

Krátce z obsahu – „ochutnávka“

- Přetahovaná o tarify mezi Evropou a Trumpem pokračuje.
- Inflace eurozóny je téměř u inflačního cíle. ECB jde do finále.
- Americká ekonomika zpomalila, ale recesi nečekáme, (ne)uvalení cel však páchá škody.
- Duální mandát Fedu svazuje ruce.
- Vyšší útraty domácností drží českou ekonomiku nad vodou.
- Dílčí pozitivní signály přicházející z tuzemského průmyslu.
- Podíl nezaměstnaných osob se zvyšuje, nabídka pracovních míst se míjí s poptávkou.
- Inflaci ženou vzhůru ceny potravin a služeb.
- Bankovní rada ČNB sníží sazby až v roce 2026.
- Koruna posílí až v příštím roce.
- Přežije rozpočtová konsolidace podzimní parlamentní volby?
- Fiskální udržitelnost je nutné zachovat i ve střednědobém horizontu.
- Bankovní sektor – v hlavní roli retailový segment.

Makroekonomická predikce	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	2026f	2027f
HDP v běžných cenách, mld. Kč	5 828	6 308	7 050	7 619	8 011	8 359	8 679	9 039
Růst HDP, stálé ceny, r/r %	-5,3	4,0	2,9	0,1	1,0	1,6	1,8	2,4
HDP na hlavu (EUR)	20 589	23 419	26 782	29 226	29 263	30 675	32 106	33 848
Průmyslová výroba, r/r %	-7,0	6,5	2,1	-0,8	-1,0	0,9	2,4	3,0
Míra nezaměstnanosti MPSV	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,4	4,3	4,1
Růst průměrné nominální mzdy (v % r/r)	4,6	5,8	4,3	8,0	7,1	6,0	5,4	5,3
PPI, r/r %, průměr	0,1	7,2	24,3	5,3	0,0	1,8	2,4	2,4
CPI, r/r % průměr	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,3	2,4
CPI, r/r %, konec období	2,3	6,6	15,8	6,9	3,0	2,3	2,6	2,3
Saldo vládních financí, % HDP	-5,6	-5,0	-3,1	-3,8	-2,2	-2,3	-2,4	-2,2
Dluh sektoru vládních institucí, % HDP	36,9	40,7	42,5	42,5	43,6	44,3	45,3	45,9
Obchodní bilance, mld. Kč	180	-10	-205	123	226	199	205	231
Běžný účet, % HDP	1,8	-2,1	-4,7	-0,1	1,8	1,0	0,8	0,6
EUR/CZK, konec období	26,2	24,9	24,1	24,7	25,1	24,9	24,7	24,3
USD/CZK, konec období	21,4	22,0	22,6	22,4	23,7	21,3	20,9	20,6
2T Repo sazba ČNB, konec období	0,25	3,75	7,00	6,75	4,00	3,50	3,00	3,25
3M PRIBOR, konec období	0,36	4,08	7,26	6,77	3,92	3,45	3,25	3,30
2letý výnos, konec období	0,19	3,54	5,44	4,26	3,73	3,40	3,20	3,15
5letý výnos, konec období	0,80	3,16	5,21	3,72	3,86	3,60	3,30	3,30
10letý výnos, konec období	1,27	2,83	5,01	3,74	4,20	4,00	3,80	3,70

Zdroj: Raiffeisenbank, ČSÚ, ČNB, MPSV

Reálný HDP (průměr, v % r/r)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	2,9	3,3	3,2	3,2
Maďarsko	0,5	1,0	2,7	2,4
ČR	1,0	1,6	2,0	2,4
Slovensko	2,1	1,6	1,9	1,9
SE	1,6	1,9	2,5	2,5
Rumunsko	0,8	1,0	2,0	2,5
Bulharsko	2,8	2,8	2,8	3,0
Chorvatsko	3,9	2,9	2,6	2,5
Srbsko	3,9	2,8	3,5	4,0
Bosna a Her.	2,5	2,7	3,2	3,5
Albánie	4,0	4,1	3,8	4,0
Kosovo	4,4	4,2	3,9	4,0
JVE	3,2	2,9	3,1	3,4
Rusko	4,3	0,9	0,9	0,9
Ukrajina	2,9	3,8	4,5	5,5
SNS	3,6	2,4	2,7	3,2
eurozóna	0,9	1,0	1,5	1,9

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Spotřebitelské ceny (průměr, v % r/r)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	3,6	4,0	3,1	2,7
Maďarsko	3,7	4,5	3,8	3,3
ČR	2,4	2,5	2,3	2,4
Slovensko	2,8	4,0	3,0	2,8
SE	3,1	3,8	3,0	2,8
Rumunsko	5,6	5,3	4,4	3,3
Bulharsko	2,4	3,8	2,9	2,8
Chorvatsko	3,0	2,9	2,0	2,0
Srbsko	4,7	3,8	3,3	2,8
Bosna a Her.	1,7	3,0	2,3	2,0
Albánie	2,2	2,4	3,0	3,2
Kosovo	1,6	2,6	2,2	2,0
JVE	3,0	3,4	2,9	2,6
Rusko	8,5	8,9	5,6	4,2
Ukrajina	6,5	11,7	6,8	5,0
SNS	7,4	10,3	6,2	4,6
eurozóna	2,4	2,3	1,7	1,8

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

EUR/Národní měna (průměr)

země	2024	2025f	2026f	2027f
Polsko	4,31	4,27	4,24	4,25
Maďarsko	395	410	425	435
ČR	25,1	25,0	24,8	24,5
Rumunsko	4,97	5,08	5,25	5,33
Bulharsko	1,96	1,96	1,96	1,96
Srbsko	117,1	117,2	117,3	117,3
Bosna a Her.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albánie	100,7	98,4	97,9	97,4
Rusko	100,1	99,5	115	119,2
Ukrajina	43,5	47,7	54,9	57,5
USA	1,08	1,11	1,19	1,18
Švýcarsko	0,95	0,95	0,97	0,98

Zdroj: Raiffeisen RESEARCH

Základní úroková sazba centrálních bank (% eop)

země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,25	5,25	5,00	4,50
Maďarsko	6,50	6,50	6,50	6,50
ČR	3,50	3,50	3,50	3,50
Rumunsko	6,50	6,50	6,50	6,50
Rusko	20,00	20,00	19,00	16,00
Eurozóna	2,15	2,15	1,90	1,90
USA	4,50	4,50	4,50	4,25

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M sazba peněžního trhu (% eop)

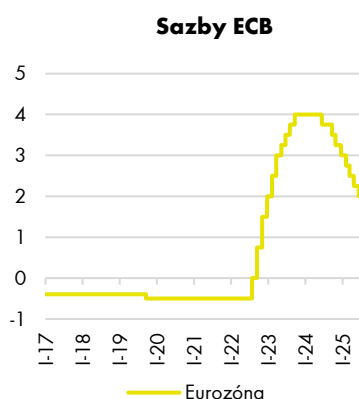
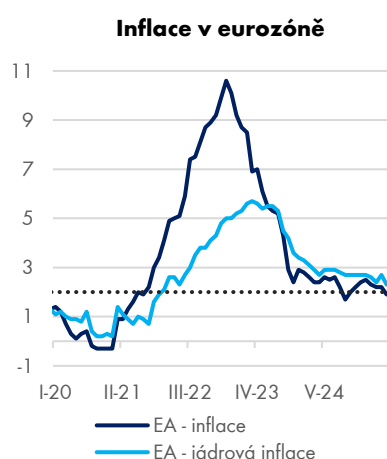
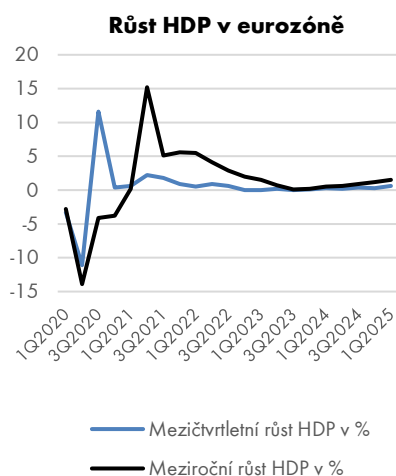
země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,21	X	X	X
Maďarsko	6,50	6,40	6,40	6,40
ČR	3,52	3,50	3,45	3,45
Rumunsko	7,09	6,90	6,70	6,50
Rusko	21,34	20,40	18,60	16,30
Eurozóna	2,03	2,00	1,80	1,80
USA	4,31	4,25	4,20	4,00

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10letý výnos státního dluhopisu (% eop)

země	aktuální	Q2-25	Q3-25	Q4-25
Polsko	5,61	5,40	5,20	5,00
Maďarsko	7,13	6,65	6,70	6,70
ČR	4,31	4,30	4,20	4,10
Rumunsko	7,34	7,39	7,32	7,25
Rusko	15,14	14,80	14,09	13,41
Eurozóna	2,51	2,45	2,45	2,50
USA	4,35	4,40	4,30	4,20

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH



Vnější prostředí

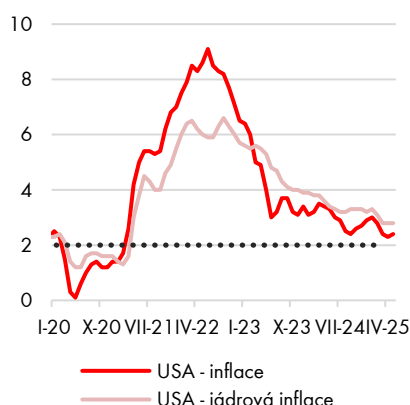
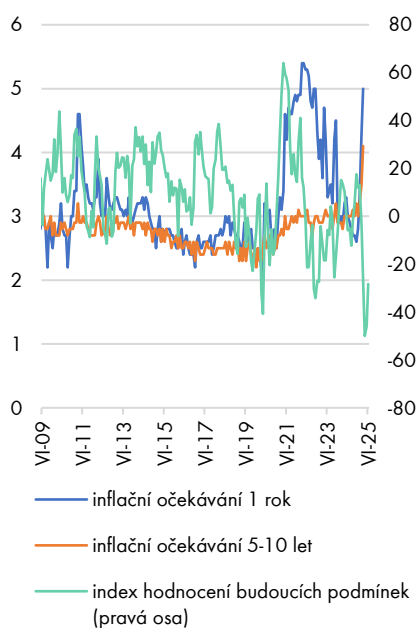
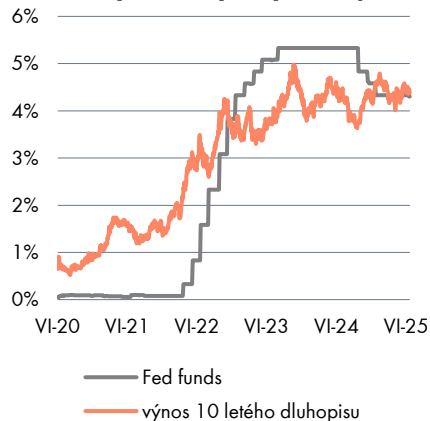
Evropa mezi mlýnskými kameny

Na jedné straně se snaží Evropská komise **vyjednat pro členské státy co nejvýhodnější podmínky pro dovoz do USA, na druhé straně ji** (po nedávné energetické krizi) **mohou záhy ochromit zvyšující se ceny ropy v souvislosti s Izraelsko-iránským konfliktem.** Jeho dopad na ceny ropy byl zatím relativně omezený (nárůst k 78 USD/barel), ale další vývoj bude mimo jiné záviset na tom, zda se válka nerozšíří dále do regionu, nebo zda se do něj nezapojí velcí globální hráči (včetně USA). V takovém případě by se Írán mohl pokusit zablokovat Hormuzský průliv, přes který proudí obrovské množství energií (ropa a zemní plyn z Íránu, Kuvajtu, Kataru či Ománu), a v nejhorším možném scénáři by Írán mohl osířelovat ropná pole, která jsou v jeho dosahu (včetně Saudské Arábie). Zároveň by Írán pravděpodobně omezil vývoz svého černého zlata (1,5 % světových zásob), což by mohlo vyústit až v potenciální nárůst ke 120 USD/barel. Spíše ale předpokládáme, že k další eskalaci nedojde a cena ropy by se tak mohla pohybovat okolo současné úrovně (cca 80 USD/barel). Pokud by však nastal zmíněný negativní scénář, představovalo by to pro některé členské státy EU výrazný problém v podobě zvýšené inflace, vyšších cen výrobců, zhoršení bilance zahraničního obchodu a také oslabení domácí měny. Dále jsou do 9. července pozastavena reciproční cla na evropské zboží, u kterých Donald Trump během května vyhrožoval, že je zvýší z 20 % na 50 %. Cla na automotive ve výši 25 % jsou stále v platnosti, cla na ocel a hliník se zvýšila na 50 % a na veškeré zboží, které plyne z EU do USA platí v současné době 10% clo. Nejistota spojená s vývojem zahraničního obchodu je vysoká. Další odklad rozhodnutí o clech, a tudíž přetrvávající nejistotu, nelze zcela vyloučit.

Finální odhad HDP eurozóny za 1Q 2025 předčil všechna očekávání a meziročně se zvýšil o 1,5 % a mezičtvrtletně o 0,6 %. To byl silný výsledek, který byl ale do značné části způsoben efektem předzásobením z důvodu možného uvalení amerických cel. Ekonomiku eurozóny vždy nejvíce zajímá, jak je na tom největší hráč, kterým je Německo. Fiskální balíček ve výši 500 mld. eur by měl pomoci investovat v následujících 12 letech do infrastruktury, obrany a do zelené transformace. Avšak v letošním roce se do růstu HDP Německa ještě nepropíše. Průmyslová produkce v Německu od července 2023 klesá a ani nejnovější dubnová data nepřinesla změnu.

Inflaci v eurozóně snižují ceny energií

Inflace je v současné době blízko 2% střednědobého cíle. Projekce ECB očekává, že v roce 2025 bude celková průměrná inflace 2,0 %, v roce 2026 dosáhne 1,6 % a v roce 2027 se mírně zvýší na 2,0 %. Projekce počítá s nižšími cenami energií a silnějším eurem. Dle odhadu ECB bude **jádrová inflace v roce 2025 v průměru 2,4 %**, v roce 2026 a 2027 poklesne na 1,9 %. Výrobní ceny v eurozóně se v dubnu meziročně zvýšily o 0,7 %. Dle naší predikce by měla být v roce 2025 inflace v průměru 2,3 %, jádrová složka 2,6 %. V roce 2026 by měla inflace dosáhnout v průměru 1,7 % a jádrová složka 2,1 %. V květnu se snížila meziroční míra inflace na 1,9 %, jádrová složka na 2,3 % (v dubnu byla 2,2 %). Nejvyšší příspěvek ke květnové inflaci měly služby (+1,47 p.b.), jídlo, alkohol a tabák (+0,62 p.b.), neenergetické zboží (+0,16 p.b.), inflaci naopak snížily ceny energií (-0,34 p.b.).

Inflace v USA

Inflační očekávání

Sazby Fedu, výnosy dluhopisů


ECB se snižováním sazeb slaví úspěch

Květnová inflace v eurozóně poklesla pod inflační cíl ECB, i když jádrová složka je stále mírně zvýšená. **Na červnovém zasedání bankovní rada ECB rozhodla o snížení sazeb o 25 bb, depozitní sazba je nyní 2,00 %.** ECB v měnově-politickém prohlášení zdůraznila, že inflace je v souladu se střednědobým inflačním cílem 2 % a dezinflace s mírnými výkyvy pokračuje. Z důvodu příznivého vývoje inflace revidovala ECB prognózu inflace pro rok 2025 směrem dolů na 2,0 % (revize o -0,3 p.b.). HDP eurozóny by mělo v letošním roce vzrůst o 0,9 %, v roce 2026 o 1,1 % a v následujícím roce o 1,3 %. Hospodářský růst ovšem mohou negativně ovlivnit americká cla, přičemž nejisté obchodní podmínky budou tlumit v krátkém období investice firem a vývoz. Na druhé straně by měly ekonomice pomoci vyšší vládní investice do obrany a infrastruktury. Trh práce je stále silný, vyšší reálné příjmy umožní domácnostem, aby více utrácely. Z výše uvedených dat usuzujeme, že na červencovém zasedání ECB bude cyklus uvolňování měnové politiky pozastaven. Snížení sazeb bude záviset na dalším politickém vývoji (cla, Izraelsko-iránský konflikt, obchodní politika) a předpokládáme, že ECB přistoupí k dalšímu snížení sazeb na zářijovém zasedání. Poté čekáme dlouhodobou stabilitu na této úrovni.

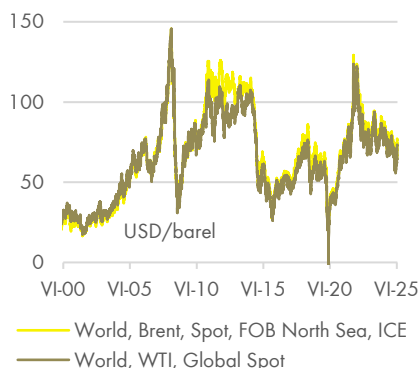
Americká ekonomika zpomalí, ale recese není na obzoru

Pandemie covid-19, válka na Ukrajině a období vysoké inflace, s tím vším se americká ekonomika vypořádala velmi slušně, ale největší výzva je nejspíše teprve před ní, a tu představuje osoba Donalda Trumpa. Jeho nepředvídatelné chování a jeho posedlost ochranou domácího trhu cly na specifické produkty (ocel, hliník), automobilový sektor i na jednotlivé země jsou důvodem obav dalšího směřování největší světové ekonomiky. **Ta podle očekávání v prvním čtvrtletí výrazně zpomalila, a dokonce v analizovaném vyjádření poklesla o 0,2 %,** přičemž v posledním čtvrtletí vzrostla o 2,3 %. Na první pohled se zdá, že americké hospodářství míří do recese, vývoj ale není až tak dramatický. Nižší výkonnost ekonomiky na začátku tohoto roku byla dána zejména skokovým nárůstem dovozů. Firmy se snažily vyhnout hrozcím clům, a tak se předzásobily materiály, surovinami i hotovými výrobky. Import tak vzrostl o více než 40 % a příspěvek čistých exportů srazil HDP o téměř 5 p.b., což nedokázal vykompenzovat ani nárůst zásob, kdy byly nakupovány stroje, zařízení či vybavení. Jedná se ovšem o jednorázový efekt, který vyprchá a ve druhém čtvrtletí naopak přispěje k růstu, jak se budou vytvořené zásoby postupně rozpouštět do spotřeby. Co se týká spotřeby domácností, její tempo sice zpomalilo ze 4 % na 1,2 %, ale finální prodeje domácním spotřebitelům (které vylučují čisté exporty, vládní spotřebu a zásoby) vzrostly o 2,5 %, což poukazuje na stále solidní momentum tamního hospodářství. Ekonomický růst však bude limitován dopady celní války. **Nejnovější predikce Fedu očekává letošní růst ve výši 1,4 % a v příštím roce pak 1,6 %, což se zcela shoduje s mediánovým odhadem analytiků v rámci ankety Bloombergu.**

Inflační bolesti jen tak nepominou

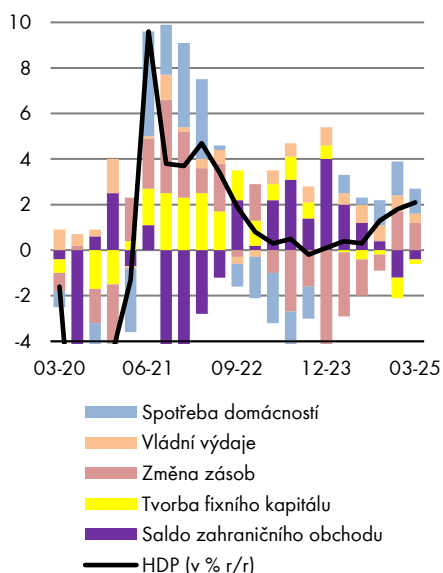
Přestože inflace v posledních měsících pozitivně překvapovala, strach z jejího dalšího vývoje nezmizel. Důvodem jsou některá oznámená či již zavedená opatření ze strany americké administrativy, jako jsou dovozní cla a přísná migrační politika. To jsou

Ceny ropy mohou zamíchat kartami



nepochybně **rizika ve směru vyšší inflace, ale není jasné, v jakém časovém horizontu se projeví**. V tuto chvíli se zdá, že dopad cel na inflaci je omezený, když v meziročním vyjádření celková inflace za květen činila 2,4 % a jádrová inflace pak 2,8 %. Firmy zatím pravděpodobně nepřenesly zvýšené náklady na své zákazníky, ale přetrvávají obavy, že se tak v nadcházejících měsících stane, pokud dovozní cla zůstanou ve hře (nebo se ještě navýší). Tento efekt by mohl navíc ještě zesílit, jak se budou postupně vyčerpávat zásoby, které firmy nahromadily v letošním prvním čtvrtletí. To se týká například nábytku, sportovního zboží či elektrických spotřebičů. Na druhé straně inflaci mohou tlumit poměrně paradoxně dosud problematické ceny služeb. Dezinflace je zřejmá například v rekreaci či cestování, jak spotřebitelé omezují své útraty na volnočasové aktivity. Přesto by **inflace měla zůstat zvýšená, v průměru za letošní rok by se měla pohybovat okolo 3 % a 2% cíle se nepodaří dosáhnout ani v roce 2027**.

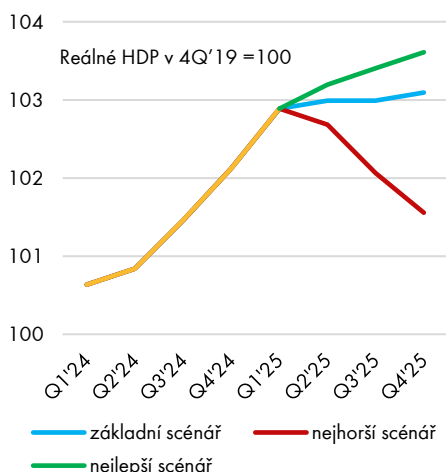
Příspěvky k růstu HDP v p.b.



Vydá se letos Fed cestou dolů?

V případě měnové politiky ve Spojených státech amerických zažíváme takové menší dejavu. I v minulém roce finanční trhy nejdříve sázely na rychlé uvolňování měnové politiky, které ale bylo nakonec znatelně pozvolnější. Letos se situace opakuje, ač kontext se liší. Vše odstartovalo uvalení recipročních cel ze strany amerického prezidenta Donalda Trumpa. Investoři se začali obávat výrazného zpomalení či dokonce možné recese americké ekonomiky, proto předpokládali možnou brzkou reakci Fedu, který by tamnímu hospodářství mohl uvolnit otežď prostřednictvím nižších úrokových sazeb. Na druhé straně ovšem cla vytváří významné proinflační riziko. **Fed se tak dostal do pastí svého duálního mandátu (2% inflace a maximální zaměstnanost), a proto byl, je a zatím i bude, závislý na příchozích datech**. Ta doposud nabízejí relativně optimistický obrázek, když se celková i jádrová inflace (CPI i PCE) pohybuje mezi 2-3 % a dopady cel do inflace se v tuto chvíli zdají relativně omezené. Zároveň by jejich efekt nemusel být tak negativní, protože došlo k pozastavení recipročních cel a také k dílčím dohodám například s Velkou Británií a především Čínou. V případě pracovního trhu došlo k určitému ochlazení, když vzniká nižší počet nových pracovních míst, ale nezaměstnanost zůstává v historickém měřítku nízká. Rizika vyšší inflace i nezaměstnanosti podle Fedu dále vzrostla, přesto se domníváme, že se Fed aktuálně nachází v relativně dobré pozici a zatím nemá kam spěchat. Měnový výbor bude chtít vidět na tvrdých datech dopad Trumpových cel do reálné ekonomiky a do té doby nebude měnit kurz. V brzké době tak neočekáváme obnovení cyklu uvolňování měnové politiky, **první snížení sazeb předpokládáme až v prosinci. Trhy v tuto chvíli věří ve dvojí snížení sazeb (září a prosinec). Výraznější snížení restrikce měnové politiky by mělo nastat až v příštím roce, kdy by na jeho konci mohlo cílové pásmo činit 3,00 - 3,25 %**.

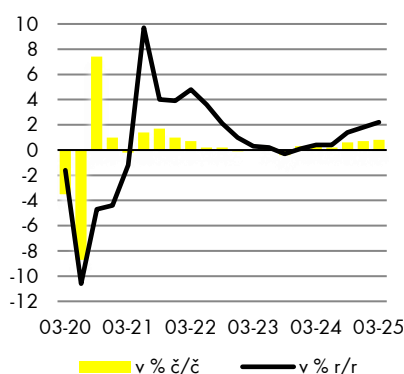
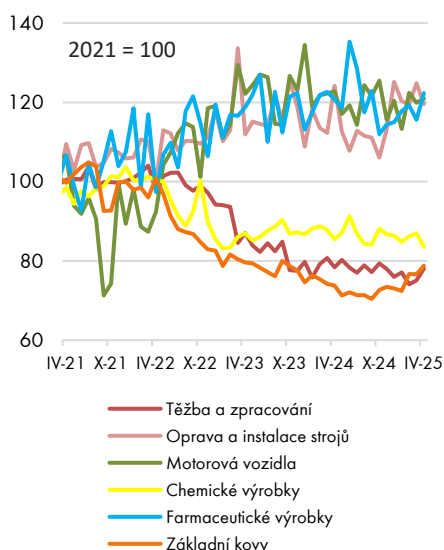
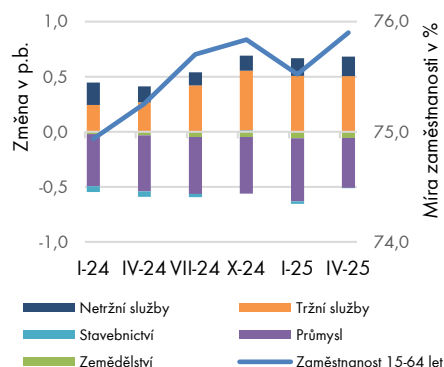
Tři scénáře růstu domácí ekonomiky



Vnitřní prostředí

Navzdory celnímu chaosu česká ekonomika míří vzhůru

Česká ekonomika vstoupila do nového roku pravou nohou, když mezičtvrtletně vzrostla o 0,8 % a meziročně o 2,2 %. Podobně jako v minulém roce se **tuzemské hospodářství musí spoléhat na domácí poptávku a zejména na vyšší**

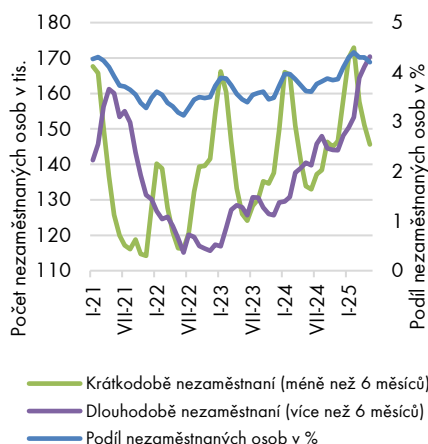
Růst HDP

Průmysl

Příspěvky do mžr. růstu přepočteného počtu zaměstnanců v p.b.


útraty domácností. Přestože aktuální geopolitické dění nenahrává dobré náladě, důvěra mezi spotřebiteli se postupně zvyšuje díky stále nízké nezaměstnanosti (ač mírně vyšší než v minulém roce), návratu inflace do blízkosti 2 % a z toho pramenícího růstu reálných mezd. Na začátku letošního roku byla spotřeba domácností stále ještě takřka 3 % pod předcovidovou úroveň, což se stále ještě historicky nadprůměrnou výší úspor vytváří prostor pro zvýšení spotřebitelských výdajů. Rovněž vládní výdaje by měly pozitivně přispět k růstu HDP, ačkoli mezičtvrtletně v prvním kvartále poklesly o 1,5 %. Nicméně i z důvodu politického cyklu očekáváme v dalších měsících podporu ekonomiky i z této oblasti vzhledem k rekordně naplánovaným investicím, zapojením EU fondů, ale i vyšším výdajům na obranu. Naopak od zahraniční poptávky letos nemůžeme moc čekat zvláště kvůli ekonomické stagnaci Německa. **Naše prognóza zůstává nezměněna, když nadále predikujeme růst v letošním roce na úrovni 1,6 %, přičemž rizika hodnotíme přibližně vyrovnaně.** Na jedné straně ekonomiku může srazit velká míra nejistoty a s tím související omezení investiční aktivity firem. Totéž platí pro zahraniční obchod. Situaci by zhoršilo nedosažení obchodní dohody mezi USA a EU a případné vzájemné uvalení dovozních cel. Na druhé straně, pokud obchodní spory pominou a důvěra spotřebitelů bude dále růst, ekonomika by mohla atakovat 2% tempo růstu. **V roce 2026 pak předpokládáme zrychlení české ekonomiky na rovná 2 % s ohledem na očekávané oživení německé ekonomiky a pokračující vyšší útraty českých domácností.**

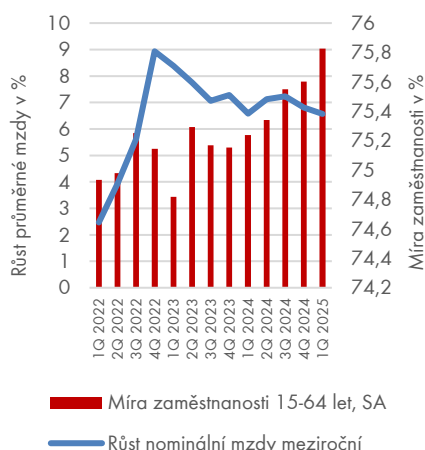
Složky HDP: Domácí jistota vs. investiční nejistota

Ačkoli v mezičtvrtletním srovnání tempo **spotřeby domácností** oproti konci minulého roku zřetelně zpomalilo (na +0,1 %), očekáváme, že právě tento faktor bude hlavním důvodem růstu české ekonomiky v letošním roce. Spotřebitelská důvěra se postupně zvedá, protože obavy o ztrátu zaměstnání se zmenšily, inflace klesla dokonce pod 2% cíl ČNB (ač jednorázově) a průměrná nominální mzda vzrostla o téměř 7 %. Reálné mzdy se tak v průměru zvýšily o 4 %, přičemž pozitivní trend by měl pokračovat i v dalším průběhu tohoto roku. Naše predikce očekává nárůst spotřeby domácností o necelá 3 %, nicméně rizikem je potenciální negativní dopad geopolitického vývoje na náladu tuzemských domácností, které by se v takovém případě mohly opět stáhnout do své spořivé ulity. **Vládní výdaje** se rovněž budou pozitivně podílet na růstu české ekonomiky navzdory jejich mezičtvrtletnímu poklesu na začátku roku. Ve druhé polovině roku by se ale konečná spotřeba vládních institucí měla zvýšit i z důvodu přirozeného vývoje politického cyklu, a navíc by mělo zrychlit tempo **veřejných investic**. Hlavní neznámou zůstává vývoj **soukromých investic**, kdy je otázkou, zda firmy budou chtít nebo budou nucené v zájmu zachování konkurenceschopnosti podstupovat riziko neustále se měnících obchodních podmínek. Zároveň úrokové sazby pro podnikatelské úvěry jsou podstatně vyšší, než bylo obvyklé v minulé dekádě, ale výraznější pokles úroků nelze očekávat. Příspěvek **zahraniční poptávky** bude v lepším scénáři neutrální. Ekonomika eurozóny i Německa, našich hlavních obchodních partnerů, si sice vedla na začátku letošního roku lépe, než bylo odhadováno. Nicméně do značné části to bylo způsobeno snahou amerických spotřebitelů a firem se předzásobit před zavedením dovozních cel. Oživení ekonomické aktivity v zahraničí lze předpokládat až v příštím roce, z čehož bude profitovat i tuzemské hospodářství. Vliv **změny stavu zásob** by měl mít příznivý dopad, jelikož s rostoucí domácí poptávkou bude stoupat i poptávka po dovozech zboží ze zahraničí. Zároveň se firmy můžou snažit podobně jako americké

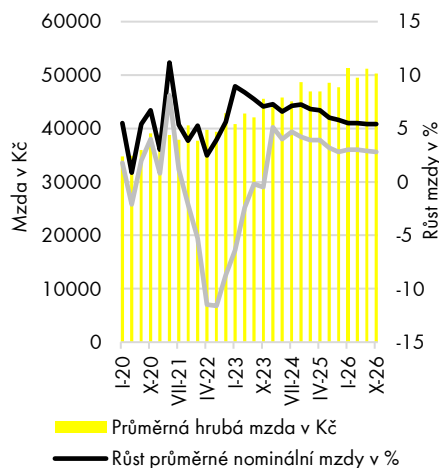
Krátkodobě a dlouhodobě nezaměstnaní



Růst zaměstnanosti



Růst průměrné mzdy



firmy v prvním kvartále předzásobit se materiály, vybavením, surovinami či hotovými výrobky, pokud nevěří v dosažení dohody mezi USA a EU.

Průmysl se nadechuje, ale vyhráno ještě zdaleka nemá

Průmyslová produkce v dubnu reálně vzrostla o 0,9 % meziměsíčně a meziročně o 2,0 %. Průmysl vykázal již třetí měsíc v řadě uspokojivý růst. Tento na první pohled slibný výsledek je ale podpořen zejména nízkou srovnávací základnou, když kvůli slabé zimě bylo vyrobeno méně elektřiny. Pro Českou republiku v klíčovém automotive se v dubnu meziročně snížila výroba automobilů o 9,2 % a úhrnem od začátku roku až do konce dubna meziročně poklesla o 7,6 %. O 133 % se vyšila produkce elektromobilů a plug-in hybridů, které tvořily 19 % z celkového počtu vyrobených aut. Po poklesu hodnoty nových zakázek v průběhu prvních měsíců tohoto roku vzrostla hodnota zakázek výroby motorových vozidel v dubnu o 18 %.

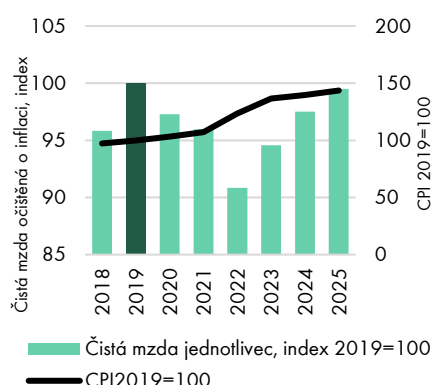
Průmysl se stále potýká s **útlumem nových objednávek, nicméně objem zakázek mírně vzrostl díky silnější domácí poptávce**. Zahraniční poptávka zůstává tlumená a český průmysl v roce 2026 doufá v německý fiskální balíček, který by mohl zahraniční poptávku oživit.

Ceny energií jsou pro český průmysl zásadní a i přesto, že meziročně klesají, jsou v České republice ceny elektřiny poměrně vysoké (0,1744 EUR/kWh) ve srovnání s členskými státy EU (průměr 0,1654 EUR/kWh), Čínou nebo s USA. Česká republika se zařadila do první desítky zemí nevyššími cenami elektřiny v EU. Pokles cen energií se pozitivně odráží ve výrobě základních kovů, hutním zpracování kovů a slevárenství, které od výrazného 5% poklesu v lednu nyní rostou již třetí měsíc v řadě. **Růst může být do značné míry způsoben snahou amerických firem předzásobit se materiály, avšak tento příspěvek k růstu je spíše malý vzhledem k tomu, že zahraniční ochod s USA tvoří pouze 3 % celkového exportu**. Spíše je na stole varianta, která naznačuje vymanění se z recese energeticky náročných odvětví, které postihl skokový nárůst cen energií v období 2022 a 2023. To podporuje také vyšší hodnota nových zakázek v posledních třech měsících. Zpracovatelský průmysl stagnuje a jeho další kroky budou záviset na zahraničním vývoji, zejména na německém fiskálním balíčku a na nastavení amerických cel. **V průmyslu je také znát setrvalý tlak na personální náklady**, a proto firmy opatrně propouští – zaměstnanost poklesla o 2 %. Na druhé straně průměrná hrubá mzda se zvýšila o 7,5 %. **V květnu poměrně citelně poklesl index nákupních manažerů (PMI), který se snížil z 48,9 bodů na 48 bodů a ukázal, že i přes dobrá čísla v průmyslu, není zatím vyhráno**. Za poklesem stojí nízká poptávka, pokles objemu výroby a menší počet nových zakázek, problémy s dodávkami potřebných surovin, vyšší inflační tlaky a mírně zvýšené ceny vstupů. Tento rok předpokládáme, že **průmysl poroste o 0,9 %, v roce 2026 očekáváme oživení na 2,4 %**.

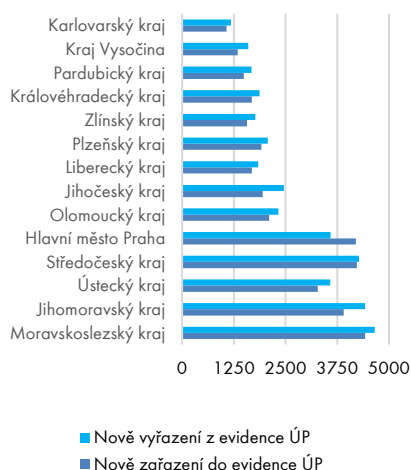
Trh práce se pomalu, ale jistě, mění

Na trhu práce můžeme pozorovat změny. I přesto, že v evropském srovnání se nezaměstnanost drží na nízkých číslech (2,7 % za duben 2025), podíl nezaměstnaných osob meziročně roste. **V květnu dosáhl podíl nezaměstnaných osob 4,2 %, meziroční nárůst o 0,6 p.b.** V průmyslu se snižuje míra zaměstnanosti, firmy

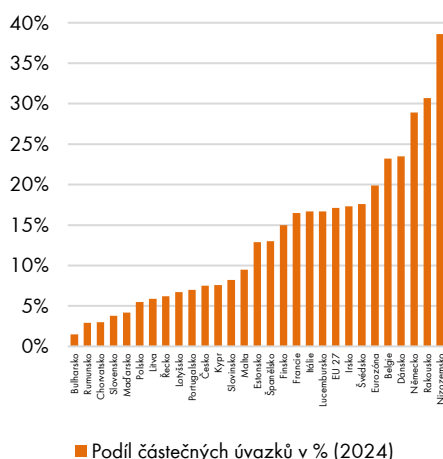
Čistá mzda očištěná o inflaci



Nově vyřazení a nově evidovaní uchazeči na úřadech práce



Podíl částečných úvazků v EU v %



nenahrazují přirozený úbytek zaměstnanců, dochází k redukci mzdových nákladů. Na druhé straně mzdy stále rostou svižným tempem.

Nabídka pracovních míst je rozložena nerovnoměrně, v některých regionech se zvyšuje podíl dlouhodobě nezaměstnaných osob, klesá podíl lidí, kteří si najdou práci do tři měsíců. Podíl dlouhodobě nezaměstnaných, kteří jsou evidováni na úřadu práce déle než 6 měsíců, se v květnu 2025 meziročně zvýšil o 21,3 %. Roste ale i podíl krátkodobě nezaměstnaných, kteří jsou na úřadu práce méně než 6 měsíců, a to o 8,8 %. Flexibilní novela zákoníku práce přinesla od 1. června změny týkající se výše podpory v nezaměstnanosti (v 1. období 80 % výdělku, v 2. období 50 %, a nakonec 40 %). Podpora bude stejná i pro lidi, kteří dali výpověď z vlastního rozhodnutí. Zkrátila se výpovědní lhůta na 2 měsíce ode dne podání výpovědi. Novela má pomoci k tomu, aby byl trh práce pružnější a aby se lidé nebáli změnit práci.

V České republice se stále nedaří zaměstnavatele přimět k tomu, aby více nabízeli práci na částečný úvazek. Dle Eurostatu průměrně v EU pracovalo 17,1 % zaměstnanců na částečný úvazek, v České republice pracuje na částečný úvazek 7,5 % zaměstnanců (převážně ženy). Částečné úvazky by měly mít na trhu práce silnější zastoupení, protože umožňují návrat rodičům malých dětí dříve do práce, využívají je také studenti, zdravotně znevýhodněné osoby nebo senioři. Práci na částečný úvazek využívají nejvíce ženy ve věku 30 až 39 let, které se snaží skloubit mateřství s brzkým návratem do zaměstnání, a poté ženy v předdůchodovém věku, které se starají o vnoučata nebo pečují o své rodiče. Flexinovela má pomoci lépe skloubit pracovní a osobní život.

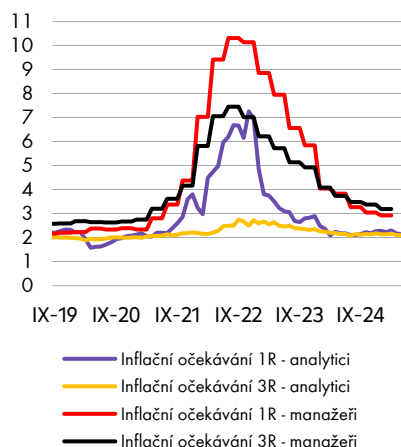
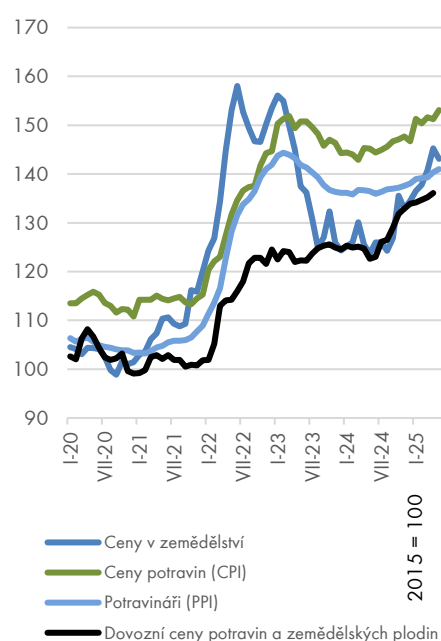
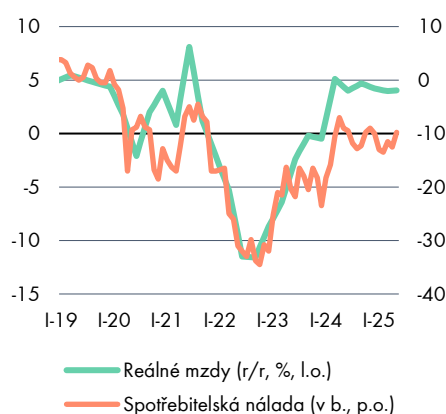
Změna metodiky výpočtu volných pracovních míst k 1. lednu 2025 nám neumožňuje porovnat data meziročně, avšak dle dostupných dat je patrné, že z důvodu sezónních prací se počet volných pracovních míst mírně zvyšuje. Na konci května Úřad práce evidoval 316 060 uchazečů o zaměstnání (meziměsíční pokles o 2 480 osob, o 41 738 osob více meziročně). Počet volných pracovních míst vzrostl v květnu o 615 na 96 413 a na jedno volné místo připadá 3,27 uchazeče.

Příspěvky do meziročního růstu přepočteného počtu zaměstnanců zůstávají za posledních 12 měsíců poměrně stabilní. Nejvíce klesá zaměstnanost v průmyslu (-0,45 p.b. pro 1Q 2025), kde se příspěvek pohybuje kolem -0,5 p.b. Mírné poklesy jsou patrné v zemědělství (stabilně okolo -0,06 p.b.) a také ve stavebnictví, kde se příspěvky meziročního růstu pohybují kolem nuly (beze změny pro 1Q 2025). Nejvíce se zvyšuje zaměstnanost v tržních službách (stabilně kolem 0,51 p.b.) a v netržních službách (0,18 p.b.).

Předpokládáme, že **míra nezaměstnanosti v letošním roce vzroste na 4,4 %, v roce 2026 bude 4,3 %**. V letošním roce se firmy stále potýkají se slabou poptávkou (na základě konjunkturálního průzkumu ČSÚ prezentuje ČNB ve svých propočtech, že se slabou poptávkou potýká 43,8 % respondentů), která limituje český průmysl, podobně jako nedostatek pracovníků. **Pro roky 2026 a 2027 očekáváme naopak mírný pokles nezaměstnanosti** z důvodu vyšší zahraniční poptávky, kterou by měl podpořit německý fiskální balíček. Do prognózy mohou ale promluvit americká reciproční cla.

Nominální mzdy porostou svižným tempem i letos

Růst nominálních mezd nepolevuje. V prvním čtvrtletí 2025 rostly nominální mzdy svižným tempem 6,7 %, reálně se zvýšily o 3,9 % (stejně jako v minulém čtvrtletí). Medián mezd se zvýšil o 5,3 % na 38 385 Kč. Muži měli vyšší mediánovou mzdu než ženy o 6 451 Kč (medián mužů 41 677 Kč, žen 35 226 Kč).

Inflační očekávání

Ceny potravin

Reálné mzdy a spotřebitelská nálada


V letošním roce očekáváme, že mzdy porostou nominálně o 6,0 %, reálně o 3,4 %. V roce 2026 předpokládáme růst nominálních mezd o 5,4 % (reálně o 3,0 %) a o rok později o 5,3 % (reálně o 2,7 %). Pokud se naplní naše predikce, mohla by na konci roku průměrná mzda přesáhnout 50 000 Kč. Trh práce zůstává přes množící se zprávy o propouštění napjatý a počty neobsazených pozic zatím výrazněji neklesají.

Průměrná hrubá reálná mzda ještě nepřekonalala svou předcovidovou úroveň, v čistém vyjádření je mzda pro jednotlivce očištěná o inflaci (po započtení slevy na poplatníka) **téměř na totožné úrovni**, zejména z důvodu zrušení superhrubé mzdy (s efektivní daňovou sazbou téměř 20 %) a zároveň byla ponechána původní daňová sazba ve výši 15 %.

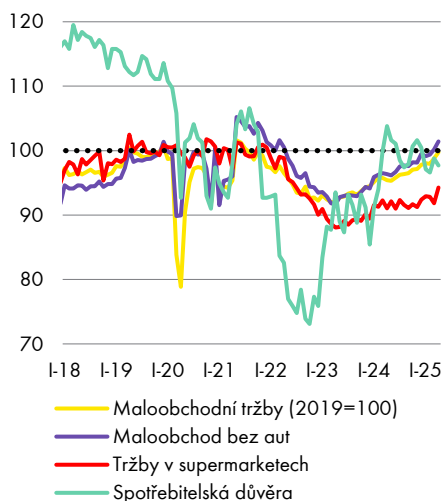
Protichůdné inflační efekty

Po průměrné inflaci ve výši 2,7 % v letošním prvním čtvrtletí přinesl duben nečekaně silný pokles až na 1,8 %. Nicméně se jednalo pouze o jednorázovou záležitost ovlivněnou vyšší srovnávací základnou minulého roku. Květen následně přinesl korekci a meziroční inflace překonala všechny odhady a vzrostla na 2,4 %. Proinflačním faktorem v průběhu celého letošního roku jsou **ceny potravin**, přičemž tomu tak bude i nadále. Otázkou tak není jestli, ale o kolik vzrostou. Naše predikce očekává růst přes 4 %, ale vzhledem k dynamickému navyšování cen v zemědělství nelze vyloučit ani výraznější nárůst. Problematická zůstává inflace **ve službách**, kde zdražování pokračuje zhruba 5 % tempem a znaky zpomalování se zatím nedostavují. Zejména z tohoto důvodu **jádrová inflace zůstane nepřiměřeně vysoko**, když v červnu bude atakovat 3% hranici a po zbytek letošního roku se bude pohybovat okolo 2,5 %. To nezvrátí ani umírněný vývoj **cen zboží**, i kdyby deflační tlaky v této oblasti ve druhé polovině roku zesílily. Záležet ovšem bude do značné míry na geopolitickém vývoji včetně celních opatření. Pozitivně se vyvíjí **ceny energií a zejména pohonných hmot**, kde se projevuje pokles cen na světových trzích a také silnější koruna. Dvouciferné meziroční poklesy z posledních měsíců se však již nemusí opakovat vzhledem k rostoucím cenám ropy na světových trzích v souvislosti s novou fází válečného konfliktu mezi Izraelem a Íránem. V tomto ohledu bude důležitý další vývoj války, a zda nedojde k jejímu rozšíření dále do regionu. **Za celý letošní rok očekáváme průměrnou inflaci na úrovni 2,5 % a naše prognóza tak zůstává nezměněna. Pro příští rok jsme nepatrně snížili náš výhled z 2,4 % na 2,3 %.**

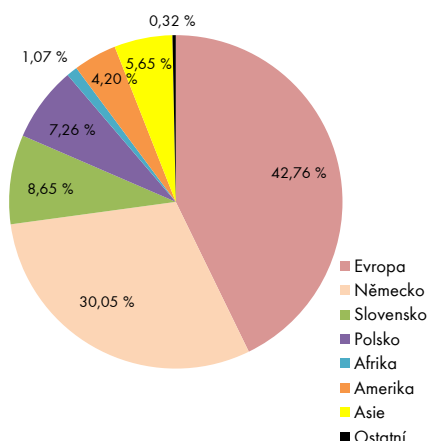
Maloobchod slaví slušný růst tržeb

Maloobchod je zpátky ve hře. **V dubnu se reálné maloobchodní tržby meziročně zvýšily o 5,8 % a ve srovnání s předchozím měsícem byly vyšší o 1,2 %.** Růst tržeb překvapil i v březnu, kdy meziročně vzrostl o 3,9 %. Vzhledem k tomu, že si spotřebitelé v covidových letech zvykli nakupovat přes internet (meziroční růst tržeb o 10,9 %) a zjistili, že to je rychlé a pohodlné, roste objem prodeje skrze e-shopy, na druhé straně se nedaří obchodníkům s výrobky pro domácnost či s oděvy a obuví. Dále se daří maloobchodu s kosmetickými a toaletními výrobky (+11 %), výrobkům pro kulturu, sport a rekreaci (+6,7 %) a maloobchodu s farmaceutickým a zdravotnickým zbožím (+5,3 %). Tržby za prodej a opravy motorových vozidel vzrostly meziročně o 4,8 % a meziměsíčně o 0,4 %. Maloobchodní tržby bez prodeje aut se

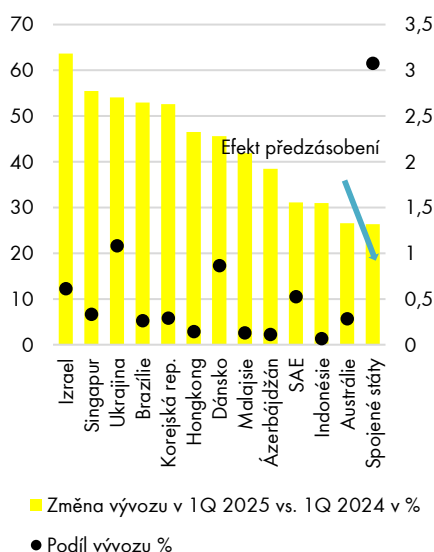
Maloobchodní tržby



Struktura zahraničního obchodu dle teritoriálního hlediska



Nové možnosti vývozu



reálně zvyšují od prosince 2023. Tržby vzrostly hlavně díky poklesu inflace, která se na začátku roku 2024 snížila pod 3 %. Spotřebitelům se začaly zvyšovat reálné mzdy a více utrácí. Zvyšování reálného příjmu napomáhá svižný růst mezd a také pokles inflace k inflačnímu cíli ČNB (ke 2 %). Náкупní apetit posiluje, lidé nakupují nezbytné i zbytné statky. Vysoká inflace z let 2022 a 2023 vzala za své a reálné úrovně maloobchodních tržeb bez aut ve srovnání s rokem 2019 (před covid-19) bylo dosaženo teprve letos v březnu. **V roce 2025 očekáváme, že se tržby maloobchodu bez aut zvýší o 4,4 %, v roce 2026 předpokládáme růst o 3,9 %.**

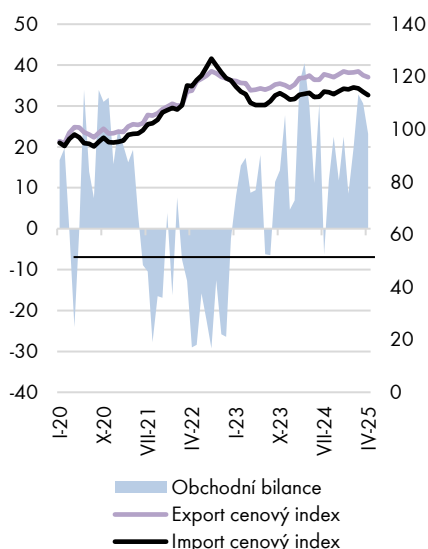
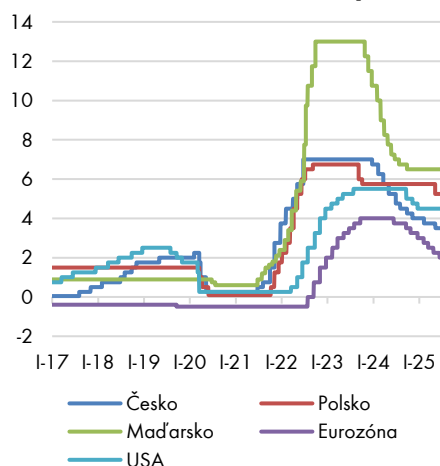
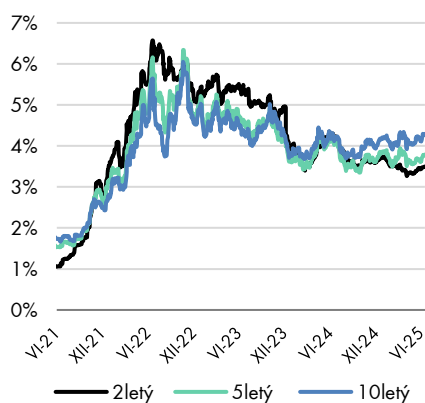
Nejistá geopolitická situace zahraničnímu obchodu nepomáhá

Zahraniční obchod to nemá lehké, protože jedna nejistota střídá druhou. Tíží jej americká cla, jejichž výše se dynamicky mění z týdne na týden, a jedinou útěchou je pozastavení recipročních cel do 9. července. Ovšem cla na automotive ve výši 25 % platí stále. Cla na ocel a hliník se od 4. června zvýšila z 25 % na 50 %, stejně jako prozatím pozastavená reciproční cla. V platnosti zůstává 10% clo na zboží.

Z důvodu válečného konfliktu mezi Izraelem a Íránem (začátek 13. 6. 2025) cena ropy hned v pátek ráno vysílala z 69,36 USD/barel až na 78,5 USD/barel a zvýšila se o více než 13 %. I přesto, že nedosahovala lednových maxim (82 USD/barel), pokračující konflikt, a případné omezení vývozu ropy, může ceny rychle přepsat směrem vzhůru. Ceny ropy mohou být volatiliční a prozatím je těžké předvídat, kam se posunou. Konečný dopad na trh bude záviset na tom, jak se bude válka vyvíjet a jak dlouho bude trvat. Při přetrvávajících zvýšených cenách mohou vzrůst náklady na dovoz, což by zhoršilo obchodní bilanci, a to by mohlo tlačit na oslabení koruny.

Naše prognóza počítá s pozvolným oživením českého vývozu v závěru roku a hlavně roce 2026 a 2027 především zásluhou rozpočtové bazuky v Německu a v dalších státech EU. Pro letošní rok očekáváme kladné saldo zahraničního obchodu ve výši 199 mld. Kč, v roce 2026 mírně vyšší přebytek, a to ve výši 205,3 mld. Kč.

Od začátku roku se vývoz zvýšil o 4,3 % a dovoz o 5,1 %. Nejvýznamnějším obchodním partnerem České republiky je Německo. V prvním čtvrtletí 2025 plynulo z České republiky do Německa 30 % veškerého exportu. Podíl exportu do Německa se stabilně drží na vysokých číslech, avšak mírně klesá. V 1Q 2024 se podíl propadl na 29,81 %, ve srovnání se silným 1Q 2023, kdy tvořil 31,50 %. V 1Q 2022 tvořil 30,42 %. Pro srovnání v 1Q 2017 dosáhl podíl na 32,07 %. V dubnu letošního roku spadl na 29,34 %. Ochlazení německé ekonomiky nepříznivě působí na český zahraniční obchod. České firmy hledají **odbytiště také mimo země EU**, například v Asii. Vývoz se zvyšuje nejvíce u těch zemí, které tvoří zanedbatelný podíl vývozu a růst pozorujeme z velmi nízké základny. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku se v 1Q 2025 meziročně nejvíce zvýšil vývoz do Izraele (o 63,6 %, podíl vývozu pouze 0,61 %), Singapur (o 55,5 %, podíl vývozu pouze 0,33 %), na Ukrajinu (o 51,0 %, podíl vývozu pouze 1,08 %), do Brazílie (o 52,9 %, podíl vývozu pouze 0,26 %), do Korejské republiky (o 52,6 %, podíl vývozu pouze 0,29 %), Hongkongu (o 46,5 %, podíl vývozu pouze 0,14 %), Dánska (o 45,6 %, podíl vývozu pouze 0,86 %) a Malajsie (o 41,9 %, podíl vývozu pouze 0,13 %). V posledních měsících má pozitivní vliv na obchodní bilanci růst obchodu s motorovými vozidly. Mezi hlavní vývozní partnery v roce 2024 patřily Německo (32,4 %), Spojené království (8,3 %), Francie (6,5 %), Polsko (6,4 %), Slovensko (5,8 %) a Španělsko (4,7 %). V porovnání s loňským čtvrtletím se obchodní bilance téměř

Obchodní bilance

Základní úrokové sazby

Spready


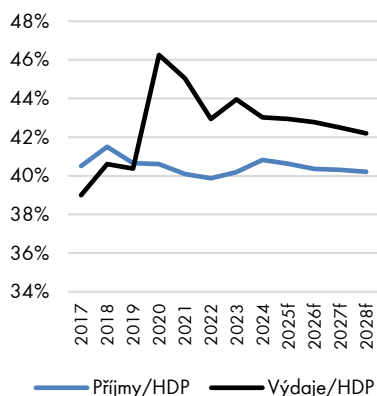
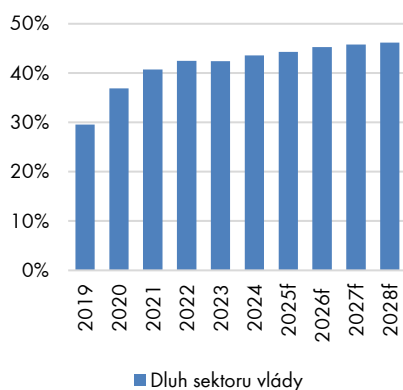
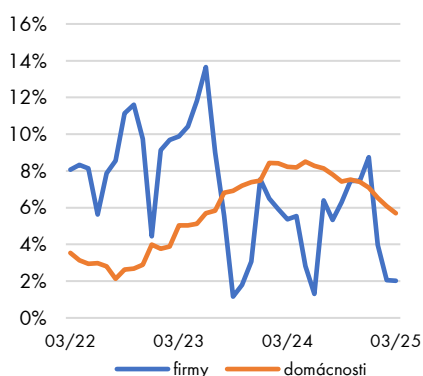
nezměnila (-0,03 %), avšak v lednu výrazně překonala loňskou úroveň (o 184 %), v únoru poklesla o 8 %, v březnu o 24,4 %, v dubnu o 23 %. V 1Q 2025 poklesla hodnota dovozu ropy a zemního plynu v porovnání se stejným čtvrtletím minulého roku o 9,4 %, což souvisí s poklesem cen energetických komodit.

Je čas si dát delší pauzu

Bankovní rada ČNB zatím vytrvá v módu **"stop-and-go"**, který drží od prosince minulého roku. Velmi pravděpodobně tomu tak bude i v červnu, kdy po květnovém snížení sazeb o 25bb bude opět cyklus uvolňování měnové politiky přerušen. **Tentokrát si ale myslíme, že se z jedné mezizastávky stane dlouhá úroková pauza, která skončí až v roce 2026.** Tuto prognózu stavíme na jasně deklarovaném záměru bankovní rady mít měnovou politiku mírně restriktivní, protože **rizika jsou hodnocena jako proinflační**. Na prvním místě je třeba zmínit vývoj **cen ve službách**, kde se zdražování nadále pohybuje okolo 5 % a dezinflační signály nejsou patrné. Zároveň zůstává zvýšená mzdová dynamika, která sice podporuje poptávku, na druhou stranu tvoří mzdové náklady výraznou část celkových nákladů v terciální sféře. **Jádrová inflace** i proto v červnu vzroste až ke 3 % a následně bude oscilovat okolo 2,5 %, přičemž guvernér Aleš Michl prohlásil, že **jakákoli jádrová inflace nad 2 % vyžaduje přísnou měnovou politiku**. Zároveň i celková inflace zůstane nad cílem ČNB zejména kvůli rostoucím cenám potravin, čemuž nezabrání ani příznivý vývoj cen energií a zejména pohonných hmot. Zároveň tuzemská ekonomika trpí chronickými problémy v podobě napjatého trhu práce, stárnutí populace či nedostatečné nabídky na nemovitostním trhu. V posledně zmíněném případě se tento problém opět projevuje v rostoucích cenách nájemného i tzv. imputovaného nájemného. Nelze pak pominout ani veřejné finance, kdy se Česká republika zavázala vydávat více finančních prostředků na obranu, a je také otázkou, jakou fiskální politiku bude provádět nová vláda utvořená z podzimních voleb. V současné situaci tak nevidíme mnoho důvodů, proč by se bankovní rada měla rozhodnout uvolňovat měnovou politiku. Pokud by se však tuzemské ekonomice například z důvodu celní války dařilo hůře, než nyní predikujeme, a zároveň by inflace klesla ke nebo dokonce pod 2 %, mohlo by dojít k obnovení uvolňování měnové politiky již během posledního kvartálu tohoto roku.

Koruna – geopolitika vs. domácí data

V průběhu celého druhého čtvrtletí se koruna pohybovala poblíž námi predikované úrovně 25 EUR/CZK. Na začátku dubna se sice koruně nezamlouval „Den osvobození“ v podání Donalda Trumpa, ale krátce nato došlo k obratu, když se investoři obrátili zády vůči dolaru, z čehož profitovaly rizikověji hodnocené měny včetně koruny. Následovala její stabilizace okolo zmíněné hranice, ale v poslední době koruna pokukuje po silnějších úrovních. Jednak je to dáno pokračujícím skepticismem vůči americkému dolaru, jednak posledními daty z české ekonomiky (růst HDP, inflace, mzdy), které nahrávají opatrnějšímu snižování úrokových sazeb ČNB. Naopak, v případě ECB očekáváme ještě jedno snížení sazeb – úrokový diferenciál by se tak opět mírně rozšířil ve prospěch koruny. Měnové trhy jsou však **ovlivňovány významně geopolitikou**, což je podle nás hlavní důvod limitující možnosti koruny dále posílit. Nervozita může stoupat s blížícím se 9. červencem, kdy by mohla být obnovena reciproční cla, která byla do této doby dočasně pozastavena. Navíc Donald Trump ohlásil, že pokud USA

Příjmy a výdaje

Dluh sektoru vlády

Meziroční růst vkladů


s Evropskou unií neuzavřou obchodní dohodu, uvalí na dovoz zboží z EU 50% clo. To by byla citelná rána pro evropskou ekonomiku, na čemž by trčila mimo jiné i koruna. Nelze ale vůbec vyloučit, že rozhodnutí o clech bude opět odloženo. Koruně nenahrává ani trvající válka na Ukrajině, a i přes určité pozitivní náznaky byly dosud mírové rozhovory neúspěšné. Do toho přišla nová ostrá fáze konfliktu mezi Izraelem a Íránem, což opět zvyšuje již tak vysoký stupeň nejistoty. Navíc se zdá, že vojenské operace a vzájemné ostřelování bude pokračovat. **Očekáváme proto pokračující stagnaci koruny okolo 24,90 EUR/CZK (původně 25 EUR/CZK) a její velmi pozvolné posilování v příštím roce.**

Výnosům z dluhopisů se dolů příliš nechce

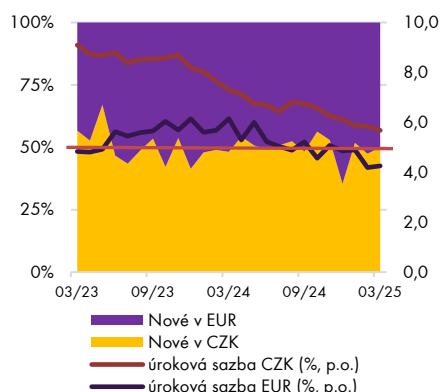
Česká výnosová křivka byla v posledních měsících primárně ovlivňována celosvětovým děním: na jedné straně ohlášeným fiskálním balíčkem z Německa a na druhé očekáváními ohledně měnové politiky Fedu. V případě německého záměru více investovat do obrany a infrastruktury se nic nezměnilo, ale situace za Atlantikem byla mnohem dynamičtější. Nejdříve Donald Trump vyhlásil vyšší reciproční cla, než která byla předpokládána, což vyústilo v pokles výnosů na dluhopisovém trhu v USA. Investoři sázeli na rychlejší snižování úrokových sazeb, aby se případně zabránilo pádu do recese. **S tímto vývojem se svezly také tuzemské výnosy.** Ne dlouho poté však následoval „americký výprodej“, jak se investoři zbavovali dolaru, amerických akcií i dluhopisů, což vedlo k významnému nárůstu vládních výnosů. Zároveň postupně dochází k tomu, co jsme předpokládali, tedy že finanční trhy přestávají sázet na agresivní uvolňování měnové politiky. Rovněž v případě tuzemské měnové politiky zvláště poslední data o HDP, inflaci či mzdách přesvědčila trhy, že bankovní rada ČNB bude obezřetná a výnosy napříč křivkou zamířily vzhůru. **Výnos českého 10letého dluhopisu se aktuálně pohybuje okolo 4,3 % a ve zbytku roku očekáváme, že zůstane nad 4% hranicí.** V dalších letech se výnos bude snižovat pouze velmi pozvolna vzhledem k nejistotě, zda nová vláda, která vzejde z podzimních parlamentních voleb, bude pokračovat v rozpočtové konsolidaci i s ohledem na nové rozpočtové priority.

Přežije (i pozvolná) konsolidace letošní parlamentní volby?

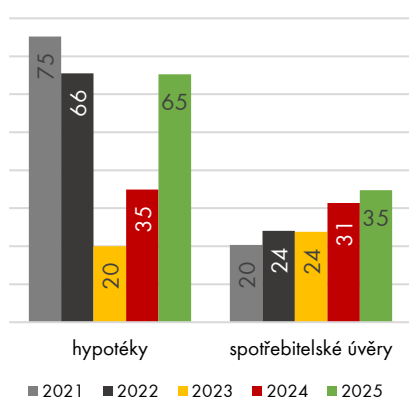
V prvních pěti měsících letošního roku se plnění státního rozpočtu zlepšilo meziročně o 39,9 mld. Kč. Státní rozpočet skončil na konci května v deficitu 170,5 mld. Kč (174,4 mld. Kč po očištění příjmů a výdajů souvisejících s projekty EU). Výdaje na obsluhu státního dluhu se zvýšily na 37,9 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 8,4 %. Výdaje na obsluhu státního dluhu za leden až květen 2025 odpovídají zhruba stejné výši výdajů úhrnem za celý rok 2008 (37,66 mld. Kč). Celkové výdaje překonaly úroveň z minulého roku (jen) o 1,4 % a prozatím se drží předepsaného scénáře. Nepřekročit schválený schodek státního rozpočtu zůstává přesto velkou výzvou, a to i proto, že v důsledku převodu 6 mld. Kč na dotace na obnovitelné zdroje, které spadají pod Ministerstvo průmyslu a obchodu, byla vyčerpána vládní rozpočtová rezerva (7,9 mld. Kč), což v případě neočekávaných událostí komplikuje situaci. **Rozpočet tak musí „dojet“ do konce roku bez rezervy.**

Letos se začaly projevovat změny, které byly přijaty v rámci konsolidačního balíčku, například zrušení či omezení vybraných slev na dani. Konsolidace je mírná a pozvolná, schodky se snižují, avšak je otázkou, jak dopadne finální rozpočet na konci roku vzhledem

Nové firemní úvěry



Nové retailové úvěry (YTD; mld. Kč)



k extrémní míře ekonomické nejistoty a zda nová vláda vzešlá z podzimních voleb bude v konsolidačním úsilí pokračovat. Příjmy státního rozpočtu se zvýšily o 7,3 %. Podpořil je růst daní, pojistného i příjmy z Evropské unie. Konsolidace veřejných rozpočtů pozitivně ovlivnila inkaso daně z příjmů fyzických osob ze závislé činnosti (+13,6 %), kterou příznivě ovlivnil i růst nominálních mezd. To má vliv také na růst výnosů pojistného na sociální zabezpečení (+7,6 %). Zvýšil se výnos DPH (6,2 %) a vybraných spotřebních daní (5,2 %). Na příjmové straně lze předpokládat, že dojde k **výpadku příjmů z prodeje emisních povolenek**, protože Evropská komise na konci května oznámila, že se sníží objem povolenek, které bude mít Česká republika přidělené k prodeji, což zapříčiní nižší výnos z plánovaných 30 mld. Kč na 14 mld. Kč. Snížení objemu platí pro roky 2025 a 2026. V srpnu bude potřeba tuto změnu zohlednit při aktualizaci výdajového rámce státního rozpočtu a fondů.

Deficit státního rozpočtu se ale prohloubí od roku 2026 také o **dodatečné výdaje na obranu**, které by se měly dle rozhodnutí současné vlády postupně navýšit každoročně o 0,2 % HDP až na 3 % HDP v roce 2030. Výdaje na obranu budou mít z hlediska národních fiskálních pravidel výjimku a budou moci přesáhnout schválené výdajové rámce. Česká republika požádala Evropskou komisi o aktivaci „rozpočtové výjimky“, která umožní se v období 2025 až 2028 odchýlit od Radou EU určené výše čistých výdajů až do 1,5 % HDP. Nicméně to bude mít v důsledku dopad na zvýšení deficitu a dluhu sektoru vládních institucí. To nic nemění na potřebě zachovat fiskální udržitelnost ve střednědobém horizontu a nadále hledat zdroje i úspory ve veřejných financích.

Nutné je **pokračovat v konsolidaci veřejných financí** intenzivněji a dlouhodobě. Již v roce 2027 by měl být strukturální schodek veřejných financí vyšší, než jaký ukládá Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti. Dle našich výpočtů může rozpočet narazit na dluhovou brzdu již po roce 2030.

Bankovní sektor – hlavní roli hraje retailový segment

Na straně vkladů pokračuje a nabírá na intenzitě v loňském roce započatý **trend zpomalování tempa růstu**. Celkové vklady ke konci prvního čtvrtletí vzrostly meziročně o 4,1 %, zatímco v loňském roce to bylo 8,6 %. Za první kvartál přibýlo na bankovní účty (bez vládních institucí) lehce nad 47 mld. Kč, přičemž vloni to bylo 149 mld. Kč. **Zpomalení tempa růstu můžeme jednoznačně připsat na vrub firemnímu sektoru**. Meziroční tempo růstu vkladů nefinančních podniků zpomalilo z loňských 5,4 % na aktuálních 2,0 %. V prvním čtvrtletí jsme zaznamenali dokonce snížení uložených finančních prostředků o 23 mld. Kč. **Také na účtech obyvatelstva přibývá úspor pomaleji než doposud**. Meziroční růst zpomalil z 8,6 % v březnu 2024 na letošních 5,8 %. Z dlouhodobého pohledu se výrazně změnil způsob spoření klientů. Zatímco před 5 lety drželi na běžných účtech zhruba polovinu svých úspor, v letošním roce je to jen 34 %. Vítězem pak jsou spořicí účty, jejichž objem vzrostl od roku 2020 o více než 83 % a tvoří nyní 41 % bankovních úspor obyvatelstva. Tento způsob spoření je pro klienty zajímavou kombinací vyššího úročení termínovaných vkladů a jednoduché dostupnosti běžných účtů. V letošním roce **očekáváme udržení nastavených trendů**. Se zlepšením ekonomické kondice budou firmy více investovat a k tomu využívat i svých dosavadních úspor, u obyvatelstva očekáváme oživení odložené spotřeby a nižší sklon k úsporám.

Celkové úvěry v letošním roce drží poměrně stabilní meziroční tempo růstu okolo 5 %. Je to sice méně než v loňském roce (+7,5 % r/r), avšak **dynamika nově poskytnutých úvěrů předpovídá, že se tempo růstu úvěrů bude v průběhu roku zrychlovat**. Náskok v růstu mají úvěry obyvatelstvu, které tvoří 60 % dosavadního letošního přírůstku úvěrů, vloni byl tento podíl poloviční. Stojí za tím především **oživení poptávky po hypotečních úvěrech**. Za první čtvrtletí bylo poskytnuto 65,3 mld. Kč nových hypoték (+87 % r/r), což se blíží k hodnotě rekordního roku 2021. Pokud nedojde k mimořádně nepříznivé události, **může celoroční objem nových hypoték atakovat hranici 300 mld. Kč**. Zároveň s poptávkou po nových úvěrech roste i objem nových úvěrů v kategorii „ostatní nová ujednání“, která zahrnuje již existující smlouvy se změnou smluvních podmínek. Může to znamenat mnohé – změnu úrokové sazby v souvislosti s vývojem tržních sazeb, restrukturalizaci závazku, změnu splátkového kalendáře nebo jen flexibilitu bank a jejich ochotu přizpůsobit se specifickým potřebám klientů. Každopádně objem hypoték v této kategorii v prvním čtvrtletí téměř vyrovnal objem čistě nových hypoték (65,0 mld. Kč) a to je třeba vnímat jako varovný signál možné vyšší rizikovitosti těchto úvěrů. **Spotřebitelské úvěry již druhým rokem vykazují nebývale stabilní poptávku**. Od začátku roku bylo poskytnuto téměř 35 mld. Kč nových spotřebitelských úvěrů, což je o 11 % více než vloni. U spotřebitelských úvěrů také registrujeme rostoucí objem kategorie „ostatní nová ujednání“, avšak nedosahuje v poměru k novým úvěrům tak vysokých hodnot jako u hypoték (18,6 mld. Kč). Je to tím, že spotřebitelské úvěry nebývají tak vysoké jako hypotéky, a to dlužníky v případě finančních potíží příliš nenuťují zajímat se o řádnou správu svých závazků. Proto také nesplácené spotřebitelské úvěry rostou mnohem rychleji (+13,1 % r/r) než hypoteční (+2,6 % r/r). U firemních úvěrů je zajímavá především dynamika nových úvěrů poskytnutých v korunách a eurech. V prvním čtvrtletí byla průměrná úroková sazba nových korunových úvěrů o 1,3 p.b. vyšší než u eurových úvěrů. To vedlo k **opětovnému oživení poptávky po firemních úvěrech v eurech** a jejich letošní objem 68,6 mld. Kč je o 13,2 % vyšší než vloni. U korunových úvěrů v objemu 67,7 mld. Kč se jedná o přírůstek 1,9 %. Očekáváme, že tento trend vydrží i po zbytek letošního roku.

Helena Horská, Martin Kron, Tereza Krček, Lenka Kalivodová

*Ekonomický výzkum Raiffeisenbank a.s.
economic.research@rb.cz*

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

Ekonomický výzkum

Helena Horská 23 44 01 413

Martin Kron 23 44 01 070

Tereza Krček 23 44 05 685

Lenka Kalivodová

Uzávěrka statistických dat a údajů z finančního trhu: 24. červen 2025, 9:00

Publikace byla vydána 24. červen 2025

UPOZORNĚNÍ

Vydává či šíří: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobám bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsengesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta nebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu a jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje výše zmíněných produktů může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete (https://raiffeisenresearch.com/en/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

Investoři do finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita cenných papírů/finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimo jiné i počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktuálnosti. To však nezakládá povinnost aktualizovat příslušný dokument.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni 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 a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsengesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RB či RB z důvodu podpory investičních aktivit RB a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice nebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dále dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidruženi k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině

Výzkum a doporučení se týkají pouze finančních nástrojů, které nejsou přímo ovlivněny sankcemi přijatými Nařízením Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnosti Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpnem 2014. Upozorňujeme, že nákup finančních instrumentů se splatností delší než 30 dní a vydaných po 31. červenci 2014 je Nařízením včetně pozdějších rozšíření sankcí zakázán. Žádné názory týkající se těchto zakázaných finančních instrumentů nerozšiřujeme.

Informace týkající se Lichtenštejnského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejnského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.