

Svět v pohybu *příležitost nebo hrozba pro ekonomiku?*

Economic Research, Raiffeisenbank

Confidential and proprietary

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

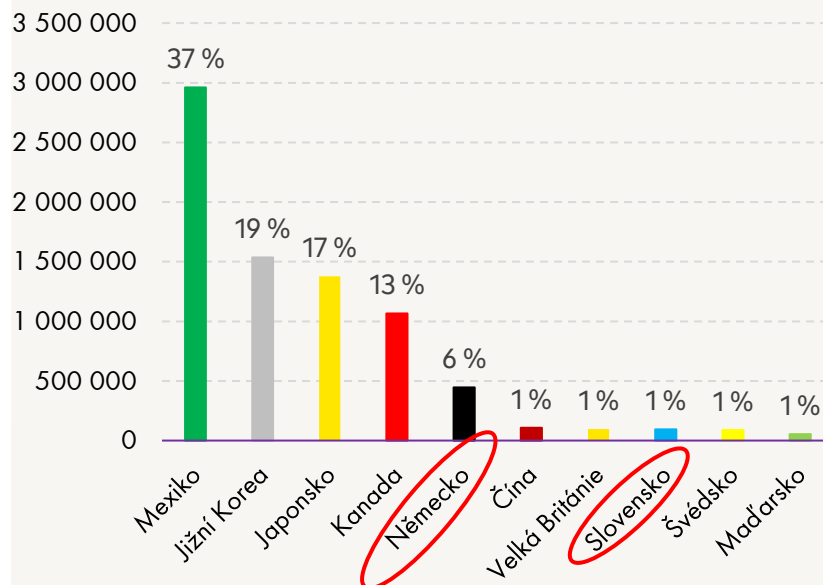
Svět je na prahu globální obchodní války

	2024	2025f	2026f
Eurozóna	0,8 →	1,2 →	1,7 ↑
Německo*	-0,2 ↓	0,2 ↓	1,1 ↑
Česko	1,0 ↑	1,6 ↓	2,0 ↓
Slovensko	2,1 ↓	1,9 →	2,5 →
Polsko	2,9 ↓	3,5 →	3,4 ↓
Maďarsko	0,6 ↓	2,5 →	3,0 →
USA*	2,8 ↑	2,0 ↓	1,9 ↓

* Odhad na základě mediánu agentury Bloomberg; zbytek = prognóza RB/RBI

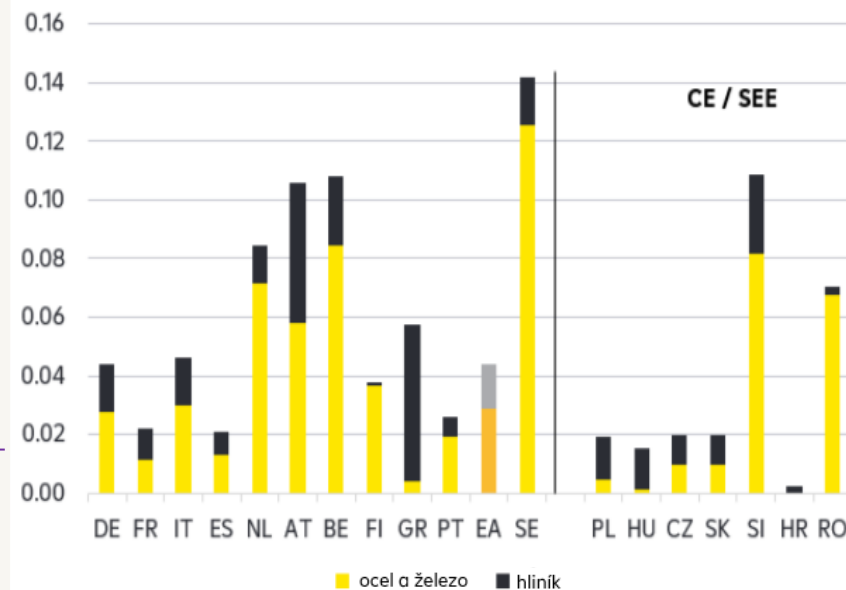
Nůžky mezi Evropou a USA se můžou uzavřít

Před pár měsíci těžko uvěřitelný scénář se může stát realitou. V příštím roce by mohla evropská ekonomika růst podobným tempem jako USA. Vyšší výdaje na obranu a fiskální stimul z Německa by měly podpořit růst v Evropě. Oproti tomu americká ekonomika začíná zpomalovat.



Podíl dovozu automobilů do USA

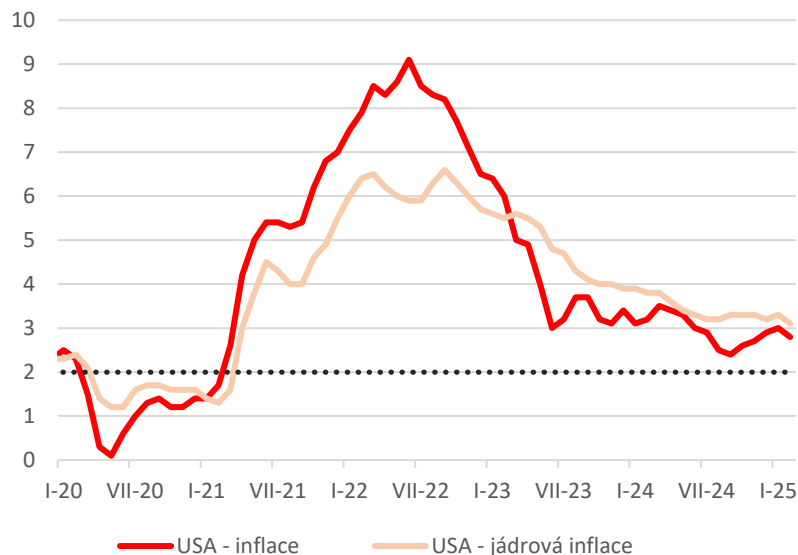
Zavedené 25% clo nad stávající úroveň na dovoz automobilů vyrobených mimo USA zasáhne zejména Mexiko. Zásadní dopad ovšem bude mít i na Německo či Slovensko, a tím nepřímo i na českou ekonomiku.



Export oceli/železa a hliníku do USA v % HDP

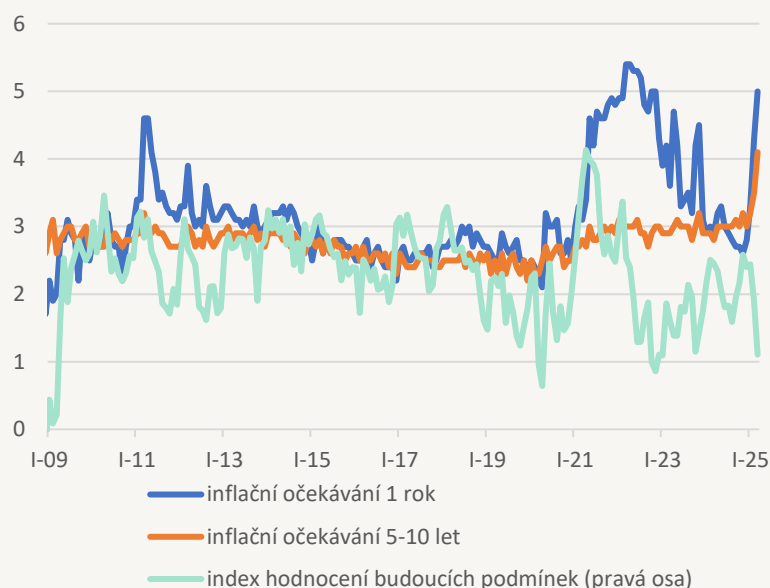
Na rozdíl od cel na automobily by cla na ocel/železo a hliník neměla být tak bolestivá. Rizikem je ovšem zejména zaplavení Evropy čínskou ocelí, která by jinak putovala na americký trh. EU by pak pravděpodobně reagovala ochrannými opatřeními.

Fed v ošemetné situaci – kterou cestu zvolí?



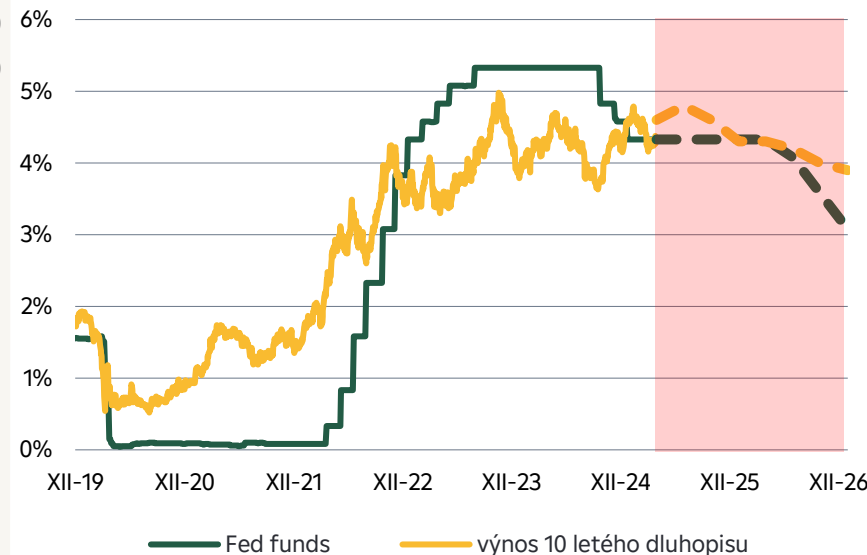
Dezinflační proces se zastavil

Inflaci se v USA dosud nepodařilo zkrotit a do inflačního ohně navíc přilévá olej Donald Trump. Dosažení 2% cíle se tak dále odsouvá v čase a nyní se odhaduje, že bude dosažen nejdříve v roce 2027.



Inflační očekávání na vzestupu

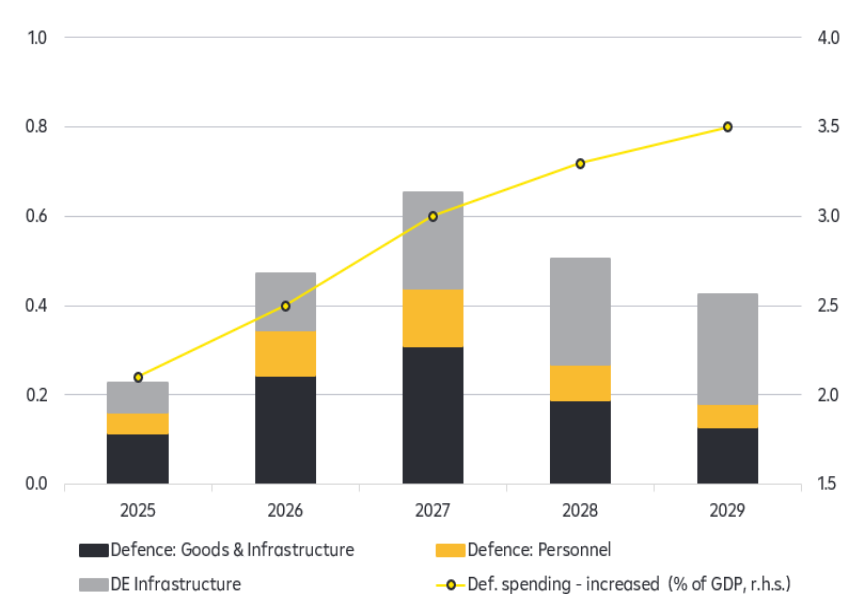
Důsledků hospodářské politiky Donalda Trumpa v oblasti obchodní politiky se začínají spotřebitelé čím dál více obávat. Inflační očekávání na dlouhodobém horizontu se zvýšila na nejvyšší úrovni za desítky let.



Fed a jeho dilema

Stále zvýšená inflace a silná inflační rizika na jedné straně a na druhé mírně zpomalující ekonomika a ochlazující trh práce. Další přístup bude odvislý od příchozích dat. Naše prognóza očekává stabilitu sazeb po celý letošní rok a obnovení cyklu uvolňování měnové politiky nastane až s novým guvernérem.

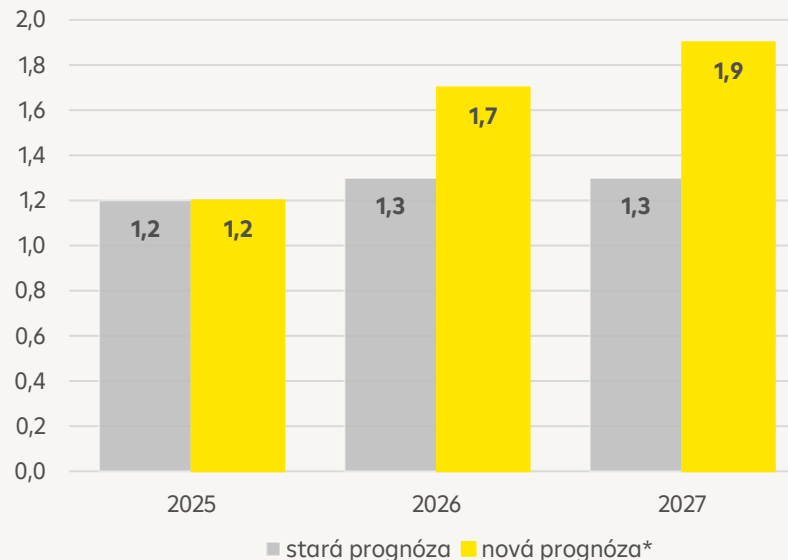
Německá otočka o 180° má potenciál nakopnout evropskou ekonomiku



V Německu padla dluhová brzda

Německo hodlá investovat v rámci speciálního fondu až 500 mld. eur v následujících 12 letech zejména do infrastruktury a obrany. Tento fiskální impuls může pomoci zejména v posledních letech skomírajícímu německému průmyslu, ale i celé eurozóně (viz graf vlivu německé rozpočtové bazuky na HDP eurozóny)

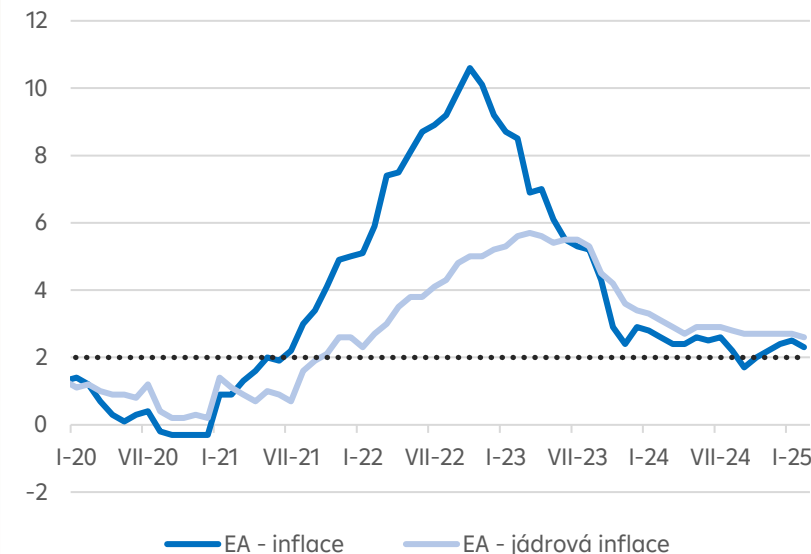
Svět v pohybu – příležitost nebo hrozba pro ekonomiku?



*Bez efektu 25% cla na dovoz automobilů nad stávající úroveň

Reinkarnace Evropy na obzoru?

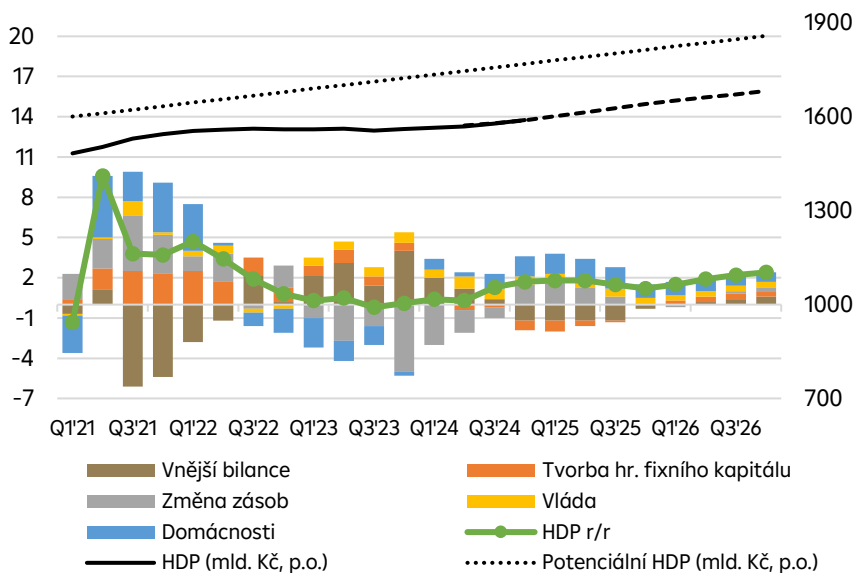
Bez celní války by Evropa těžila z postupného oživení. Německo v lepším případě čeká letos stagnace. Dopady fiskální bazuky (pozitivní poptávkový impuls) se projeví nejdříve až v roce 2026, z čehož bude profitovat i celá Evropa. Celosvětová obchodní válka (negativní nabídkový šok) na druhé straně sráží potenciál růstu a to o desetiny procentních bodů.



2% inflační cíl na dosah ruky

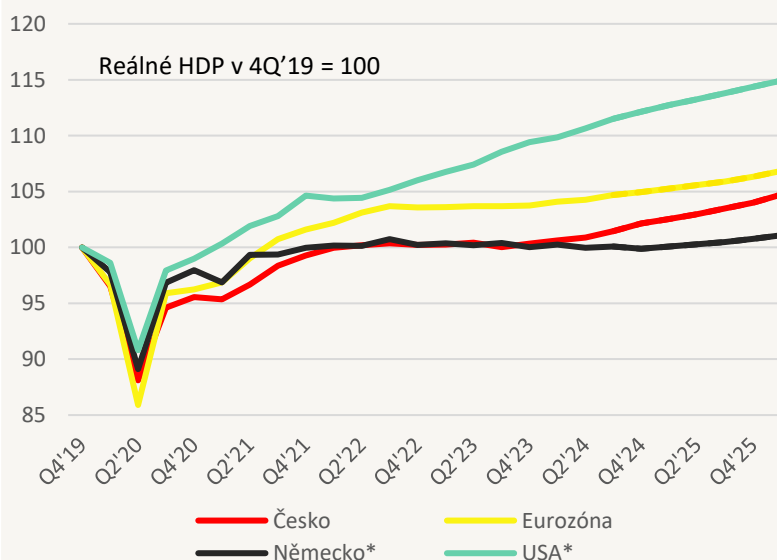
Ve druhé polovině letošního roku by měla inflace klesnout až na 2 % i přes stále zvýšený růst cen ve službách. Nicméně i v této oblasti by měl ač velmi pomalu deflazní proces pokračovat. To umožní ECB ještě mírně uvolnit měnovou politiku. Stagflace stejně jako deflace jsou rizikovým scénářem.

Česká ekonomika musí i letos spolehnout na domácí poptávku



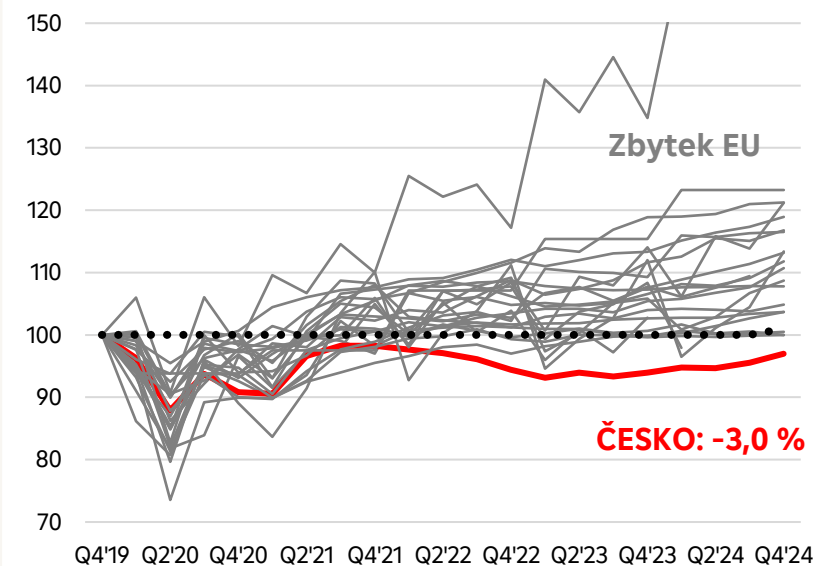
Domácí poptávka zajistí růst

Ekonomika vzroste v letošním roce díky vyšší domácí poptávce. Trend rostoucí spotřeby domácností bude pokračovat a rovněž vláda podpoří ekonomiku skrze vyšší výdaje i investice, přičemž v tomto ohledu bude hrát pozitivní roli čerpání peněz z EU fondů.



Odras ode dna pokračuje, ale pomalu

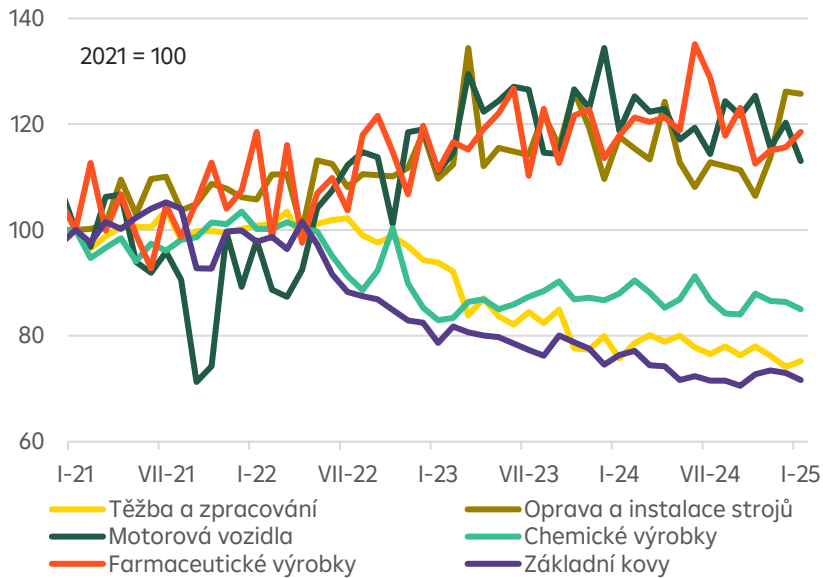
Česká ekonomika sice pomalu, ale jistě roste. Navzdory všem (především vnějším) překážkám, kterým bude čelit i v letošním roce, by se tento trend neměl měnit. Stagnující zahraniční poptávka ovšem potlačuje náš potenciál, klíčem je hledat nové perspektivní trhy.



Spotřeba klíčovým faktorem

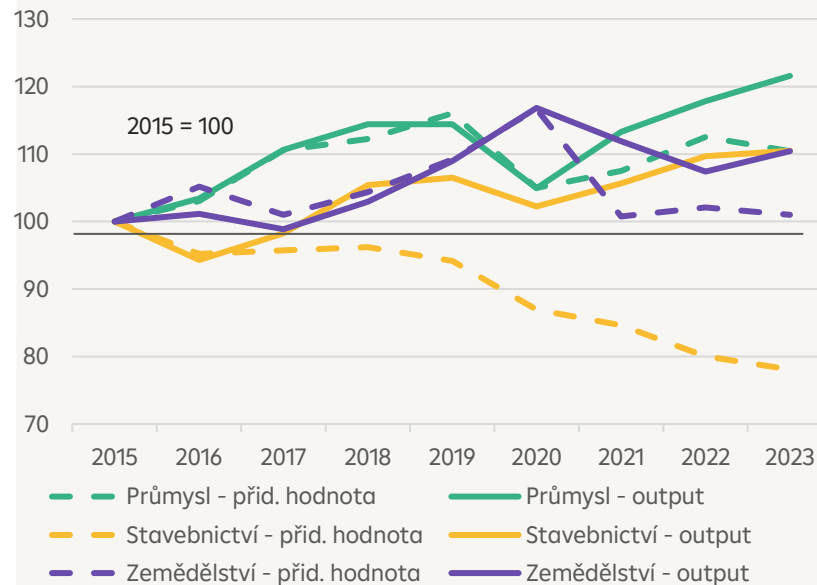
Pokud nebudeme vytvářet „blbou náladu“ ve společnosti a nevyrobíme si krizi sami, spotřeba domácností by se dále měla zvyšovat, a to zejména díky pokračujícímu růstu reálných mezd a stále vysokému objemu dříve nahromaděných úspor.

Investice do obrany příležitostí pro tuzemský průmysl i celou ekonomiku



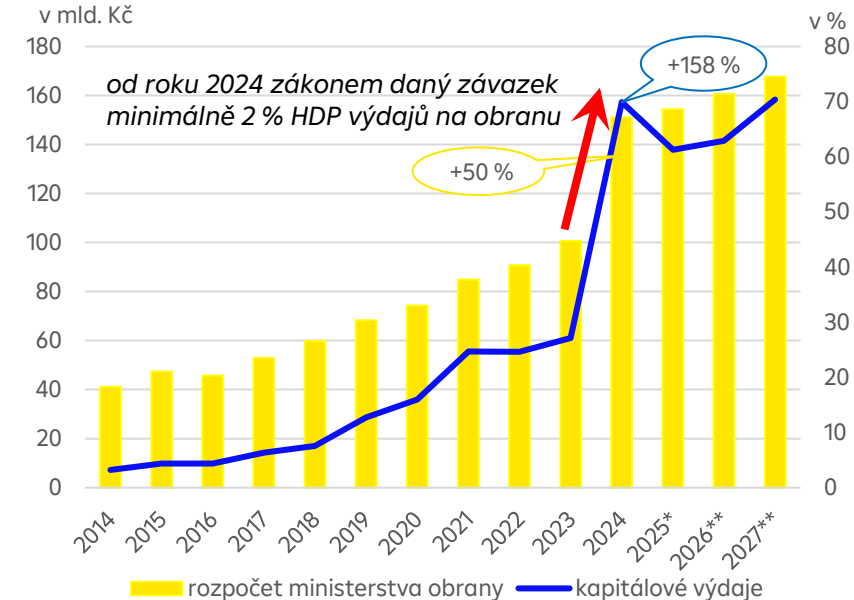
Rozdílný vývoj v průmyslu

Zejména energeticky náročná odvětví trápí nárůst cen energií a nízká poptávka. Letos předpokládáme pouze slabý růst průmyslové produkce o 0,6 %, v roce 2026 by pak průmysl měl těžit z vyšší poptávky z Německa.



Přidaná hodnota nedostatkovým zbožím

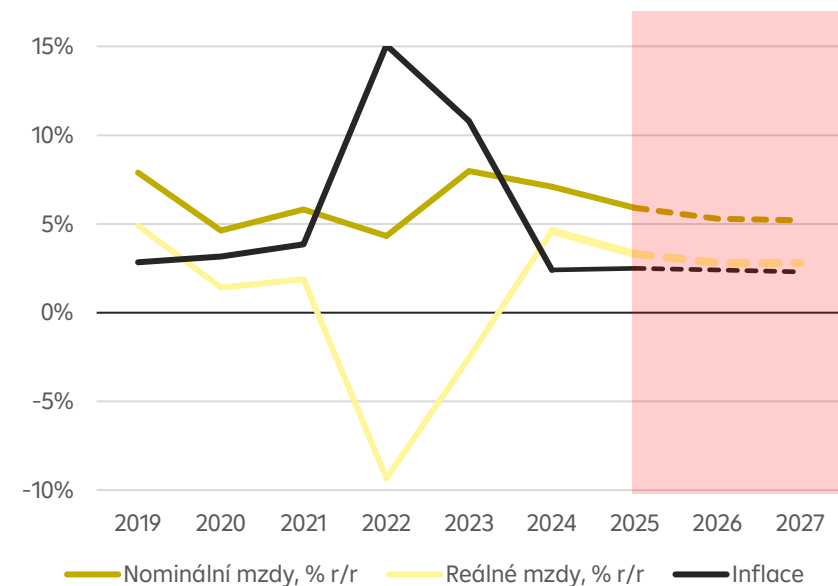
Model růstu české ekonomiky se vyčerpává. Řešením jsou investice, výzkum, vývoj a inovace. Je třeba přejít ze subdodavatele na ekonomiku, která se dostane ke koncovému zákazníkovi, kde se kumuluje největší část přidané hodnoty.



Bezpečnost na prvním místě – v EU i ČR

Evropa se po nástupu Donalda Trumpa probudila do nové reality. O svou bezpečnost se musí postarat sama. Evropa tuto novou realitu začíná reflektovat, což může zároveň vytvářet nové ekonomické příležitosti. V případě postupného růstu výdajů na obranu o 0,2pb ročně ke 3 % HDP, výdaje přes 210 mld v roce 2027.

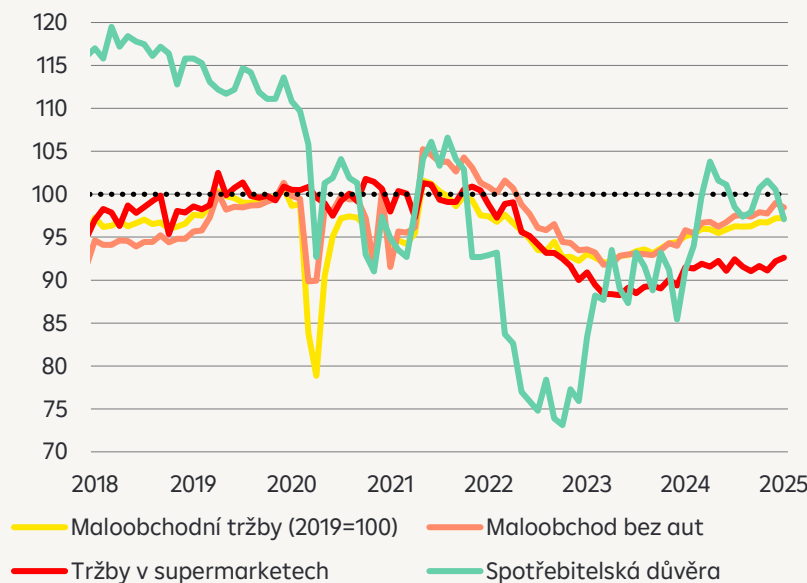
Nerovnoměrné oživení v maloobchodním sektoru



Solidní růst mezd bude pokračovat

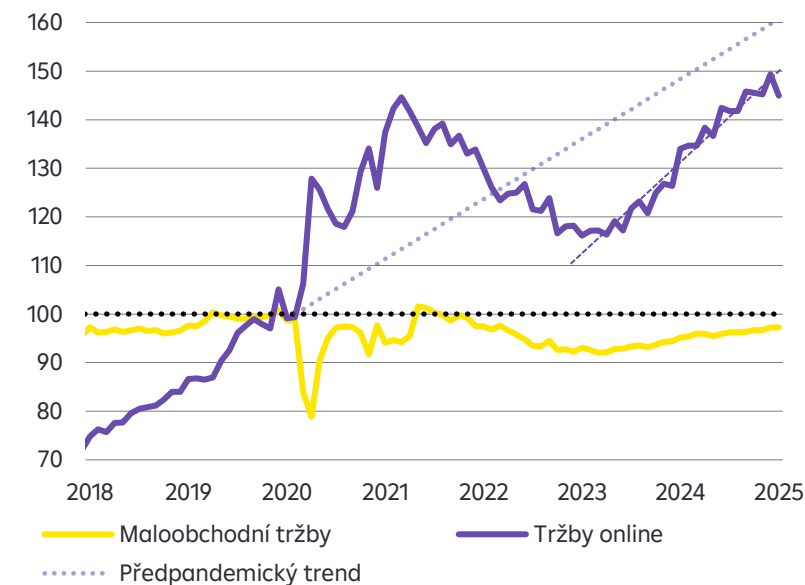
Kupní síla Čechů, která utrpěla během let 2022-2023, znovu roste a na přelomu let 2025/2026 dosáhne předcovidové úrovně. V tomto roce očekáváme, že nominální mzdy porostou o necelých 6 %, a v příštím roce tempo jen mírně zpomalí. Napjatý trh práce v tomto ohledu bude dále hrát do karet zaměstnanců.

Svět v pohybu – příležitost nebo hrozba pro ekonomiku?



Důvěra klíčovým determinantem

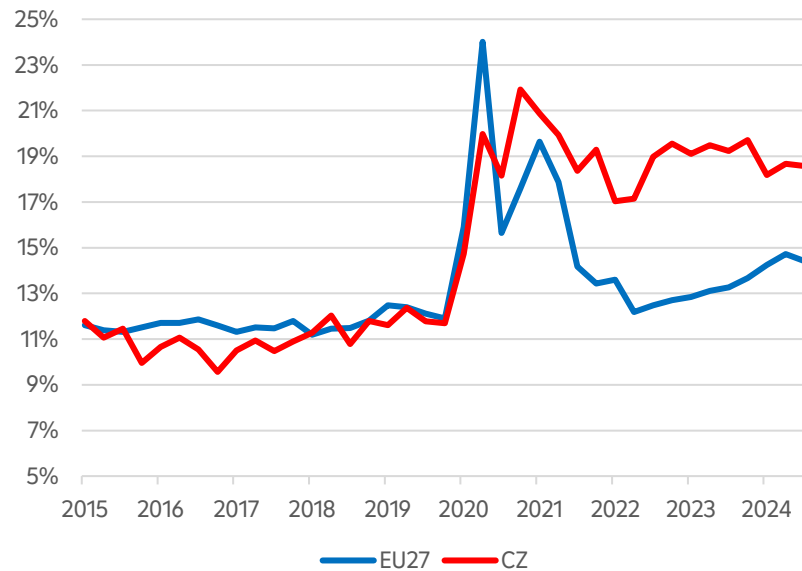
V letošním roce očekáváme růst maloobchodních tržeb bez prodejů aut o necelá 4 %. Rizikem je, že na spotřebitele dolehne negativní nálada z celosvětového dění a ti se zase uchýlí ve zvýšené míře k úsporám.



Trhu vládne prodej přes internet a zásilky

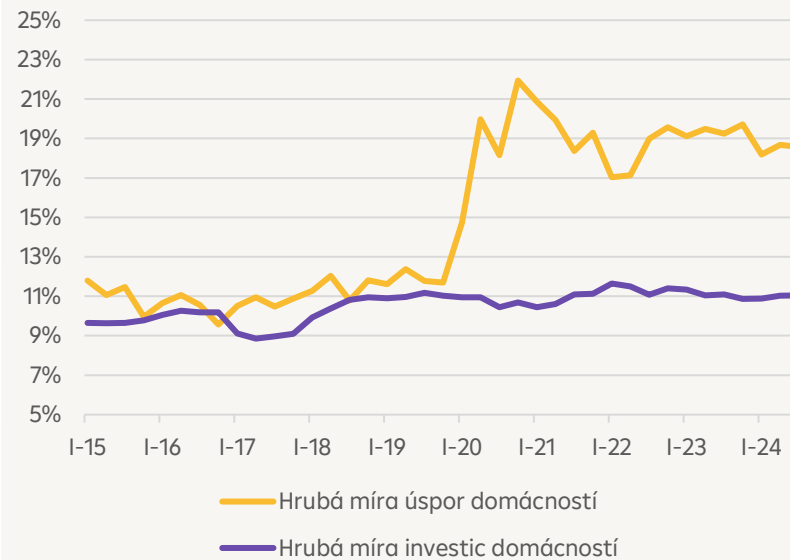
Prodeje přes internet se zvýšily, maloobchodu dominovaly zásilkové služby a prodeje mimo prodejny. Zásilkový obchod měl nejvyšší podíl na růstu maloobchodních tržeb. Dvouciferné tempo z loňského roku se ale těžko udrží.

Neexistence jednotného kapitálového trhu brání správné alokaci zdrojů



Opatrnostní motiv nezmizel

Zvýšená geopolitická nejistota v kombinaci s mírným nárůstem nezaměstnanosti drží domácnosti v pozoru. Češi si tak ponechávají bezpečnostní polštář na horší časy.

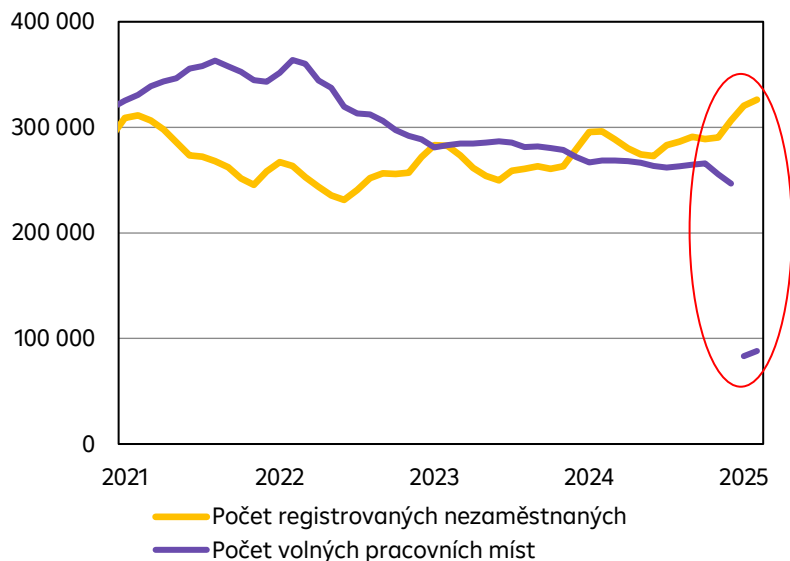


Investice pokulhávají – a v ČR výrazně

Tzv. 28. právní režim (jednotný trh), který EU připravuje, by mohl pomoci rozhybat zamrznutý kapitálový trh v Evropě, přičemž právě ten byl jeden z faktorů zaostávání za Spojenými státy americkými. Pokud se toto podaří napravit, potenciál Evropy se zvýší.

	CZ	EU27	AUT
Hotovost a vklady	42 %	31 %	39 %
Majetkové podíly a účasti	33 %	22 %	24 %
Podílové fondy	11 %	9 %	11 %
Životní a neživotní pojištění	3 %	14 %	8 %
Dluhopisy	2,6 %	2,5 %	3,4 %
Kótované akcie	2,5 %	5 %	5 %
Penzijní fondy	5 %	14 %	8 %
Ostatní finanční aktiva	2%	3 %	2 %

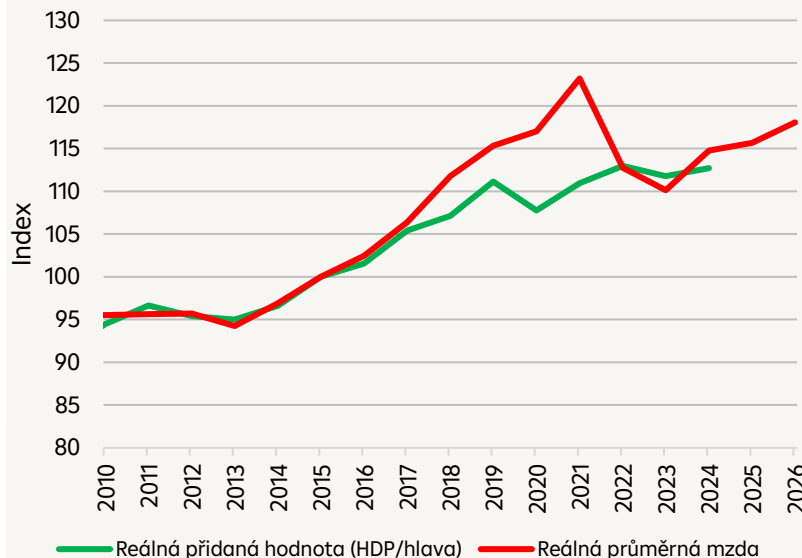
I přes předchozí stagnaci české ekonomiky trh práce zůstává robustní



Nová metodika výpočtu volných prac. míst

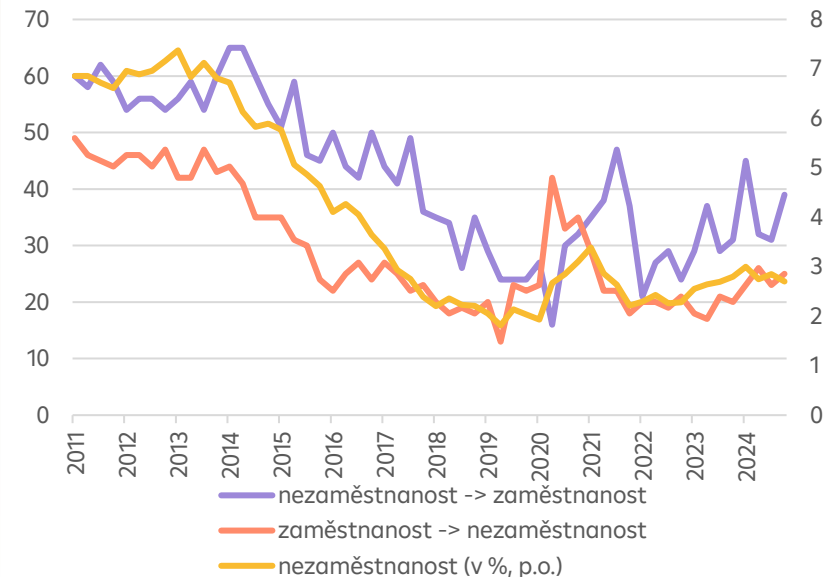
Rok 2025 přinesl nové (reálnější) údaje o počtu volných pracovních míst. Zavedla se maximální 6měsíční lhůta pro evidenci volného pracovního místa, které je vedeno v evidenci úřadů práce. Po uplynutí této lhůty je z evidence nyní vyřazeno. Počet nezaměstnaných začal mírně růst nad úroveň běžné sezónnosti.

Svět v pohybu – příležitost nebo hrozba pro ekonomiku?



Reálná mzda zatím zaostává za r. 2019

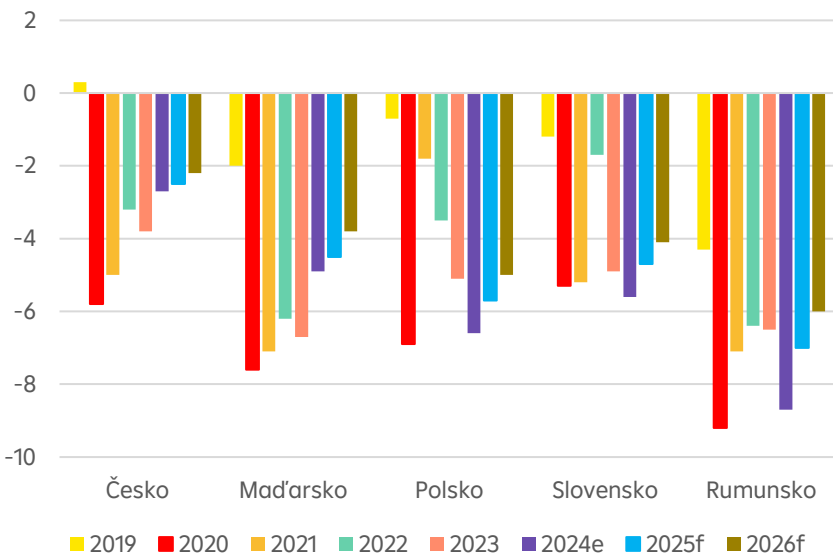
Reálná přidaná hodnota zůstává na podobné úrovni. V případě reálné průměrné mzdy očekáváme její další růst, protože inflace zůstane pod 3 % a tempo nominálních mezd podle nás dosáhne necelých 6 %. Ta však ani letos nepřekoná úroveň z roku 2019.



Nezaměstnanost se zezdola blíží přirozené míře

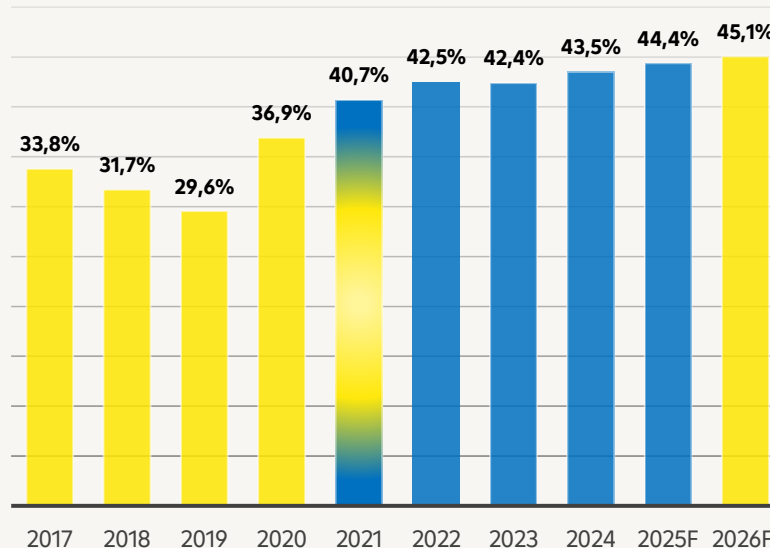
Letos očekáváme nárůst průměrné registrované míry nezaměstnanosti na 4,2 % a v příštím roce mírný pokles na 4,1 %. Z Německa by měly přijít zakázky v souvislosti s plánovanými investicemi a vyššími rozpočtovými výdaji vč. obrany.

Nové rozpočtové priority = nové výzvy pro veřejné rozpočty



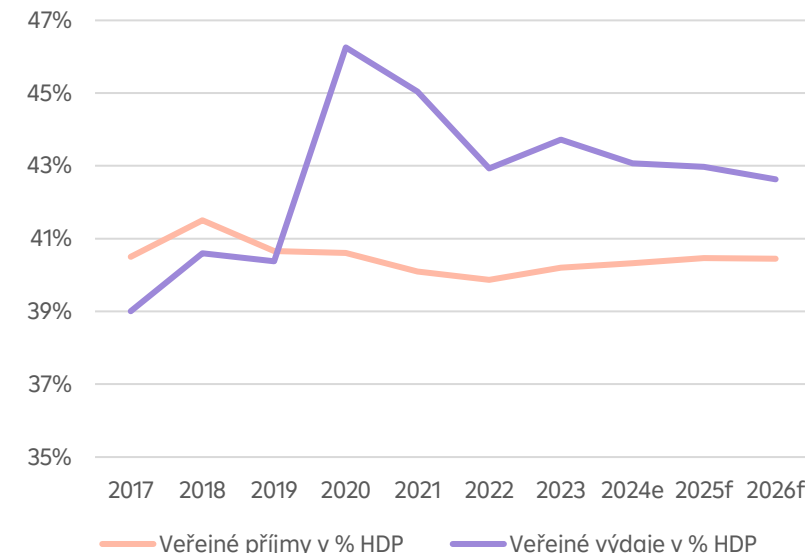
Deficit pod 3 % HDP

Česká republika začala plnit Maastrichtské kritérium o deficitu veřejných financí. O tom si další státy střední a východní Evropy mohou nechat jen zdát. Strukturální schodek stále ale nad 2 % HDP a k tomu přibývají výdajové priority (obrana).



Dluh se usadí okolo 44-45 % HDP

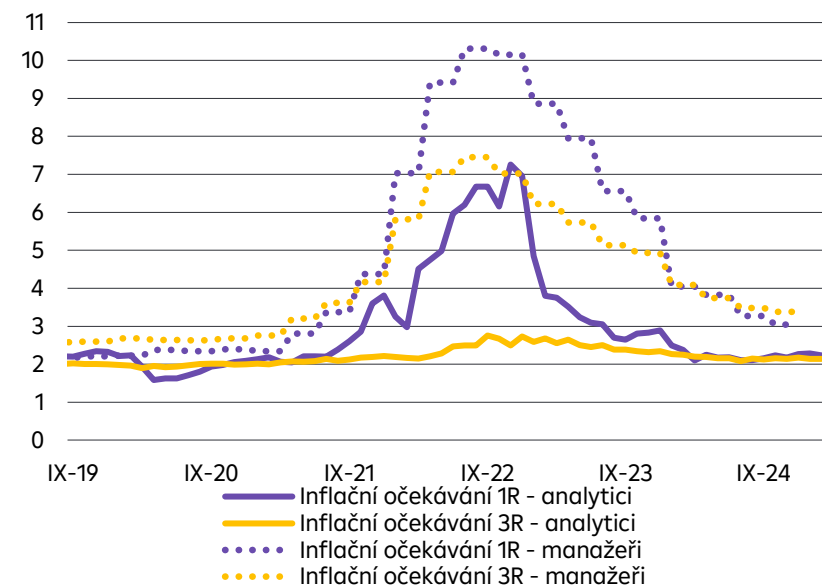
Nutné vyšší výdaje na obranu by neměly jít pouze na vrub vyššího dluhu, ale i strukturálních změn a úspor. Zároveň pomůže rostoucí výkon tuzemské ekonomiky. Očekáváme stabilizaci dluhu v dalších letech v rozmezí 44-45 % HDP i přesto, že náklady na dluh překročí hranici 100 mld už příští rok.



Nůžky mezi příjmy a výdaji se neuzavírají

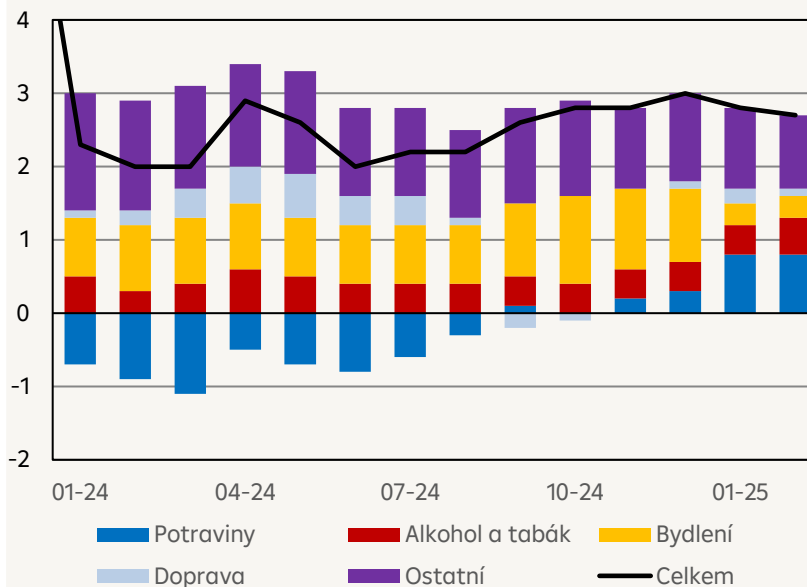
Mandatorní a kvazi-mandatorní výdaje tvoří více než 90 % výdajové strany rozpočtu. Prostor pro aktivní fiskální politiku se zmenšuje. Reformní úsilí musí pokračovat vč. revize českého daňového systému.

Dlouhodobě udržitelných 2 % se nedočkáme ani letos



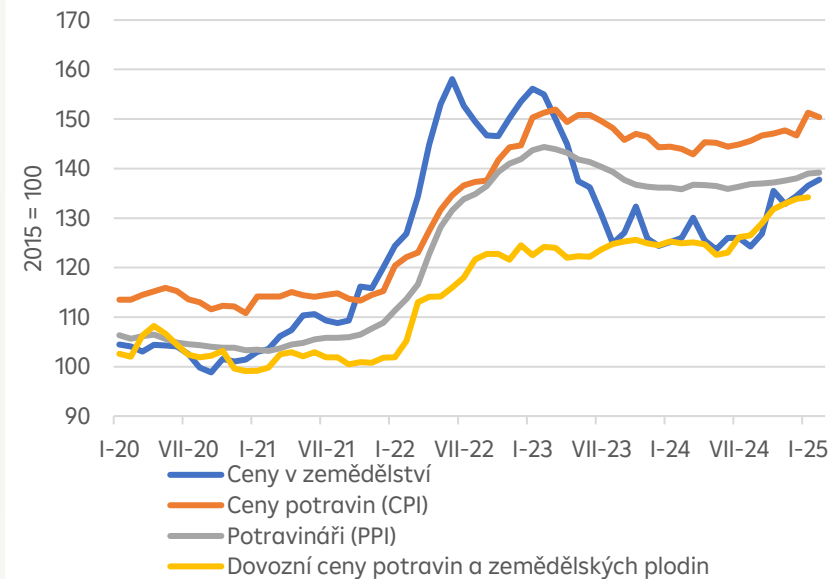
Infační očekávání na cestě ke 2 %

Ačkoli se infační očekávání mezi manažery pohybují okolo 3 %, zdá se, že pomalu a postupně směřují tam, kam by si přála ČNB. To je klíčový prvek pro její kredibilitu.



Jiná struktura, výsledek stejný

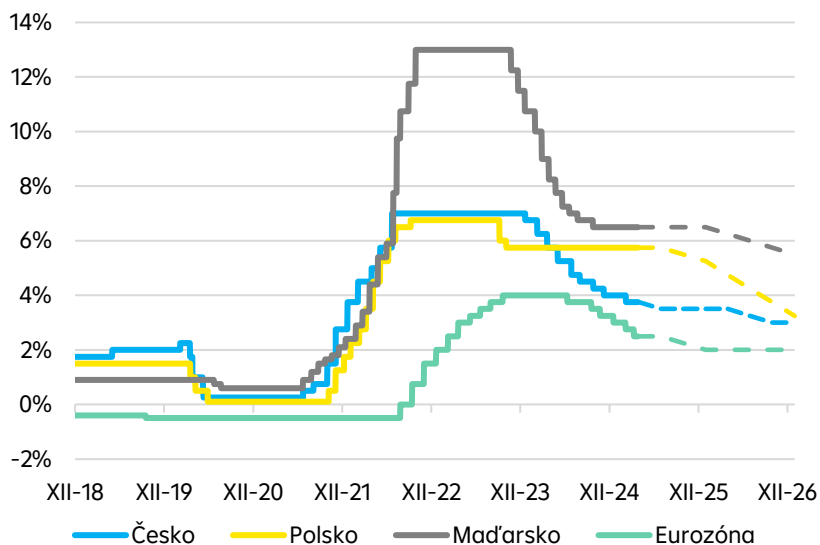
Po většinu loňského roku ceny potravin klesaly, letos naopak jsou hlavním faktorem, proč se inflace drží v blízkosti 3 %. Navíc tempo růstu cen ve službách nepolevuje. Naopak ceny energií konečně začaly klesat. Tato struktura bude platná i po zbytek roku.



Za potraviny si připlatíme

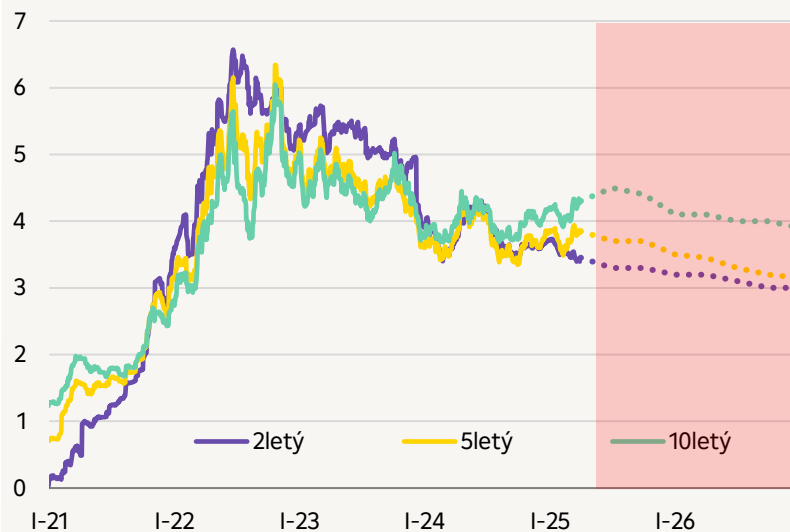
Rostoucí ceny na trzích, nepříznivé počasí, nižší úroda, nemoci či legislativní změny (např. zákaz klecového chovu slepic) – to jsou všechno faktory, proč ceny potravin letos budou růst. Zejména z tohoto důvodu se nedočkáme průměrných 2 % ani tento rok.

ČNB udělá už jen jeden krok dolů a pak si vezme na delší dobu pauzu



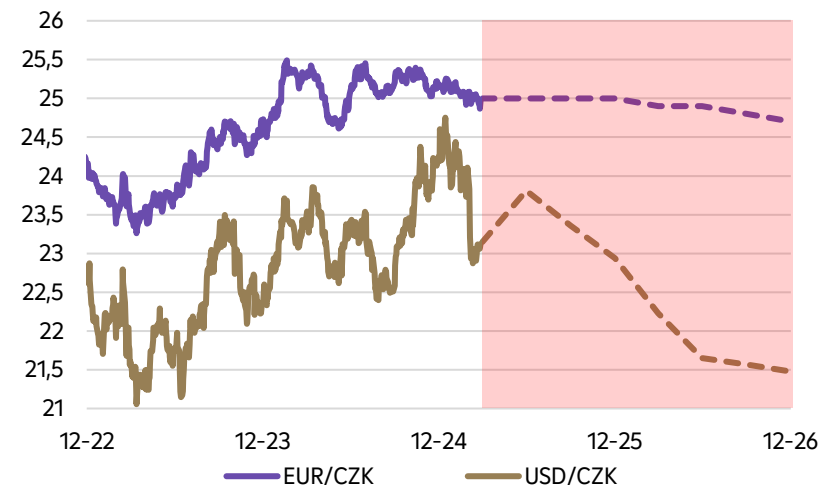
Základní úroková sazba se zastaví na 3,50 %

Cyklus uvolňování měnové politiky se chýlí ke konci. Bankovní rada hodnotí rizika jako proinflační a ve světle zvýšené geopolitické nejistoty očekáváme velmi opatrný přístup ze strany ČNB. Domníváme se proto, že se letos dočkáme už jen jednoho snížení sazeb, a to v květnu. V případě nepříznivého vývoje ekonomiky a následně i poklesu inflace by ČNB mohla uspišit pokles k rovnovážným 3 %.



Spread 2letého a 10letého se opět rozšířil

Nová rozpočtová priorita (= výdaje na obranu) velmi pravděpodobně vyústí v nutnost dalšího zadlužení. V reakci na to se začaly prodávat dluhopisy a výnosy napříč splatnostmi vzrostly. Nejen v ČR.

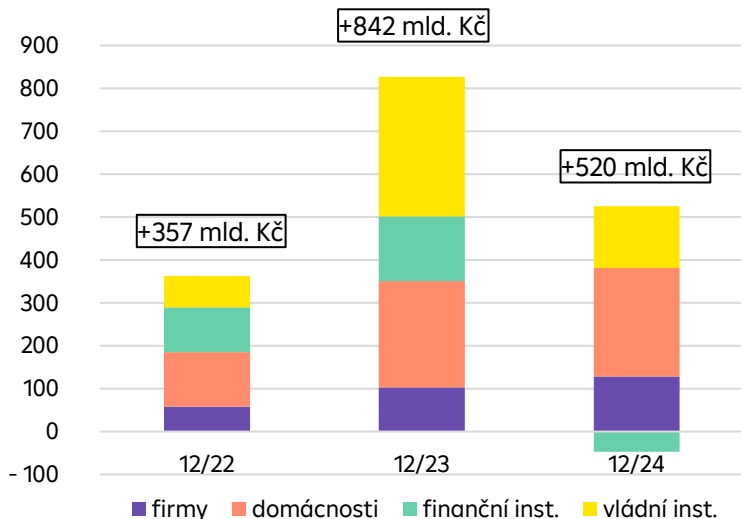


eop	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26
EUR/CZK	25,00	25,00	25,00	24,90	24,90
USD/CZK	23,81	23,36	22,94	22,23	21,65
EUR/USD	1,05	1,07	1,09	1,12	1,15

Koruna bude hledat směr

Ve prospěch koruny bude hrát příznivý úrokový diferenciál a možné (alespoň dočasné) příměří mezi Ukrajinou a Ruskem, ale tyto faktory budou dle nás zcela zastíněny hrozící celosvětovou obchodní válkou.

Struktura meziročního růstu vkladů (mld. Kč)

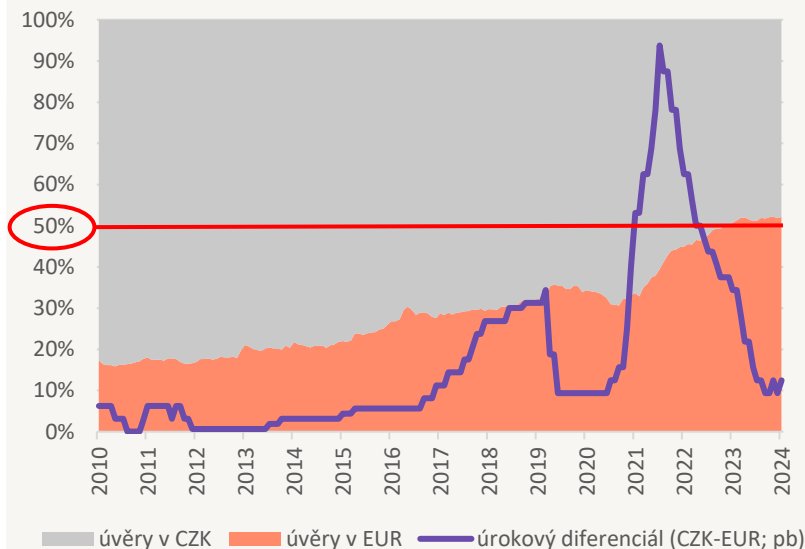


Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

Zpomalení tempa růstu vkladů pokračuje

- celkové vklady +7,8 % meziročně
- téměř 50 % přírůstku tvoří vklady domácností
- 98 % nárůstu ve vkladech na požádání

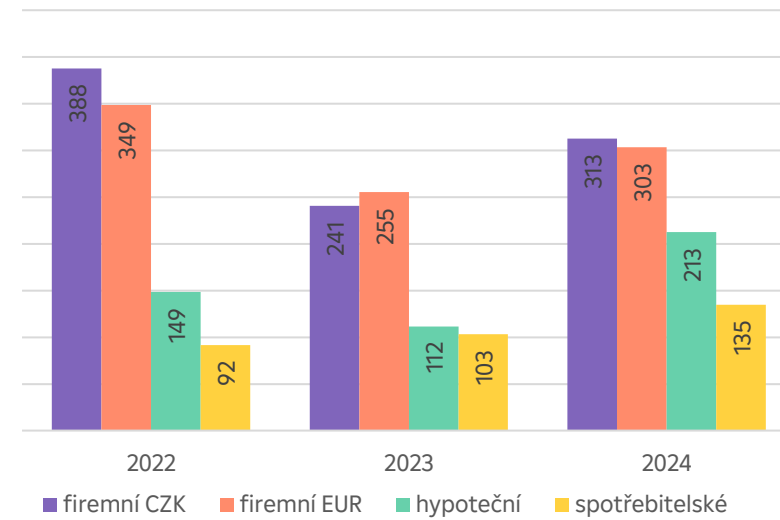
Firemní úvěry



Euroizace firemních úvěrů

- podíl EUR úvěrů dlouhodobě roste
- akcelerace tempa růstu v roce 2022
- podíl EUR úvěrů aktuálně na 52 %

Nové úvěry (mld. Kč)



Úvěrová aktivita akceleruje

- nové firemní úvěry v CZK a EUR v rovnováze
- hypotéky překonaly krizi
- spotřebitelské úvěry přepisují rekordy



Děkujeme
za pozornost.



RB publikace investice.rb.cz a přístup na Raiffeisen RESEARCH zde:



Raiffeisen RESEARCH je **divizí Raiffeisen Bank International AG**

Hlavní ekonom: **Gunter Deuber**

Více než **50 analytiků ve Vídni a 40 analytiků** ve 13 dalších zemích střední a východní Evropy

Regionální zaměření na **eurozónu, světové trhy a střední a východní Evropu**

Analýzy a predikce pro **ekonomiku, měny, trhy a alokaci aktiv**

Kontakt: Helena Horská

Vedoucí oddělení výzkumu pro Českou republiku

Email: helena.horska@rb.cz



**Připojte se na
www.raiffeisenresearch.com
pro přístup k nejnovějším
zprávám, predikcím a
doporučením!**



Raiffeisen RESEARCH kontakt: raiffeisen.research@rbinternational.com nebo +43 1 71707-1846

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: 31.03.2025

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