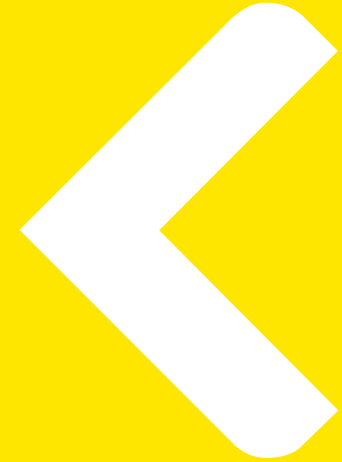




Odolnost – kvalita, která se cení

Economic Research, Raiffeisenbank

Globální ekonomika ve víru turbulentních událostí

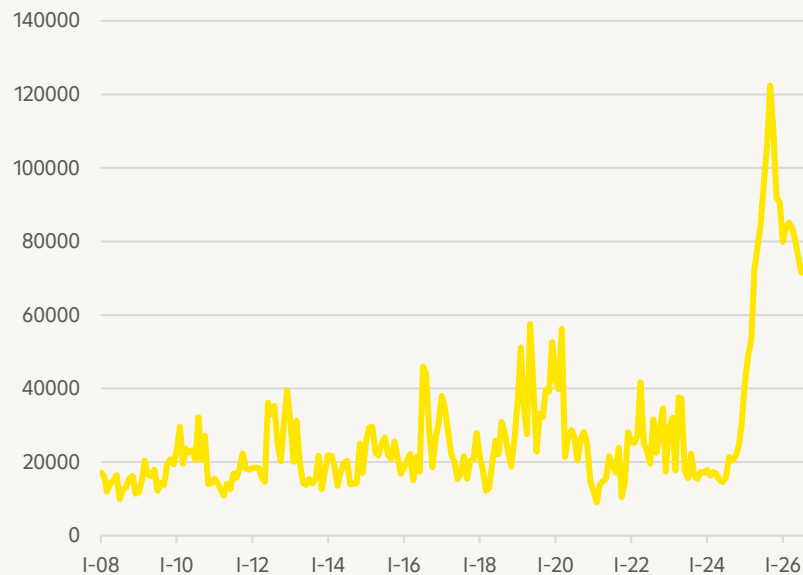
	2025	2026e	2027f
Eurozóna	1,2	0,8 ↑	1,4 ↑
Německo*	0,2	1,0 ↑	1,1 →
Česko	2,7	1,8 ↑	2,2 →
Slovensko	0,8	0,8 ↑	1,5 ↑
Polsko	3,6	3,4 ↓	3,0 →
Maďarsko	0,5	1,7 ↑	3,0 →
USA*	2,1	2,2 ↑	2,2 ↑

- 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.

Index globální nejistoty



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.

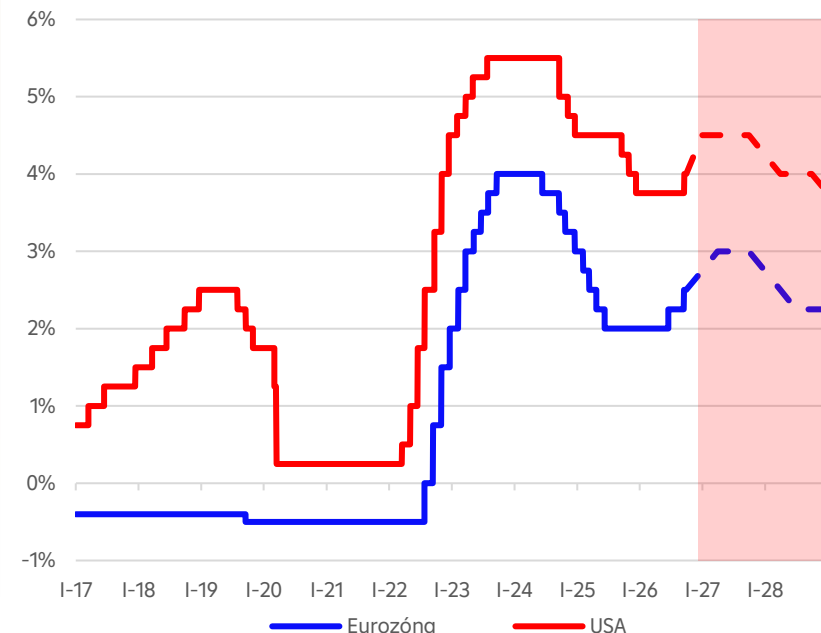
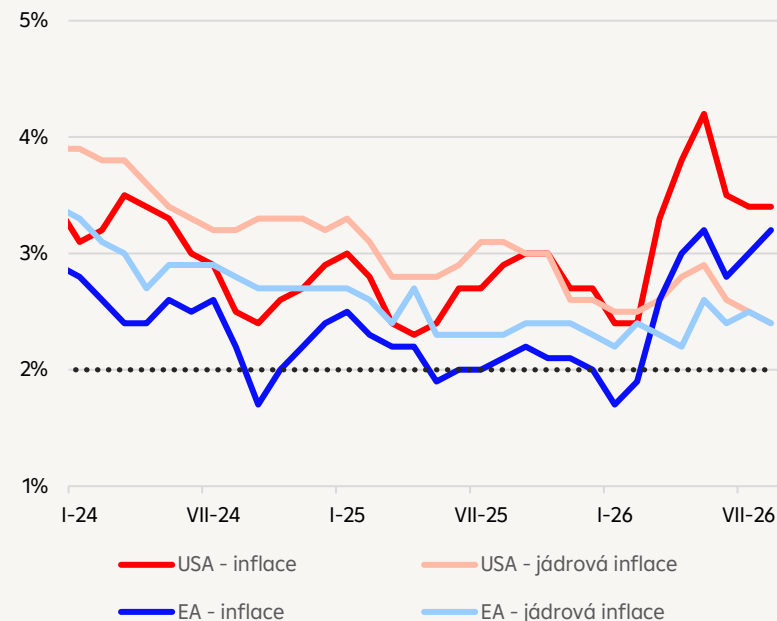
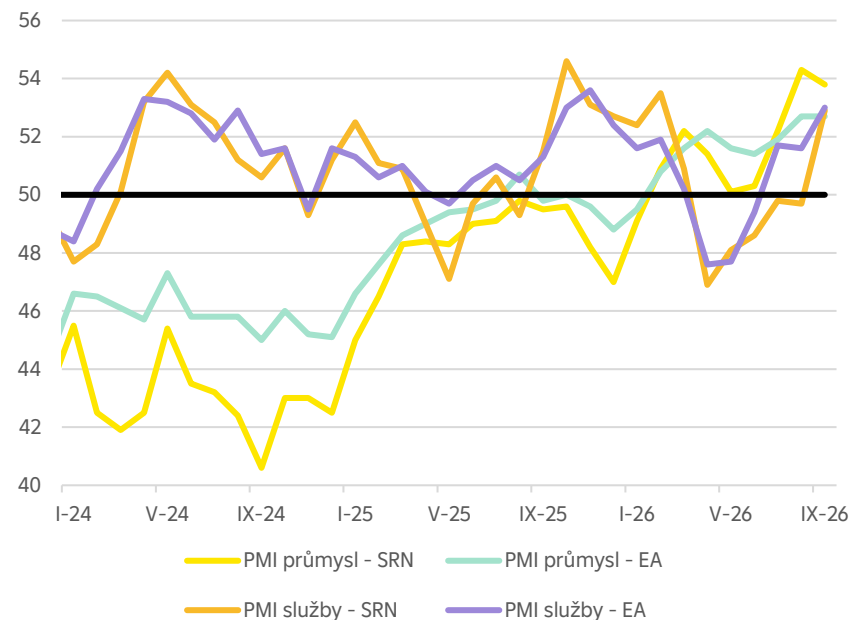


Brent (USD/b)	30/9/26	Q3'26	Q4'26	Q1'27	Q2'27
Před válkou	X	55	55	55	60
Aktuálně	103	91	85	78	75

Předválečné ceny energií v nedohlednu

- Hormuzský průliv zůstává takřka uzavřený a útoky na infrastrukturu pokračují.
- Riziková přírážka 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.

Měnová politika v zahraničí bude restriktivnější



Evropská ekonomika na vzestupu?

- V 1H'26 evropská ekonomika těžila z efektu předzásobení.
- Příjemně překvapilo Německo, kde se začínají projevovat první pozitivní dopady vyšších veřejných výdajů do ekonomiky.
- To se promítá do nárůstu nových objednávek a také výroby v průmyslu.
- Minimálně cyklické oživení Německa je konečně tu.

Odolnost – kvalita, která se cení

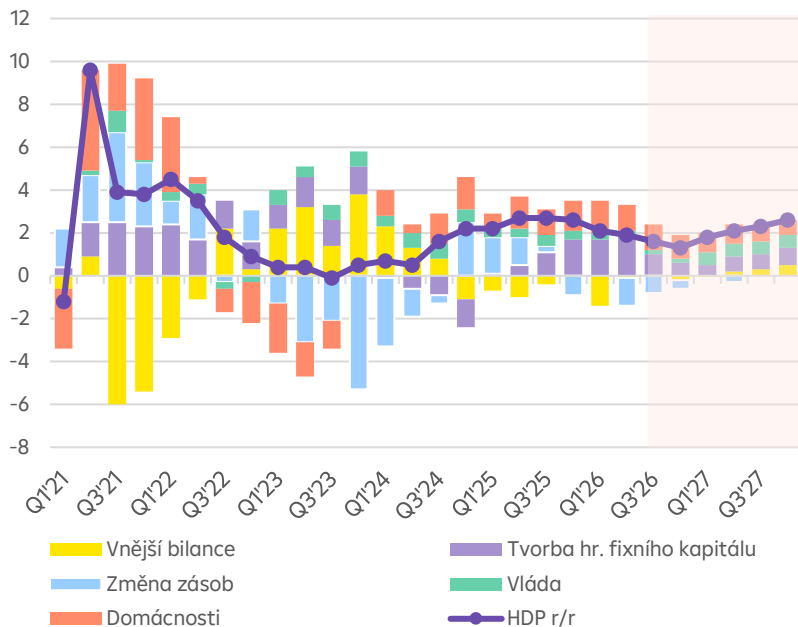
Inflace v eurozóně i USA nad 3 %

- Inflaci v USA se od covidového období nepodařilo vrátit k 2% cíli a v květnu dokonce překonala 4 %. Od té doby stále nad 3 %.
- V eurozóně byla na začátku roku sice inflace pod 2 %, aktuálně však nad 3 %.
- Důvodem jsou zejména vyšší ceny PHM a služeb.
- Vrchol inflace v eurozóně přijde do konce tohoto roku, v USA ho už mají za sebou.

ECB ani Fed ještě neřekly poslední slovo

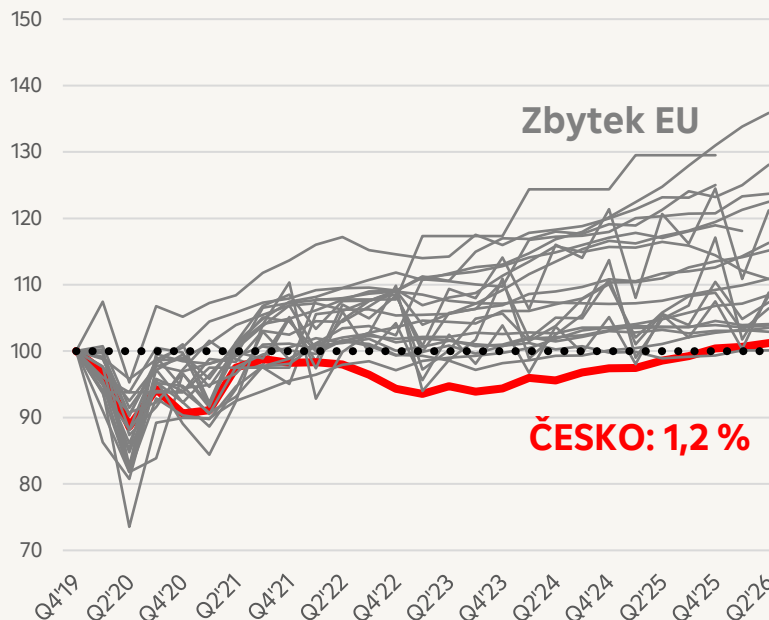
- Energetický šok z Blízkého východu nepovoluje a riziko sekundárních efektů vyšších cen energií do dalších částí ekonomiky narůstá.
- ECB proto už 2x zvýšila úrokové sazby a minimálně ještě jeden krok bude následovat.
- Ani Fed už nemohl déle přihlížet a zvýšil úrokové sazby. Stav tamní ekonomiky navíc vyžaduje další zpřísnění měnové politiky.

Domácí poptávka motorem růstu, ale i zahraničí nám začíná pomáhat



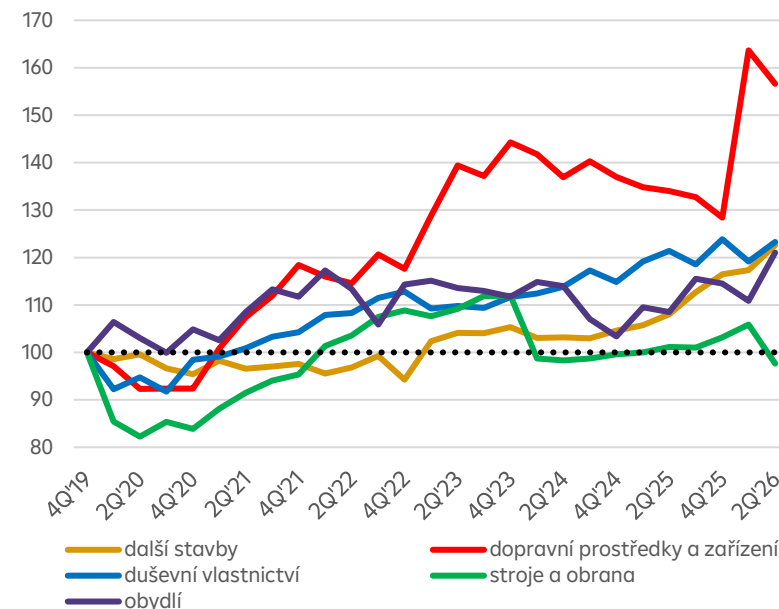
Růst v blízkosti našeho potenciálu

- 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.

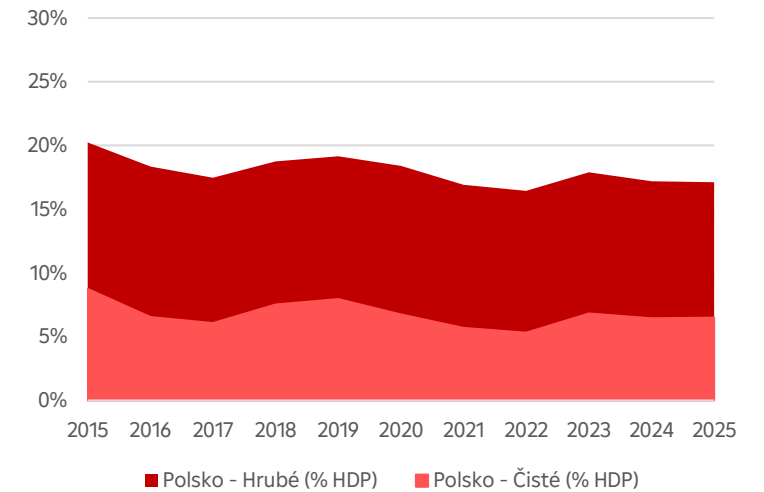
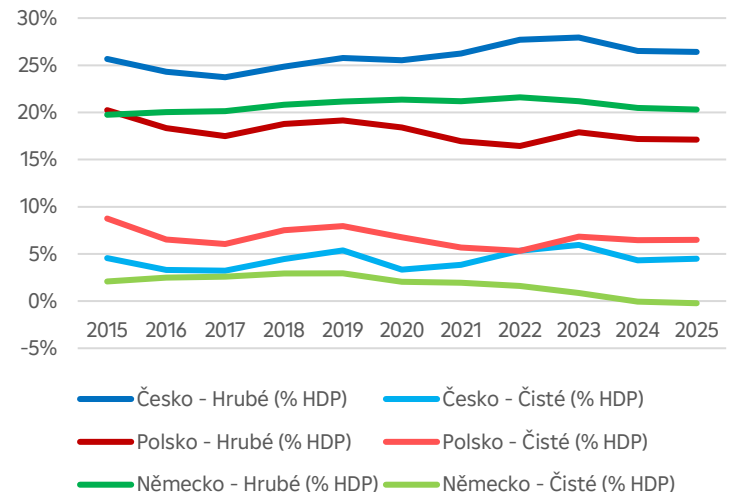
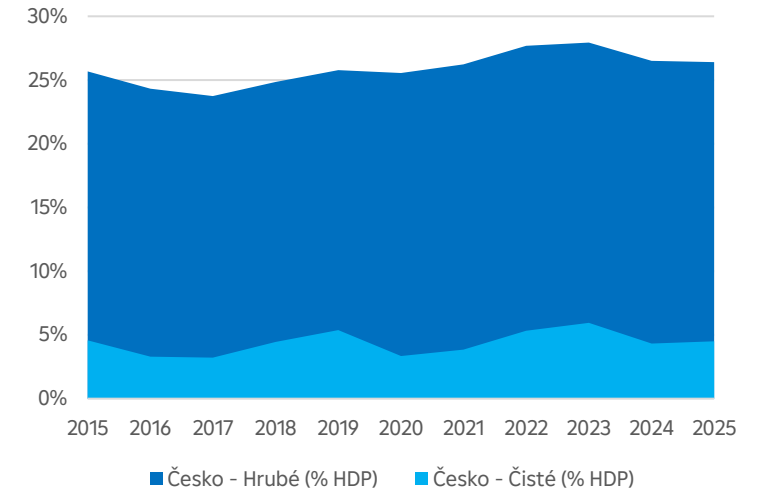
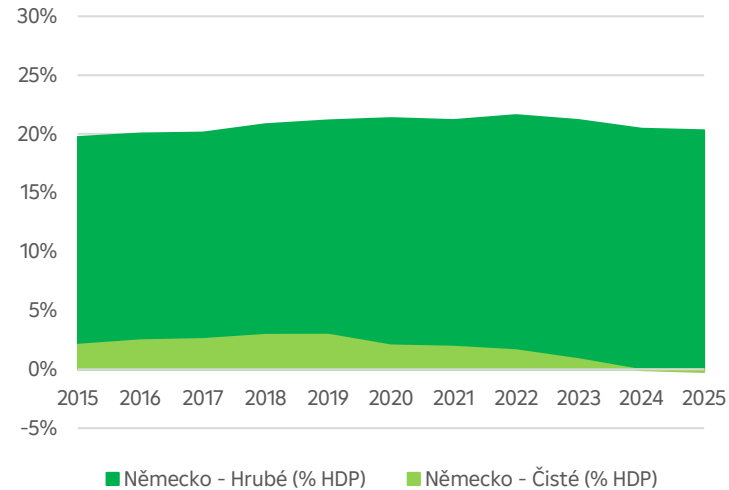


Různorodý vývoj investic

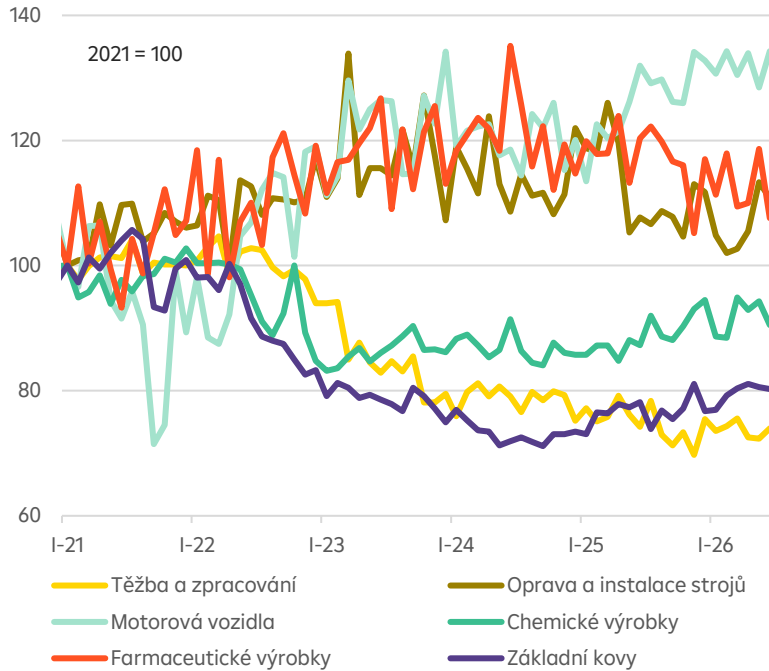
- Celkově se investiční aktivita v posledním roce významně pozvedla, ale existují rozdíly.
- Zatímco investice v oblasti dopravy povyskočily (částečně nejspíše i kvůli regulatorním požadavkům), investice do strojů a zařízení stagnují.
- Přijde AI mánie i do Česka?
- Jaký bude dopad vyšších veřejných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

Česko - investiční tygr? Opravdu?

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



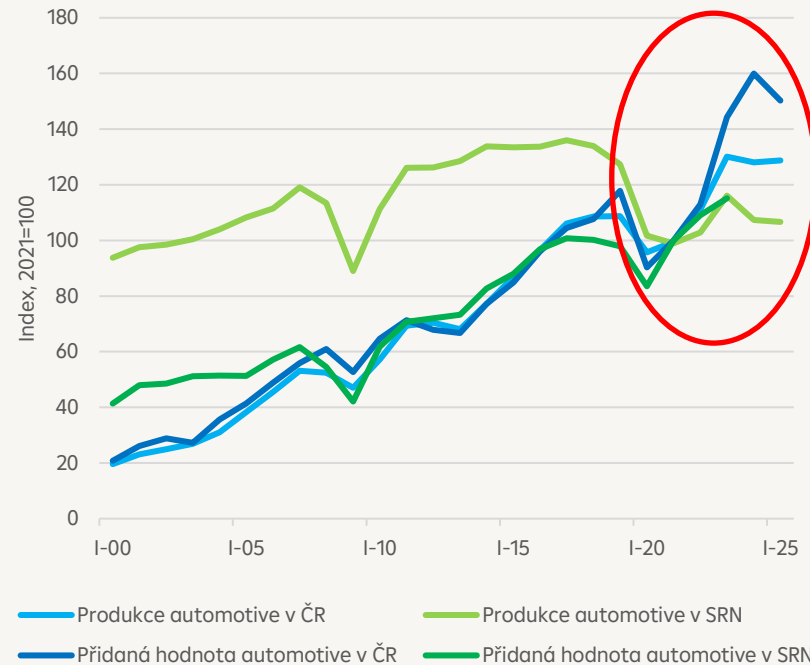
Úspěch českého automotive. Německý protějšek naopak klopýtá



Český automotive jede

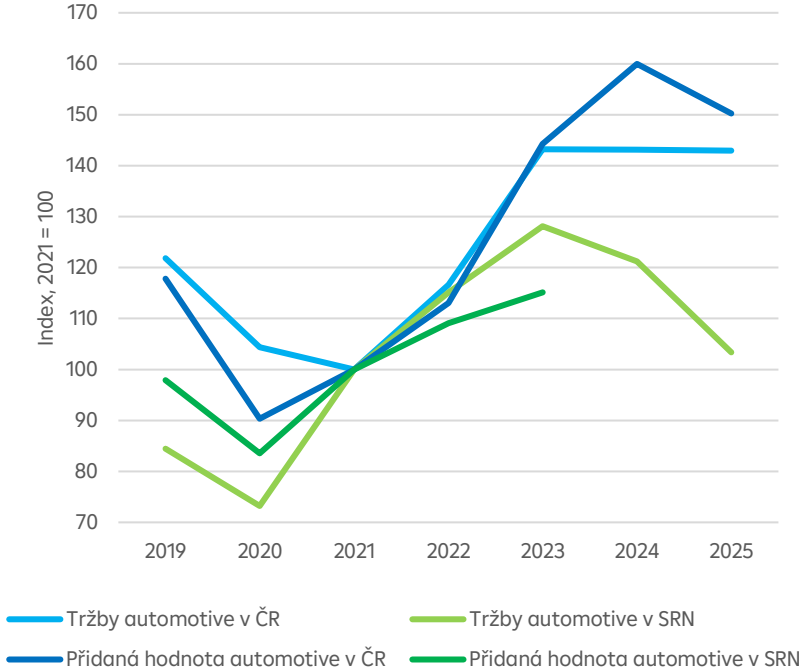
- Hlavním tahounem průmyslu je výroba motorových vozidel, a to i poté, co vyprchal efekt vynuceného odložení poptávky v důsledku narušení dodavatelských řetězců.
- Elektromobilová revoluce je však výzvou i pro něj.
- Očekávaný růst průmyslu přes 2 % v r. 2027.

Odolnost – kvalita, která se cení



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.

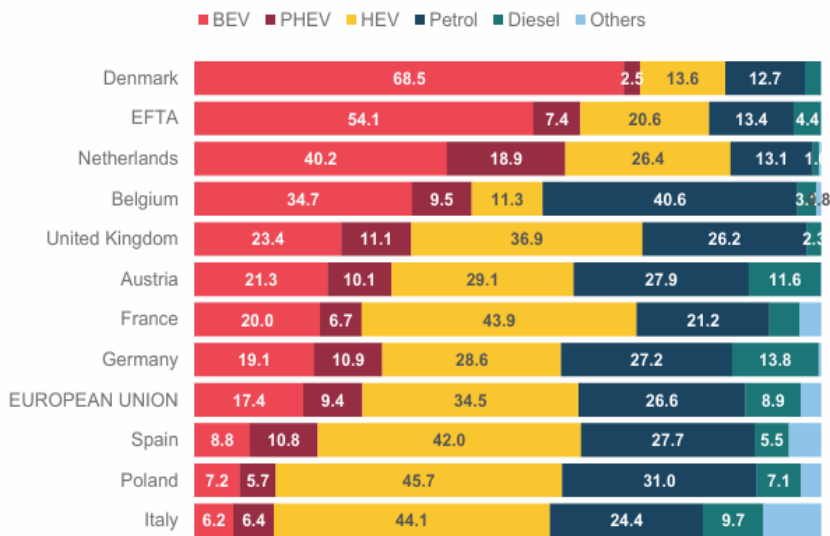


Hrozbou je ale zejména čínská konkurence

- 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.).

Elektromobilita – cesta k prosperitě nebo ke zkáze?

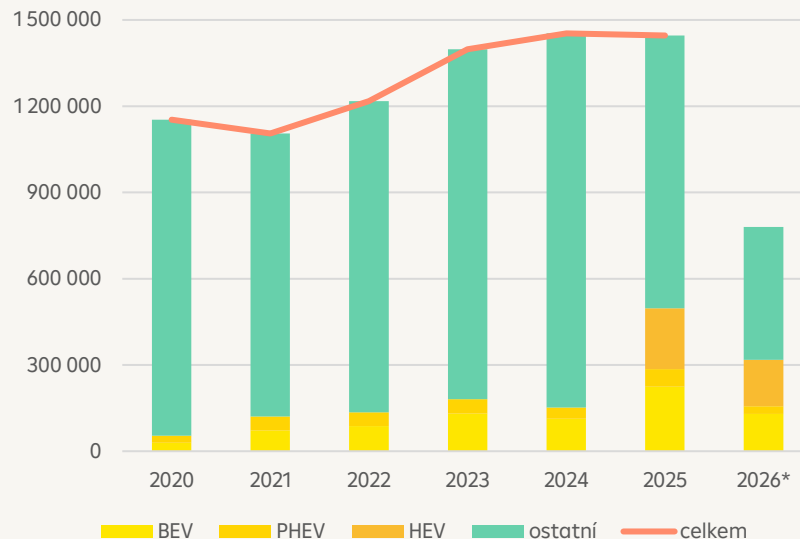
Nové registrace aut v EU podle pohonu (2025)



(Nucený) posun k elektromobilitě

- V některých zemích se už vyrábí více elektromobilů než aut se spalovacím motorem.
- Dokonce i v tradičních automobilových velmocích je tento posun zřejmý.
- Německu však tato sázka zatím příliš nevychází.

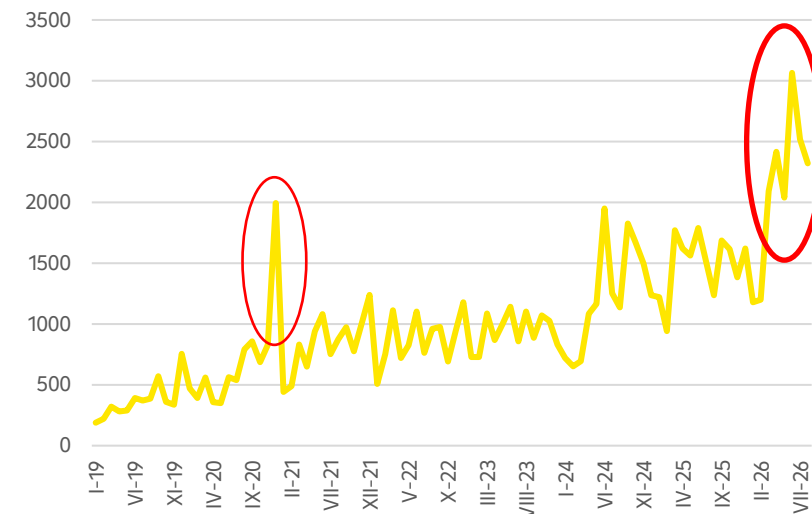
Výroba osobních vozidel v ČR dle typu paliva



Český automotive nachází zatím balanc

- Českému automotive se vyplácí strategie nevsadit vše na jednu kartu (elektromobilitu).
- Poptávka po spalovacích motorech zejména kvůli jejich spolehlivosti stále značná.
- Nicméně poptávka se mění a automobilky musí reagovat, a to nejen v důsledku regulačních opatření ze strany EU.

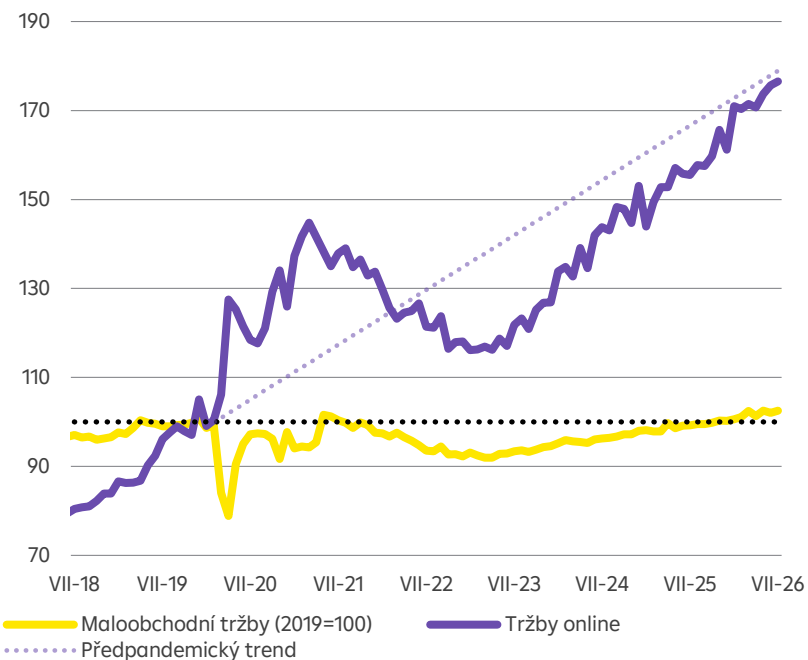
Registrace bateriových elektrických vozidel v ČR



Nový impuls pro elektromobilitu?

- Po vypuknutí války na Ukrajině a skokovému nárůstu cen energií (elektřina, zemní plyn) se výrazně zvýšila poptávka po fotovoltaikách.
- Nyní zažíváme déjà vu s válkou na Blízkém východě, která vystřelila ceny PHM vzhůru. Spotřebitelé proto hledají levnější alternativy (budou to elektromobily?).
- Geopolitická/ropná krize novým normálem?

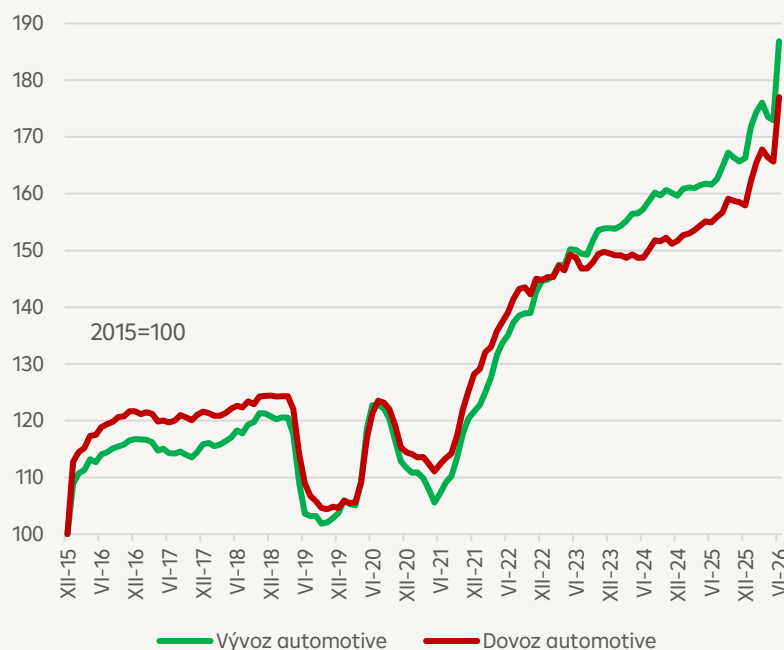
Růst maloobchodu nezpomaluje, V4 jako náhrada Číny pro Německo?



Prosperita e-commerce se zdá nekonečná

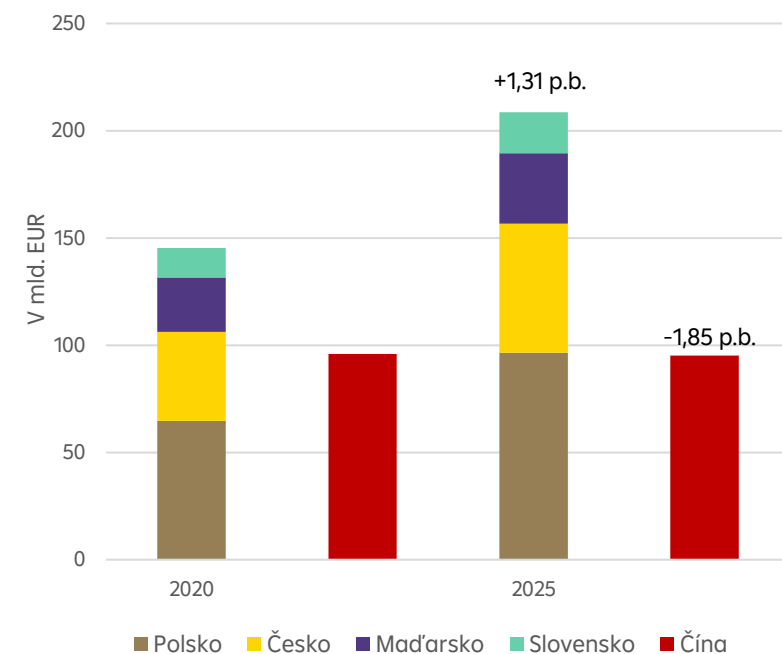
- Meziročně roste internetový prodej o cca 12 %.
- E-commerce roste kvůli webovým srovnávačům, konkurenci mezi e-shopy a pohodlnosti českého zákazníka.
- Rostoucí náklady na dopravu se mohou promítnout do výsledných prodejů – např. méně objednávek, ale vyšší hodnota.
- Očekávaný růst retailu o 4 % letos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

Odolnost – kvalita, která se cení



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.

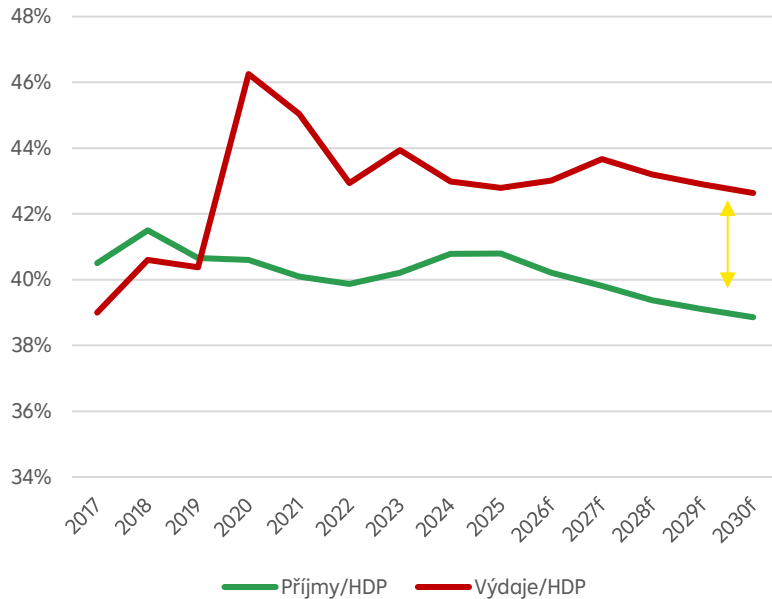


Německý vývoz do Číny vs. V4

- 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).



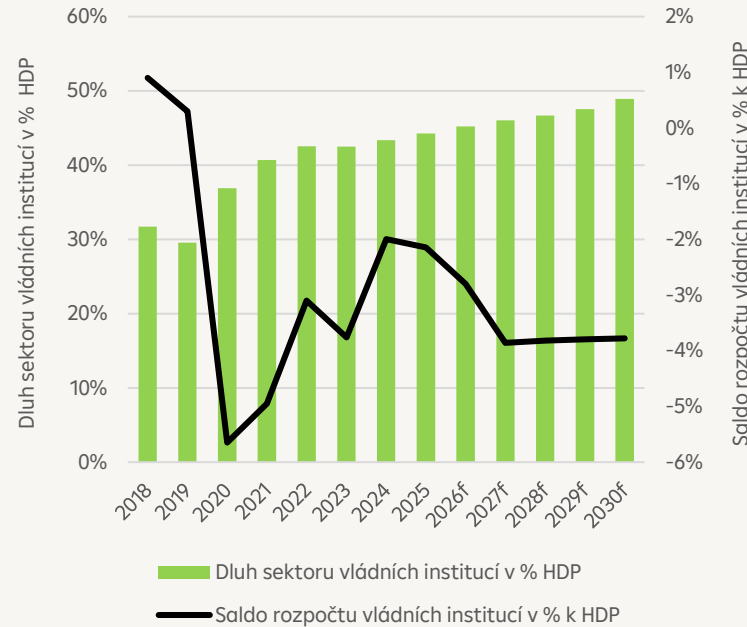
Vše je připravené k otevření fiskálních stavidel



Podíl příjmů na HDP poklesne pod 40 %

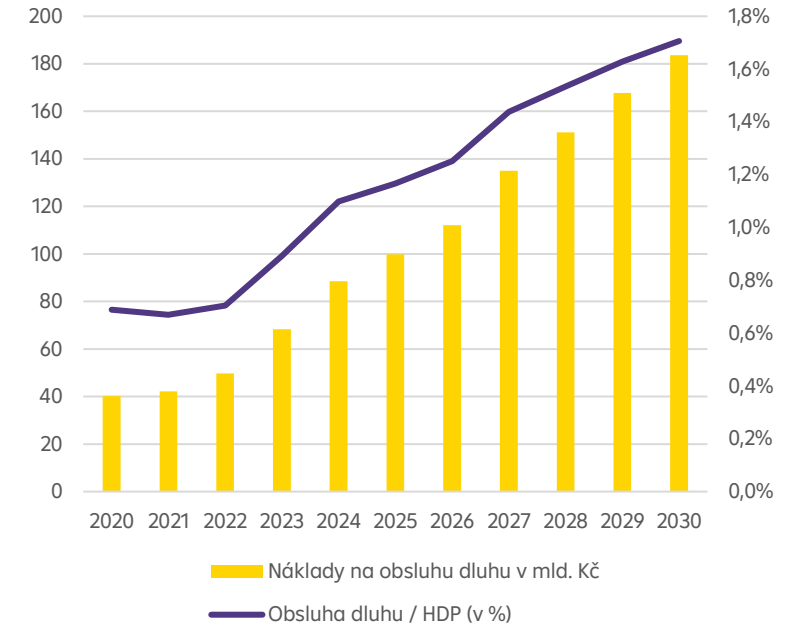
- V roce 2027 vláda počítá s nárůstem schodku z 310 mld. Kč na 386 mld. Kč (bez výjimek 416 mld, tj. nad 4 % HDP).
- Kapitálové výdaje (289,6 mld. Kč) tvoří zhruba 10 % výdajů státního rozpočtu a cca 3,2 % HDP. Podobná úroveň jako v předchozích letech, problém tkví v mandatorních výdajích.
- Příjmy do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

Odolnost – kvalita, která se cení



Saldo veřejných financí zamíří k -4 %

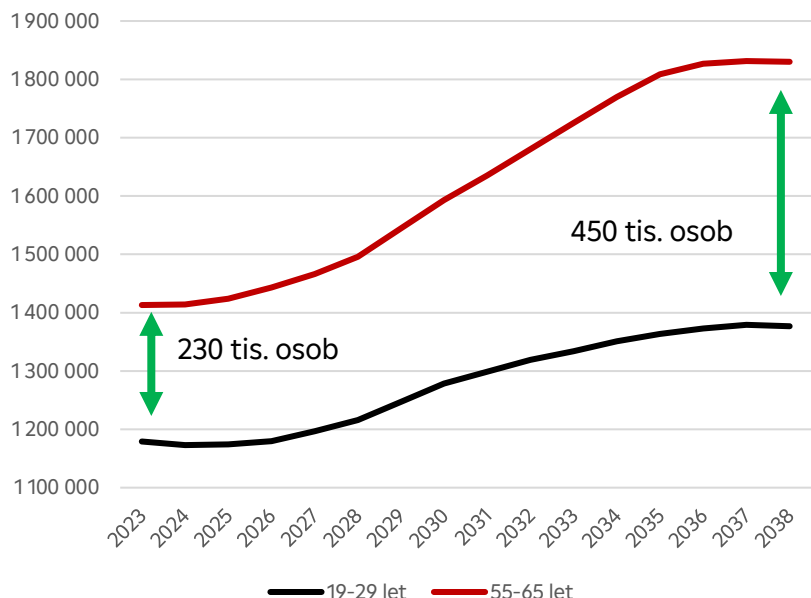
- Pro letošní rok očekáváme, že dluh sektoru vládních institucí dosáhne 45,2 %, saldo rozpočtu vládních institucí -2,8 %.
- Pro příští rok předpokládáme nárůst dluhu na 46,0 %, saldo se prohloubí na -3,9 %.
- Nepodaří se tak dodržet slib vlády udržet deficit pod 3 % HDP (Maastrichtské kritérium).
- Konsolidační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



Obsluha státního dluhu skokově roste

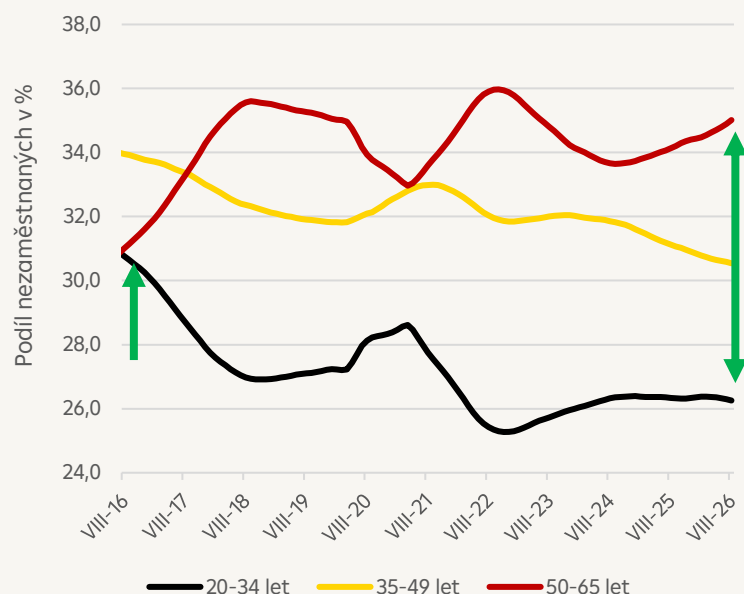
- Náklady na obsluhu státního dluhu v dalších letech skokově vzrostou, bez konsolidace s předpokládanou trajektorií zadlužování přesáhnou v roce 2030 více než 180 mld. Kč.
- Vyšší investiční výdaje samy o sobě stav veřejných financí nezlepší.
- Riziko zhoršení výhledu a potenciálně i samotného ratingu.

Nezaměstnanost ovlivní AI, vyšší minimální mzda tlačí na růst mezd



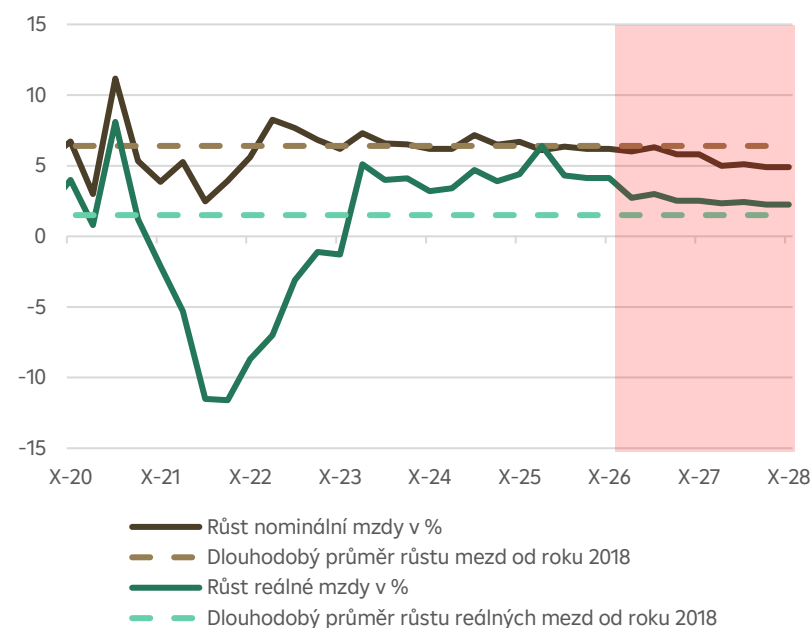
Demografická změna bude rychlá

- Projekce ukazuje, že se během 15 let nůžky mezi věkovými kohortami rozevrou 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

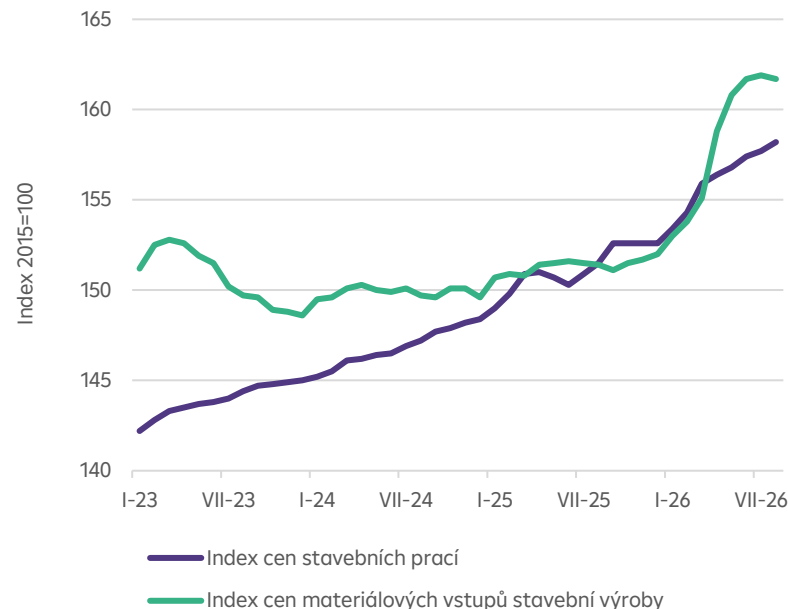
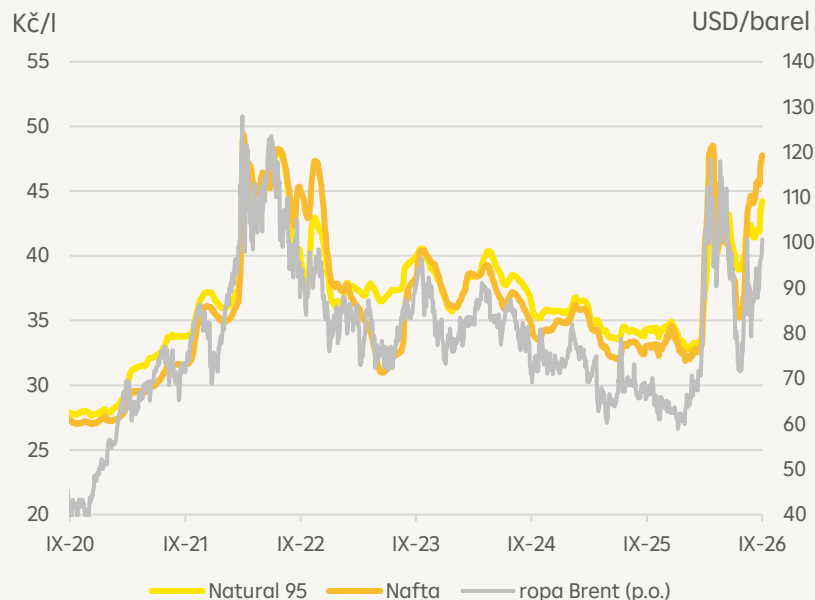
- Tři věkové kohorty v horizontu 10 let ukazují nárůst podílu nezaměstnaných 50-65 let.
- Mladí mají málo zkušeností, čelí konkurenci AI, a lidé nad 50 let, kteří potřebují rekvalifikaci kvůli digitalizaci, ale firmy spíše preferují mladší pracovníky.
- Letos očekáváme průměrný podíl nezaměstnaných osob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

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.

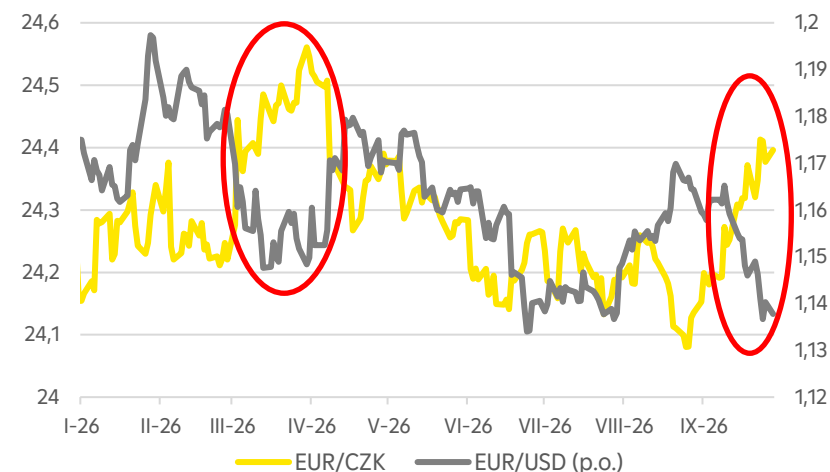
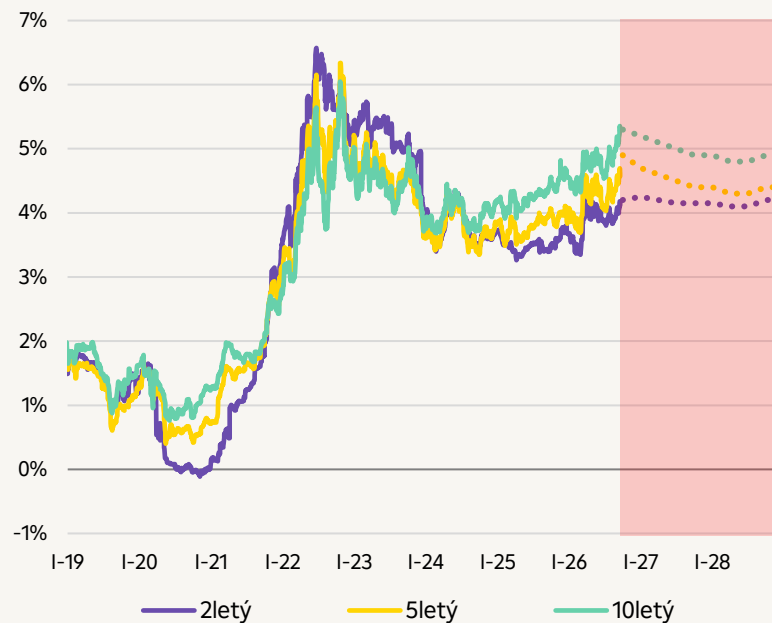
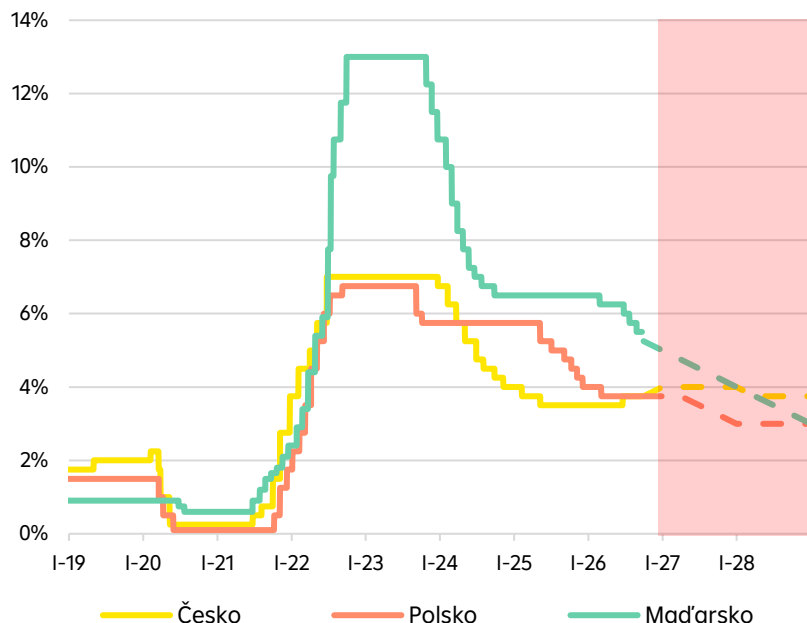
Drahá ropa bolí nás všechny

- 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 brzdít 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.

Ve střednědobém výhledu české sazby nejvyšší v regionu?



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

Sazby budou muset jít chtě nechtě výše

- Měnové podmínky se autonomně zpřísnily díky nárůstu tržních sazeb s delší splatností.
- Nicméně mnoho proinflačních rizik a očekávané 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.

Odolnost – kvalita, která se cení

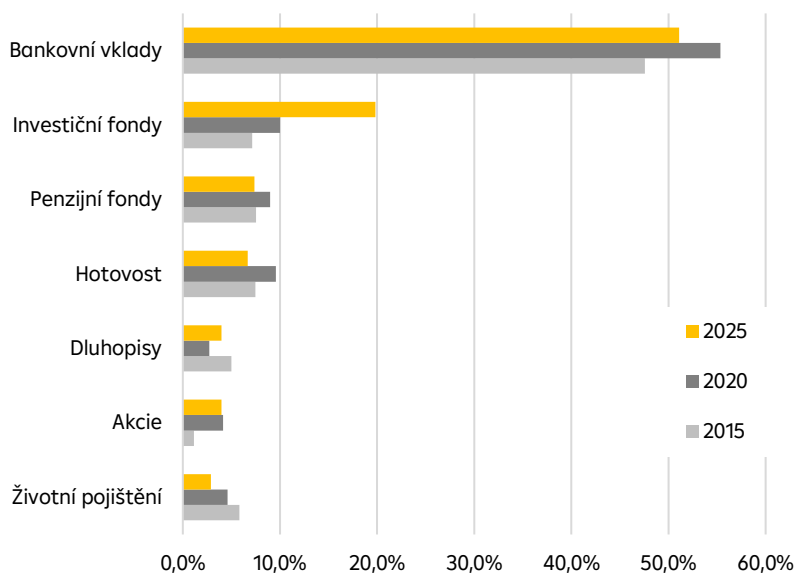
Globál a fiskální rizika tlačí výnosy výše

- 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.

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.

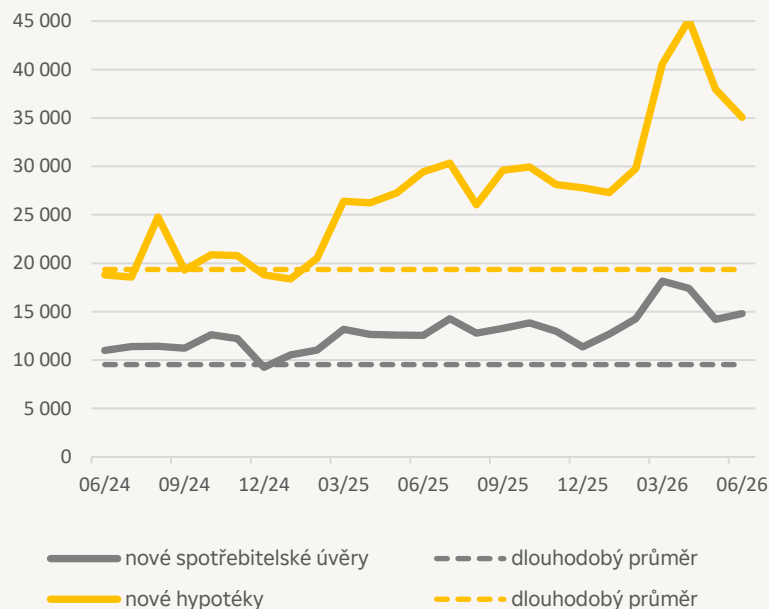
Finanční aktiva domácností (v % HDP)



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 %.

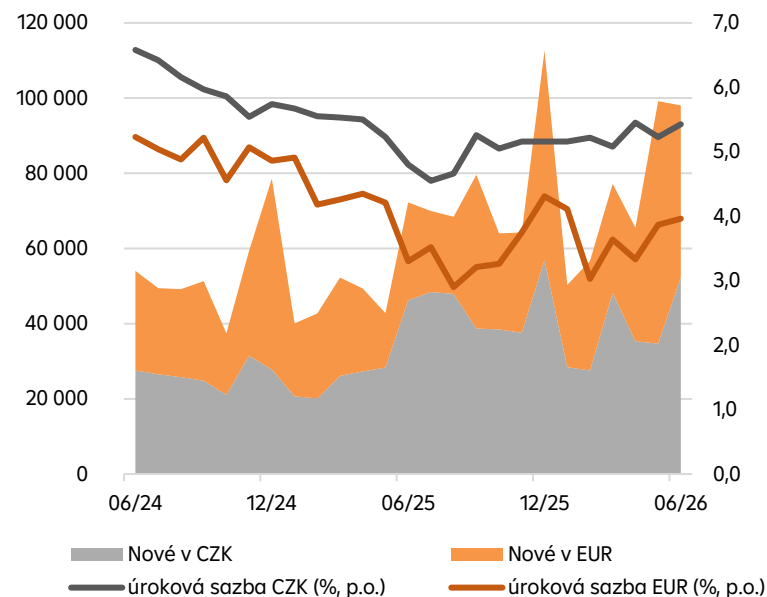
Nové úvěry obyvatelstvu (mil. Kč)



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.

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 %

Publikace Raiffeisenbank Economic Research v češtině i angličtině

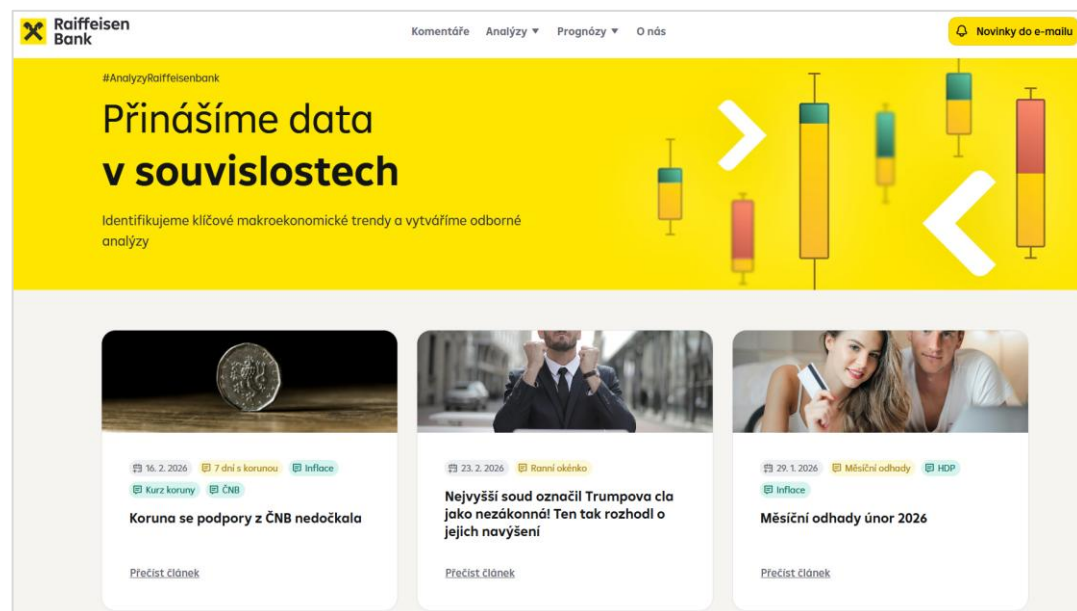
Ekonomické analýzy Česko

Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank a.s.

Email: helena.horska@rb.cz



> analyzy.rb.cz



The screenshot shows the Czech version of the Raiffeisenbank Economic Research website. The header includes the Raiffeisen Bank logo and navigation links: Komentáře, Analýzy, Prognózy, and O nás. A yellow banner at the top reads "#AnalýzyRaiffeisenbank" and "Přinášíme data v souvislostech" (We bring data in context). Below the banner, a section titled "Identifikujeme klíčové makroekonomické trendy a vytváříme odborné analýzy" (We identify key macroeconomic trends and create expert analyses) is visible. The main content area features three article cards: "Koruna se podpory z ČNB nedočkala" (Crown did not receive support from ČNB), "Nejvyšší soud označil Trumpova cla jako nezákonná" (The Supreme Court declared Trump's tariffs illegal), and "Měsíční odhady únor 2026" (Monthly estimates February 2026).

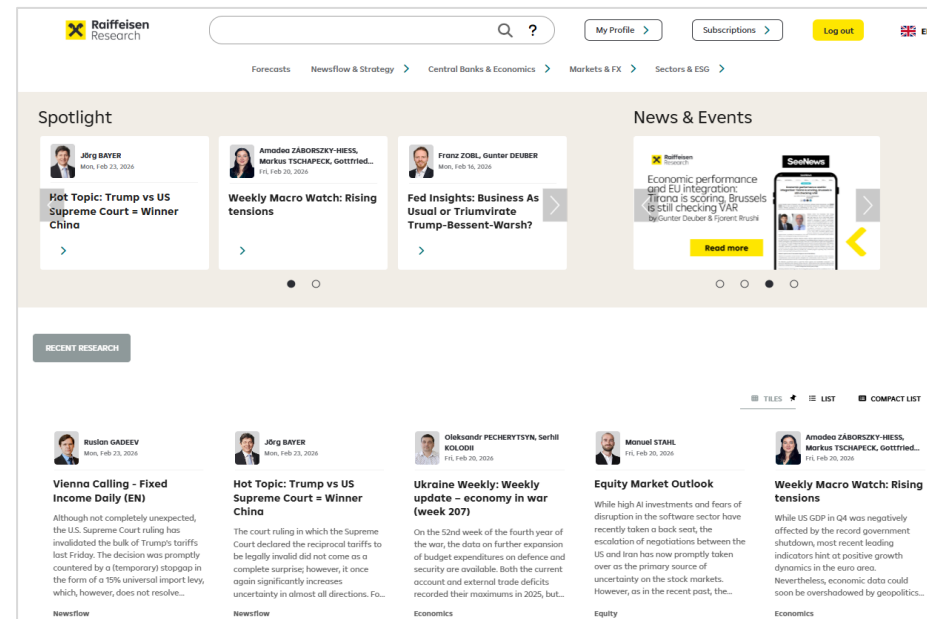
Raiffeisen Research RBI AG

Gunter Deuber, hlavní ekonom Raiffeisen Research

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



> raiffeisenresearch.com



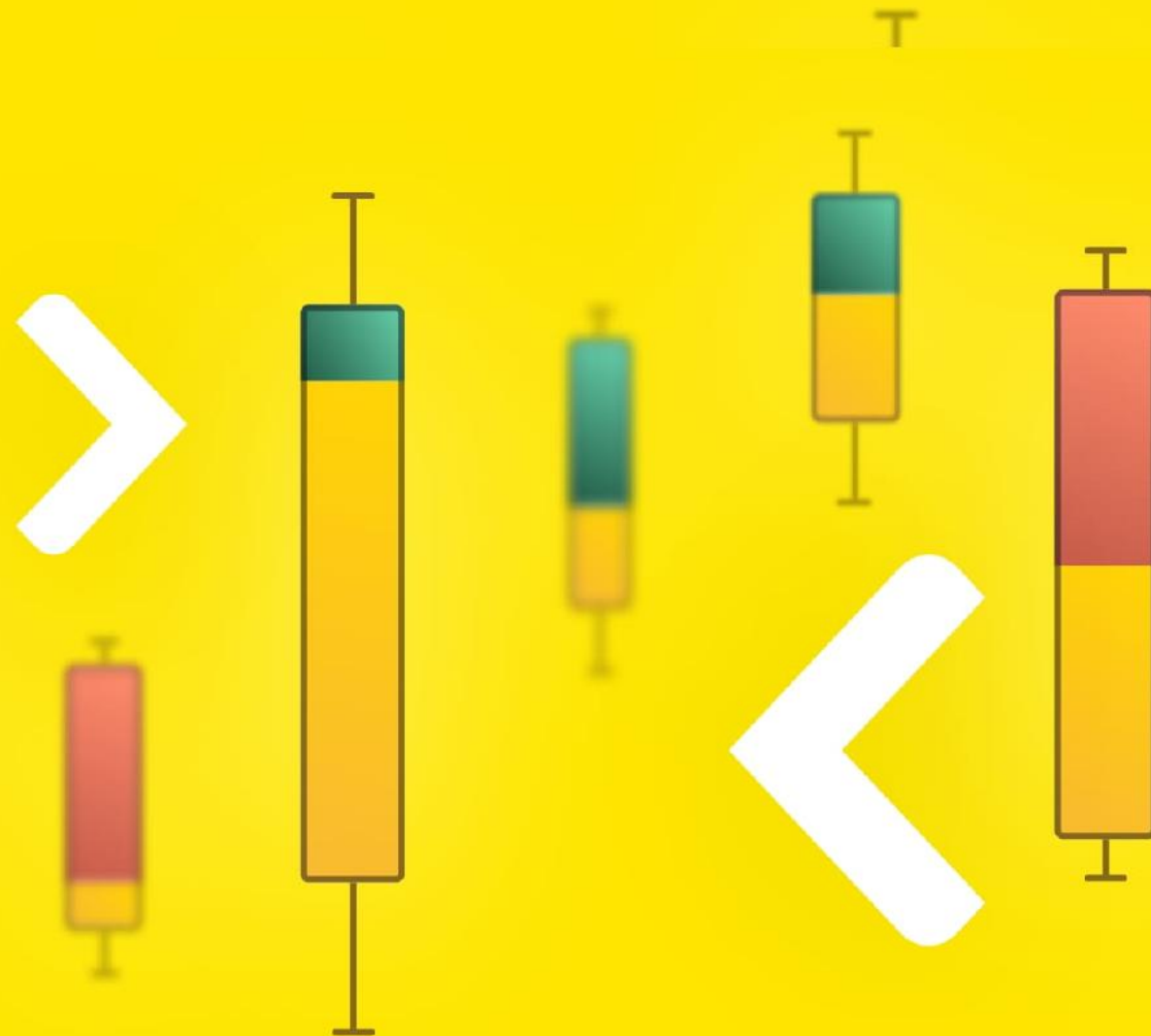
The screenshot shows the English version of the Raiffeisen Research website. The header includes the Raiffeisen Research logo, a search bar, and navigation links: Forecasts, Newsflow & Strategy, Central Banks & Economics, Markets & FX, and Sectors & ESG. A yellow banner at the top reads "Spotlight" and "News & Events". Below the banner, a section titled "Recent Research" is visible. The main content area features several article cards: "Hot Topic: Trump vs US Supreme Court = Winner China", "Weekly Macro Watch: Rising tensions", "Fed Insights: Business As Usual or Trumvirate Trump-Bessent-Warsh?", "Vienna Calling - Fixed Income Daily (EN)", "Ukraine Weekly: Weekly update - economy in war (week 207)", "Equity Market Outlook", and "Weekly Macro Watch: Rising tensions".

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/>