

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Ekonomika šlape i proti větru



©gettyimages

■ **Výhled ekonomiky zůstává i přes zvýšenou geopolitickou nejistotu příznivý** Pro letošek odhadujeme růst tuzemského HDP o 2,1 % a příští rok jeho zrychlení na 2,6 %. Základem tohoto růstu by nadále měla být domácí poptávka podpořená spotřebou, investicemi i expanzivní fiskální politikou. Trh práce zůstane napjatý a svižný růst mezd tak bude pokračovat.

■ **Dražší energie se přelijí do ostatních složek inflace a ta ke konci roku zamíří ke 3 %** Za celý rok 2026 podle nás inflace v průměru dosáhne 2,1 %, aby v roce 2027 vzrostla na 2,6 %. Jádrová inflace zůstane po oba roky zvýšená, když na ni bude působit robustní domácí poptávka, dopady blízkovýchodního konfliktu a pokračující růst mezd a nemovitostí.

■ **ČNB bude zřejmě držet úrokové sazby beze změny, jejich další zvýšení ale vyloučit nelze** Jádrová inflace sice zůstane zvýšená, její meziroční dynamika by ale již dále významně zrychlovat neměla. Momentum úvěrové aktivity, mezd i cen nemovitostí by mělo podle nás slábnout. Případné zvýšení sazeb ale nadále hodnotíme jako pravděpodobnější než snížení.

■ **Delším sazbám se dolů příliš chtít nebude** S uklidněním situace na Blízkém východě očekáváme postupné zvyšování sklonu křivky tržních sazeb. Krátký konec křivky by o něco níže měla tlačit neměnnost měnové politiky ČNB, zatímco její delší konec podle nás po částečné korekci zůstane zvýšený vlivem uvolňování fiskální politiky u nás i v zahraničí.

■ **Koruna zůstává stabilní** Dalšímu výraznějšímu posílení koruny by ve zbytku letoška mělo dočasně bránit zpevnění amerického dolaru a stabilita sazeb ČNB. Následnou pozvolnou apreciaci koruny v páru s eurem v ročním horizontu k 24 CZK/EUR očekáváme v souvislosti s vyšším růstem české ekonomiky ve srovnání s eurozónou.

 **Jan Vejmelek**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

 **Jana Steckerová**
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

 **Martin Gürtler**
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

 **Kevin Tran Nguyen**
(420) 222 008 569
kevin_tran@kb.cz

 **Jaromír Gec**
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Ropný šok: bouře ve sklenici vody?



Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Prakticky celé první letošní pololetí bylo poznamenáno napětím na Blízkém východě, vazba mezi geopolitikou a finančními trhy však postupně slábla. Opět se ukázalo, že nejsilnější bývá reakce trhů bezprostředně po vypuknutí šoku. Podobně tomu bylo během pandemie covidu, po ruské invazi na Ukrajinu a následném energetickém šoku i při loňském zahájení celních válek ze strany Donalda Trumpa. Konflikt mezi Íránem a USA se ke konci června dočasně zklidnil. Po následné červencové opětovné eskalaci byla viditelnější reakce patrná především u cen ropy; širší finanční trhy již zůstaly relativně klidné.

Konflikt mezi USA a Íránem vedl k ropnému šoku, krizový byl březen



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Od druhého čtvrtletí akciové trhy rostou (1.1.2026 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Červencová reescalace konfliktu „index strachu“ nezvedla



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Českou energeticky náročnou ekonomiku aktuální ropný šok samozřejmě zasáhl, jeho makroekonomické dopady však zatím nebyly zásadní. Pomohla jednak zkušenost s relativně nedávnou energetickou krizí let 2022–2023, a pak také skutečnost, že rozsah současného šoku byl výrazně menší. Navíc se struktura tuzemské ekonomiky dále posouvá směrem k nižší energetické náročnosti produkce. Podle dat Eurostatu se energetická náročnost produkce v Česku mezi lety 2020 a 2024 snížila o více než 13 %.

Cena ropy (Brent) v relativním vyjádření byla v tuzemsku téměř 15 % pod úrovní z počátku roku 2020

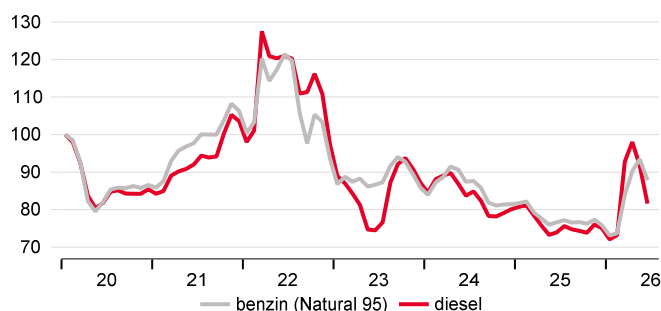
index, leden 2020 = 100, deflováno celkovým CPI



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cena nafty byla v polovině letošního roku téměř o pětinu nižší ve srovnání s počátkem roku 2020, reálně levnější byl i benzin

index, leden 2020 = 100, deflováno celkovým CPI



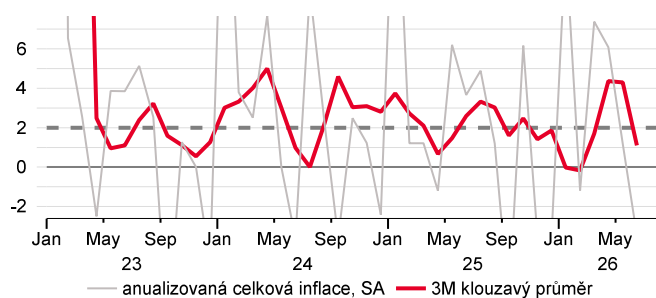
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ropný šok se v makroekonomických agregátech projevil zejména na konci prvního letošního čtvrtletí, tedy v prvním měsíci jeho působení. Sada měsíčních březnových dat z reálné ekonomiky naznačuje efekt předzásobením u dovozů, v zásobách v rámci investic i u vývozu s tím, jak se předzásobovali naši obchodní partneři. Vyšší opatrnost byla patrná u průmyslníků i spotřebitelů. V průběhu druhého čtvrtletí se však růstové momentum ekonomiky podle nás opět zvyšovalo. Za celé druhé čtvrtletí tak odhadujeme zrychlení mezičtvrtletního růstu HDP na 0,5 % po dočasném zpomalení na 0,2 % v prvním čtvrtletí.

Inflaci ovlivnil ropný šok zejména prostřednictvím vyšších cen pohonných hmot, jejichž nejsilnější dopad byl patrný v březnu. Jejich další proinflační vliv následně omezovala vládní cenová regulace, tedy každodenní stanovování cenových stropů pro benzín a naftu, a zejména snížení spotřební daně na naftu. V průběhu druhého čtvrtletí inflační momentum výrazně zpomalovalo. Jednak se velkoobchodní ceny pohonných hmot otočily, hlavně ale zavázily ceny potravin, které působily výrazně protiinflačním směrem. Podstatné ovšem je, že jádrová inflace si stále drží vysokou meziroční dynamiku v blízkosti 3% hladiny jako odraz domácích inflačních tlaků. Ty jsou patrné zejména ve službách a v položkách souvisejících s bydlením. Právě domácí inflační tlaky, byť v kontextu vnějšího nákladového šoku, stály za červnovým rozhodnutím ČNB zvýšit měnověpolitické úrokové sazby.

I když se dynamika celkové inflace pohybuje kolem cíle, ...

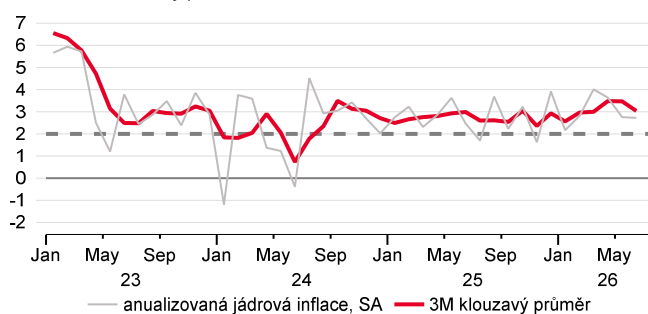
Meziměsíční anualizovaná změna, sezónně očištěno (Census X-13),
tříměsíční klouzavý průměr



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

... momentum jádrové inflace se drží dlouhodobě nad ním

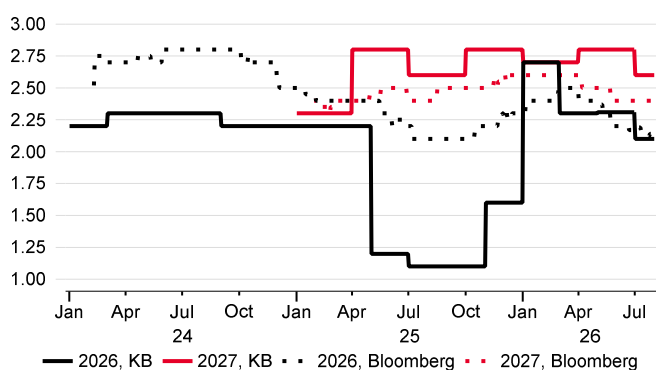
Meziměsíční anualizovaná změna, sezónně očištěno (Census X-13),
tříměsíční klouzavý průměr



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

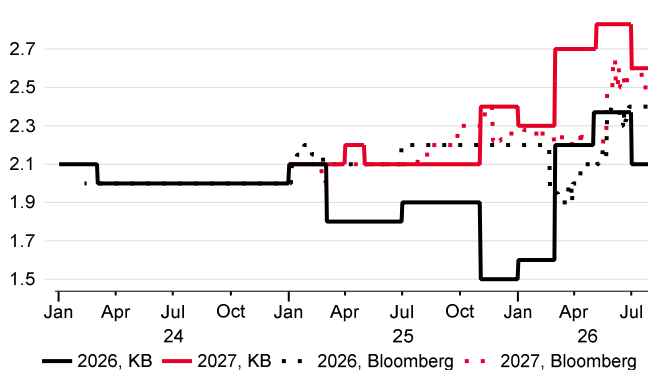
Staglační dopad ropného šoku se do makroekonomické prognózy Komerční banky promítl především již v dubnu, kdy jsme snížili očekávaný růst pro letošní rok a naopak zvýšili inflační výhled. **Stávající prognóza proto zásadní změny nepřináší.** Předpokládali jsme, že konflikt na Blízkém východě bude mít spíše krátkého trvání, což se ještě v červnu jevilo jako vysoce realistický scénář. Červenec však přinesl opětovnou eskalaci konfliktu. Do naší prognózy se přetrvávající napětí a slabší růstová dynamika z prvního čtvrtletí propsala mírnou sestupnou revizí očekávaného růstu HDP pro letošní i příští rok. Letos by si české hospodářství mělo polepšit o 2,1 %, což odpovídá tržnímu konsenzu. Pro rok 2027 očekáváme zrychlení růstové dynamiky na 2,6 %. Ve srovnání s mediánovým tržním očekáváním tak pro příští rok patříme mezi optimisty.

Růstové vyhlídky české ekonomiky (HDP, %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflační vyhlídky české ekonomiky (CPI, %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podkonsenzuální je náš letošní inflační výhled na 2,1 %. V příštím roce naopak inflaci vidíme v průměru na 2,6 %, tedy mírně nad tržním očekáváním. Jádrová inflace se podle nás bude do začátku příštího roku pohybovat kolem horní hrany tolerančního pásma, poté začne setrvale klesat. Míru měnověpolitické restriktce zatím považujeme za dostatečnou, další zvýšení úrokových sazeb již nečekáme.

Přes pokračující geopolitickou nejistotu česká ekonomika ukázala odolnost. Opírá se především o domácí poptávku, zahrnující spotřebu i investice, a na tom by se během následujících měsíců nemělo nic zásadního změnit. Přeji Vám příjemné čtení letního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Makroekonomická prognóza.....	11
Měnová politika	19
Fiskální politika	22
Tabulka prognózy.....	25
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	26
Korunový devizový trh.....	31
Bankovní sektor	34
Box 1: Měnová restrikce v prostředí výrazné expanze finančního cyklu.....	39
Klíčové ekonomické ukazatele.....	43

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

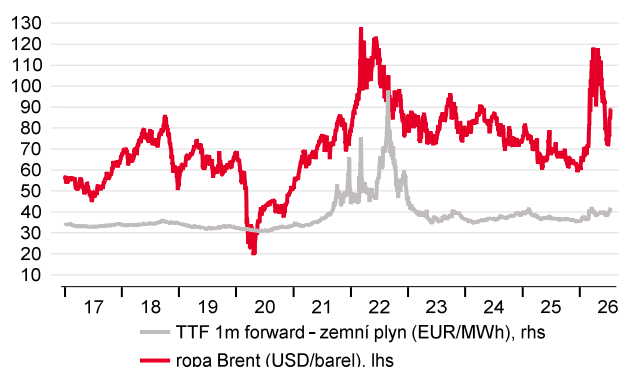
Ekonomika USA i eurozóny zůstává odolná

Navzdory přetrvávajícím vyšším cenám ropy a zvýšené geopolitické nejistotě, vyhlídky pro ekonomiku Spojených států, eurozóny i středoevropského regionu zůstávají relativně příznivé. USA těží z fiskálního impulsu, silné spotřeby domácností i stále vysokých firemních investic (především do datových center). Eurozóně pak pomáhá německý fiskální balíček, prostředky z fondů EU, nadměrné úspory domácností, rozjíždějící se investice do AI i oživující nemovitostní trh. Inflace v červnu sice ve Spojených státech i eurozóně přibrzdila, stále se však drží nad cíli centrálních bank a představuje tak riziko, že centrální banky budou muset sáhnout ke zpřísnění měnových podmínek. ECB úrokové sazby již zvýšila na červnovém zasedání, přičemž další takovýto krok očekáváme v září. Tím by se depozitní sazba dostala na horní hranu odhadů její neutrální úrovně, kde podle našeho odhadu po delší období setrvává. Fed podle naší prognózy ponechá v letošním i příštím roce sazby beze změny, ačkoli rizika jsou vychýlena směrem k utažení měnových podmínek.

Trh reaguje na narušení dodávek ropy spíše omezením poptávky a čerpáním zásob než trvalými cenovými výkyvy.

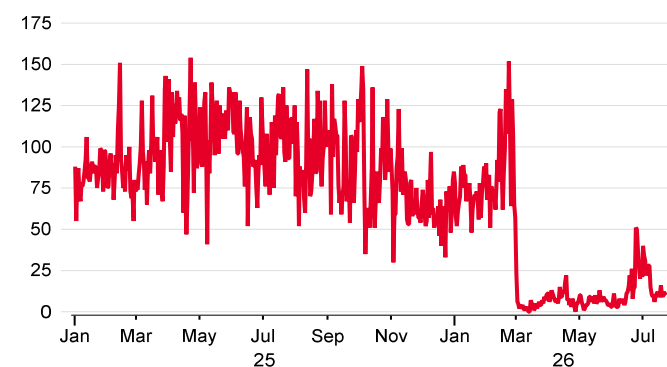
Po zmírnění napětí na Blízkém východě a zprůchodnění Hormuzského průlivu se cena ropy v červnu krátce vrátila na předválečnou úroveň. Aktuálně však boje mezi Íránem a USA opět pokračují a znemožňují tankerům průlivem proplouvat. Cena ropy se tak opět pohybuje nad předválečnými úrovněmi. V minulých týdnech bylo patrné, že trh reaguje na narušení dodávek spíše omezením poptávky a čerpáním zásob než trvalými cenovými výkyvy. To bude podle našeho názoru pokračovat. Pokud budou dodávky opět obnoveny, což předpokládáme, měl by ropný trh přejít z deficitu do přebytku v průběhu příštího roku a ceny by se měly normalizovat. V závěrečném čtvrtletí letošního roku očekáváme cenu ropy v průměru na 75 dolarech za barel, průměr pro celý příští rok vidíme na 73 dolarech. Významným faktorem, který začíná promlouvat do poptávky po ropě je i elektromobilita. Podíl elektromobilů na nových registracích vzrostl z 22,7 % v únoru na 26,1 % v květnu. Nejvýznamněji k tomu přispěla Čína, výrazný růst byl ale zaznamenán i v Evropě či Velké Británii. V příštích pěti letech by v důsledku nárůstu elektromobility měla poptávka po ropě poklesnout o 3,4 milionu barelů za den (Mb/d), což není zanedbatelné (celková poptávka v roce 2025 činila 104 Mb/d).

Ceny ropy a zemního plynu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Počet plavidel proplouvajících Hormuzským průlivem



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

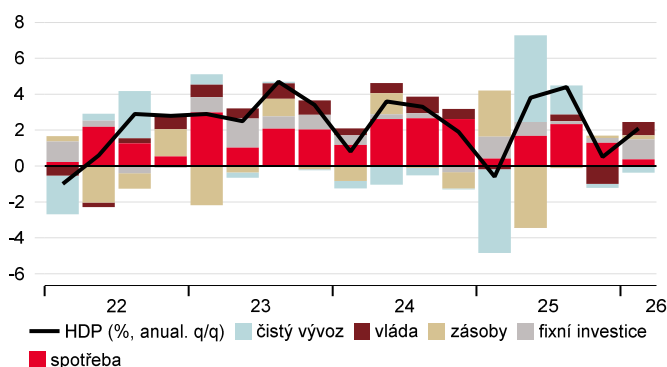
USA: solidní růst HDP bude pokračovat

Data snížila tlak na bezprostřední zvýšení úrokových sazeb.

Americká centrální banka ponechala na svém červnovém zasedání sazby bez změny na úrovni 3,50-3,75 %. Vyznění „dot plotu“ bylo nicméně jestřábí. Centrální bankéři signalizovali možnost zvýšení úrokových sazeb, a to již v ročním horizontu. Devět centrálních bankéřů

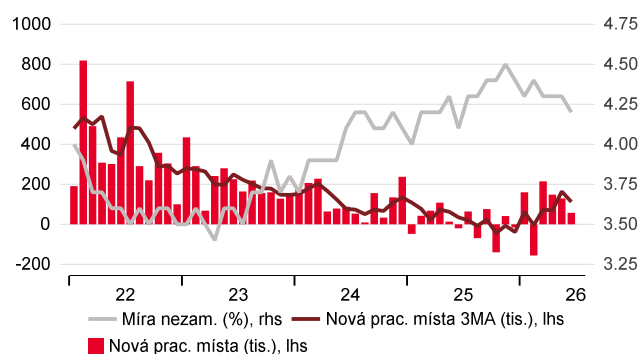
indikovalo alespoň jedno zvýšení sazeb ještě v letošním roce, šest by preferovalo zvýšit sazby dokonce minimálně dvakrát. Zajímavé je, že nový šéf Fedu Kevin Warsh svůj výhled do „dot-plotu“ nedodal. Poslední data z americké ekonomiky však tlak na bezprostřední zvýšení úrokových sazeb snížila. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru byl v červnu zhruba o polovinu nižší, než s čím finanční trhy počítaly (57 tisíc), směrem dolů byla revidována i data za duben a květen (v souhrnu o 74 tisíc). I po této revizi však bylo tempo růstu zaměstnanosti za poslední tři měsíce stále slušné, když v průměru dosáhlo 111 tisíc za měsíc. Významnější ochlazení trhu práce nenaznačil ani vývoj nezaměstnanosti, která po sezonním očištění nepatrně klesla, a to z 4,3 % na 4,2 %. Stejně tak týdenní počet nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti se nadále držel poblíž nízkých 200 tisíc. Díky dobré situaci na trhu práce zůstává silná i spotřeba domácností. Ta je navíc podporována fiskálními výdaji. Silné zůstávají i firemní investice, obzvláště do datových center. Růst HDP by tak v letošním roce měl dosáhnout 2,3 %. V příštím roce bude již efekt fiskálního stimulu slábnout, a tak očekáváme nižší dynamiku HDP, a to na úrovni 1,7 %.

USA: Ekonomika se zatím drží v dobré kondici



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce se stabilizoval



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

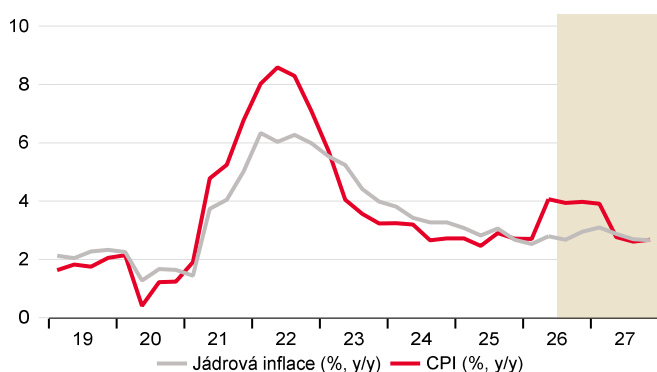
Inflace zůstává nad cílem, zvýšení úrokových sazeb ale zatím neočekáváme.

Tlak na zvyšování úrokových sazeb polevil i z titulu vývoje inflace, ač cenové tlaky v tamní ekonomice zůstávají silné. Spotřebitelská inflace zpomalila z květnových 4,2 % na 3,5 % y/y v červnu. Významnou roli sehrály ceny pohonných hmot, které byly meziměsíčně o 6 % nižší. Za očekávání zůstala i jádrová inflace, kterou přibrzdily ceny imputovaného nájemného, a její meziroční růst tak zpomalil z 2,9 % na 2,6 % y/y. Výrazné za odhady zůstaly i červnové ceny průmyslových výrobců, jejichž meziroční růst zpomalil z květnových 6 % y/y na 5,5 % v červnu. Nižší než očekávané inflační tlaky v červnu vedly ke snížení sázek na zvyšování sazeb amerického Fedu. Trh ve svých cenách nyní do konce roku zahrnuje jeden až dva takovéto kroky. Naše prognóza zatím počítá se stabilitou úrokových sazeb, ačkoli rizika se vychylují směrem ke zpřísnění měnové politiky.

Odhadovat kroky Fedu bude obtížnější.

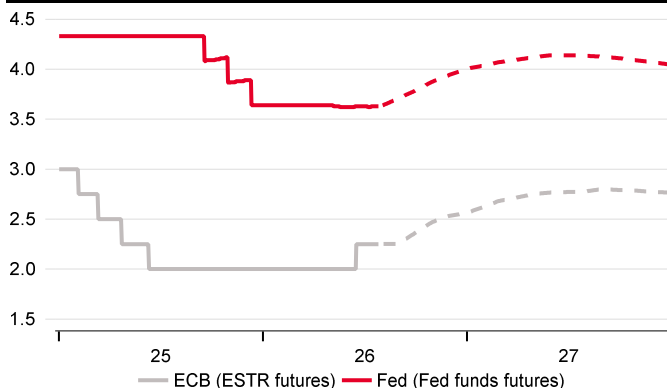
Zajímavé bude také sledovat, jakým směrem se americká centrální banka vydá pod taktovkou jejího nového šéfa Kevina Warshe. Už teď je jisté, že větší důraz bude kladen na variabilitu scénářů a nejistotu ekonomických předpovědí. Odhadovat kroky Fedu tak bude obtížnější, což ve srovnání s ECB platilo i doposud. To je patrné i z faktu, že z 67 analytiků, kteří prognózují další kroky ECB v rámci pravidelného průzkumu agentury Bloomberg, se jich na základě výsledků za poslední dva roky 50 umístilo na 1. místě, zatímco ze 101 prognostiků Fedu se jich na 1. místě umístilo pouze 13.

USA: Inlace zůstává zvýšená (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Trhy očekávaný vývoj sazeb Fedu a ECB (%)



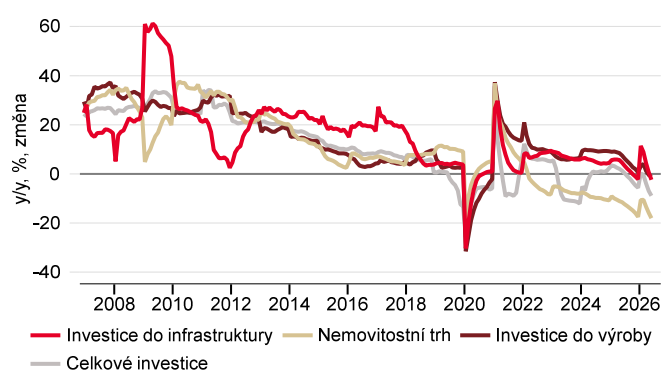
Zdroj: Bloomberg

Čína: domácí poptávka je slabá

Domácí poptávka je slabá, růst táhnou exporty.

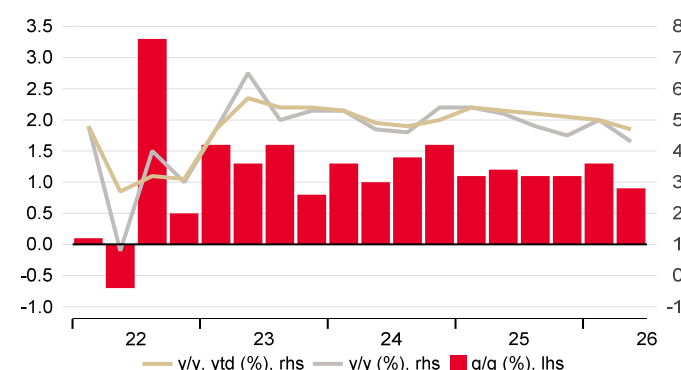
Čínský HDP v důsledku slabé domácí poptávky a propadu investiční aktivity zpomalil z 5 % v Q1 na 4,3 % y/y v Q2. Za celý letošní rok by tamní ekonomika měla podle našeho odhadu vzrůst o 4,6 %, přičemž hlavním tahounem by měly být čisté exporty. Vývoz těží z vysoké konkurenceschopnosti čínského zpracovatelského průmyslu, a to především v high tech segmentech (elektromobilita, bateriová technologie, obnovitelné zdroje), a z boomu AI, když podíl exportů souvisejících s umělou inteligencí na celku dosahuje již dvaceti procent. Naproti tomu domácí poptávka zůstává slabá. Spotřebu i investice brzdí pokračující korekce na realitním trhu, nízká důvěra domácností a relativně slabý trh práce. Trh s bydlením ani v letošním roce nedosáhne svého dna. Prodeje nových bytů podle našeho odhadu poklesnou o dalších 5 %, zatímco celkové investice do nemovitostí mohou propadnout i o více než 10 %. Oživení spotřeby domácností je tak zatím křehké. Investice jako celek sice mírně rostou díky fiskálním impulsům, čelí však výzvam v podobě udržitelnosti dluhu a nadbytku výrobních kapacit ve zpracovatelském průmyslu. Celkově růst čínského HDP pro rok 2026 odhadujeme na 4,6 %, v příštím roce pak na 4,7 %.

Čínské investice: Oživení vážne



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst čínského HDP (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inlace se pozvolna odráží ode dna.

Deflační tlaky v Číně podle našeho názoru již dosáhly svého dna, avšak oživení cenového růstu bude pomalé. Ceny v průmyslu by měly růst v důsledku vyšších cen komodit a narušených dodavatelských řetězců. Přenos do spotřebitelských cen bude utlumený kvůli slabé poptávce a poklesu cen nemovitostí. I zde však již pozorujeme nárůst cenových tlaků, když svou roli sehrává vliv srovnávací základny a méně agresivní slevy u zboží dlouhodobé spotřeby. Prostor pro snížení úrokových sazeb má centrální banka již omezený.

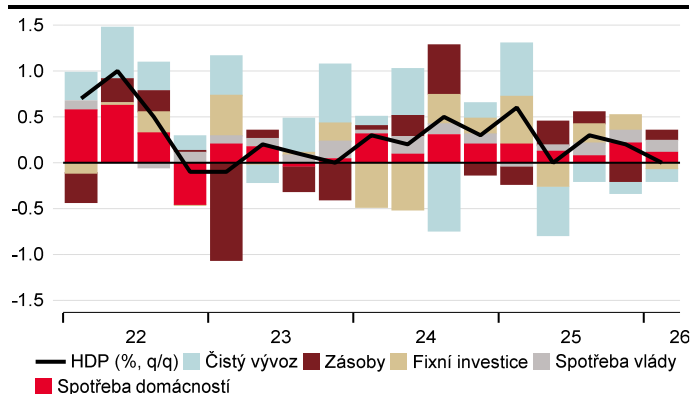
Jeho účinek by navíc v prostředí převisu nabídky byl diskutabilní. V letošním roce tak očekáváme stabilitu úrokových sazeb. Expanze fiskální politiky zůstává umírněná a nadále upřednostňuje investice před podporou spotřeby, což znamená, že strukturální rebalancování směrem ke spotřebě bude pokračovat jen velmi pozvolna.

Eurozóna: ECB v září znovu zvýší sazby

Obavy ze zvýšené jádrové inflace, růstu inflačních očekávání a sekundárních dopadů blízkovýchodního konfliktu přimějí ECB znovu zvýšit sazby.

Inflace v eurozóně zpomalila z květnových 3,2 % na 2,8 % y/y v červnu, její jádrová složka pak z 2,6 % na 2,4 % y/y. K červnovému poklesu celkové inflace přispělo především zlevnění pohonných hmot a zmírnění cenové dynamiky potravin a služeb spojených s cestovním ruchem. Sekundární dopady vyšších cen energií v ostatních složkách inflace zatím příliš patrné nejsou. K jejich zhmotnění však podle nás dojde až se zpožděním, konkrétně v průběhu letošního druhého pololetí. S ohledem na nedávný výrazný pokles cen ropy lze ovšem předpokládat, že jejich rozsah bude oproti původním očekáváním omezenější. V červenci může vlivem zlevnění pohonných hmot inflace v eurozóně podle nás dále klesnout na 2,5-2,6 % y/y, poté by ale měla postupně opět narůstat ke 3 % y/y. Výše stále zůstávají i inflační očekávání, která se ve tříletém horizontu stále drží kolem 2,9 % y/y. ECB na inflační vývoj reagovala zvýšením úrokových sazeb již v červnu. Vzhledem k vývoji jádrové inflace a riziku jejího dalšího růstu v důsledku sekundárních dopadů vyšších cen energií předpokládáme, že ECB ke stejnému kroku sáhne ještě v září letošního roku. Tím by se depozitní sazba dostala na horní hranu pásma, kde ECB odhaduje její neutrální úroveň a kde podle naší prognózy po delší období setrvá (depozitní sazba na 2,5 %).

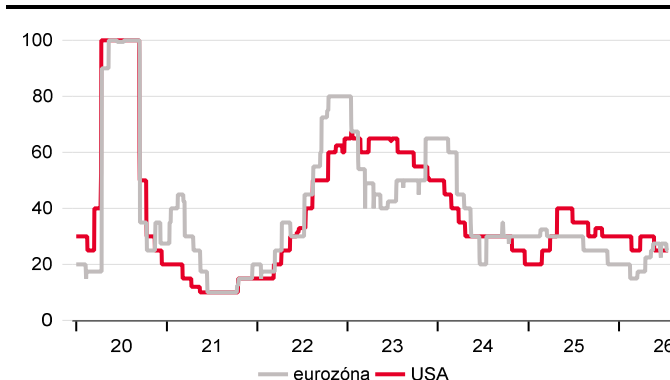
Tempo růstu HDP v eurozóně (% , q/q)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika eurozóny poroste, podpoří ji silná spotřeba, investice do AI i německý fiskální balíček.

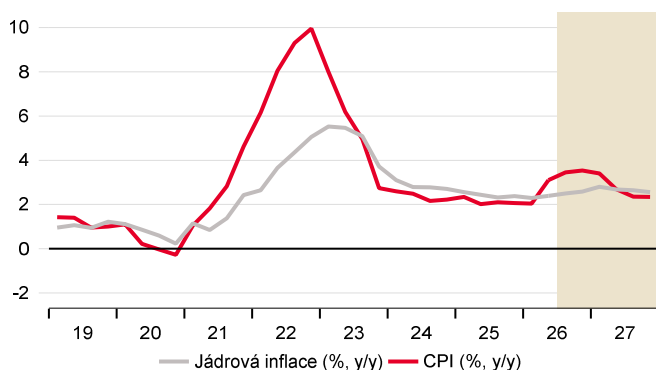
Pravděpodobnost recese v ročním horizontu



Zdroj: Macrobond, Bloomberg konsensus, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

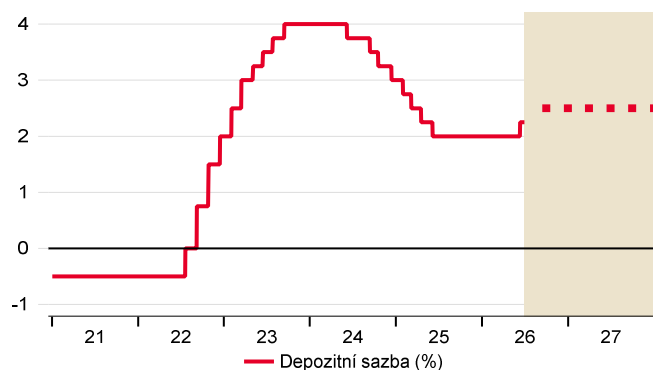
Ekonomika eurozóny zatím zůstává vůči ropnému šoku odolná. Po očištění o volatilní výkonnost irské ekonomiky tak odhadujeme pro letošní rok růst HDP eurozóny na úrovni 0,9 %, v příštím roce pak 1,1 %. Ekonomický růst by měla podpořit silná soukromá spotřeba, oživení na trhu nemovitostí a čerpání prostředků z fondů NextGenerationEU (NGEU) i investice spojené s AI. Domácnosti navíc disponují vysokými úsporami, nezaměstnanost je historicky nízká a mzdový růst zůstává robustní. Významnou roli sehrává i německý fiskální balíček. Ten povede ke zvýšení německého deficitu veřejných financí z 2,6 % HDP v loňském roce až na 4,2 % v roce letošním. Po třech letech útlumu tak německou ekonomiku podle našeho odhadu čeká výraznější oživení. Dynamiku HDP odhadujeme pro letošek na 0,5 % (nsa) a 1,0 % pro rok 2027.

Inflace v eurozóně se dočasně dostane nad tři procenta



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB zvýší úrokové sazby ještě jednou (depozitní sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: sazby míří dolů

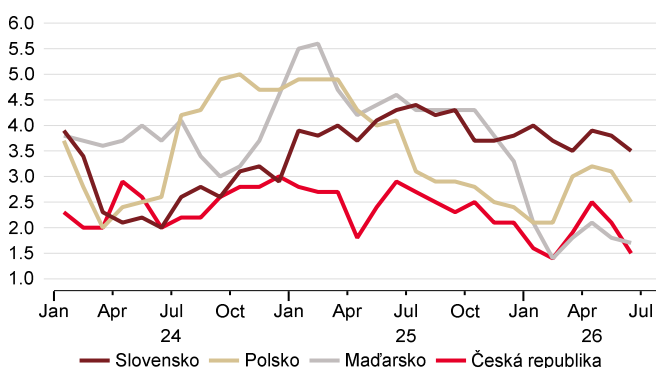
Polská centrální banka na podzim sníží úrokové sazby.

Polská centrální banka ponechala v červenci úrokové sazby beze změny na stávající úrovni 3,75 %. Výroky guvernéra Glapinského na následné tiskové konferenci se nesly ve výrazně holubičím tónu. Inflaci má centrální banka podle jeho slov pevně pod kontrolou, přičemž snížení úrokových sazeb může přijít ještě v letošním roce. To je i v souladu s naší prognózou, která očekává tento krok na listopadovém zasedání. Vzhledem k vyjádřením guvernéra i faktu, že inflace bude v nadcházejících měsících zpomalovat, se však rizika vychylují k časnějšímu uvolnění měnových podmínek. Kurz zlatého podle naší prognózy zkoriguje zpět k úrovním 4,25 PLN/EUR. Podporu by mu měl poskytovat silný příliv peněz z fondů EU a výrazný růstový diferenciál.

Maďarská centrální banka bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat.

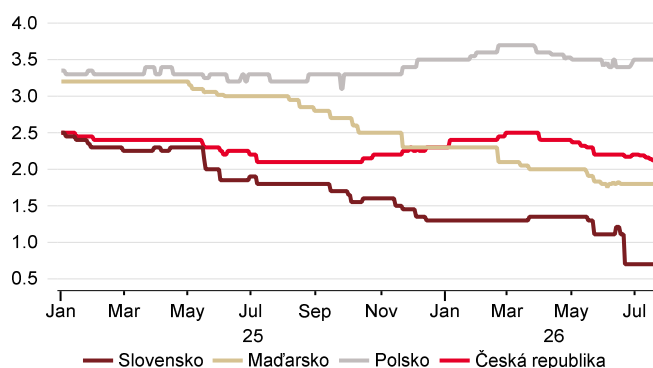
Maďarská centrální banka výrazně revidovala svůj inflační výhled směrem dolů. Pro letošní rok na průměrných 1,8 % a na 2,3 % pro rok 2027. Zároveň v červnu i červenci snížila úrokové sazby o 25 bb, čímž se klíčová tříměsíční depozitní sazba dostala na 5,75 %. Ve snižování úrokových sazeb bude vzhledem k očekávanému inflačnímu vývoji podle našeho odhadu pokračovat. Další takovéto kroky očekáváme v srpnu, září a prosinci.

Inflace v regionu zamířila dolů (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst HDP pro rok 2026, Bloomberg konsensus (v %)



Zdroj: Macrobond, Bloomberg konsensus, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin.gurtler@kb.cz

Hlavní změny

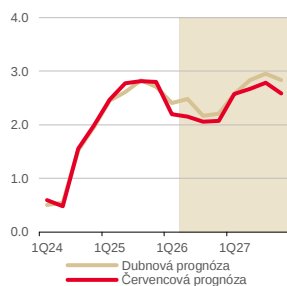
HDP:

Oproti naší dubnové prognóze jsme odhad růstu HDP pro letošní i příští rok snížili shodně o 0,2 pb na 2,1 % v roce 2026 a 2,6 % v roce 2027. Důvodem je zejména déletrvající konflikt na Blízkém východě. Ten zhoršuje situaci v dodavatelských řetězcích a zvyšuje ceny energií, s nepříznivým dopadem především na průmyslová odvětví. Domácí fundamenty však zůstávají silné. Růst ekonomiky by tak měl stát na spotřebě domácností, investicích a očekávané fiskální expanzi.

Inflace:

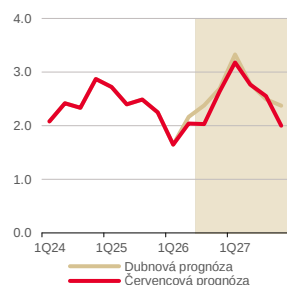
Prognózu inflace pro letošní i příští rok jsme snížili o 0,1 pb, na 2,1 % v roce 2026 a na 2,6 % v roce 2027. Inflace byla v Q2 26 mírně nižší, než jsme čekali, a to kvůli pokračujícímu zlevňování potravin a omezenému přenosu dražších energií do ostatních cen. Druhotné efekty blízkovýchodního konfliktu by se však podle nás měly projevit se zpožděním. Jádrová inflace zůstane zvýšená, když budou nadále působit rostoucí náklady na bydlení a silná domácí poptávka.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

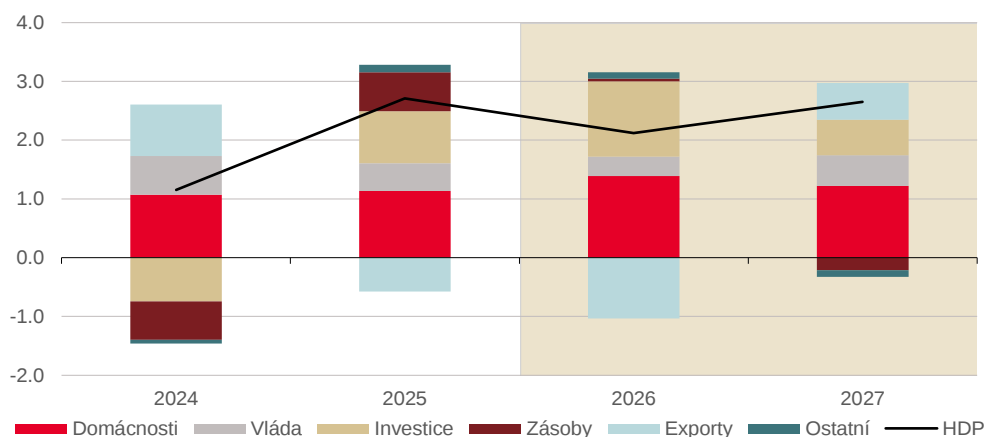


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tuzemská ekonomika potvrzuje svou odolnost

České hospodářství by mělo navzdory zhoršenému vnějšímu prostředí a zvýšené geopolitické nejistotě pokračovat v robustním růstu, taženém především domácí poptávkou. Očekáváme, že po letošním zvýšení HDP o 2,1 % by mělo tempo ekonomického růstu v roce 2027 zrychlit na 2,6 %. Působit by měla stále silná spotřeba domácností, pokračující investiční aktivita a expanzivnější fiskální politika. Napjatý trh práce bude stimulovat růst mezd, který by měl podle nás letos činit 7,1 % a příští rok zpomalit na 6,1 %, což udrží příznivý vývoj disponibilních příjmů domácností. Inflace se podle nás po letošních 2,1 % zvýší v roce 2027 na 2,6 %. Předpokládáme, že k tomu dojde kvůli postupnému promítání dražších energií, vyšším cenám potravin a přetrvávajícímu růstu nákladů na bydlení. Jádrová inflace zůstane zvýšená poblíž 3 %. Rizika celkové prognózy zůstávají významná kvůli konfliktu na Blízkém východě, který může dále zhoršit stav dodavatelských řetězců, zvýšit ceny energií a oslabit výkon průmyslu.

Růst ekonomiky zůstane ve znamení zejména domácí poptávky (% , y/y)

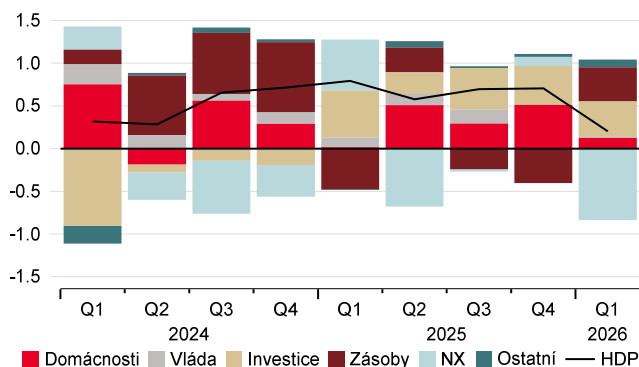


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomický růst bude postupně zrychlovat

Česká ekonomika vstoupila do roku 2026 v dobré kondici, přestože její mezičtvrtletní růst v prvním čtvrtletí zpomalil na 0,2 % z 0,7 % v závěru loňského roku. Se zpomalením jsme v naší dubnové prognóze počítali, avšak v menším rozsahu, když jsme pro Q1 26 odhadovali mezičtvrtletní růst HDP o 0,4 %. Slabší výsledek byl z velké části důsledkem výrazně záporného příspěvku čistého vývozu (-0,8 pb). Ten však neodrážel útlum zahraniční poptávky, ale naopak silnou domácí poptávku vedoucí k rychlejšímu růstu dovozu než vývozu. Zatímco vývozy byly v Q1 26 mezičtvrtletně vyšší o 2,9 % (k čemuž přispěly zboží i služby), dovozy toto již tak silné tempo dokonce překonaly, když vzrostly o 4,4 % q/q. Kromě pokračujícího růstu spotřeby domácností a fixních investic se mohl v nárůstu dovozní aktivity promítnout i efekt předzásobením v souvislosti s vypuknutím konfliktu na Blízkém východě v závěru února. Ten vedl k nárůstu cen výrobních vstupů a zkomplikoval situaci v mezinárodním obchodě a řada firem tak usilovala o navýšení skladových zásob včetně výrobních materiálů. Tento trend potvrzovaly průzkumy PMI mezi průmyslovými podniky. Obdobnou reakci na straně firem jsme mohli pozorovat při předešlém geopolitickém šoku, který byl vyvolán zavedením vysokých dovozních cel ze strany USA. Snaha o předzásobením by mohla rovněž vysvětlit kladný příspěvek změny stavu zásob k mezičtvrtletní dynamice HDP v Q1 26 (+0,4 pb), který tudíž částečně kompenzoval záporné působení čistého vývozu. Meziroční růst ekonomiky ve výsledku zpomalil z 2,8 % v Q4 25 na 2,2 % v Q1 26, jeho tempo ale přesto zůstalo solidní.

Zpomalení růstu HDP v Q1 26 souviselo hlavně se záporným příspěvkem čistého vývozu (SA, %, q/q)



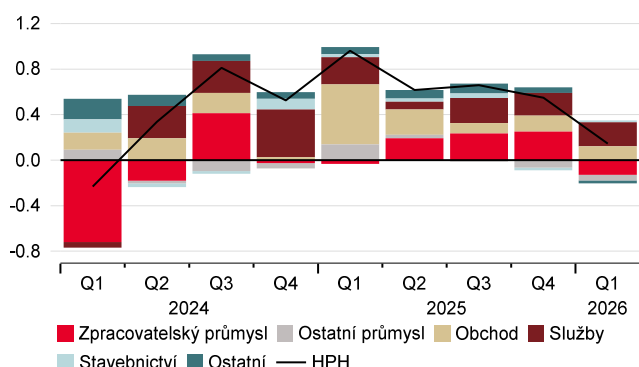
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: NX značí čistý vývoz.

Zpomalení růstu ekonomiky na začátku letošního roku bylo pravděpodobně jen dočasné a mohlo být ovlivněno i efektem předzábobení kvůli konfliktu na Blízkém východě.

Hlavními pilíři ekonomické aktivity zůstávají spotřeba domácností a fixní investice.

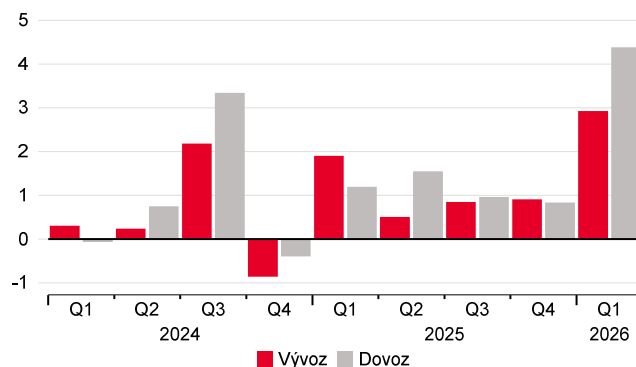
Mezičtvrtletní růst spotřeby domácností sice zpomalil z 1,2 % v Q4 25 na pouhých 0,3 % v Q1 26, avšak při stále silné meziroční dynamice ve výši 3,3 %. U fixních investic rovněž došlo ke zvolnění mezičtvrtletního růstového tempa, z 1,7 % na 1,5 %, které ale zůstalo podobně jako po celý loňský rok velmi silné. To se následně odrazilo v meziročním růstu dosahujícím 6 % v Q1 26. Na nepatrné zvolnění investiční aktivity mohlo působit rozpočtové provizorium související s nástupem nové vlády, jež na přelomu roku omezovalo rozsah vládních výdajů. Týkalo se to nejen těch investičních, ale i běžných. Spotřeba vlády vzrostla v Q1 26 pouze o 0,1 % poté, co v Q4 25 mezičtvrtletně stagnovala. V souladu s výdajovou strukturou HDP táhly růst na nabídkové straně ekonomiky především sektory obchodu a služeb. Naproti tomu zpracovatelský průmysl vykázal v Q1 26 pokles produkce i přidané hodnoty. Důvodem mohla být slabost průmyslového sektoru v zahraničí, nárůst velkoobchodních cen energií a dalších výrobních vstupů, stejně tak i problémy v mezinárodním obchodě vyplývající z konfliktu na Blízkém východě. Celkově tedy česká ekonomika na počátku letošního roku nadále stála hlavně na silných domácích základech, které jí poskytovaly zvýšenou míru odolnosti vůči zhoršujícímu se vnějšmu prostředí a zvýšené geopolitické nejistotě.

Růst hrubé přidané hodnoty byl v Q1 26 nadále tažen sektory obchodu a služeb, zatímco průmysl klesal (SA, %, q/q)



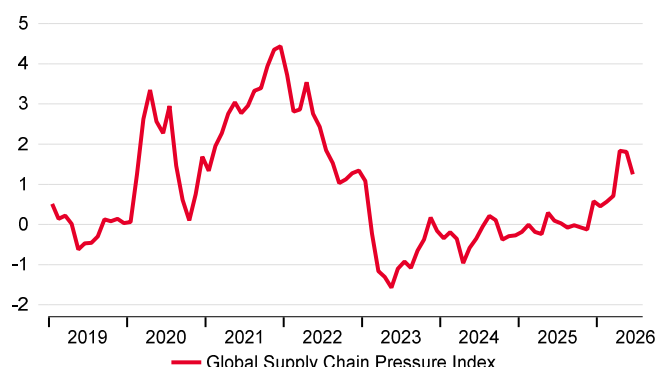
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Služby zahrnují pouze ty tržní. Veřejné služby jsou obsaženy v kategorii ostatní. Součástí odvětví obchodu je i doprava a ubytování a pohostinství.

Dynamika dovozů v Q1 26 předčila silný růst vývozu, vlivem silné domácí poptávky a efektu předzábobení (SA, %, q/q)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o vývoj reálných vývozu a dovozu v definici národních účtů.

Situace v dodavatelských řetězcích se v důsledku konfliktu na Blízkém východě v letošním roce zhoršila (z-skóre)



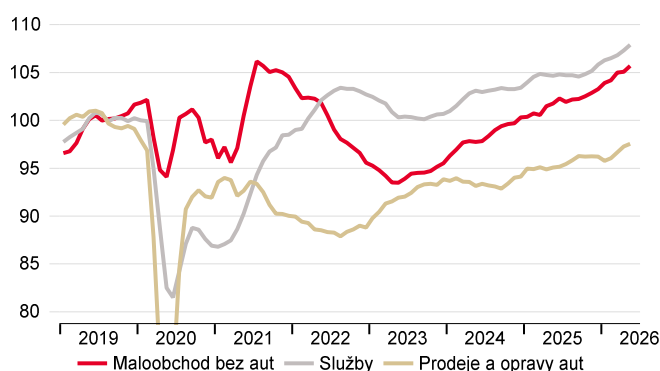
Zdroj: New York Fed, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve druhém letošním čtvrtletí růst HDP podle našeho odhadu opět zrychlil na 0,5 % q/q.

Jeho struktura ale podle nás zůstala podobná jako v Q1 26, když kladný příspěvek vykázala hlavně domácí poptávka. U spotřeby domácností totiž očekáváme opětovné zrychlení

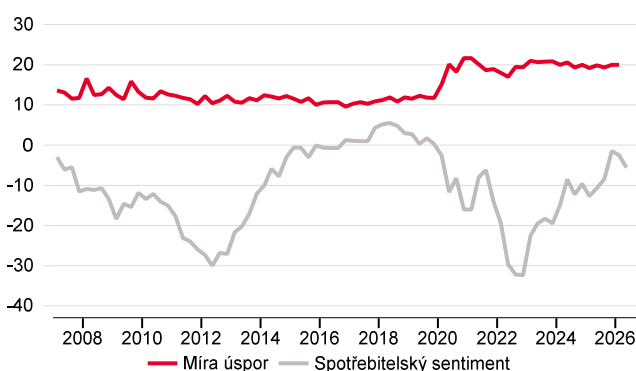
mezičtvrtletního růstu na 1,1 %. Měsíční data tržeb z maloobchodu a služeb výrazné zpomalení spotřeby domácností v Q1 26 neindikovala. Naopak tyto předstihové ukazatele naznačují pokračování svižného růstového momenta spotřebitelské poptávky, a to i v Q2 26. V souladu s tím roste i úvěrová aktivita. Podobně byl růst mezd v Q1 26 nad očekávání silný, ačkoliv to z části nejspíše souviselo s dočasnými faktory. Spotřebitelský sentiment vlivem konfliktu na Blízkém východě zaznamenal v Q2 zhoršení, stále se však v průměru pohyboval 5 % nad svým dlouhodobým průměrem. Jistotu by domácnostem měla v turbulentních dobách poskytovat vysoká míra úspor, která zůstává poblíž 20 % a je tedy stále oproti předpandemickému období zhruba dvojnásobná. Vysoká výchozí základna, doznívající vliv rozpočtového provizoria a větší globální nejistota podle nás naopak v Q2 vedly ke zvolnění mezičtvrtletního růstu fixních investic na 0,7 %. Meziroční růst by se měl ale udržet poblíž 6 %. Probíhající strukturální změny v ekonomice a kvůli vyšším cenám energií obnovené snahy o snížení energetické náročnosti výroby budou podle nás nadále investiční aktivitu podporovat. Zároveň ale očekáváme, že snaha o předzásobení a silná domácí poptávka budou také v Q2 působit prostřednictvím vyšších dovozů na záporný příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP (-0,4 pb), který bude částečně kompenzován kladným příspěvkem změny stavu zásob (+0,2 pb). Dostupná data přitom ukazují, že v Q2 došlo k oživení tuzemské průmyslové produkce, která nejspíše mezičtvrtletně vzrostla o více než 1 %. To by naopak mohlo podpořit exporty.

Spotřebitelská poptávka podle reálných tržeb v maloobchodu a službách nadále vykazuje růstový trend (2019=100, SA, 3MA)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Důvěra i míra úspor domácností zůstávají vysoko (SA, %)

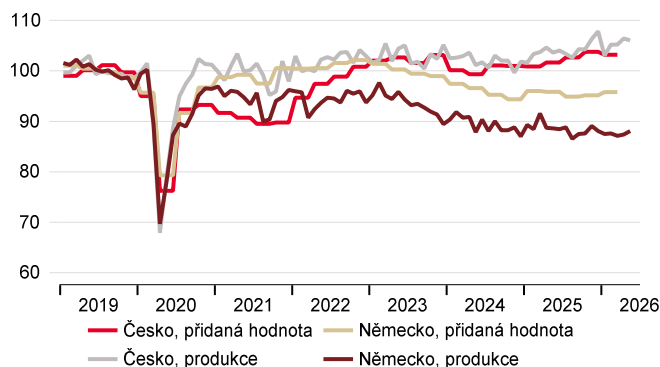


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory turbulentním geopolitickým podmínkám zůstáváme ohledně výhledu vývoje české ekonomiky optimističtí, a to kvůli jejím silným domácím základům.

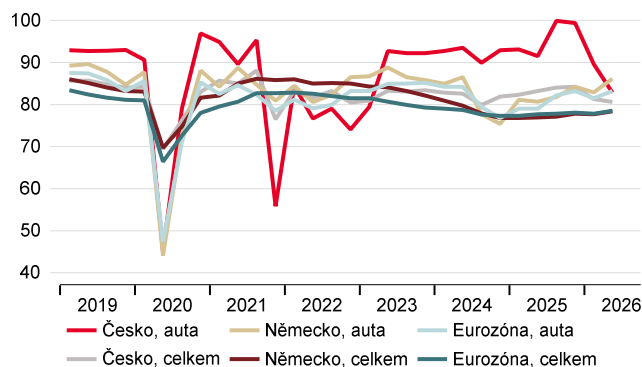
Přes mírné zhoršení naší prognózy vývoje tuzemské ekonomiky očekáváme její robustní růst o 2,1 % v letošním roce a jeho zrychlení na 2,6 % v roce příštím. To je oproti naší dubnové prognóze v obou letech o dvě desetiny méně. Tímto směrem působí protahující se konflikt na Blízkém východě a s tím související zhoršená situace v dodavatelských řetězcích a vyšší ceny energií. To může mít nepříznivý vliv na průmyslová odvětví, která navíc stále čelí strukturálním problémům. Mezi ty patří zhoršující se konkurenceschopnost evropského průmyslu v čele s tím německým, který je klíčový pro dodavatelskou část českého výrobního sektoru. V prvním letošním pololetí došlo k významnému poklesu využití výrobních kapacit v českém automobilovém průmyslu. Ten byl nejspíše tažen právě dodavateli dílů, neboť domácí producenti automobilů dosud vykazovali naopak silné výsledky. Přestože německá vláda přišla s řadou ozdravných opatření a postupně navyšuje fiskální výdaje, tak výkon tamní ekonomiky zůstává slabý. Na druhou stranu domácí fundamenty české ekonomiky jsou i zásluhou nově vznikajících odvětví silné, což by nadále mělo přispívat k její větší odolnosti vůči vnějším šokům a zároveň působit na další konvergenci k vyspělejším ekonomikám. Domácí poptávku bude navíc zřejmě podporovat i expanze tuzemské fiskální politiky, s kterou v prognóze počítáme. Rizika naší prognózy HDP jsou ovšem v důsledku trvajícího konfliktu na Blízkém východě vychýlena ve směru slabšího výkonu tuzemské ekonomiky.

Tuzemský průmysl by mohl letos vykázat další mírné zlepšení, zatímco v Německu prozatím pokračuje útlum (SA, 2019=100)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Porovnání vývoje průmyslové produkce a hrubé přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu v ČR a Německu.

Využití výrobních kapacit v českém automobilovém průmyslu se během první poloviny letošního roku významně snížilo (SA, %)



Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

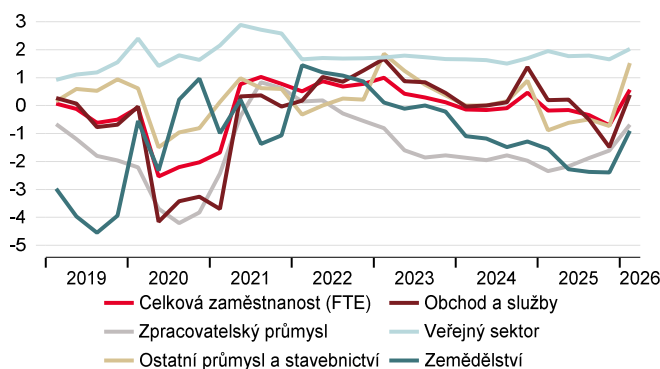
Nezaměstnanost již dále nejspíše neporoste a napjatý trh práce tak bude nadále vytvářet tlak na růst mezd.

Napjatý trh práce tlačí na vyšší mzdy i inflaci

Mzdový vývoj na počátku roku 2026 potvrdil přetrvávající napětí na českém trhu práce.

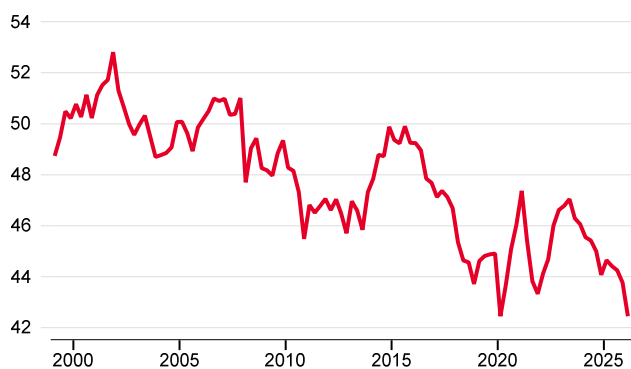
Průměrná nominální mzda v prvním čtvrtletí meziročně vzrostla o 8,1 % oproti 6,4 %, které jsme očekávali v naší dubnové prognóze. Tato odchylka ovšem byla do velké míry způsobena revizí historických dat. Ta původně pro roky 2024 i 2025 udávala celoroční mzdovou dynamiku ve výši 7,2 %, která ale byla revizemi snížena pro oba roky na shodných 6,6 %. Dynamika mezd byla v Q1 26 tažena soukromým sektorem, kde vzrostly o 8,9 % y/y, zatímco ve veřejném sektoru jejich růst dosáhl 6,2 % y/y. Po očištění o inflaci se kupní síla průměrné mzdy v Q1 meziročně zvýšila o zhruba 6 %. Silný růst mezd tak podpořil další zlepšení finanční situace domácností a přispěl k pokračujícímu růstu spotřeby. Obecná míra nezaměstnanosti v Q2 26 zůstala nízká, když po sezónním očištění třetí po sobě jdoucí čtvrtletí podle našeho odhadu stagnovala na 3 % a patřila k nejnižším v EU. Podíl nezaměstnaných osob naproti tomu pokračoval po sezónním očištění v růstu z 4,8 % v Q1 na 5,0 % v Q2. Jeho zvyšování však pravděpodobně souviselo se změnami v oblasti sociální politiky a se začleněním ukrajinských uprchlíků. Ti zřejmě přispívají i k trvajícímu růstu zaměstnanosti. V rámci její struktury přitom nadále platí, že k tvorbě nových pracovních míst dochází v sektorech obchodu a služeb, stejně tak i ve veřejném sektoru. Zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu naopak již několik let téměř nepřetržitě klesá.

Ve zpracovatelském průmyslu zaměstnanost setrvale klesá, v obchodu, službách a veřejném sektoru naopak roste (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

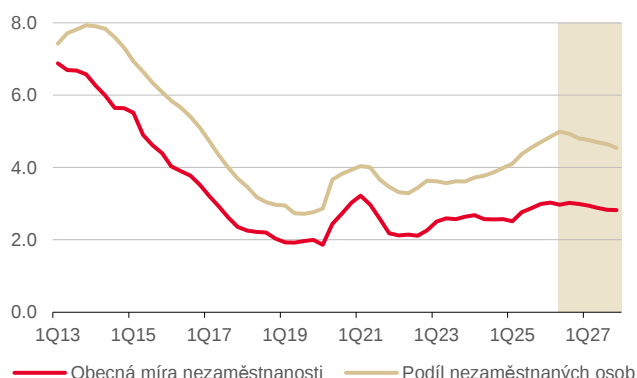
Ziskovost v sektoru nefinančních podniků klesla na historické minimum z dob začátku koronavirové pandemie (SA, %)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: V grafu je zobrazen podíl hrubého provozního přebytku k hrubé přidané hodnotě v sektoru nefinančních podniků podle dat sektorových účtů.

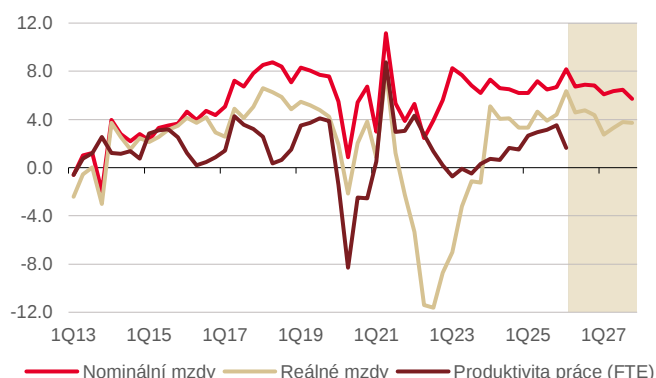
Pro letošní rok očekáváme nominální mzdový růst ve výši 7,1 %, který by měl v příštím roce zpomalit na 6,1 %. V dubnové prognóze jsme pro rok 2026 odhadovali 6,4 % a pro rok 2027 pak 6,0 %. Významné změny tedy doznal jen letošní odhad, který je ale ovlivněn výše zmíněnými revizemi. Podle předstihových indikátorů byl silný mezičtvrtletní růst mezd v Q1 26, který po sezonním očištění podle našeho odhadu nominálně i reálně dosahoval 2-3 %, pouze dočasný. K dalšímu fundamentálnímu zvyšování nezaměstnanosti by podle naší prognózy docházet nemělo. V kontextu pokračujícího robustního růstu ekonomiky tak zřejmě přetrvá tlak na zvyšování mezd. Brzdícím faktorem by na druhou stranu měla být finanční omezení firem. V sektoru nefinančních podniků v průběhu posledních tří let dochází k setrvalému snižování marží, když klesá podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě. Tento podíl s 42,5 % dosáhl v Q1 26 historického minima časové řady dostupné od roku 1999. Stejně nízká byla úroveň ziskovosti pouze v Q1 20, tedy během první vlny koronavirové pandemie. Za tímto pravděpodobně stojí kombinace rostoucích nákladů na výrobu a mzdy spolu se zvyšující se zahraniční konkurencí, především pak ze strany asijských výrobců. Přestože odvětvové členění tohoto ukazatele není k dispozici, lze předpokládat, že tento negativní trend ziskovosti se bude dotýkat hlavně dodavatelské části českého průmyslu. Dalším faktorem brzdícím růst mezd v soukromém sektoru by měla být i skutečnost, že aktuální mzdová dynamika převyšuje růst produktivity práce. Ve veřejném sektoru se naopak může dynamika mezd ještě zvyšovat v důsledku fiskální expanze a dosavadního zaostávání za soukromým sektorem.

Nezaměstnanost by už dále růst neměla a trh práce tak zůstane napjatý (SA, %)



Zdroj: ČSÚ, MPSV, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst nominálních i reálných mezd převyšuje dynamiku produktivity práce (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

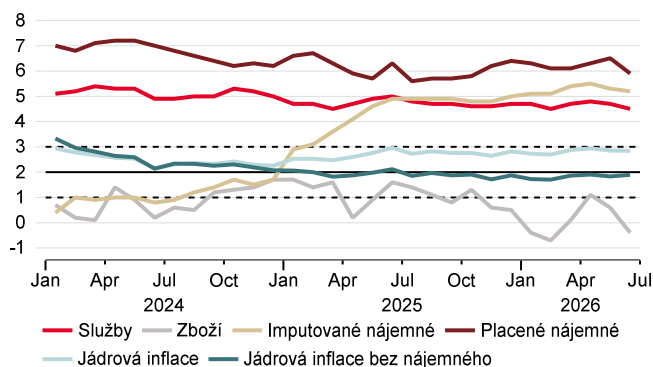
Vývoj inflace byl ve druhém letošním čtvrtletí určován především volatilními položkami pohonných hmot a potravin.

Inflace vzroste, vesměs ale zůstane uvnitř tolerančního pásma ČNB

Inflace ve druhém letošním čtvrtletí kolísala kolem dvouprocentního cíle ČNB. Po dubnovém nárůstu na 2,5 %, který odrážel působení ropného šoku, následně meziroční inflace s uklidňováním situace na Blízkém východě zpomalila na 2,1 % v květnu a na 1,5 % v červnu. Za celé Q2 26 v průměru dosáhla rovných 2 % a ve srovnání s naší dubnovou prognózou byla o dvě desetiny nižší. Vývoj inflace byl v Q2 ovlivňován hlavně volatilními cenami pohonných hmot a potravin. V cenách pohonných hmot se zrcadlily výrazné výkyvy na trhu se surovou ropou. Zatímco v dubnu a květnu byly meziročně vyšší o skoro 30 %, v červnu tento růst zvolnil na necelých 20 %. Ceny pohonných hmot však byly prozatím jediné, které významnější dopady ropného šoku vykazovaly. Druhotné efekty dražších energií v ostatních složkách inflace dosud příliš patrné nebyly. Potravinové ve druhém čtvrtletí i přes vyšší dopravní náklady meziročně zlevňovaly. Blízkovýchodní konflikt se nedotkl ani cen elektřiny a plynu pro domácnosti, které po celé Q2 pokračovaly v poklesu. Mírně zdražily pouze dodávky tepla. Oproti tomu jadrová inflace se v Q2 držela poblíž tříprocentní horní hranice tolerančního pásma centrální banky, když v průměru činila 2,9 % y/y a byla tak oproti naší dubnové prognóze o desetinu vyšší. V samotném červnu pak došlo k mírnému zpomalení z 2,9 % na 2,8 % y/y. Důvodem zvýšené jadrové inflace zůstaly hlavně rostoucí náklady na bydlení, promítající se v silném růstu imputovaného a skutečně placeného nájemného (5,2 %, resp.

5,9 % y/y v červnu). Bez započtení těchto dvou položek se jádrová inflace podle našeho odhadu nadále držela pod dvouprocentním cílem (1,9 % y/y v červnu).

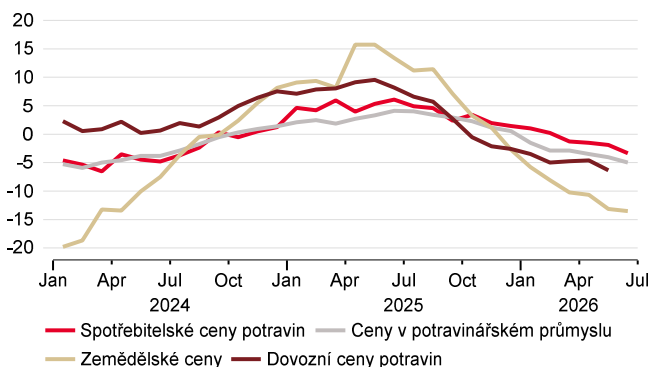
Za zvýšenou jádrovou inflací stojí hlavně silně rostoucí náklady na bydlení, bez nich by skončila pod 2 % (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Jádrová inflace bez nájemného nezahrnuje jak i imputované, tak i skutečně placené. Součástí zboží jsou i potraviny, pohonné hmoty a další energie. V grafu je vyznačeno také toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem jejího dvouprocentního inflačního cíle.

V rámci celé potravinářské vertikály dosud docházelo k prohlubování meziročního cenového poklesu (%, y/y)

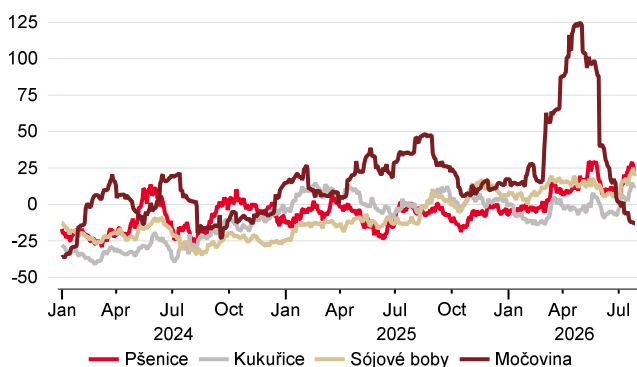


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Všechny zobrazené kategorie cen zachycují pouze vývoj cen potravin bez veškerých nápojů a tabákových výrobků.

Potraviny prozatím zlevňují. Spotřebitelské ceny potravin bez všech nápojů a tabákových výrobků v průběhu druhého letošního čtvrtletí prohlubovaly svůj meziroční pokles až na -3,4 % v červnu. To samé platilo pro ceny potravinářských a zemědělských výrobců, stejně tak i pro dovozní ceny potravin. V těchto případech bylo tempo meziročního poklesu ještě silnější. Panovaly přitom obavy, že zdražení pohonných hmot a zemědělských hnojiv kvůli konfliktu na Blízkém východě povede k obratu trendu cen potravin. Předstihové indikátory nenaznačují, že by k tomu mělo dojít v nejbližších měsících. U tuzemských producentů potravin ceny klesají nejen meziročně, ale v květnu a červnu i meziměsíčně. Zvolňující dynamiku spotřebitelských cen potravin navíc vykazují také okolní země. Ceny zemědělských hnojiv výrazně korigovaly předchozí nárůst. Základní zemědělské komodity jako jsou obiloviny v poslední době zdražují. Vliv mohou mít náznaky slabší letošní úrody. Naproti tomu ale další potravinářské produkty na velkoobchodních trzích nadále silně zlevňují, jako například mléčné výrobky či cukr. Pro letošní rok tedy předpokládáme jen nepatrný nárůst cen potravin (včetně všech nápojů a tabákových výrobků) o 0,3 %. Pro příští rok naopak očekáváme silnější zdražení o 3,0 %. Důvodem by měly být zpožděné efekty dražších pohonných hmot a zemního plynu, vliv nepříznivých klimatických podmínek na celosvětovou zemědělskou úrodu, stejně tak i svižný růst tuzemských mezd.

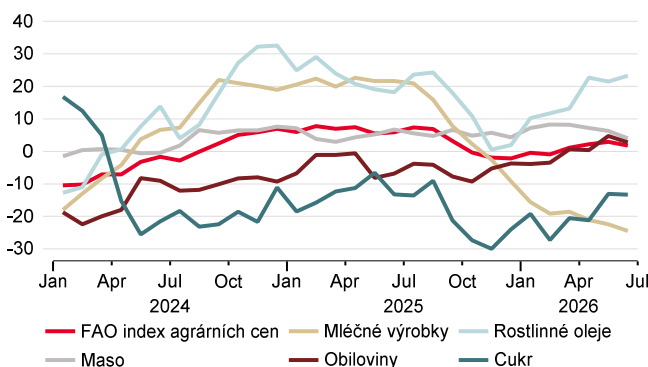
Spotové ceny základních zemědělských komodit a hnojiv na světových trzích (%, y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Aktualizováno k 28. červenci 2026.

Vývoj cen jednotlivých zemědělských komodit je značně diferencovaný (%, y/y)

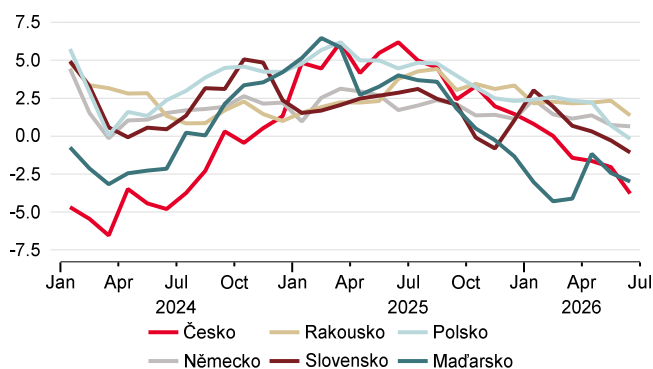


Zdroj: FAO, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

S prodlužující se délkou konfliktu na Blízkém východě je stále pravděpodobnější, že se dražší energie promítnou i v ostatních cenách v ekonomice.

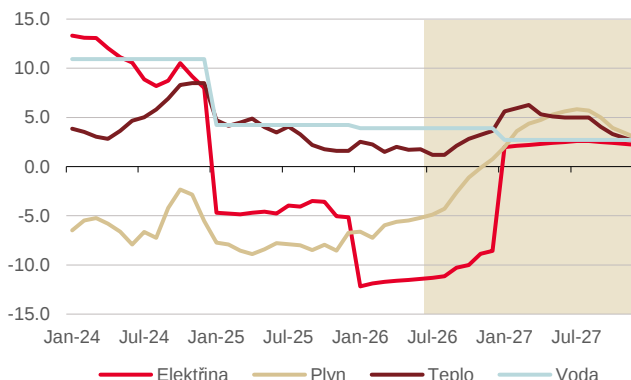
Druhotné efekty dražších energií by měly vést k postupnému nárůstu meziroční inflace ve zbytku letošního roku. Pravděpodobnost vzniku těchto efektů narůstá s prodlužující se délkou blízkovýchodního konfliktu. Kromě cen potravin by se to mělo dotknout i energií pro domácnosti. Ty podle nás začnou nepříznivý vliv pociťovat s příchodem nové topné sezóny letos na podzim. Týkat by se to mělo především cen zemního plynu a tepla. U cen elektřiny po letošním hlubokém poklesu souvisejícím s převedením plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát, který významně ovlivňuje i celkovou dynamiku regulovaných cen, očekáváme pro příští rok jen mírné zvýšení. Ve výsledku tedy odhadujeme, že regulované ceny po letošním poklesu o 0,9 % příští rok vzrostou o 2,6 %. Působit může i zdražení veřejné dopravy. Odhad pro příští rok je ovšem ovlivněn i očekávaným zrušením koncesionářských poplatků za rozhlasové a televizní vysílání, které působí v opačném směru. Podle posledního vývoje se zdá být toto zrušení čím dál tím více reálné, a proto jsme ho již do prognózy zahrnuli. Toto opatření podle našeho odhadu sníží celkovou inflaci v příštím roce o zhruba 0,2 pb. Námi očekávaný pozvolný nárůst dynamiky cen potravin a regulovaných cen je hlavním důvodem, proč si myslíme, že meziroční inflace ve zbytku roku postupně zrychlí a k jeho konci se přiblíží ke 3 %. Pokud by se však druhotné efekty energetického šoku tak jako doposud neprojevovaly, či by letošní zemědělská úroda dopadla oproti očekávání lépe, tak by k významnějšímu nárůstu inflace ve zbytku roku dojít nemuselo.

Dynamika cen potravin v posledním roce zvolňovala nejen v Česku ale i v okolních zemích (HICP, %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vývoj spotřebitelských cen potravin bez všech nápojů a tabákových výrobků podle mezinárodně srovnatelné metodiky HICP.

Očekáváme, že tuzemské domácnosti s počátkem nové topné sezóny pociť zdražení hlavně u plynu a tepla (% y/y)

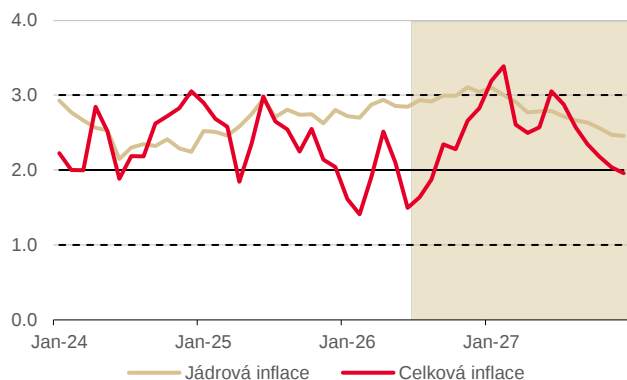


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o konečné ceny pro domácnosti zahrnující tržní i regulovanou složku.

Očekáváme, že celková inflace vzroste z letošních 2,1 % na 2,6 % v příštím roce, zatímco jádrová inflace by po letošních 2,9 % měla mírně zpomalit na 2,7 %. Ve srovnání s naší dubnovou prognózou je aktuální odhad celkové inflace pro letošní i příští rok o desetinu nižší. U jádrové inflace je naopak pro rok 2026 o desetinu vyšší, zatímco pro rok 2027 zůstává beze změny. Po nárůstu ve zbytku letošního roku by celková inflace měla v prvních dvou měsících roku 2027 dočasně překročit tříprocentní horní hranici tolerančního pásma ČNB a vrcholit v únoru kolem úrovně 3,5 % y/y. Půjde ale zejména o vliv nízké srovnávací základny začátku letošního roku, kdy se meziroční inflace nacházela hluboko pod 2 %. Od března 2027 by se tak inflace měla opět vrátit do tolerančního pásma centrální banky. Vývoj jádrové inflace bude méně volatilní a ta se nejspíše do začátku příštího roku udrží poblíž 3 % y/y. Lze předpokládat, že na zvýšenou jádrovou inflaci budou nadále působit hlavně rostoucí náklady na bydlení. Ty spočívají jak v pokračujícím rychlém růstu cen nemovitostí, tak i v obnoveném zdražování stavebních materiálů. Významným faktorem je i robustní domácí poptávka podporovaná rychlým mzdovým růstem a rostoucími fiskálními výdaji. Přestože kvůli strukturální nerovnováze na trhu s bydlením nelze očekávat zásadní ústup tlaků na růst cen domů a bytů, tak k určitému zvolnění momenta by dojít mělo, a to i vlivem vyššího tempa nové

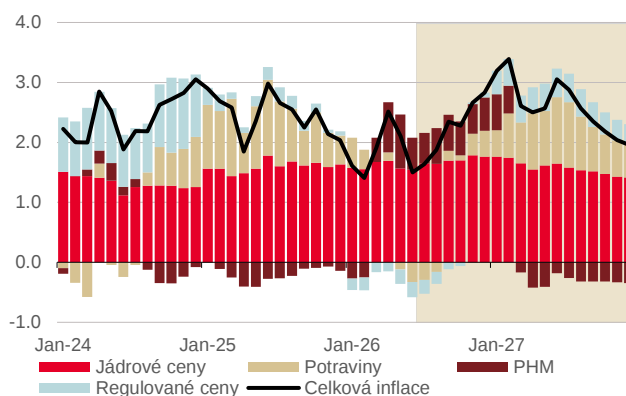
výstavby. Růst mezd by měl také zpomalit v prostředí slabší finanční pozice firemního sektoru a restriktivní měnové politiky. Působit bude rovněž vyšší srovnávací základna. V průběhu příštího roku by se tak jádrová inflace měla navracet ke 2,5 % y/y. Její pokles až na dvouprocentní cíl centrální banky ovšem v nejbližších letech kvůli strukturálním problémům české ekonomiky (zejména trh bydlení a práce) nečekáme.

Inflace ve zbytku roku zrychlí ke 3 % a svého vrcholu dosáhne v únoru příštího roku, jádrová složka zůstane zvýšená (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Spolu s očekávaným vývojem celkové a jádrové inflace je rovněž zobrazeno toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem dvouprocentního cíle.

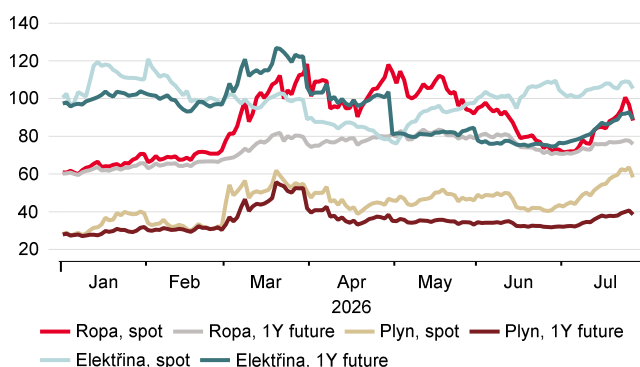
Energetický šok se kromě cen pohonných hmot postupně promítne i v ostatních složkách inflace (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

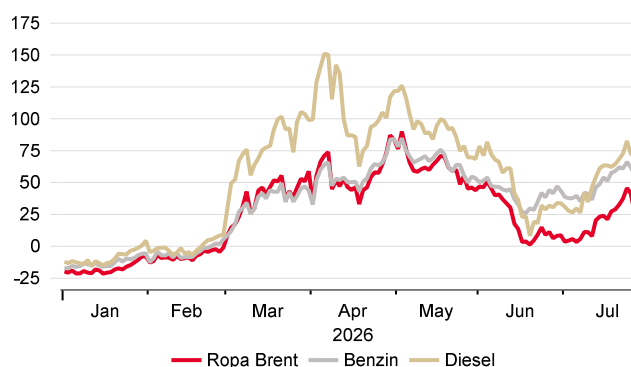
Vzhledem k obnoveným bojům na Blízkém východě je naše prognóza inflace spjata s významnými riziky. S ohledem na předchozí velkou proměnlivost konfliktu a s tím související silné fluktuace finančních trhů se však spíše jedná o obecnou nejistotu než o specifická na jednu stranu vychýlená rizika. Naše prognóza je postavena na předpokladu, že cena ropy Brent vzroste z průměrných 69,0 USD/barel v roce 2025 na letošních 83,7 USD/barel, aby v příštím roce opět klesla v průměru na 73,1 USD/barel. Nad rámec toho ovšem v naší prognóze zohledňujeme skutečnost, že ceny rafinovaných ropných produktů, které jsou směrodatnější pro vývoj u čerpacích stanic, vykazují vyšší růstové tempo než cena surové ropy. Důvodem je pravděpodobně celosvětově nižší kapacita rafinérií kvůli poničené energetické infrastruktuře států na Blízkém východě. Počítáme také s tím, že obnova této energetické infrastruktury bude nějakou dobu trvat a případný pokles cen rafinovaných ropných produktů tedy nemusí být tak silný jako u surové ropy. Celkově by ale zásadní odchylky ceny ropy jedním či druhým směrem od našich předpokladů ohrožovaly platnost naší prognózy tuzemské inflace.

Působením blízkovýchodního konfliktu vzrostly zejména ceny ropy a zemního plynu, zatímco elektřiny se to příliš nedotklo



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Cena ropy Brent je vyjádřena v USD za barel, zatímco velkoobchodní ceny elektřiny a plynu pro evropský trh v EUR za MWh. Aktualizováno k 28. červenci 2026.

Nárůst cen rafinovaných ropných produktů je výraznější než u surové ropy v důsledku omezené kapacity rafinérií (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Ceny ropy a rafinovaných ropných produktů na světových trzích. Aktualizováno k 28. červenci 2026.

Měnová politika



Martin Gurtler
(420) 222 008 509
martin.gurtler@kb.cz

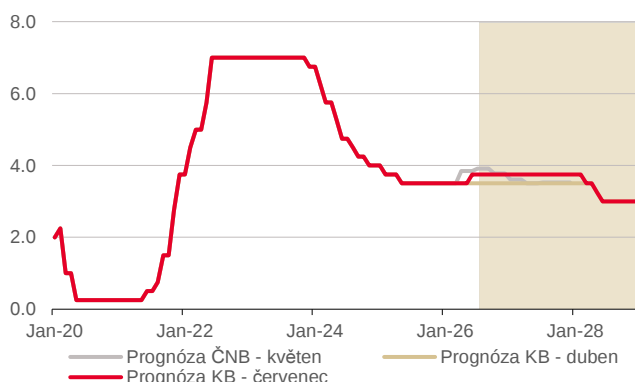
Restrikce měnové politiky se zdá být zatím adekvátní

Nová data zveřejněná od květnové prognózy ČNB přinesla smíšená rizika pro nastavení měnové politiky, celkově však podle nás podporují setrvání repo sazby na zvýšené úrovni. Slabší růst HDP a nižší než centrální bankou očekávaná inflace snižují tlaky na další zvyšování úrokových sazeb. Rychlejší růst mezd, přetrvávající jádrové inflační tlaky a robustní domácí poptávka podporovaná fiskální expanzí naproti tomu brání případnému uvolnění měnové politiky. Červnové zvýšení sazeb vnímáme jako preventivní krok, kterým se ČNB pojistila proti těmto přetrvávajícím inflačním rizikům, ke kterým se přidávají i obavy z dopadů konfliktu na Blízkém východě. V základním scénáři očekáváme stabilitu repo sazby na 3,75 % po zbytek letošního roku i v roce 2027, přičemž rizika zůstávají vychýlena spíše směrem k jejímu případnému dalšímu zvýšení než k brzkému snížení.

Nižší ekonomický růst a inflaci oproti prognóze ČNB kompenzoval rychlejší mzdový růst.

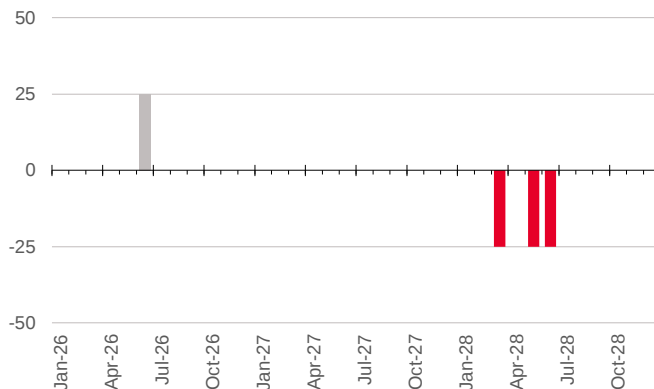
Data zveřejněná po květnové prognóze ČNB implikují pro měnovou politiku smíšená rizika. Zatímco růst HDP i spotřebitelských cen zaostal za očekávanými centrální banky, mzdová dynamika je naopak překonala. Mezičtvrtletní růst HDP v Q1 26 oproti ČNB odhadovaným 0,5 % ve skutečnosti dosáhl pouze 0,2 %. Pomalejší byl také růst spotřeby domácností (3,3 % vs 3,6 % y/y v prognóze ČNB). Inflace byla v Q2 26 vysoce volatilní, což se promítlo rovněž v odchylkách od prognózy centrální banky. Dubnový nárůst na 2,5 % y/y způsobený především výrazným zdražením pohonných hmot byl o desetinu vyšší, než centrální banka čekala. Následné zklidnění konfliktu na Blízkém východě spolu s překvapivě silným poklesem cen potravin začaly ovšem postupně inflaci proti prognóze ČNB vychylovat v opačném směru. Květnová inflace ve výši 2,1 % y/y odpovídala předpovědi centrální banky, ta červnová se svými 1,5 % y/y již ale byla o 0,6 pb nižší. To zároveň vedlo k tomu, že i průměrná meziroční inflace za Q2 26 ve výši 2,0 % se nacházela 0,2 pb pod prognózou ČNB. Průměrná jádrová inflace v Q2 26 čítající 2,9 % y/y odpovídala předpovědi centrální banky, samotná červnová hodnota 2,8 % ale byla o desetinu nižší. Vývoj na trhu práce naproti tomu přinesl výraznější proinflační překvapení, když nominální mzdy v Q1 26 meziročně vzrostly o 8,1 %, zatímco prognóza ČNB počítala s růstem o 7,0 %. Značná část tohoto překvapení byla ale způsobena revizemi historických dat.

Repo sazba podle nás zůstane na 3,75 % a měnová politika tak bude o něco přísnější, než jsme čekali v naší minulé prognóze



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po červnovém zvýšení repo sazby již další nečekáme, její návrat k rovnovážným 3 % ale podle nás nastane až v roce 2028 (bb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

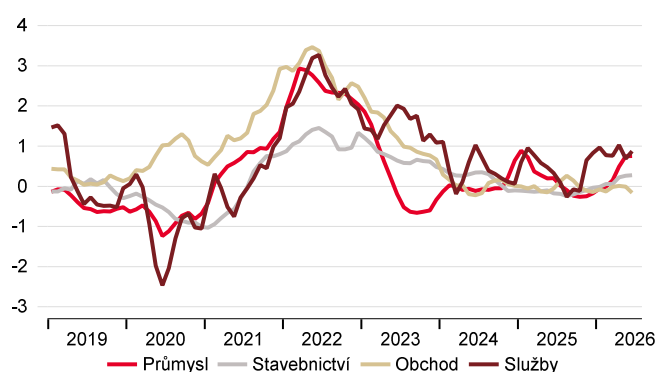
Měnové podmínky byly v Q2 26 oproti květnové prognóze ČNB o něco uvolněnější. Ta totiž předpovídala nárůst repo sazby z 3,5 % v Q1 26 na průměrných 3,9 % v Q2 26. Skutečný průměr za Q2 však jen nepatrně převyšoval 3,5 %, když ke zvýšení úrokových sazeb o 25 bb

centrální banka přistoupila až na svém zasedání koncem června. Kurz koruny potom stejně jako v Q1 i v Q2 v průměru dosáhl 24,3 CZK/EUR, tak jak květnová prognóza ČNB očekávala.

Repo sazba podle nás zůstane na 3,75 % po zbytek letošního roku a celý příští rok, další zvýšení ovšem vyloučit nelze.

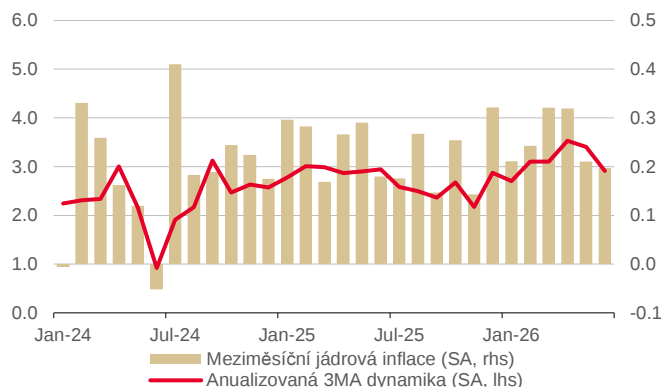
Červnové zvýšení úrokových sazeb chápeme jako preventivní krok, kterým se ČNB chtěla pojistit před narůstajícími inflačními riziky. V souladu s tím bankovní rada k červnovému rozhodnutí dodala, že nutně nepředznamenává nový cyklus měnové politiky, avšak další zvýšení úrokových sazeb údajně vyloučit nelze. Pro červnové zvýšení dvoutýdenní repo sazby o 25 bb na 3,75 % hlasovalo šest ze sedmi členů bankovní rady. Rozhodnutí navázalo na předchozí výrazný jestřábí obrát v komunikaci centrálních bankéřů a odráželo především obavy z přetrvávajících domácích inflačních tlaků, navíc v kontextu zvýšených vnějších rizik kvůli konfliktu na Blízkém východě. Bankovní rada nadále jako problematickou vnímala zejména zvýšenou jádrovou inflaci, která zůstává nedaleko tříprocentní horní hranice tolerančního pásma dvouprocentního cíle ČNB. Ve vztahu k tomu pak nadále zmiňovala i rychlý růst mezd a úvěrů, stejně tak i trend zvyšujících se fiskálních výdajů. Všechny tyto faktory mohou posílit domácí poptávku a přispět k setrvání jádrové inflace na vyšších úrovních po delší dobu. V naší dubnové prognóze jsme s červnovým zvýšením sazeb ČNB nepočítali a zároveň jsme v Q2 26 očekávali mírné oslabení koruny na 24,5 CZK/EUR. Působení měnových podmínek je tak na počáteční podmínce i celém horizontu naší prognózy přísnější, než jsme minule očekávali.

Inflační očekávání jsou zvýšená hlavně ve službách a průmyslu, nevybočují ale z mezí předchozích dvou let (z-skóre, SA, 3MA)



Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Očekávání cenového vývoje v daném odvětví podle průzkumu Evropské komise.

Momentum jádrové inflace v květnu a červnu zesláblo, přesto se ale stále nachází nad dvouprocentním cílem ČNB (% , m/m)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V základním scénáři očekáváme, že repo sazba zůstane po zbytek letošního roku i během celého roku 2027 beze změny na úrovni 3,75 %. Měnové podmínky by měly působit restriktivně, k čemuž přispívá také silná česká koruna. Ta nadále odolává geopolitickým tlakům. Dynamika mezd, úvěrů i cen nemovitostí by měla podle naší prognózy slábnout. Sezonně očištěná meziměsíční jádrová inflace vykazovala oslabení v květnu a červnu, kdy byla nejnižší od začátku letošního roku. V naší prognóze však předpokládáme, že ve druhé polovině letošního roku opět dojde ke zvýšení momenta jádrové inflace kvůli sekundárním vlivům konfliktu na Blízkém východě; jejich rozsah však zůstává vysoce nejistý. Meziroční jádrová inflace by navzdory tomu již dále významně zrychlovat neměla, když očekáváme její setrvání poblíž 3 % do začátku příštího roku a následně její postupný pokles ke 2,5 % ke konci roku 2027. Přispívat by k tomu měla i vyšší srovnávací základna. Přelom let 2027 a 2028 je zároveň horizontem současné měnové politiky. Dřívější vývoj inflace dokáže centrální banka ovlivnit již v pouze omezené míře. Rizika naší prognózy úrokových sazeb nadále hodnotíme jako vychýlená ve směru jejich dalšího možného zvýšení, a to pokud by ke zvolňování momenta zmíněných ukazatelů nedocházelo, došlo by k realizaci silných sekundárních dopadů konfliktu na Blízkém východě či by tuzemská fiskální politika vytvářela

vyšší inflační tlak, než s jakým v prognóze počítáme. Návrat repo sazby na politicky neutrální úroveň 3 % předpovídáme až v roce 2028. Dřívější snížení úrokových sazeb podle nás neumožní expandující ekonomika, která i kvůli strukturálním nerovnováhám na trhu nemovitostí a práce (včetně působení nepříznivého demografického trendu) udrží jádrovou inflaci po delší dobu nad 2 %, kde se nicméně bez přestávky nachází již od roku 2018.

Fiskální politika



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

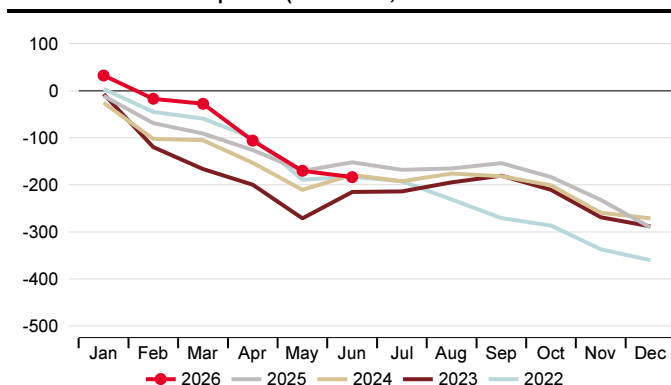
Deficit na vzestupu navzdory růstu ekonomiky

Přestože hotovostní deficit státního rozpočtu v polovině roku přesáhl 180 mld. CZK, celoroční plán 310 mld. CZK by měl být stále dosažitelný. Současně očekáváme, že celkový schodek veřejných financí se prohloubí z loňských 2,1 % na letošních 2,8 % HDP. Významně kladný fiskální impuls předpokládáme vzhledem k rozvolnění národních fiskálních pravidel i v příštím roce, kdy by schodek veřejných financí mohl překročit 3 % HDP. Fiskální politika tak navzdory solidnímu růstu ekonomiky bude působit v letošním i příštím roce expanzivně. Významnou konsolidaci neočekáváme ani v následujících letech. Veřejný dluh by tak měl nadále postupně narůstat a do konce dekády dosáhnout 50 % HDP.

Provizorium skončilo, schodek se výrazně prohloubil

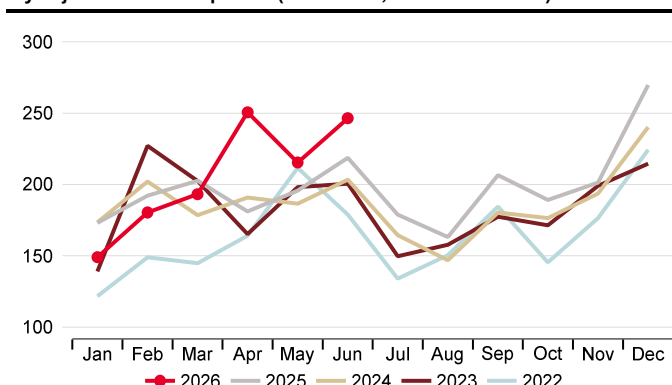
Na konci června dosáhl schodek státního rozpočtu 183,6 mld. CZK. To je o 31,2 mld., respektive 52,9 mld. CZK (po očištění o bilanci s EU) hlubší deficit než před rokem. Výsledek za samotný červen (-13,4 mld. CZK) byl proti loňsku horší o 31,5 mld. CZK. Ve druhém čtvrtletí se na rychlém prohlubování deficitu projevilo ukončení rozpočtového provizoria, které v prvních třech měsících letoška omezovalo mimo jiné transfery, respektive předfinancování v kapitolách regionálního školství, sociálních služeb nebo výzkumu. Meziroční nárůst výdajů v první polovině roku táhly hlavně váhově nejvýznamnější sociální dávky (důchody), dále předfinancování plateb za státní pojištění a odvody do rozpočtu EU. Celkově by však podle nás měl být schválený celoroční schodek ve výši 310 mld. CZK stále dosažitelný. Druhá polovina roku a zejména třetí čtvrtletí totiž bývají tradičně z hlediska hotovostního plnění rozpočtu výrazně příznivější.

Bilance státního rozpočtu (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

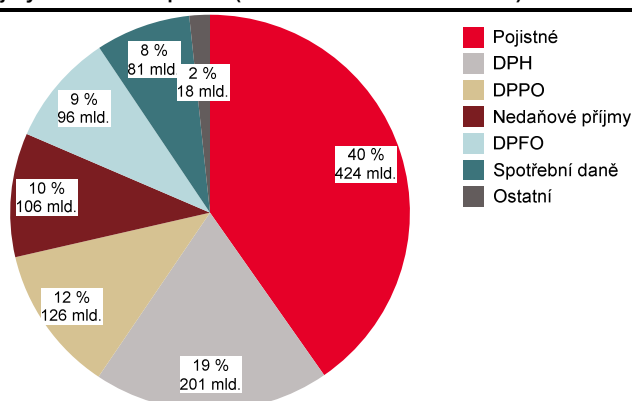
Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

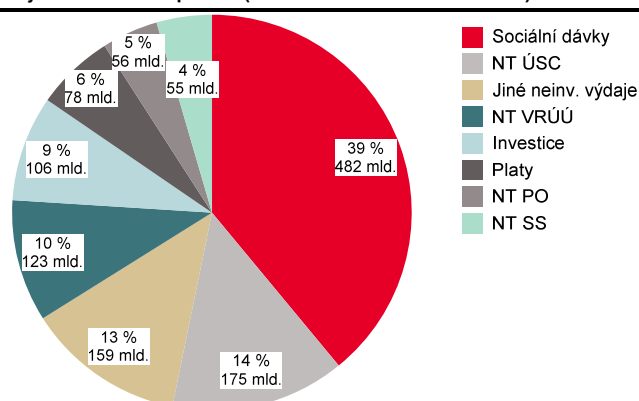
Dynamika příjmové strany zůstává solidní. V kumulaci od začátku roku příjmy za prvních šest měsíců narostly meziročně o 4 % (+40,7 mld. CZK). Nejvýrazněji k tomu přispělo pojištění na sociální zabezpečení (+25,6 mld. CZK, 6,4 % y/y), které je taženo pokračujícím svižným růstem mezd a platů, avšak přispět k tomu mohlo rovněž zvýšení vyměřovacího základu OSVČ. Citelně vyšší jsou i příjmy z EU (+22,2 mld. CZK, +36,5 % y/y), což může být dáno dočerpáváním předfinancovaných projektů z loňska, jak naznačuje pozitivní saldo ve výši 20 mld. CZK s EU. Meziroční dynamiky DPH, DPPO a DPFO, které i tak zůstaly viditelně kladné, pak letos oslabuje administrativní opatření v podobě snížení podílu státního rozpočtu na výnosech ve prospěch obcí a krajů.

Příjmy státního rozpočtu (kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výdaje státního rozpočtu (kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

NT SS – neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům

NT VRÚÚ – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úrovně a státním fondům

NT ÚSC – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně

NT PO – neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

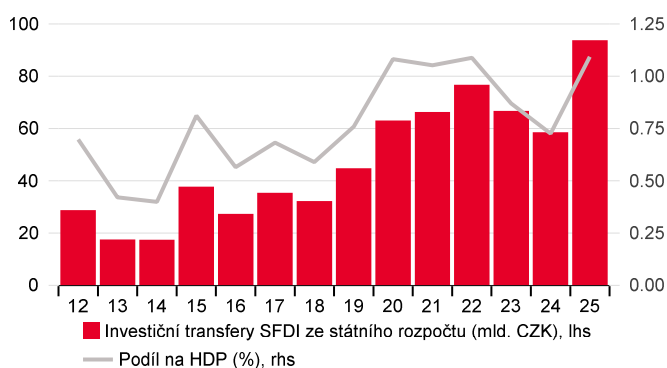
Fiskální politika letos přechází do expanze

Národní rozpočtová pravidla se rozvolňují. Parlamentem schválená novela upravuje mimo jiné tzv. *únikové doložky*. Ty se kromě prodloužení jejich platnosti v oblasti obrany rozšířily rovněž na infrastrukturní investice (tzv. liniové stavby). Investiční transfery ze státního rozpočtu do SFDI přitom loni dosáhly 1,1 % HDP (94 mld. CZK). Nově by také mělo být možné celkové výdaje¹ navýšit až o 10 % v případě „zhoršené bezpečnostní situace“, o čemž by rozhodovala Bezpečnostní rada státu (složená z členů vlády). Případná budoucí konsolidace veřejných rozpočtů by se pak měla řídit fiskálně-strukturálním plánem. Zákon tak již neobsahuje konkrétní trajektorii pro maximální (strukturální) deficit veřejných financí. Tyto a další změny celkově změkčují rozpočtová pravidla nad rámec těch na úrovni EU. I v rámci nich je ovšem možné využít únikovou doložku na obranné výdaje, což by ve výsledku mohlo přispět k hlubšímu než 3% schodku veřejných financí již v roce 2027. Rozpočet by přesto mohl zůstat v souladu s evropskými fiskálními pravidly a nedošlo by tedy k aktivaci tzv. *postupu při nadměrném schodku*. Nově se také sjednotí hotovostní a akruální metodika ve vykazování půjček státu na výstavbu nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech v tom smyslu, že ani jedna statistika je již obsahovat nebude (hotovostní deficit je dosud zahrnoval).

Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku bude podle našeho základního scénáře v letošním i příštím roce viditelně expanzivní. Po zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v roce 2024, ke kterému přispěl mimo jiné konsolidační balíček předchozí vlády, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem loni odezněla a letos bude kompenzována opětovným zvýšením strukturálního salda. K jeho dalšímu prohloubení přitom podle našeho odhadu dojde i v příštím roce. Více jsme k obecným dopadům fiskální expanze na českou ekonomiku psali například v tomto speciálním reportu: <https://bit.ly/3JJbZC1>.

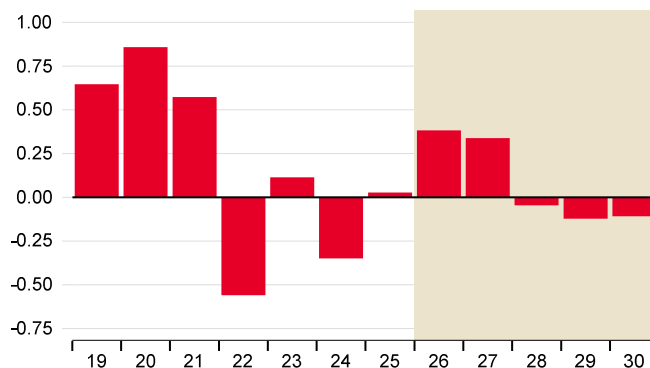
¹ Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2025 dosáhly 2371,8 mld. CZK a pro rok 2026 jsou plánovány ve výši 2428 mld. CZK.

Investiční transfery SFDI ze státního rozpočtu



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální impulz (příspěvek k dynamice HDP v pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Fiskální impulz zachycuje odhad dopadu změny strukturálního salda (fiskální diskrece) do dynamiky HDP. Výpočet na základě „top-down“ metody s jednotným fiskálním multiplikátorem ve výši 0,6.

Loňské hospodaření veřejných financí skončilo s deficitem ve výši 2,1 % HDP. Letos předpokládáme prohloubení schodku na 2,8 % HDP a v příštím roce na 3,2 % HDP.

Příští rok by schodek mohl překročit 3 % HDP

Letos podle nás naroste deficit veřejných financí na 2,8 % HDP. Oproti ústředním vládním institucím, respektive státnímu rozpočtu, bude deficit veřejných financí jako celku snižován kladným saldem hospodaření územních samospráv, které je přebytkové již od roku 2013. V příštím roce očekáváme vzhledem k dosavadním vyjádřením vlády a výše popsáním únikovým doložkám prohloubení deficitu státního rozpočtu na 360 mld. CZK a schodku veřejných financí na 3,2 % HDP. Nový fiskálně-strukturální plán MF předpokládá konsolidaci veřejných rozpočtů v dalších letech. My vzhledem k dosud nejasným opatřením, která by k takovému výsledku měla vést, ovšem prozatím ponecháváme na celém horizontu prognózy schodek poblíž 3 % HDP. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2026-30 poroste v průměru o 1,5 pb ročně, aby v roce 2030 dosáhl 51,5 % HDP.

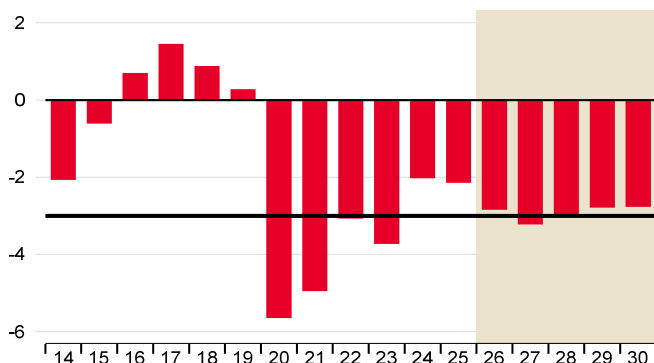
Dynamika veřejných financí

	2025	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,1	-2,8	-3,2	-3,0	-2,8	-2,8
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,0	-0,6	-0,6	0,1	0,2	0,2
Veřejný dluh (mld. CZK)	3786,3	4096,3	4481,3	4856,3	5221,3	5586,3
Veřejný dluh (% HDP)	44,1	45,7	47,4	48,9	50,2	51,5

Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

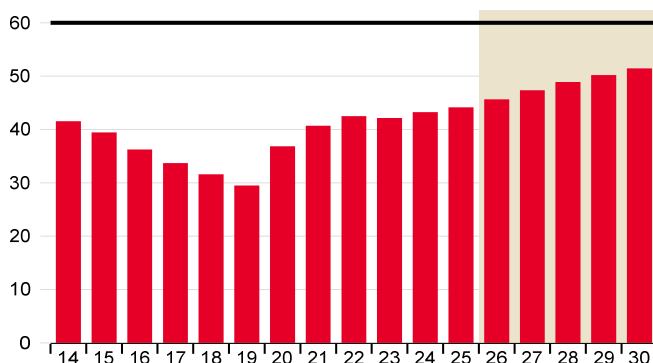
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tabulka prognózy

	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27	Q3 27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,8	2,2	2,2	2,1	2,1	2,6	2,7	2,8	2,7	2,1	2,6	2,6	2,4	2,2
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,0	3,3	3,2	3,4	2,7	3,1	2,8	2,5	2,6	3,1	2,7	2,2	1,9	2,1
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,9	1,4	1,3	1,2	2,3	2,7	2,6	2,4	2,2	1,6	2,4	2,3	2,3	2,0
Fixní investice (reálně, y/y, %)	6,6	6,0	5,7	4,2	2,8	1,9	2,0	2,2	3,3	4,7	2,2	2,4	2,3	2,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,0	-1,5	-1,2	-0,9	-0,6	0,3	0,9	0,8	-0,6	-1,0	0,6	0,5	0,4	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,8	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,2	-0,4	-0,2	0,7	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	47,6	69,6	41,7	-18,6	15,9	78,4	63,9	19,1	206,8	108,6	199,1	237,6	280,0	295,3
Vývozy (nominálně, y/y, %)	-0,3	2,6	6,3	11,5	9,5	4,9	8,2	2,2	2,5	7,4	4,8	6,1	5,6	5,2
Dovozy (nominálně, y/y, %)	-1,0	3,4	7,8	15,8	12,6	4,4	6,7	-0,8	2,9	9,9	3,1	5,6	5,1	5,2
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	4,3	1,2	2,4	2,7	1,2	2,6	1,4	2,6	2,1	1,9	2,4	2,9	2,5	2,3
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	7,0	4,1	0,0	1,2	5,0	3,3	3,7	1,2	10,7	2,6	2,7	3,1	2,4	2,2
Maloobchod (reálně, y/y, %)	2,9	4,4	3,5	3,6	3,1	2,3	2,2	2,9	3,3	3,7	2,6	2,4	2,3	2,1
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,7	8,1	6,7	6,9	6,8	6,1	6,3	6,5	6,6	7,1	6,1	5,2	4,8	4,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,4	6,3	4,6	4,8	4,3	2,8	3,3	3,8	4,1	5,0	3,4	3,4	2,7	2,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	4,7	5,1	4,8	4,9	4,7	5,0	4,6	4,6	4,4	4,9	4,7	4,4	4,5	4,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,9	3,1	2,9	3,1	2,9	3,0	2,8	2,9	2,8	3,0	2,9	2,8	2,9	3,0
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,4	1,1	1,1	0,9	0,8	0,4	0,4	0,5	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,1
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,2	1,6	2,0	2,0	2,6	3,2	2,8	2,5	2,5	2,1	2,6	1,8	2,1	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	2,8	2,7	2,7	2,9	2,7	2,3	2,2	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	2,3	1,0	-0,4	-0,4	1,1	2,4	3,8	3,5	3,4	0,3	3,0	1,8	2,0	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-3,6	-1,6	24,9	18,8	17,5	9,8	-11,2	-10,0	-6,7	14,9	-5,6	-5,8	-0,4	1,2
Regulované ceny (y/y, %)	0,4	-1,3	-1,3	-1,1	0,0	2,6	2,8	2,7	0,9	-0,9	2,6	1,7	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-1,5	-2,3	1,3	2,4	2,3	5,2	2,6	1,6	-0,8	0,9	2,8	1,1	1,8	2,0
Finanční proměnné														
2T Repo (% , průměr)	3,5	3,5	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,6	3,6	3,8	3,3	3,0	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	3,5	3,5	3,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,6	3,7	3,9	3,4	3,1	3,1
CZK/EUR (průměr)	24,3	24,3	24,3	24,3	24,2	24,1	24,0	23,9	24,7	24,3	23,9	23,6	23,4	23,4
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,8	1,1	1,2	1,1	0,9	1,1	1,3	1,2	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,9	1,2	0,3	0,3	0,9	1,2	1,1	1,0
CPI v EMU (y/y, %)	2,1	2,1	3,1	3,4	3,5	3,4	2,7	2,3	2,1	3,0	2,7	2,4	2,3	2,0
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	64,3	71,6	108,1	80,0	75,0	75,0	75,0	72,5	69,0	83,7	73,1	68,1	67,0	67,8
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,16	1,17	1,16	1,12	1,11	1,11	1,13	1,14	1,13	1,14	1,13	1,15	1,15	1,15

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (*) složky inflace jsou očistěny o přímý dopad daňových změn

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Na geopolitické horské dráze

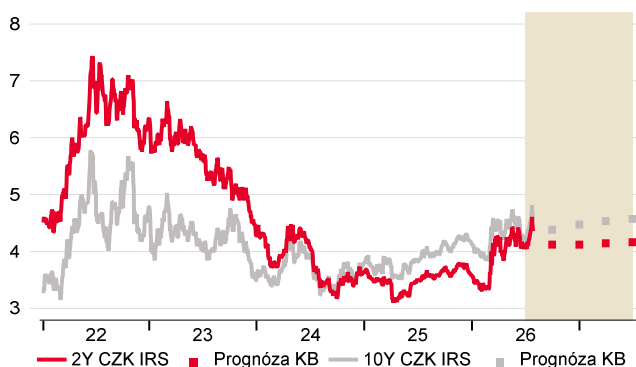
Hlavním hybatelem korunových sazeb zůstává geopolitika. Agresivní sázky na utažení měnové politiky ČNB křivku tržních úrokových sazeb zploštily. Očekáváme však postupné zvyšování jejího sklonu. Krátký konec křivky by o něco níže měla tlačit námi předpokládaná stabilita sazeb ČNB, zatímco její delší konec by po částečné korekci měl zůstat na zvýšených úrovních vlivem dopadů uvolňování fiskální politiky u nás i v zahraničí. Rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními sazbami pravděpodobně bude v nejbližších měsících držet na uzdě utlumená nabídka související s obnovenou emisí retailových dluhopisů. V příštím roce by však již měly převážet efekty prohloubení deficitu rozpočtu a vyššího objemu refinancování.

Korunové sazby zůstávají ve vleku zahraničního vývoje

Tržní úrokové sazby reagují primárně na vývoj na Blízkém východě. Naděje na průměří mezi USA a Íránem a postupné obnovování dopravy v Hormuzském průlivu zatlačily globální tržní úrokové sazby během června směrem dolů. Červenec byl ale opět ve znamení růstu cen ropy. Tyto zprávy nemají dopad pouze na očekávanou trajektorii sazeb centrálních bank. Inflační obavy z dražších energií na pozadí uvolňování fiskální politiky v řadě států dostávají pod tlak i delší konec křivky tržních úrokových sazeb, respektive výnosů státních dluhopisů.

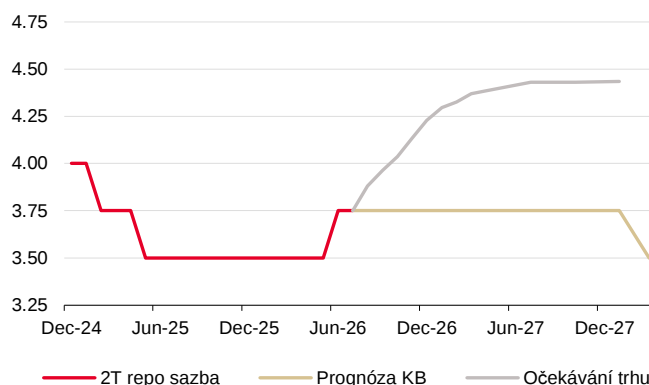
Kratší korunové sazby by mohly mírně poklesnout v souvislosti s redukcí sázek na zpřísňování měnové politiky ČNB. Jak podrobněji popisujeme v kapitole *Měnová politika*, očekáváme v základním scénáři v letošním a příštím roce stabilitu měnověpolitických sazeb. Korunový peněžní trh naproti tomu aktuálně zaceňuje v ročním horizontu zhruba další dvě až tři zvýšení úrokových sazeb o 25 bb.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB (%)



Zdroj: Bloomberg, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 7. 2026

Delší konec korunové křivky by po korekci v důsledku předpokládaného uklidnění situace na Blízkém východě měl postupně narůstat. Přispět by k tomu mělo uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí. Zatímco tržní konsenzus aktuálně očekává deficit tuzemských veřejných financí v příštím roce na úrovni 2,9 %, my odhadujeme 3,2 % HDP. V souvislosti s rozvolněním národních rozpočtových pravidel navíc spatřujeme riziko ještě výraznějšího fiskálního impulsu. To by v souhrnu mělo vést ke zvyšování sklonu křivky korunových tržních úrokových sazeb, která se s červencovou vlnou geopolitické eskalace výrazně zploštila. Oproti minulé prognóze jsme náš výhled korunových sazeb zvýšili, a to vlivem vyšší repo sazby ČNB a hlubšího deficitu veřejných financí, zatímco vnější předpoklady (včetně cen ropy) zásadní revize nedoznaly.

Riziko našeho základního scénáře je nadále vychýleno ve směru vyšších korunových tržních úrokových sazeb. Jak jsme podrobně diskutovali ve speciálním Boxu v dubnovém vydání *Ekonomických výhledů*, případný déletrvající ropný šok je spojen s výrazným tlakem na růst úrokových sazeb, a to napříč splatnostmi.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f
2Y	4,10	4,10	4,15	4,15
5Y	4,25	4,35	4,40	4,40
10Y	4,40	4,45	4,55	4,55

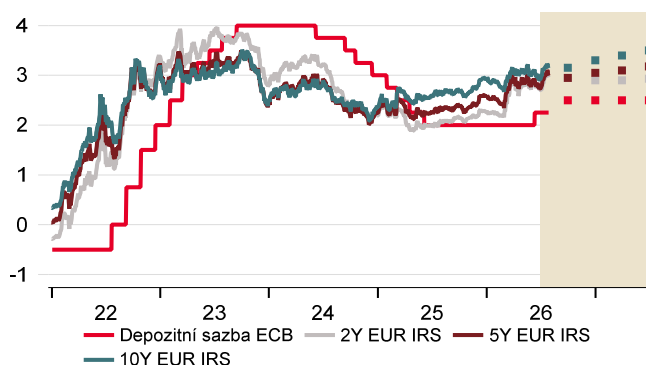
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky úrokového zajištění se zhoršují. Vzhledem k přetrvávajícím obavám o další protahování války v Perském zálivu by příležitost k zajištění mohly v krátkém období nabízet primárně poklesy spojené s případnými zprávami o deeskalaci konfliktu a na kratším konci křivky rovněž neochota ČNB zvyšovat měnověpolitické sazby tak agresivně, jak aktuálně zaceňuje korunový peněžní trh. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí vyšší sazby po celé křivce. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně, přičemž úrokové rozpětí se v průběhu července opět rozšiřovalo.

Kotace forward úrokových swapů (% , p.a., vs. 6M PRIBOR, 1Y vs. 3M PRIBOR)

	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	4.29	4.45	4.51	4.56	4.65
3M	4.40	4.48	4.48	4.60	4.68
6M	4.53	4.58	4.53	4.64	4.71
9M	4.51	4.55	4.53	4.65	4.72
1Y	4.50	4.51	4.53	4.65	4.72
2Y	4.52	4.54	4.70	4.70	4.78
3Y	4.56	4.79	4.76	4.75	4.84

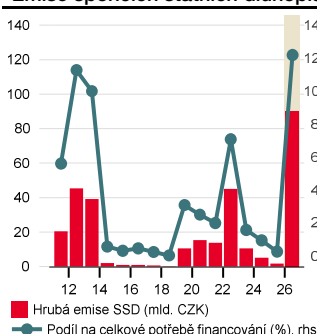
Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 7. 2026

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise spořicíh státních dluhopisů



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise státních dluhopisů příští rok vzroste

Nabídka státních dluhopisů na finančních trzích bude ve druhém pololetí snižovat emise retailových dluhopisů pro občany. V letošním prvním upisovacím období vydalo MF dluhopisy pro občany (Dluhopisy Republiky) a pokladniční poukázky v objemu 74 mld. CZK. Celková suma navíc může narůst vzhledem k tomu, že letos proběhne ještě jedno kolo emise tříměsíční retailové pokladniční poukázky² (15. 10.), jejíž výnos je navázán na repo sazbu ČNB. Závěrečné předvánoční upisovací období pak ovlivní až finanční potřeby pro příští rok, jelikož v něm upsané dluhopisy budou emitovány až 15. ledna 2027. Celkem MF v dosavadním průběhu roku vydalo na primárním trhu dluhopisy za 183,6 mld. CZK (MF indikuje pro celý rok 270-370 mld. CZK) a na sekundárním trhu formou přímých prodejů a výměnných operací dalších 121,8 mld. CZK. Zároveň MF již pokrylo všechny letošní splátky korunového dluhu. Celkově by podle našeho odhadu ve druhém pololetí mělo být emitováno na finančních trzích okolo 100 mld. CZK. Emisní aktivita v následujících měsících tak patrně zůstane utlumená a celoroční objem korunových bondů prodaný na primárním trhu se podle nás bude pohybovat spíše poblíž dolní hranice intervalu, který MF indikuje.

² V prvním upisovacím období poptávka dosáhla 27,6 mld. CZK.

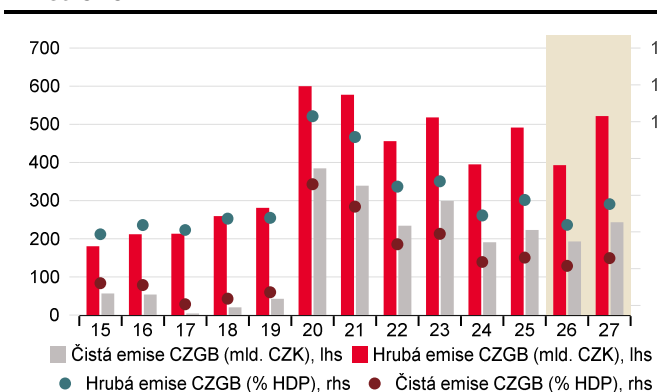
V příštím roce by měl hrubou emisi CZGB oproti letošku zvyšovat větší objem refinancování a hlubší deficit státního rozpočtu. Z větší části by se na tom měl podílet nárůst objemu splatných dluhopisů, i v čistém vyjádření však uvolnění fiskální politiky podle našeho odhadu navýší emisi o zhruba čtvrtinu. V souladu s tím očekáváme v příštím roce opětovné rozšíření rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními úrokovými sazbami.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2026		2027	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	310,0	310,0	??	360,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	3,6	3,6	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	200,3	200,3	278,0	278,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0	36,2	35,9
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	20,4	20,4	12,6	12,6
Splátky instrumentů peněžního trhu	177,5	177,5	165,2	182,9
Splátky pokladničních poukázek	165,6	165,6	165,2	182,9
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu	11,9	11,9	0,0	0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	26,4	26,4	0,9	0,9
Potřeba financování celkem	738,2	738,2	??	870,3
Nástroje peněžního trhu		182,9		182,9
Pokladniční poukázky (vč. EUR)		182,9		182,9
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		393,2		521,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		12,2		35,9
Hrubá emise spořicí dluhopisů		90,0		80,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		60,0		50,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		0,0		0,0
Zdroje financování celkem		738,2		870,3
Hrubá výpůjční potřeba		738,2		870,3
Čistá emise CZGB		192,9		243,6

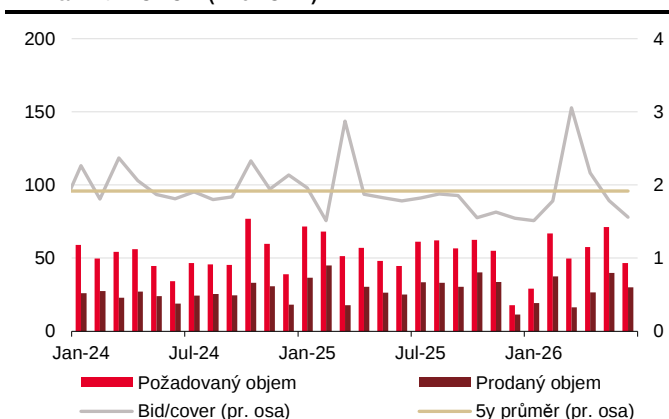
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



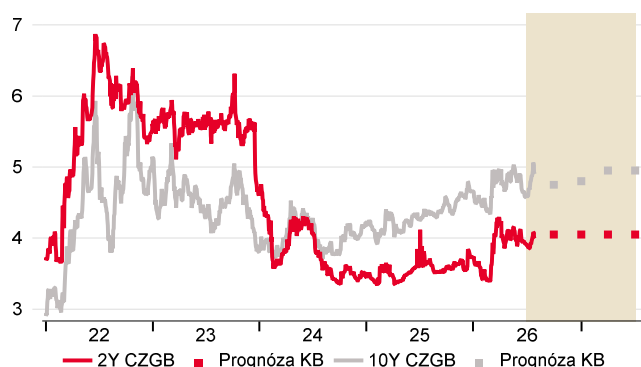
Zdroj: MFČR, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f
Výnos 2Y CZGB (%)	4,05	4,05	4,05	4,05
Výnos 5Y CZGB (%)	4,30	4,40	4,40	4,45
Výnos 10Y CZGB (%)	4,75	4,80	4,95	4,95
10Y CZGB ASW (bb)	35	35	40	40

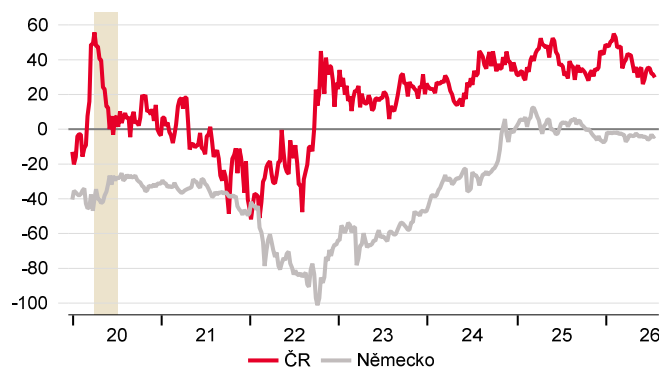
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW 10y státního dluhopisu (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: ASW=Výnos 10y CZGB – 10y CZK IRS; podbarvení značí období recese v ČR

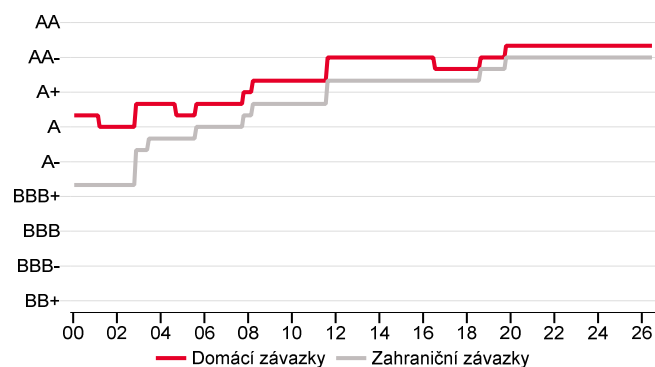
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno (Aa3/AA-) se stabilním výhledem. Nadále platí, že ČR má nejlepší rating ze všech zemí střední a východní Evropy. Vzhledem k uvolnění fiskální politiky a rozpočtových pravidel však nadále vnímáme riziko zhoršení výhledu ratingu ze stabilního na negativní.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

	Domácí závazky	Výhled	Zahraniční závazky	Výhled
S&P	AA	STABLE	AA-	STABLE
Moody's	Aa3	STABLE	Aa3	STABLE
Fitch	AA-	STABLE	AA-	STABLE

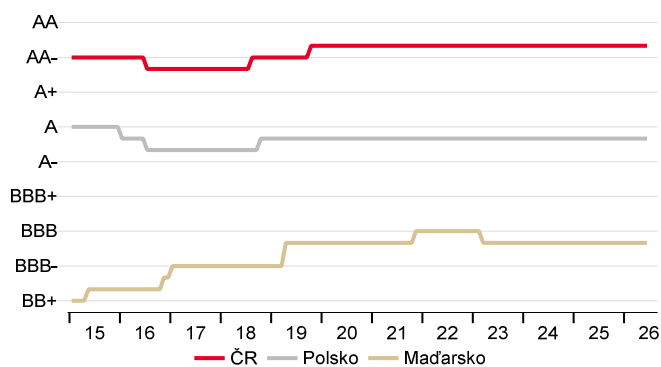
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating ČR (průměr Fitch, S&P a Moody's)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rating v CE3 – domácí závazky (průměr Fitch, S&P a Moody's)



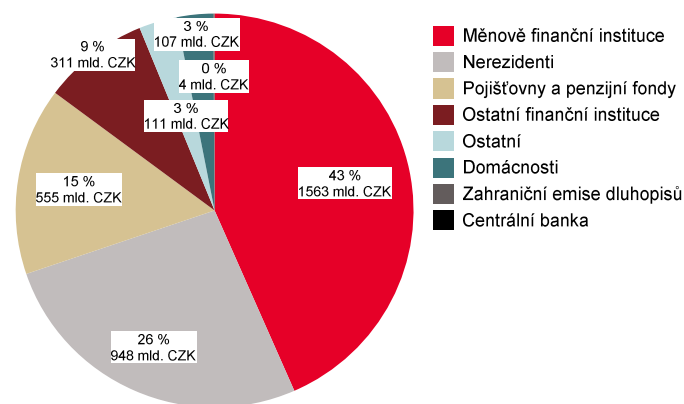
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview									Rich-cheap analysis												
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank		
0.25 Feb-27	0.5	0.0	110%	3.68	0	12	2.70	-37	2	0	-52		-26	0.2	12	-3.5	6	-21.4	26		
2.50 Aug-28	2.0	0.0	94%	3.95	-1	7	2.70	-47	5	-25	-56		-21	-1.5	25	2.0	20	3.7	23		
5.50 Dec-28	2.1	0.0	90%	4.00	-7	13	2.74	-43	-1	-18	-51		-20	-1.7	26	3.0	23	5.0	14		
5.75 Mar-29	2.4	5.3	133%	4.09	-3	18	2.83	-35	3	-15	-41		-17	-1.2	24	-1.4	9	5.9	5		
2.75 Jul-29	2.8	0.0	100%	4.19	1	23	2.90	-28	5	-5	-39		-12	-0.4	19	-5.2	4	6.1	2		
0.05 Nov-29	3.2	0.0	61%	4.22	1	22	2.92	-25	4	-11	-36		-12	-0.5	22	-2.4	7	5.7	9		
0.95 May-30	3.6	0.0	100%	4.26	3	29	2.95	-22	5	-5	-46		-10	0.2	13	0.3	17	5.7	8		
5.00 Sep-30	3.6	0.0	121%	4.32	6	34	3.01	-17	8	-3	-30		-4	0.1	15	0.4	18	6.2	1		
3.95 Oct-30	3.7	0.0	10%	4.13	0	28	2.83	-35	3	-8	-46		-17	-0.5	21	19.2	26	4.7	16		
1.20 Mar-31	4.3	0.0	100%	4.39	9	37	3.06	-13	9	-1	-26		-4	0.5	5	-0.7	13	5.7	7		
6.20 Jun-31	4.2	0.0	103%	4.39	6	32	3.10	-10	8	-4	-153		3	0.4	9	3.5	24	5.9	4		
1.75 Jun-32	5.4	0.0	107%	4.55	7	37	3.19	-2	8	-1	-40		5	0.7	3	-0.4	15	5.4	10		
4.50 Nov-32	5.2	0.0	130%	4.65	6	38	3.32	11	6	1	-4		17	0.9	2	-5.6	3	6.0	3		
3.00 Mar-33	5.7	5.5	88%	4.70	4	39	3.35	12	5	0	2		21	0.5	6	-8.1	2	5.7	6		
2.00 Oct-33	6.3	0.0	100%	4.77	4	38	3.38	15	5	0	3		19	1.0	1	-9.0	1	5.4	11		
4.90 Apr-34	6.2	0.0	115%	4.74	3	36	3.43	18	5	-1	5		24	0.4	8	-1.1	10	5.3	12		
4.25 Oct-34	6.6	5.5	100%	4.81	1	36	3.48	22	3	-2	11		27	0.2	11	-3.6	5	5.2	13		
3.50 May-35	7.3	0.0	117%	4.83	3	34	3.48	20	4	-3	10		22	0.7	4	-0.4	16	4.7	17		
5.30 Sep-35	6.9	30.2	82%	4.86	0	32	3.57	27	3	-5	16		32	0.0	17	-1.5	8	4.9	15		
4.55 Oct-35	7.1	0.0	10%	4.75	5	32	3.45	14	6	-5	0		20	0.4	7	9.7	25	4.4	18		
3.60 Jun-36	7.9	7.4	117%	4.88	1	32	3.55	22	3	-4	-25		28	0.3	10	1.2	19	4.4	20		
4.20 Dec-36	7.9	0.0	100%	4.89	2	31	3.58	24	4	-5	13		30	0.1	14	3.0	22	4.2	21		
4.95 Feb-37	7.9	21.0	42%	4.94	3	31	3.66	31	5	-6	17		37	0.1	16	-1.0	12	4.4	19		
1.95 Jul-37	9.4	0.0	71%	4.93	1	27	3.54	17	3	-7	6		25	-0.4	20	2.8	21	3.7	22		
1.50 Apr-40	11.5	0.0	65%	5.09	3	26	3.63	18	6	-8	10		27	-0.3	18	-1.1	11	3.2	25		
4.00 Apr-44	11.8	0.0	29%	5.22	1	18	3.83	32	24	4	19		52	-0.8	23	-0.4	14	3.5	24		

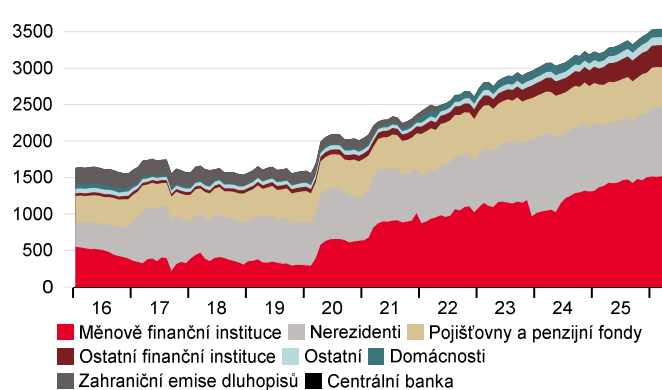
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Státní dluhopisy podle typu držitele (květen 2026)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Státní dluhopisy podle typu držitele (mld. CZK)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Korunový devizový trh



Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

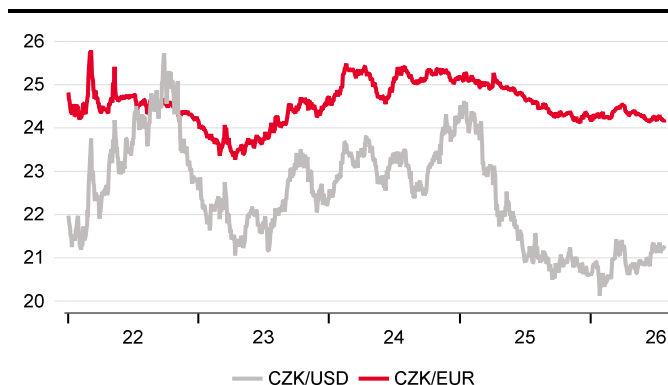
Koruna zůstává stabilní

Česká koruna nadále úspěšně odolává zvýšenému geopolitickému napětí. Epizody eskalace a deeskalace jsou doprovázeny opačným vývojem tržních úrokových sazeb a sentimentu vůči měnám rozvíjejících se trhů, které se tak zhruba kompenzují. Ve druhé polovině letošního roku by podle nás výraznějším posílení koruny mělo bránit zpevnění amerického dolaru a stabilita sazeb ČNB. Pozvolná apreciace koruny v páru s eurem by tak měla probíhat hlavně v souvislosti s odolností tuzemské ekonomiky a její vyšší růstovou dynamikou ve srovnání s eurozónou. Celkově na konci letošního roku očekáváme hladinu 24,20 CZK/EUR a v ročním horizontu 24 CZK/EUR. Postupné zhoršování podmínek pro zajištění domácí měny proti posílení by tak mělo pokračovat.

Ostrov stability v rozbouřeném geopolitickém moři

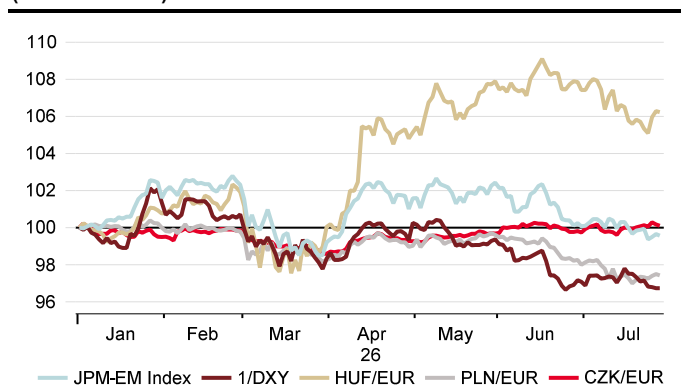
Česká koruna zůstává nejstabilnější měnou středoevropského regionu. Energetický šok související se skokovým nárůstem cen surové ropy na finančních trzích se dosud na korunovém devizovém trhu projevil velmi omezeně. Kurz koruny k euru tak vstoupil do druhé poloviny roku zhruba tam, kde se nacházel na jeho začátku. Střídající se epizody eskalace a uklidnění situace na Blízkém východě mají patrně poměrně omezený vliv i proto, že zvyšování napětí, které je zpravidla spojováno s méně příznivým sentimentem vůči všem EM měnám, zároveň vede k rozšiřování úrokového diferenciálu ve prospěch těchto měn. Ve výsledku se tak oba faktory alespoň zčásti kompenzují. Přesto by globální vývoj koruně ve zbytku roku neměl příliš nahrávat. Kolegové ze Sociétés Générale předpokládají, že se pozornost postupně přesune zpět směrem k fundamentům, respektive relativní výkonnosti ekonomik. A z tohoto pohledu by měl být jasným vítězem americký dolar. Ekonomika Spojených států totiž těží nejen z krátkodobě příznivého vývoje směnných relací v důsledku dražší ropy, ale i investic v oblasti AI nebo fiskálního stimulu. Zelené bankovky tak proti euru podle předpokladů naší prognózy ještě letos zpevní k hladině 1,11 USD/EUR.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj kurzů vybraných měn od začátku roku
(1. 1. 2026=100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, HUF, PLN vůči EUR, posílení JPM-EM, respektive oslabení DXY od začátku roku.

Úrokový diferenciál koruně mnoho podpory nepřinese. Rozpětí mezi korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami se v posledních týdnech pohybuje inverzně k ceně ropy. K jeho dalšímu zúžení by mělo přispět námi očekávané ponechání sazeb ČNB beze změny po delší dobu, zatímco korunový peněžní trh zaceňuje v ročním horizontu další dvě až tři zvýšení klíčové repo sazby o 25 bb. Lehké nadhodnocení koruny proti euru nadále indikuje i náš modelový odhad rovnovážného kurzu, který se pro třetí čtvrtletí pohybuje okolo 24,5 CZK/EUR.

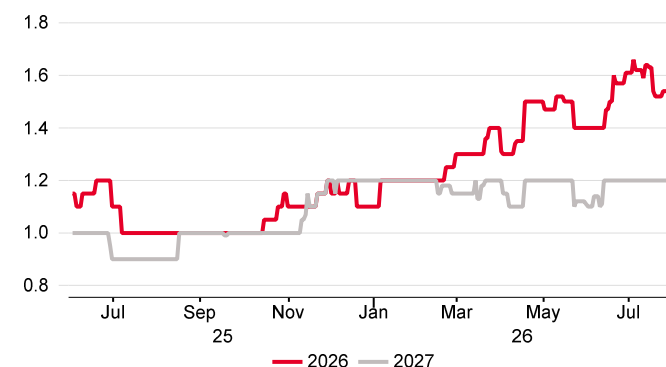
Výrazně pozitivní naopak zůstane růstový náskok ČR vůči eurozóně. Dle mediánového odhadu by český HDP měl letos i v příštím roce dosáhnout o 1,5 pb, respektive 1,2 pb, vyššího růstového tempa než eurozóna. Struktura růstu tuzemské ekonomiky ale podle nás příliš příznivá s ohledem na vnější bilanci nebude. Jeho tahounem by totiž měla být i s přispěním uvolnění fiskální politiky domácí poptávka. Negativní šok do směnných relací daný zdražením energií podle nás bude současně spojen se zhoršením bilance zahraničního obchodu, respektive běžného účtu platební bilance, což bude na devizovém trhu bránit koruně ve výraznějším posílení.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný diferenciál růstu HDP mezi ČR a eurozónou – Bloomberg konsenzus (pb)

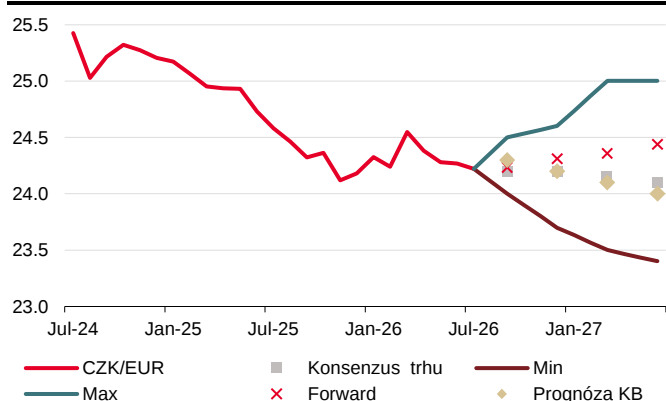


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled pro kurz koruny k euru jsme oproti dubnové prognóze hlavně vlivem přísnější měnové politiky ČNB přehodnotili směrem k silnějším úrovním.

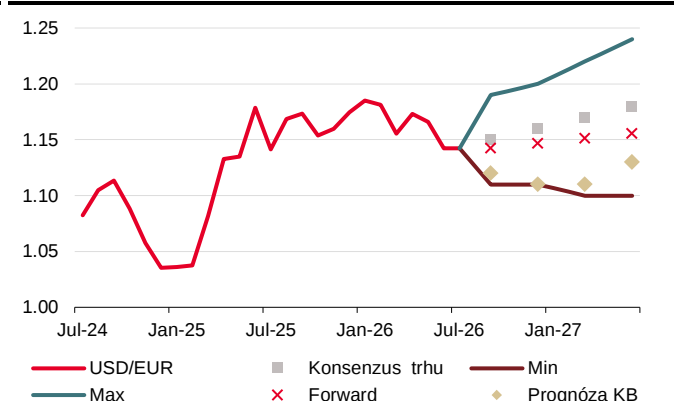
Celkově očekáváme, že koruna by měla svoje zpevňování dočasně přerušit. Na konci letošního třetího čtvrtletí předpokládáme, že se bude proti euru pohybovat v blízkosti 24,30 CZK/EUR. S postupnou deeskalací konfliktu na Blízkém východě a nadále solidním růstovým tempem tuzemské ekonomiky by následně mohla mírně posilovat. Zpevnění koruny ale bude s ohledem na souběžné posilování amerického dolaru a stabilní sazby ČNB pouze pozvolné. V ročním horizontu očekáváme kurz na hladině 24 CZK/EUR.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 29. 7. 2026)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 29. 7. 2026)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Prognóza kurzu koruny (konec období)

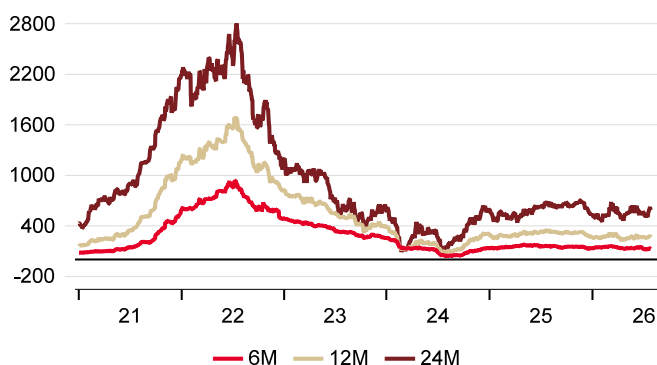
	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f
CZK/EUR	24,30	24,20	24,10	24,00
CZK/USD	21,70	21,80	21,70	21,20
USD/EUR	1,12	1,11	1,11	1,13

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Vývoj na Blízkém východě je v krátkém období hlavním rizikem

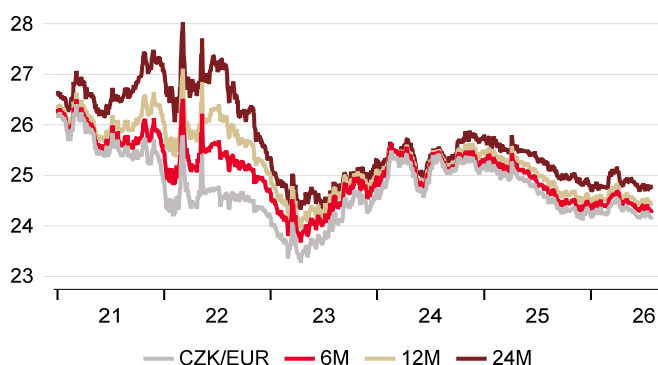
Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná. Souvisí především s délkou trvání a dopady zvýšených cen energií na tuzemskou ekonomiku. I vzhledem k nadále relativně vysoké energetické náročnosti tuzemské ekonomiky je přitom podle nás riziko vychýleno ve směru slabší domácí měny. To by mohl v případě déletrvajícího ropného šoku částečně kompenzovat úrokový diferenciál. Průsak do dalších neenergetických částí spotřebního koše by totiž mohl vést oproti námi předpokládané stabilitě úrokové sazby k utažení měnové politiky ČNB. Rizika pro měnovou politiku jsou ale podle nás vychýlena směrem k dalšímu zvýšení úrokových sazeb i s ohledem na domácí faktory (více v kapitole *Měnová politika*).

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trhy v nejbližších měsících zásadní výkyvy kurzu koruny neindikují. Implikovaná volatilita stejně jako index volatility se nachází pod úrovněmi před začátkem války na Blízkém východě. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí měly podmínky pro zajištění s postupným posilováním spotového kurzu dále mírně zhoršovat.

Bankovní sektor



Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 569
kevin_tran@kb.cz

Finanční cyklus i přes utaženější podmínky dále expanduje

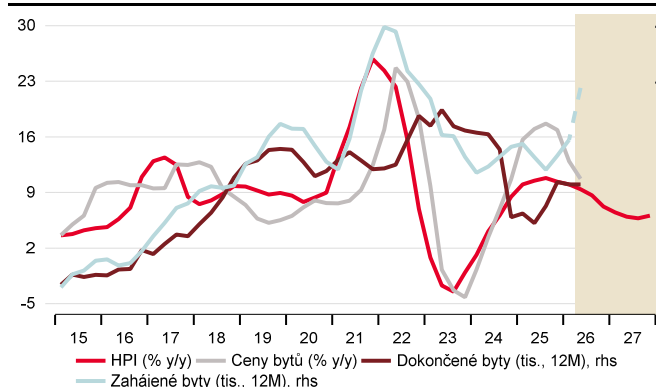
Úvěrová aktivita v české ekonomice by měla v nadcházejících čtvrtletích zůstat solidní navzdory vyšším úrokovým sazbám a přetrvávající geopolitické nejistotě. Kreditní impuls v Q2 26 dále posílil a měl by podporovat růst domácí poptávky i ve zbytku roku. Tvorba nových hypotečních a spotřebitelských úvěrů by ale ve druhé polovině roku měla ochladit vlivem vyšších tržních úrokových sazeb. To by mělo dále přispět ke zmírnění cenového růstu na nemovitostním trhu, který by letos měl zpomalit v průměru pod 9 %. V podnikovém sektoru očekáváme pokračování oživení úvěrové aktivity tažené investiční poptávkou, fiskálním stimulem a strukturálními investicemi. Navzdory utaženější finanční podmínkám tak očekáváme, že by expanze finančního cyklu souběžně s hospodářským cyklem měla dále pokračovat. Solidní růst depozit by měl přetrvat, v příštím roce ale odliv vkladů územních samospráv představuje významné riziko. Nízká míra selhání úvěrů setrvává navzdory výrazné finanční expanzi.

Hypoteční trh v druhé polovině ochladí vlivem vyšších úrokových sazeb. To zřejmě přispěje k pokračování zmírňování cenového růstu na nemovitostním trhu.

Přehřívání nemovitostního a hypotečního trhu se bude zmírňovat

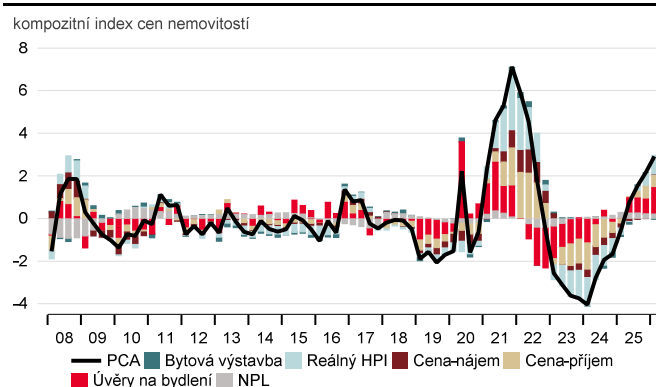
Zpomalení růstu cen nemovitostí by mělo pokračovat. Data za první polovinu letošního roku potvrzují zmírňování cenových tlaků na nemovitostním trhu. Růst indexu cen obytných nemovitostí (HPI) v Q1 26 zpomalil na 10 % y/y a jeho mezičtvrtletní sezónně očištěná dynamika zpomalila na 2,3 % q/q oproti loňskému průměrnému tempu ve výši 2,5 %. Tempo růstu nabídkových cen bytů v Q2 26 (10,7 % y/y) se oproti 17,7 % y/y v Q1 také snížilo a jejich sezónně očištěný mezikvartální růst také klesl na 1,6 % q/q (vs 2,4 % v Q1). Mírné ochlazení nemovitostního trhu dále podpoří i nižší hypoteční aktivita vlivem vyšších úrokových sazeb, postupně zpomalující mzdový růst a odeznění efektu odložené poptávky a eventuálně i předzásobení. Tlak na cenový růst může zmírnit i větší nabídka v příštím roce díky letošnímu oživení rezidenční výstavby. Očekáváme, že růst HPI zpomalí z loňských 10,4 % na průměrných 8,8 % v letošním roce. V dalších letech by měl dále zmírňovat do rozmezí 5-7 %. I tak by se ale udržel nad mzdovým růstem vzhledem k přetrvávajícímu strukturálnímu nesouladu na domácím realitním trhu. Zdražující stavební materiály (6,7 % y/y v červnu) či potenciál zavádění vládních podpůrných opatření v souvislosti s bydlením představují riziko ve směru silnějšího růstu cen nemovitostí oproti našemu základnímu scénáři. Naproti tomu může působit výraznější utažení finančních podmínek na trhu a zpomalení ekonomiky.

Zpomalení růstu cen nemovitostí by mělo pokračovat



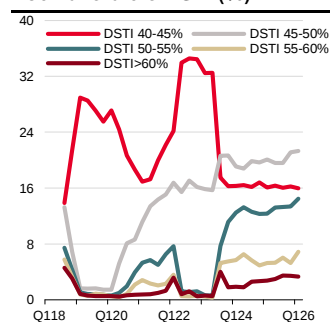
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (ke květnu 2026) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q2 26. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Expanze na nemovitostním trhu v širším záběru



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vlastní výpočty; PCA = vektor analýzy hlavních komponent. Kompozitní index je výsledkem analýzy hlavních komponent (Principal Component Analysis, PCA) dle Cár, M., & Vrbovský, R. (2019, březen). *Composite index to assess housing price development in Slovakia*.
https://www.nbs.sk/img/documents/publik_nbs_fsr/biatec/rok2019/03-2019/05_biatec19-3_car.pdf

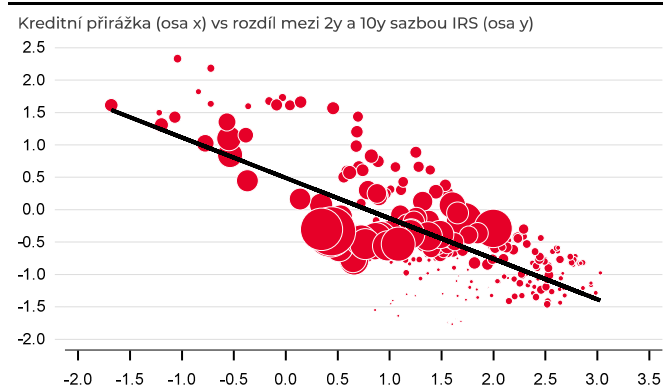
Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

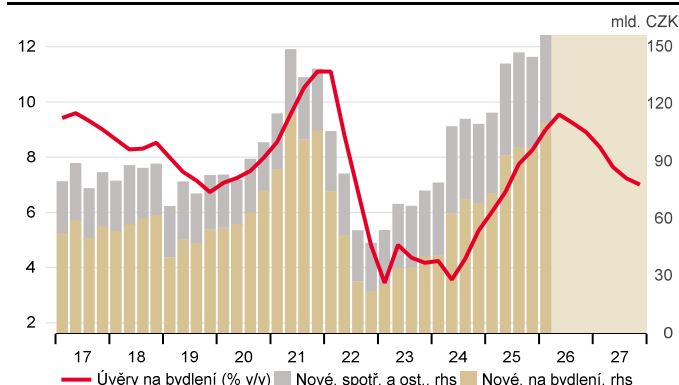
Hypoteční trh letos poroste rychleji než loni, druhá polovina roku by se ale měla nést ve znamení ochlazení. Za prvních pět měsíců letošního roku byl objem (čistých) nových úvěrů na bydlení vyšší o 53 % y/y oproti stejnému období vloni. Významně se na tom podílel efekt předzásobení před platností doporučení ČNB ohledně investičních hypoték (od dubna) – to se odrazilo ve vyšší průměrné výši hypotéky v Q2 26 (4,8 mil. CZK; 16 % y/y) – a také snaha předejít vyšším sazbám, což se promítlo do zatím jen omezeného nárůstu realizovaných hypotečních sazeb. Stav úvěrů na bydlení by měl vzhledem k načasování čerpání odrážet vysokou produkci nových úvěrů se zpožděním, a i přes mírné zpomalení by jeho růst měl v H2 26 zůstat silný. Očekáváme, že trh s úvěry na bydlení letos poroste o 8,9 % a v příštím roce zpomalí na 7 %.³ Utaženější finanční podmínky a zhoršená cenová dostupnost bydlení budou pravděpodobně stále limitovat růst úvěrů na bydlení.

Vztah mezi kreditní přírážkou a inverzí křivky CZK IRS (pb)



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Velikost bubliny je odvozena od objemu poskytnutých úvěrů. Kreditní přírážka je vypočtena jako rozdíl mezi realizovanou sazbou na úvěrech na bydlení a váženým průměrem příslušných sazeb IRS. Jedná se tak pouze o aproximaci.

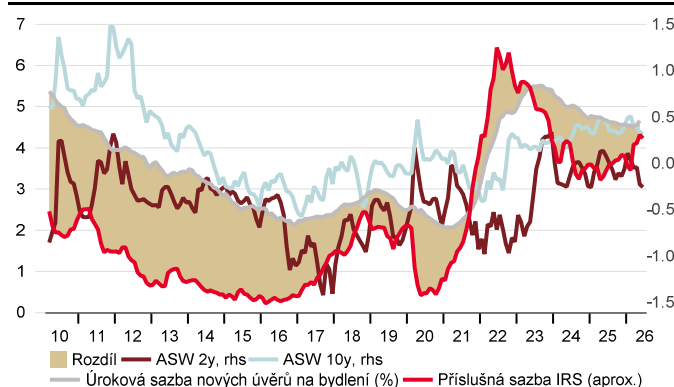
Růst hypotečního trhu letos postupně mírně zpomalí



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

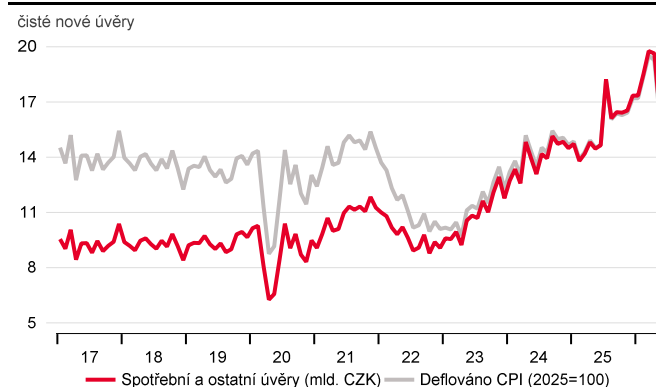
S ohledem na dražší financování na mezibankovním trhu hypoteční sazby zřejmě povyroستou na 5 %. V květnu se realizovaná sazba ještě pohybovala kolem 4,8 %. V případě výraznějšího utažení finančních a konkrétně úvěrových podmínek, včetně rozšíření kreditních přírážek, mohou hypoteční sazby zamířit mírně nad 5 %. Vyšší úroveň hypotečních sazeb ovlivní také letošní vysoký objem refixací, jejichž podíl na „nových“ úvěrech za H1 26 dosáhl 26,4 % (vs 20,7 % průměr roku 2025). Zvýšení úrokových sazeb vlivem refixací by ale nemělo mít zásadní vliv na spotřebu domácností (viz *Zpráva o měnové politice – jaro 2026, Box 3*).

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: ASW (CZGB-IRS) příslušných CZGBs.

Silný růst spotřebitelského financování lehce korigoval



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Čisté nové úvěry jsou úvěry či navýšení, které vstoupily do ekonomiky poprvé.

³ Pokud není uvedeno jinak, jedná se o meziroční růst ke konci období.

Kreditní impuls úvěrů domácností v druhé polovině roku klesne.

Spotřební financování po silné první polovině roku zřejmě zpomalí

Silný růst spotřebního financování souvisí s aktivitou na nemovitostním a hypotečním trhu. Objem nových spotřebitelských úvěrů v úhrnu ke květnu narostl o 28 % a jejich stav v poměru k HDP v Q2 26 dosáhl 4,9 % HDP (+0,4 pb y/y) a pohyboval se již výrazně nad průměrem posledních 10 let (4,4 % HDP). Pro Q3 26 poslední *Šetření úvěrových podmínek ČNB* (červenec 2026)⁴ dokonce neindikuje změnu v poptávce po spotřebním financování z nynějších vysokých úrovní. Nejistota, přeliv vyšších tržních úrokových sazeb do úvěrů a zpomalení na trhu s bydlením by se podle nás měly podepsat na nižší poptávce po spotřebitelských úvěrech. Pro letošní rok předpokládáme zrychlení jejich růstu na 13,4 % a pro příští rok pak zpomalení na stále silných 9,4 %. Stav spotřebních úvěrů k HDP by se měl dále zvyšovat, byť mírnějším tempem, i v následujících letech. S tím by měla růst i míra zadlužení domácností, která v Q1 26 dosahovala 54,8 % hrubého disponibilního důchodu. Meziročně sice byla vyšší o 2 pb, stále však citelně zaostávala za vrcholem z roku 2022 na úrovni 58,7 %.

Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	Q4 25	Q1 26	2Q 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27	Q3 27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Bankovní úvěry														
Celkem	7,0	8,3	7,8	9,1	8,6	8,0	7,6	7,6	6,2	8,5	7,6	6,8	6,2	5,4
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	8,3	9,0	9,5	9,2	8,9	8,4	7,6	7,2	7,2	9,2	7,6	6,4	5,6	4,8
Spotřebitelské úvěry domácnostem	10,8	13,1	14,2	13,4	13,4	11,5	10,2	10,0	9,9	13,5	10,3	8,3	7,0	5,7
Úvěry nefinančním podnikům	5,1	7,2	7,2	10,0	8,3	7,2	6,5	7,1	4,5	8,2	6,9	6,9	6,3	5,7
Bankovní vklady														
Celkem	6,1	5,6	4,9	5,6	6,2	6,3	7,7	7,7	4,6	5,6	6,9	6,4	5,6	5,2
Obyvatelstvo	4,8	5,6	5,4	5,2	5,5	5,3	6,3	6,5	5,0	5,4	6,1	5,9	5,3	4,8
Nefinanční podniky	1,8	4,8	2,4	4,6	4,6	5,7	5,8	6,2	2,9	4,1	5,7	5,3	4,1	4,5
Ostatní	12,1	6,0	5,7	6,8	8,7	8,5	11,2	10,6	5,5	6,8	8,9	7,8	7,1	6,2
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,3	57,9	58,4	59,1	59,5	59,8	59,9	60,3	57,1	58,7	60,1	61,1	61,9	62,4
Podíl vkladů na HDP	89,4	91,1	91,1	91,3	90,7	92,5	93,5	93,4	90,9	91,0	92,6	93,8	94,5	95,0
Podíl úvěrů na vkladech	64,1	63,6	64,2	64,7	65,5	64,6	64,1	64,6	62,8	64,5	65,0	65,2	65,5	65,7
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,6	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	4,9	4,9	4,6	4,8	4,9	4,8	4,8	4,9
Spotřebitelské úvěry	7,9	7,1	8,0	8,2	8,4	8,4	8,3	8,3	8,0	7,9	8,3	8,2	8,2	8,6
Úvěry nefinančním podnikům	5,2	5,1	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,2	5,4	5,6	5,0	4,8	4,8
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8	1,0	1,3
Spotřebitelské úvěry	4,1	4,0	4,0	4,6	4,9	5,0	5,5	5,7	4,2	4,4	5,6	6,3	6,9	7,7
Úvěry nefinančním podnikům	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,8	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	4,5	5,2

Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Utažení finančních podmínek pravděpodobně přibrzdí podnikovou úvěrovou aktivitu, solidní výhled domácího růstu by ji ale měl přesto podpořit.

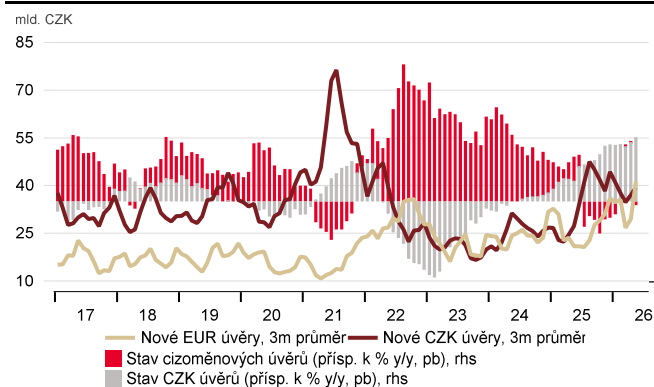
Firemní investiční apetit bude dále odolávat vyšším sazbám a geopolitice

Investiční apetit bude čelit utaženějším finančním podmínkám. I přes zvýšenou nejistotu a vyšší tržní úrokové sazby byl jejich přeliv do úvěrů nefinančním podnikům (NFP) dosud relativně omezený. Expanze úvěrové aktivity nadále vykazuje solidní dynamiku. Růst stavu nových korunových úvěrů k letošnímu květnu v úhrnu meziročně vzrostl o 42 %, zatímco u eurových díky silnému květnu byl meziročně vyšší o 67 % oproti stejnému období vloni. Oživení úvěrové aktivity ovšem probíhá na pozadí klesající míry zisku NFP (vůči hrubému provoznímu přebytku – HPP) a stále relativně nízké míry zadlužení. Ta v Q1 26 sice narostla na 2,3x HPP, ale z historického pohledu se nachází na nízkých úrovních oproti vrcholům z předchozích expanzivních fází finančního cyklu. Míra zadlužení přitom většinou vrcholila až po kulminaci finančního cyklu. Vývoj úvěrové aktivity v poměru k HDP vykazuje známky

⁴ <https://www.cnb.cz/cs/statistika/setreni-uverovych-podminek-bank/>

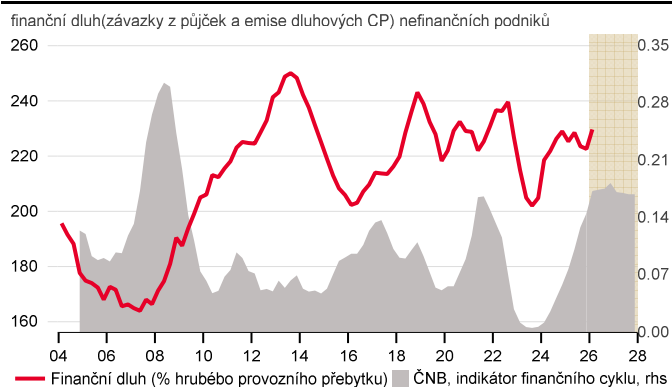
silné expanze. Ta by podle nás i přes mírné zpomalení vlivem vyšších tržních úrokových sazeb měla pokračovat v letošním i příštím roce, byť mírnějším tempem. Podniková úvěrová aktivita v Q2 26 dále přispívá ke zrychlení kreditního impulsu. Dále by měla být podpořena relativně dobrými růstovými vyhlídkami české ekonomiky a rovněž probíhajícími investicemi spojenými s částečnou strukturální obměnou ekonomiky.

Růst stavu úvěrů NFP dále zrychloval



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

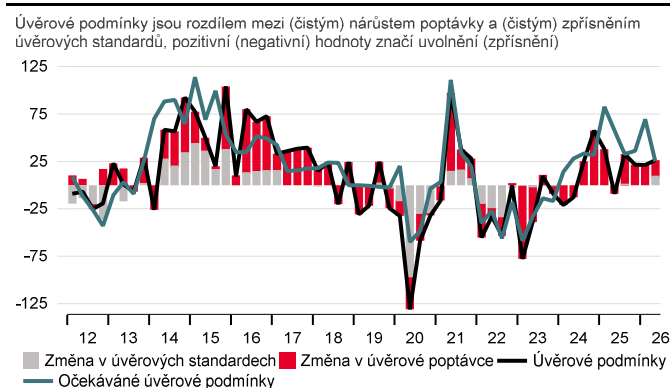
Míra zadlužení NFP zatím narostla jen nepatrně



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Odhadujeme, že růst úvěrů NFP letos zrychlí na 8,3 % y/y, v příštím roce by pak měl zpomalit na 7 %. U celkových podnikatelských úvěrů očekáváme růst o 7,7 % v letošním roce a 7,1 % v tom příštím. Poměr úvěrů NFP vůči HDP se již citelně vymyká předchozímu klesajícímu trendu a v květnu dosáhl nejvyšší úrovně od konce roku 2022, postupně by se měl ale dále zvyšovat. Mělo by to odrážet pokračující expanzi finančního cyklu, a to souběžně s rychlejším růstem domácí ekonomiky a investicemi do rozšiřování kapacit v domácí ekonomice. Pro nejbližší kvartál i poslední *Šetření úvěrových podmínek bank ČNB* indikuje další nárůst úvěrové poptávky. I přes vyšší tržní úrokové sazby a geopolitickou nejistotu banky nesignalizují zpřísnění úvěrových standardů, a zároveň ani samotná úroveň úrokových sazeb neměla zásadní negativní dopad na úvěrovou poptávku v Q2 26.

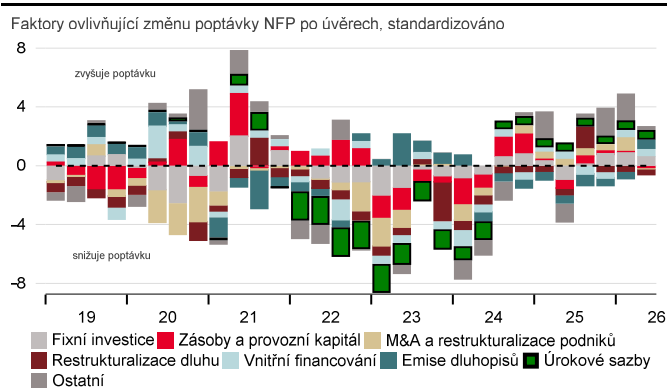
Úvěrové podmínky stále signalizují nárůst úvěrové poptávky



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q2 26); úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vycházejí z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

Dopad odlivu depozit do emisí *Dluhopisů Republiky* do celkového růstu depozit by se měl pohybovat kolem 0,5-1 pb. Zásadní dopad může mít příští rok navíc odliv prostředků územních samospráv.

Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank



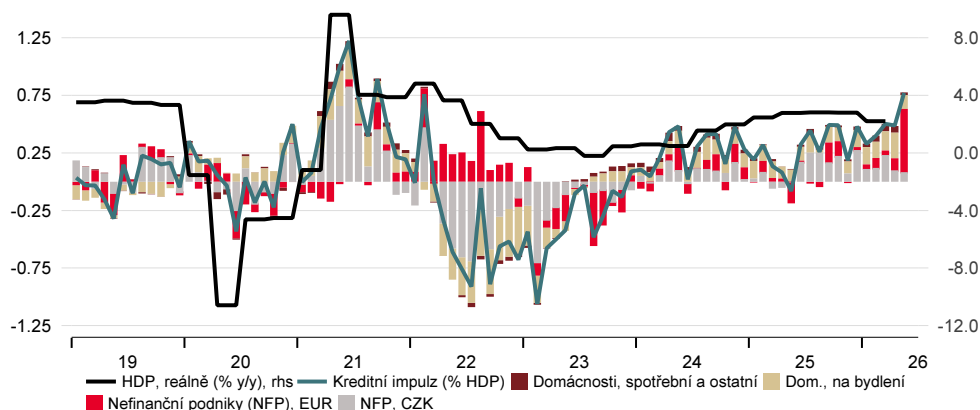
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Skládání hodnot v sloupcovém grafu slouží pouze pro vizualizaci. Položka *Ostatní* zahrnuje půjčky z jiných bank a nebankovních institucí, emise akcií a jiné.

Růst depozitní báze zůstává solidní i přes odliv depozit domácností

Depozitní báze domácích bank stále solidně roste. Expanzi dále podpoří růst financování obecně, zpožděné čerpání úvěrů z H1 26 a také expanzivní fiskální politika. Převís vkladů nad úvěry zůstává značný, postupně by se ale měl podle nás zmírňovat. V květnu byl poměr bankovních úvěrů k vkladům na úrovni 0,64x a meziročně narostl o dvě setiny. Na růst depozit domácností má letos vliv emise *Dluhopisů Republiky*, která podle nás letošní růst sníží

o 1-1,5 pb. Dopad do celkového růstu depozit pak odhadujeme na 0,5-1,0 pb. Celkový růst depozit podle nás letos dosáhne v průměru 5,6 % a v příštím roce 6,9 %. Významný dopad na růst v příštím roce ovšem může mít odliv depozit veřejných samospráv na účet státní pokladny v ČNB. Objem prostředků, které územní samosprávy (včetně fondů sociálního zabezpečení) drží na účtech tuzemských bank ke květnu dosahoval 517,6 mld. CZK, tedy 6,5 % celkových bankovních depozit. V závislosti na míře odlivu by tak dopad na bankovní sektor byl poměrně značný, a to zejména v prostředí zvýšené konkurence v oblasti depozit, rostoucí úvěrové aktivity a z historického hlediska stlačených úrokových marží.

Kreditní impuls v české ekonomice v průběhu druhého kvartálu výrazně posílil



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

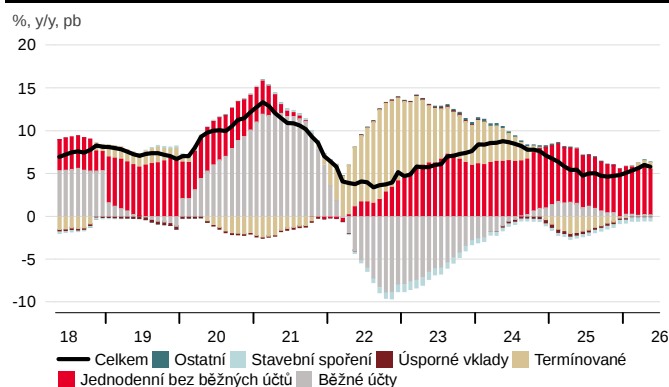
Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (ke květnu 2026) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q1 26).

Míra selhání i přes výraznou expanzi finančního cyklu zatím nevykazuje náznaky zvyšování.

Míra selhání zůstává v prostředí expanze finančního cyklu stále nízká

I přes rychlou expanzi finančního cyklu zůstává podíl nesplácených úvěrů (NPL) nízký a nevykazuje zásadní růst. Podíl NPL tak zůstává poblíž historických minim a v květnu dosáhl 1,5 %; vzhledem k rostoucí úvěrové aktivitě přitom klesal napříč sektory, jak u domácností (na bydlení i spotřebu), tak u NFP. K nárůstu míry selhání ale zpravidla dochází spíše v pozdější fázi finančního cyklu, očekáváme tak, že zejména v příštím roce bude tento podíl mírně narůstat. Celkově by se ale míra selhání úvěrů měla držet relativně nízkou. Poslední *Šetření úvěrových podmínek* ČNB nadále naznačuje jen mírný nárůst úvěrových ztrát v následujících dvanácti měsících, především u nefinančních podniků, a to v rozsahu odpovídajícím 15 % tržního podílu bank. Tato míra je víceméně stabilní od Q2 24.

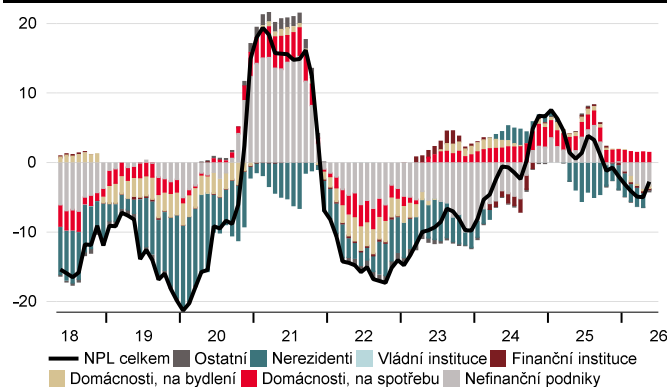
Růst vkladů domácností pokračuje solidním tempem



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Jednodenní vklady bez běžných účtů zahrnují i (netermínované) spořicí účty.

Objem úvěrů v selhání je meziročně stále nižší (% y/y, pb)



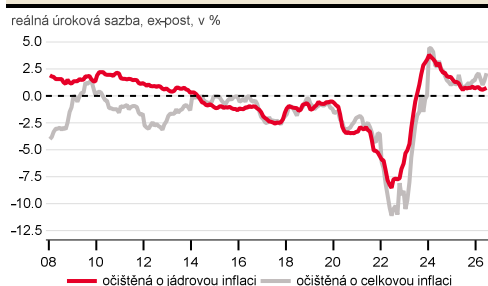
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 1: Měnová restrikce v prostředí výrazné expanze finančního cyklu

Reálné úrokové sazby se nacházejí v kladném teritoriu a ČNB tak doručuje restriktivní měnovou politiku. Vývoj finančního a úvěrového cyklu ale nabízí méně jednoznačný obrázek. Finanční podmínky se již významně uvolnily a silný růst kreditní aktivity doprovázený obnoveným růstem zadlužení soukromého sektoru vyvolává určitou skepsi ohledně adekvátní měnové restrikce. Tento Box diskutuje míru restrikce měnové politiky, současný rozmach finančního cyklu a také představuje indikátor finančních podmínek, který jsme zkonstruovali. Pohled z úhlu finanční stability v tomto Boxu nerozebíráme.

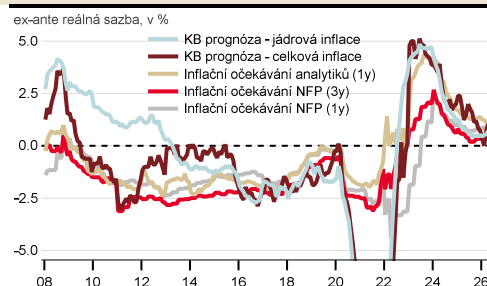
Měnovou restrikci lze hodnotit srovnáním nominální úrokové sazby a inflace, respektive jejího výhledu či inflačních očekávání. V případě malé otevřené ekonomiky pak významnou roli hraje i měnový kurz. Ex-post reálné úrokové sazby jsou prokazatelně kladné, respektive restriktivní.⁵ Pokud ale přihlídneme k jádrové inflaci, je nynější restrikce významně nižší, reálná sazba je ale stále výrazně výše oproti období 2014–22. Inflační výhled přitom neznačí výrazné zlepšení a v případě celkové inflace značí i mírnější restrikci. To odráží ex-ante reálná úroková sazba, která srovnává aktuální měnověpolitickou sazbu s inflací na měnověpolitickém horizontu – v tomto případě jeden rok dopředu. Touto optikou je nastavení repo sazby jen mírně restriktivní s reálnými sazbami dle různých metrik pod 1 %. Z historického hlediska je navíc evidentní, že ex-ante byla repo sazba málokdy kladná a mezi lety 2009 až 2019 pak téměř vůbec. V kontextu současné pouze mírné restrikce tak jde skutečně o jemné ladění měnové politiky ze strany ČNB a nedávné zvýšení sazeb o 25 bb z tohoto zjednodušeného pohledu k restrikci nezanedbatelně přispělo. K utaženějším měnovým podmínkám pomáhá i silná česká koruna, jež se podle našich odhadů pohybuje pod svojí rovnovážnou úrovní.

Ex-post reálné sazby indikují stabilní restrikci



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflační výhled zásadně netlačí na růst sazeb

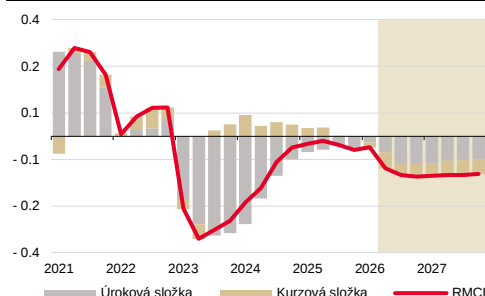


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Legenda značí metodu očistění inflace. NFP = nefinanční podniky. Vybrané hodnoty nejsou v grafu znázorněny.

Kombinaci úrokové složky a měnové složky reflektuje tzv. index reálných měnových podmínek (RMCI). V poměru 3:1 do něj vstupuje odchylka ex-ante reálné sazby a kurzu koruny od jejich odhadovaných rovnovážných úrovní. Květnová prognóza ČNB naznačovala pouze malou restrikci měnové politiky, do budoucna ale předikovala její zvýšení – prognóza tehdy zahrnovala dvojí zvýšení sazeb ČNB o 25 bb již v Q2. Náš inflační výhled v kombinaci s očekáváním stability sazeb ČNB rovněž implikuje rostoucí restrikci ve zbytku roku, postupně by ale měla slábnout složka kurzu vzhledem ke konvergenci kurzu koruny a její rovnovážné úrovni, tj. zmírnění odchylky kurzu koruny a rovnovážné úrovni.

⁵ Pro účely tohoto Boxu uvažujeme neutrální nominální úroveň měnověpolitické sazby ČNB na úrovni 3 %. S uvážením 2% inflačního cíle to znamená neutrální úroveň reálné sazby na 1 %. Neutrální sazba, která není pozorovatelnou veličinou, má nicméně tendenci být v čase proměnlivá.

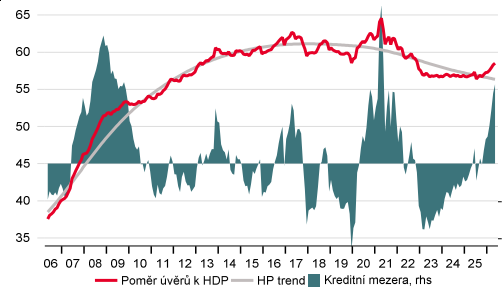
RMCI – květnová prognóza ČNB



Zdroj: ČNB, Zpráva o měnové politice (květen 2026)

Pozn.: Kladné hodnoty značí uvolněné měnové podmínky a naopak.

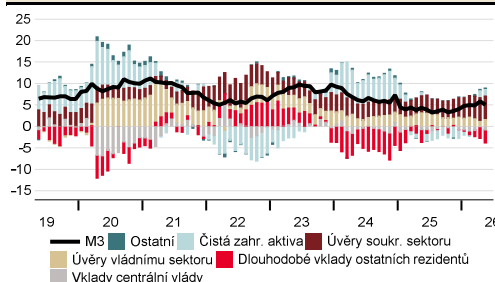
Kreditní cyklus značí silnou expanzi



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

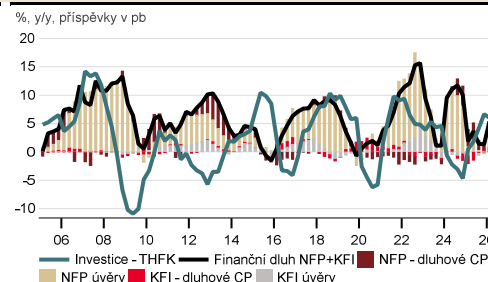
Kreditní trh je nicméně ve fázi silné expanze. Růst úvěrů soukromému sektoru od Q3 25 zrychluje napříč sektory. Letos v květnu dosáhl 9 % y/y a stav úvěrů soukromého sektoru vůči HDP potvrzuje silnou expanzi po stagnaci od roku 2023 a stejně tak i posilující bankovní kreditní impuls (viz *Bankovní sektor*). Pro nefinanční podniky navíc zvýšené úrokové sazby již nepředstavují významnou bariéru k financování, jak ukazuje poslední *Šetření úvěrových podmínek* (ČNB, červenec 2026).

Růst peněžní zásoby M3 zrychluje (% y/y, pb)



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Investiční cyklus a růst financování



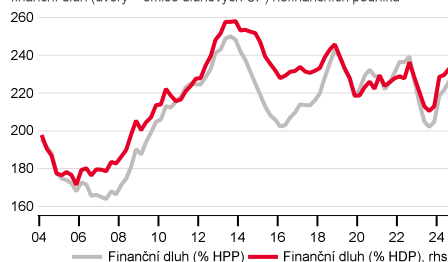
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: NFP = nefinanční podniky, KFI – kaptivní finanční instituce, THFK – tvorba hrubého fixního kapitálu

Navzdory zvýšeným krátkodobým i dlouhodobým sazbám znovu roste i zadlužení. Patrně to je u domácností, zatímco zadlužení nefinančních podniků (NFP) v poměru k HDP i hrubému provoznímu přebytku (HPP) i přes nárůst v Q1 26 zatím neodráží významné obnovení míry zadlužení. To zřejmě souvisí se zhoršenou ziskovostí domácích NFP, jejichž míra zisku po ostrém pádu v Q1 26 dosáhla 42,5 % – shodně s Q1 20 se jedná o nejnižší úroveň v historii časové řady od roku 1999. Pokles ziskovosti je přitom patrný od poloviny roku 2023. Míra zadlužení soukromého nefinančního sektoru ale stále zaostává za úrovní z roku 2019. Současný rychlý růst úvěrování lze vnímat v kontextu obnovování míry finanční páky anebo i zvyšující se penetrace bankovního sektoru – v mezinárodním srovnání je zadlužení českého soukromého nefinančního sektoru jedno z nejnižších v Evropě.

Finanční dluh NFP

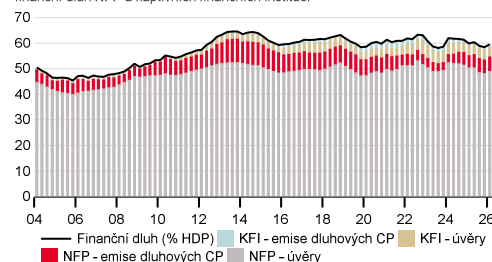
finanční dluh (úvěry + emise dluhových CP) nefinančních podniků



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zadlužení NFP a kaptivních finančních institucí

finanční dluh NFP a kaptivních finančních institucí



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Zahnutí kaptivních finančních institucí motivuje tento blog ČNB: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Trendy-v-zadluzenosti-nejen-nefinancnich-podniku/

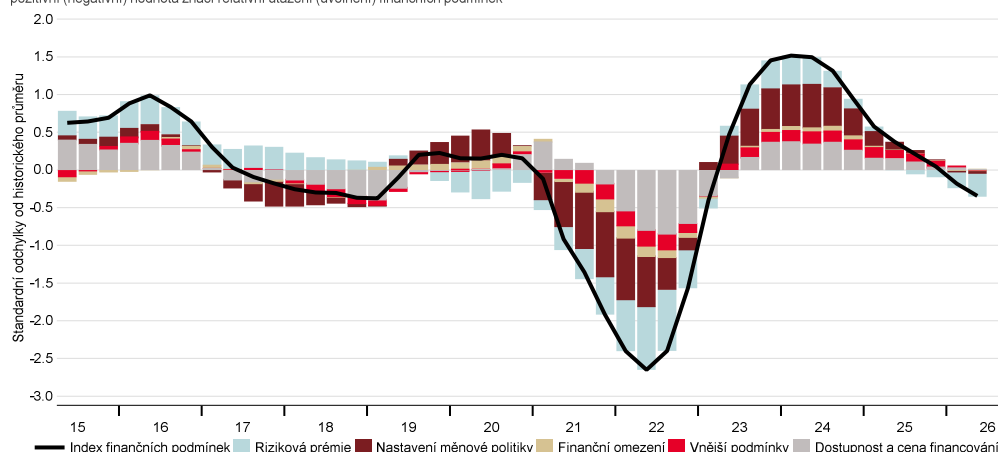
Index finančních podmínek

Metodická poznámka: Index finančních podmínek je odhadnut metodou PLS (*Partial Least Squares*), která z velkého množství finančních proměnných extrahuje společné faktory s nejsilnější vazbou (maximalizace kovariance) na zvolenou „target“ proměnnou. V tomto případě je „target“ proměnná meziroční růst závazků soukromého nefinančního sektoru (domácností a nefinančních podniků). Jednou výhodou oproti jiným běžným statistickým metodám (jako např. PCA) je lepší práce se silnou vzájemnou korelací finančních proměnných a zachycení změny ve finančním prostředí ve vztahu s „target“ proměnnou. Index finančních podmínek je navázán na růst závazků domácností a NFP a nutně tak nepředstavuje přesné měřítko míry uvolnění či utažení finančních podmínek. Extrahovaný indikátor ale lze do jisté míry interpretovat jako ukazatel relativního zpřísňování a uvolňování finančních podmínek. Komplexnější diskuze je k dispozici v originálním pracovním materiálu MME.

Financování ale neurčují jenom měnové podmínky, ale finanční podmínky obecně. Vedle měnověpolitických sazeb a kurzu koruny zohledňují také ocenění finančních aktiv, úvěrové přírůžky, standardy, podmínky a celkovou dostupnost financování. Poskytují tak komplexnější pohled na financování a lépe zachycují transmisní mechanismus mezi finančním sektorem a reálnou ekonomikou. Při konstrukci indexu finančních podmínek (IFP) replikujeme postup z pracovního materiálu Mezinárodního měnového fondu (MMF)⁶. Ve výběru proměnných se ale odchylujeme. Celkově zahrnujeme 43 proměnných, které dle metodiky MMF a uvážení členíme do pěti kategorií: *dostupnost a cena financování, vnější podmínky, finanční omezení, nastavení měnové politiky a riziková prémie*. S ohledem na stručnost se metodice, rozdělení a výběru proměnných dále nevěnujeme. IFP svědčí o uvolňování finančních podmínek s přispěním většiny faktorů, včetně nastavení měnové politiky a zejména pak rizikové prémie, která indikuje uvolněnější podmínky financování a větší ochotu přijímat rizika. To je typické pro expanzivní fázi finančního cyklu, míra nesplácených úvěrů ale přesto zůstává poblíž historických minim. IFP ukazuje významné uvolnění na začátku letošního roku. S nárůstem tržních úrokových sazeb, zvýšením kreditních spreadů a děním na finančních trzích však lze předpokládat dílčí utažení v Q2. To potvrzují finanční podmínky v USA, zatímco Bloomberg index finančních podmínek pro eurozónu překvapivě signalizuje dílčí uvolnění po březnovém nárůstu.

Indikátor finančních podmínek signalizuje významné uvolnění a větší ochotu přijímat rizika

pozitivní (negativní) hodnota značí relativní utažení (uvolnění) finančních podmínek

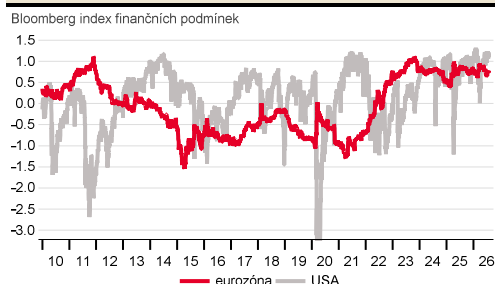


Zdroj: Vlastní výpočty, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

⁶ Giovanni Borraia, Raphael A Espinoza, Vincenzo Guzzo, Romain Lafarguette, Fuda Jiang, Vina Nguyen, Miguel A. Segoviano, and Philippe Wingender. "Financial Conditions in Europe: Dynamics, Drivers, and Macroeconomic Implications", IMF Working Papers 2023, 209 (2023), accessed 7/21/2026, <https://doi.org/10.5089/9798400254789.001>

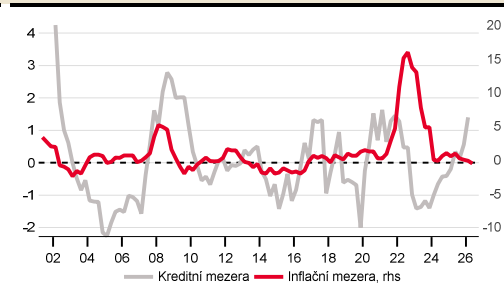
Na základě uvolnění finančních podmínek, zrychlujícího růstu úvěrování a zadlužení ale nelze s jistotou determinovat působení měnové politiky. Zmíněné faktory přesto představují riziko, že měnová restrikce není dostatečná pro zamezení excesivní finanční expanze, přestože celková i jádrová inflace se pohybují v tolerančním pásmu. Z tohoto pohledu je klíčový dopad finančního cyklu do inflace. Kreditní mezera – odchylka poměru úvěrů k HDP od dlouhodobého trendu – se často otevírá souběžně s inflační mezerou, resp. odchylkou od jejího 2% cíle. Její růst ale nyní nutně nemusí signalizovat nástup inflačních tlaků, ale spíše kulminaci či přehřívání finančního cyklu, což se může více odrážet v cenách aktiv (např. nemovitosti) nežli ve spotřebitelské inflaci.

Finanční podmínky v eurozóně a USA



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kreditní a inflační mezery současně divergují



Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Akcelerace finančního cyklu, uvolnění finančních podmínek a inflace cen aktiv sice nutně neznamenají nedostatečnou restrikci měnové politiky, představují ale potenciálně proinflační impuls. Pokračování zmíněných trendů tak může v důsledku znamenat nedostatečnou restrikci. Finanční cyklus bývá oproti hospodářskému cyklu setrvačnější a zpožděný, kombinace zmíněných faktorů tak může přetrvávat i v prostředí inflace poblíž cíle a stabilizující se ekonomiky, resp. uzavírající se mezery výstupu. Otázkou ale zůstává, do jaké míry se potenciálně excesivní růst financování a uvolnění finančních podmínek odrazí v inflačním výhledu. Naše prognóza počítá se zpomalením kreditního impulsu úvěrů domácností, růstu cen nemovitostí a dílčím utižením finančních podmínek skrze nárůst tržních úrokových sazeb s delší splatností. Současný vývoj by nicméně měl vnášet skepsi ohledně adekvátního nastavení měnové politiky a samotná skutečnost, že úrokové sazby jsou vyšší než inflace, není jistotou, že nastavení měnové politiky je obzvláště „jestřábí“ či adekvátní. Zmíněné faktory zároveň ukazují, že původní diskuse ohledně snižování úrokových sazeb na začátku roku nebyly zcela opodstatněné, a že samotný domácí vývoj stále vyznívá ve prospěch možného dalšího zvyšování sazeb nežli jejich snížení.

Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 569
kevin_tran@kb.cz

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP	reálný, %	0,2	1,1	2,7	2,1	2,6	2,6	2,4	2,2
Inflace	průměr období, %	10,8	2,4	2,5	2,1	2,6	1,8	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-0,1	1,7	0,7	-0,6	0,0	0,6	0,9	1,0
3M PRIBOR	průměr, %	7,1	5,0	3,6	3,7	3,9	3,4	3,1	3,1
CZK/EUR	průměr	24,0	25,1	24,7	24,3	23,9	23,6	23,4	23,4
CZK/USD	průměr	22,2	23,2	21,9	21,3	21,1	20,5	20,4	20,4

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		28-07-2026	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27
CZK/EUR	konec období	24,2	24,30	24,20	24,10	24,00	23,85
USD/EUR	konec období	1,14	1,12	1,11	1,11	1,13	1,14
CZK/USD	konec období	21,2	21,70	21,80	21,70	21,20	20,90
3M PRIBOR	konec období, %	3,9	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
10Y IRS	konec období, %	4,6	4,40	4,45	4,55	4,55	4,60

Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Economic Research

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		X-25	XI-25	XII-25	I-26	II-26	III-26	IV-26	V-26	VI-26
Inflace (CPI)	%, y/y	2,5	2,1	2,1	1,6	1,4	1,9	2,5	2,1	1,5
Inflace (CPI)	%, m/m	0,5	-0,3	-0,3	0,9	-0,1	0,6	0,5	0,1	-0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-1,2	-1,3	-2,1	-3,0	-2,9	-1,1	1,0	1,5	1,3
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,1	0,3	-0,2	-0,7	0,1	1,5	1,4	-0,1	-0,4
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,6	4,6	4,8	5,1	5,2	5,0	4,9	4,8	4,8
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	1,8	-0,1	7,9	-0,5	1,0	3,9	1,5	-1,0	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	-0,7	-1,7	4,5	-3,9	-0,5	2,3	1,4	-0,1	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	7,1	5,2	5,3	-1,5	4,1	6,4	7,7	4,4	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	22,1	11,2	14,2	18,6	21,4	29,7	8,2	9,9	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	13,6	-4,7	4,8	33,2	25,6	11,8	1,2	-38,3	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	39,8	-15,0	1,8	43,2	9,1	14,1	24,7	-12,0	n.a.
M2	%, y/y	2,8	3,3	3,8	4,5	4,8	4,8	6,0	5,1	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-183,1	-232,5	-290,7	32,4	-16,9	-27,6	-106,1	-170,3	-183,6
3M PRIBOR	%, průměr	3,53	3,55	3,54	3,50	3,48	3,55	3,57	3,56	3,69
CZK/EUR	průměr	24,3	24,2	24,3	24,3	24,3	24,4	24,4	24,3	24,2
CZK/USD	průměr	20,9	21,0	20,7	20,7	20,5	21,1	20,9	20,8	21,0

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF, MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případech, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz



Ekonomové
Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Kevin Tran Nguyen
(420) 222 008 569
kevin_tran@kb.cz



Finanční trhy
Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz



Akciový analytik
Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Wei Yao
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com



Spojené státy
Jan Groen
(1) 212 278 4228
johannes.groen@sgcib.com



Eurozóna
Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Německo/ECB
Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Francie/ESG
Fabien Bossy
(33) 1 5898 2873
fabien.bossy@sgcib.com



Velká Británie
Sam Cartwright
(44) 20 7762 4506
sam.cartwright@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com



Japonsko
Jin Kenzaki
(81) 3 6777 8032
jin.kenzaki@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



Kokou Agbo Bloua
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



Vedoucí FIC a komoditního výzkumu
Dr Mike Haigh
(44) 20 7762 4694
michael.haigh@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Ninon Bachet
(33) 1 58 98 30 26
ninon.bachet@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Stephen Spratt
(852) 2166 4108
stephen.spratt@sgcib.com



Mathias Kpade
(33) 157294393
mathias.kpade@socgen.com



Anamika Misra
(91) 8067310385
anamika.misra@sgcib.com



Vedoucí strategie pro měnové kurzy
Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



Měnové deriváty
Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com



Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Gergely Urmossy
(44) 20 7762 4815
gergely.urmossy@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Galvin Chia
(852) 2166 4791
galvin.chia@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



Juan Orts
(44) 20 7676 8210
juan.orts@sgcib.com