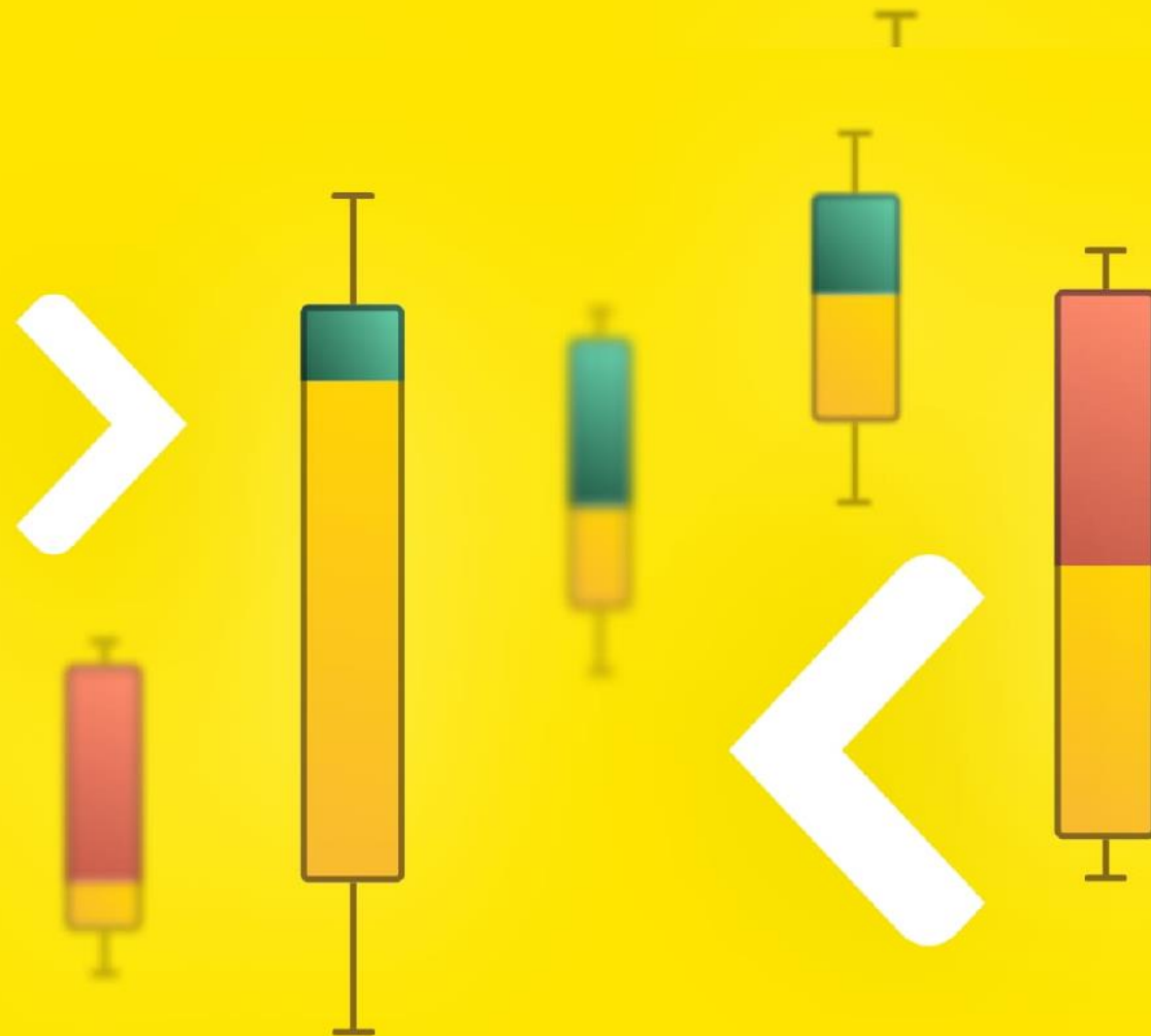
2026: 1,0 %
2027: 2,2 %

ANALYZY.RB.CZ

 Novinky do e-mailu

Přinášíme data **v souvislostech**

Identifikujeme klíčové makroekonomické
trendy a vytváříme odborné analýzy





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 vytvářena 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/>