

Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické **výhledy**

## Ekonomika zařazuje vyšší rychlost



©gettyimages

■ **Ekonomika překonává očekávání a dál svižně poroste** Dosavadní odolnost ekonomiky spolu s působením silného fiskálního stimulu doma i v Německu podle nás přispějí k rychlému růstu HDP v letošním i příštím roce o 2,7 %. Zároveň s tím očekáváme, že ekonomický růst bude plošný a podpořený domácí i zahraniční poptávkou.

■ **Inflace letos klesne pod 2 %, v příštím roce ale opět vzroste nad cíl centrální banky** Důvodem letošního poklesu budou zejména výrazně nižší ceny energií. Postupně se ovšem v cenovém vývoji začne nepříznivě projevovat silná fiskální expanze v kombinaci s oživující ekonomikou. Po letošních 1,6 % tak podle nás průměrná inflace v příštím roce vzroste na 2,3 %. Jádrová inflace v obou letech zůstane nad dvouprocentním cílem ČNB.

■ **Česká národní banka v důsledku proinflačního působení fiskální politiky letos sazby snižovat nebude** K argumentu očekávané fiskální expanze se nyní navíc přidává i nečekaně silná ekonomika. S ohledem na změnu komunikace ČNB ale snížení úrokových sazeb v letošním roce vyloučit nelze. Pokud by se tak stalo, tak podle nás nejspíše na jaře.

■ **Návrat vzestupného trendu tržních sazeb** Sázky finančních trhů na uvolnění domácí měnové politiky dočasně přibrzdí korunové tržní úrokové sazby v cestě vzhůru. K obnovení jejich vzestupného trendu ve zbytku roku přispěje zejména přehodnocení tržního očekávání ohledně ČNB a uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí.

■ **Koruna letos k euru mírně posílí** Měkčí rétorika centrální banky a pokles celkové inflace pod 2% cíl může korunu krátkodobě držet pod depreciačním tlakem. Následně však bude s podporou rozšíření úrokového diferenciálu a pokračujícího silného růstu domácí ekonomiky lehce zpevňovat.



**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



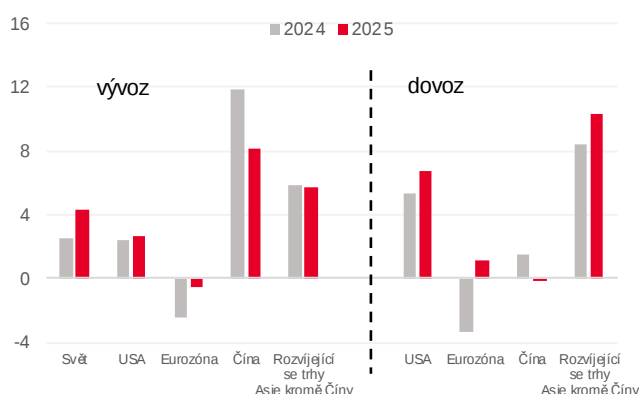
**Jan Vejmelek**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

## Fiskál rostoucí ekonomiku dále podpoří

Již v podzimním vydání *Ekonomických výhledů*, které jsme publikovali pod názvem *Nová éra fiskální dominance*, jsme počítali s výrazným fiskálním stimulem ze strany nově nastupující vlády. A tento scénář se, alespoň dle dosavadní vládní komunikace, naplní. Co jsme úplně nedocenili, to bylo postupné a ve druhé polovině roku zrychlující tempo růstu české ekonomiky, kdy růstová dynamika tehdy přesahovala přes tři procenta mezičtvrtletně anualizovaně. Vláda navíc ve světle předvolebních slibů připravuje pro letošek významný fiskální stimul a na straně centrální banky je jasně patrná změna rétoriky od silně proinflačního působení řady faktorů včetně fiskální politiky v průběhu loňského roku, přes posun k neutrálnímu hodnocení bilance rizik na prosincovém zasedání ČNB, až k mírně holubičímu, jak na počátku roku naznačilo veřejné vystoupení guvernéra A. Michla. Ten v rozhovoru pro CNN Prima News<sup>1</sup> pro letošek připustil i scénář případného snížení úrokových sazeb.

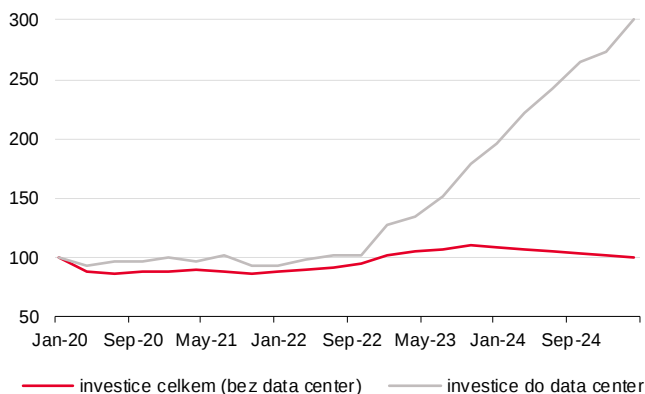
**Ve světle loňského vyostření mezinárodních obchodních vztahů v souvislosti s celní politikou amerického prezidenta D. Trumpa překvapila odolnost světové ekonomiky.** Samozřejmě, že zavedení výrazně vyšších cel na dovozy do Spojených států mělo své dopady v podobě vyšší americké inflace a nižších ziskových marží firem exportujících do USA. Ekonomická realita ale nakonec odolala politické ideologii. Původní Trumpův oznámený záměr zvýšit cla na cca 30 % se totiž nezhmotnil, i když průměrná celní sazba na veškeré dovozy ve výši cca 13 % ke konci loňského roku je pořád o více než 10 pb vyšší, než kolik činila na konci roku 2024. Na řadu produktů se navíc zvýšená celní sazba nevztahuje a například Čína, jako země nejvíce postižená cly, byla schopna přesměrovat své exporty na jiná teritoria (včetně Evropy). **V hospodářském růstu (nejenom) americké ekonomiky byl negativní dopad celních válek do značné míry kompenzován boomem kolem umělé inteligence (AI) a s tím spojenou silnou investiční aktivitou.** Závěr roku pak přinesl i první povzbudivé signály z německého průmyslu, kde by se konečně měl začít pozitivně odrážet dlouho očekávaný fiskální stimul. I do nového roku ale vstoupil Donald Trump razantně. Geopolitická nejistota a s tím spojené riziko dalšího překreslování mezinárodně-obchodních vztahů zůstává vysoké.

Dynamiky mezinárodního obchodu (% , y/y, reálně)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, CPB  
Pozn.: 2025 zachycuje období leden až říjen.

Investice do nebytových projektů v USA (reálně, Q1 20 = 100)



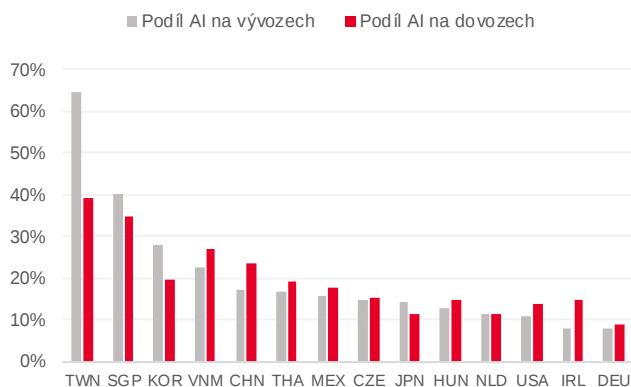
Zdroj: BEA, 11am.cz, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Sílu zahraniční poptávky ve druhé polovině loňského roku pocítily i české vývozy, a to zejména v oblasti služeb.** Významný vliv měly vývozy ICT služeb. Pokud jde o výše zmíněnou roli aktivit souvisejících s AI z domácího pohledu, tak se na globální úrovni neztrácí ani

<sup>1</sup> <https://www.ceskenoviny.cz/zpravy/michl-cnb-se-bude-snazit-drzet-urokove-sazby-nad-ocekavanou-inflaci-dve-pct/2767338>

tuzemští producenti či poskytovatelé služeb. A v neposlední řadě mohou na vývozní straně svou roli sehrávat i stále se zvyšující vojenské výdaje a úspěšní čeští zbrojaři.

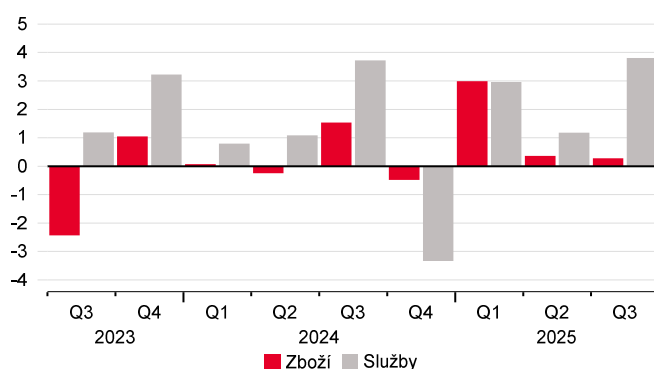
#### Obchod s hardwarem a službami v oblasti umělé inteligence (v % z celkového vývozu/dovozu, 2024)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, UN Comtrade, CEIC

Pozn. Jedná se o státy s největším podílem na světě (řazeno sestupně) ze zemí, které poskytují detailní vysokofrekvenční data o svém obchodě.

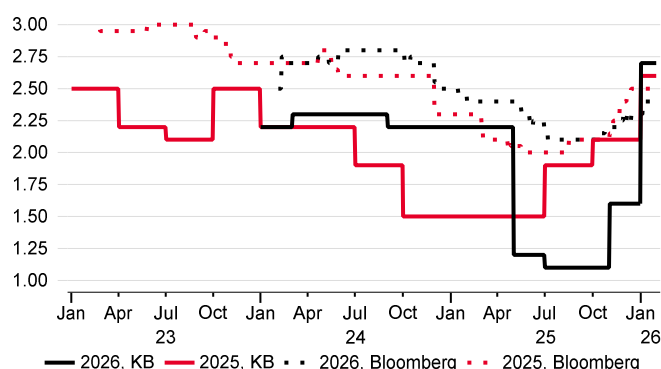
#### Vyšší reálné vývozy v Q3 25 táhly zejména služby, mírně ovšem mezičtvrtletně vzrostl i export zboží (SA, %, q/q)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

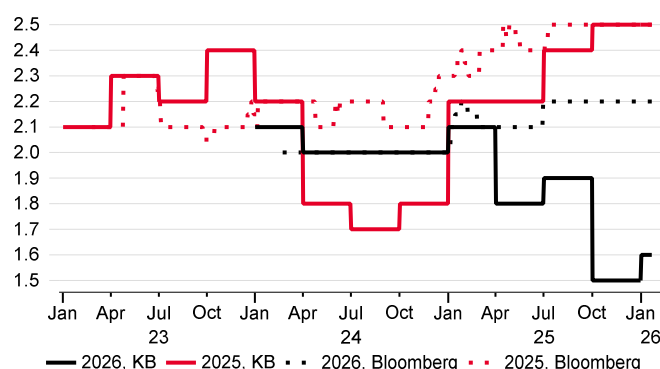
**Spotřeba českých domácností se v závěru loňského roku nejspíše dostala nad předpandemickou úroveň konce roku 2019.** Důvodem byl zejména pokračující silný růst reálných mezd. I tady byla podle nás překonána hodnota dosažená před covidem. Ve srovnání s naší říjnovou prognózou se tak stalo o téměř půl roku dříve, než jsme předpokládali. Výrazný nárůst spotřebitelské důvěry v závěrečných měsících loňského roku je v kombinaci s přetrvávající vysokou mírou úspor příslibem, že spotřeba domácností bude hlavním tahounem české ekonomiky i v průběhu letošního roku. V souvislosti s oživením průmyslové produkce pak očekáváme, že se zvýší i investiční apetit tuzemských firem. Celkově jsme tak prognózu letošního růstu domácí ekonomiky znatelně zlepšili, a to na 2,7 % z původních 1,6 %. Ve srovnání s tržním konsensem jsme nyní nepatrně optimističtější.

#### 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

**Inflace se letos bude v průměru nacházet znatelně pod dvouprocentním cílem.** V průměru ji očekáváme na 1,6 %, tedy pouze nepatrně výše ve srovnání s říjnovou prognózou. Naplnil se náš předpoklad, že vláda přenese platby na obnovitelné zdroje (POZE) v rámci regulované složky ceny elektřiny z domácností a firem na stát. Jádrová inflace ovšem zůstane zvýšená, v průměru na 2,3 %. Ke dvouprocentnímu cíli se sice v letních měsících přiblíží, již ve druhé polovině roku se ale obáváme jejího zrychlování v souvislosti s robustní domácí poptávkou,

kteřou bude stimulovat i expanzivní fiskální politika. Otázkou je, co v této konstelaci – ve světle výše zmíněné změny rétoriky guvernéra Michla – učiní centrální banka.

**Centrální banka podle naší prognózy nastavení úrokových sazeb v letošním roce měnit nebude.** Převedení plateb na POZE je administrativní krok, který se v meziroční cenové dynamice udrží pouze letošní rok, měnová politika by již ale měla cílovat na rok 2027, kdy se dá očekávat proinflační působení domácí poptávky. Zejména fiskální politika a deficitní hospodaření předchozí vlády bylo ze strany centrální banky v posledních letech jednoznačně kritizováno. Současně během energetické krize guvernér zastával postoj, že na výkyvy cen energií by centrální banka změnou nastavení úrokových sazeb reagovat neměla, jinými slovy by se na ně měla vztahovat výjimka z plnění inflačního cíle. Vnímáme ale nemalé riziko, že centrální bankéři nakonec ke snížení úrokových sazeb v průběhu letošního prvního pololetí přistoupí, když budou čelit celkové meziroční inflaci kolem 1,5 %.

Přeji Vám příjemné čtení zimního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

## Obsah

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| Vnější prostředí a předpoklady prognózy..... | 6  |
| Makroekonomická prognóza.....                | 11 |
| Měnová politika .....                        | 18 |
| Fiskální politika .....                      | 21 |
| Tabulka prognózy.....                        | 24 |
| Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy ..... | 25 |
| Korunový devizový trh.....                   | 30 |
| Bankovní sektor .....                        | 33 |
| Klíčové ekonomické ukazatele.....            | 38 |
| Upozornění.....                              | 39 |

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz

### Ekonomika USA i eurozóny zůstává odolná

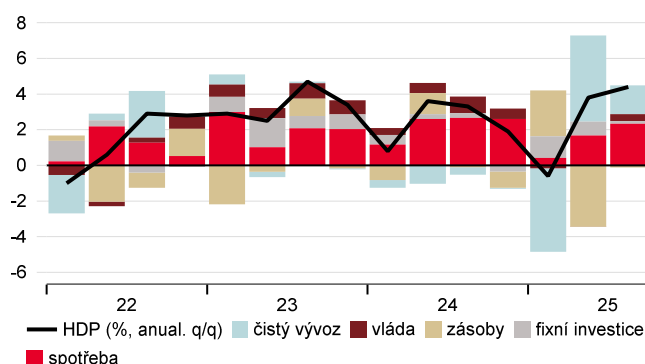
Letošnímu prvnímu čtvrtletí bude zřejmě dominovat geopolitika a nejistota kolem cel v mezinárodním obchodě. Ve Spojených státech bude důležitým makro tématem trh práce. Ten ochlazuje a bude hlavním důvodem, proč americká centrální banka bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat. Terminální úroveň klíčové sazby očekáváme na 3,00-3,25 %. Hospodářský růst v důsledku negativních dopadů cel na ziskové marže, ochlazujícího trhu práce a pomalejšího tempa růstu mezd v letošním roce zpomalí. Recesi ale nečekáme. Ekonomiku eurozóny podpoří uvolněnější fiskální politika a rychlejší tempo růstu spotřeby domácností. Ta by měla těžit z naakumulovaných úspor, relativně vysokých reálných disponibilních příjmů i nízké nezaměstnanosti. Inflace v eurozóně v letošním roce zpomalí pod dvě procenta. Ve střednědobém horizontu však podle naší prognózy budou inflační tlaky opět silnit, a tak dalším krokem ze strany ECB bude zvýšení sazeb v závěru letošního roku. Oproti tomu polská i maďarská centrální banka budou měnové podmínky nadále uvolňovat.

### USA: prostor pro další snižování sazeb je limitovaný

Ekonomika Spojených států zůstává odolná.

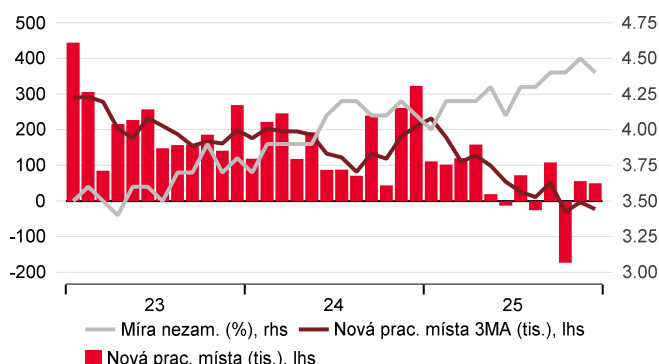
Data přicházející ze Spojených států doposud potvrzovala relativní odolnost tamní ekonomiky. Ve třetím čtvrtletí dosáhl růst HDP 4,4 % mezikvartálně anualizovaně, po 3,8 % ve druhém čtvrtletí loňského roku, přičemž závěrečné čtvrtletí podle dostupných dat zatím žádný výrazný zlom nenaznačuje. Naopak maloobchodní tržby v kontrolní skupině důležité pro výpočet HDP přinesly za říjen i listopad silné výsledky (0,8 % a 0,4 % m/m). Obavy stále vzbuzuje vývoj na trhu práce, kde tvorba nových pracovních míst od června výrazně zaostávala za tržním očekáváním. Míra nezaměstnanosti v listopadu vzrostla na 4,5 %, přičemž v prosinci mírně zkorigovala na 4,4 %. I tak se ale nachází nad odhadem dlouhodobé nezaměstnanosti Fedu (4,2 %). Ten na chladnoucí trh práce v loňském roce reagoval snížením úrokových sazeb v úhrnu o 75 bb. Klíčová úroková sazba se tak dostala na úroveň 3,50-3,75 %.

USA: Ekonomika se zatím drží v relativně dobré kondici



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce ale ochlazuje



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace zůstává na zvýšených úrovních.

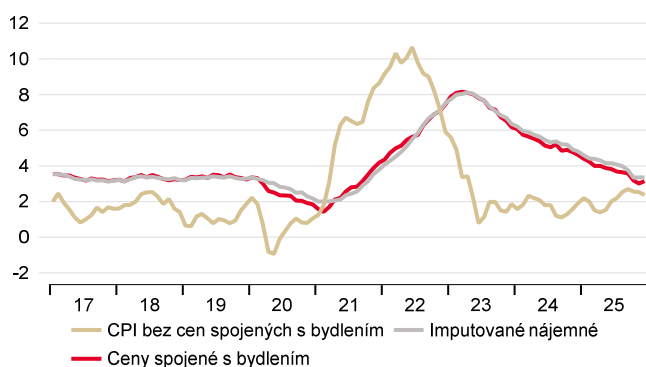
I v letošním roce bude Fed podle našeho odhadu s uvolňováním měnové politiky pokračovat. Prostor pro další „cuty“ je však limitovaný. Prosincová inflace stagnovala na 2,7 % y/y. Její jádrová složka zpomalila na 2,6 % díky nižším cenám nájemného, které tvoří 35 % spotřebního koše. Tempo růstu cen zboží však v důsledku zaváděných cel zůstává zvýšené, což bude minimálně v průběhu prvního pololetí letošního roku pokračovat. Problematický je i Fedem preferovaný inflační indikátor PCE (deflátor soukromé spotřeby), ve kterém má nájemné výrazně nižší váhu (17 %), než je tomu v případě spotřebitelské inflace. Tempo růstu cen služeb (mimo bydlení), které představují hlavní část tohoto indikátoru, je stále

vysoké, což bude tento indikátor držet spíše poblíž 3 % y/y, než že by se vracel k 2% cíli Fedu.

Fed sníží sazby v březnu a červnu.

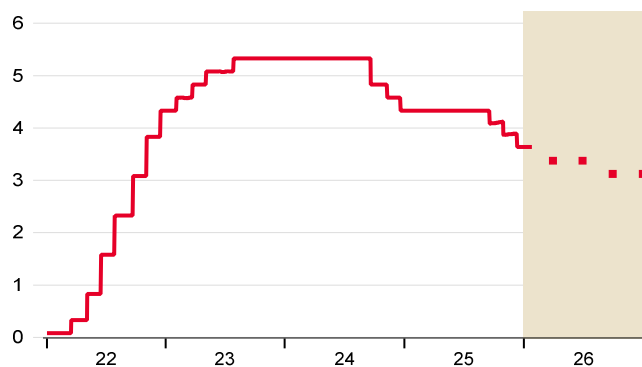
**V krátkém horizontu předpokládáme, že obavy o vývoj na trhu práce převáží a Fed v březnu a červnu sníží úrokové sazby o 25 bb.** Tím by se klíčová sazba dostala na 3,00-3,25 %. Riziko se vzhledem k vysoké inflaci ve službách nicméně vychyluje směrem k pouze jednomu „cutu“. Ve zbytku roku předpokládáme, že centrální banka nebude chtít uvolňovat měnové podmínky i z důvodu reputačního rizika, aby po nástupu nového guvernéra jmenovaného Donaldem Trumpem (s mandátem od května) nebyla obviňována ze ztráty nezávislosti. O to se bude zasazovat i stávající předseda Fedu J. Powell, který podle našeho názoru zůstane řadovým členem FOMC až do konce roku 2028.

USA: Inflace zůstává zvýšená (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj sazeb Fedu (% , efektivní sazba)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nejvyšší soud rozhodne, zda Donald Trump může k zavádění cel využívat zákon IEEPA.

**I letošnímu roku bude kromě ekonomických událostí vládnout geopolitika.** Tu hned v lednu rozvířil prezident Spojených států Donald Trump zajetím venezuelského prezidenta, snahou svrhnout režim na Kubě či plánem převzít Grónsko. Ten byl navíc spojen s hrozbou uvalení dalších cel na vybrané evropské země. Finanční trhy ministerstvo spravedlnosti nepotěšilo ani hrozbou trestního stíhání šéfa americké centrální banky. Investoři nyní netrpělivě očekávají rozhodnutí amerického nejvyššího soudu, který rozhodne, zda Donald Trump může i nadále využívat zákon IEEPA k rychlému a prakticky neomezenému uvalování cel s odkazem na stav národní nouze. Pokud soud rozhodne v jeho neprospěch, neznamená to ale konec cel samotných. Donald Trump totiž může sáhnout k alternativním nástrojům, i když žádný nenabízí tak široké a okamžité pravomoci jako IEEPA. Jedna možnost spočívá v rychlém, téměř bezprocedurálním zvýšení cel na vybrané země či produkty – tento mechanismus však naráží na vysoké právní riziko. Další varianta staví na dlouhých a pečlivých vyšetřováních, jejichž cílem je prokázat neférové obchodní praktiky partnerů. Tato cesta je právně pevnější, ale pomalejší. V neposlední řadě existuje i nástroj, který umožňuje zavádět cla pod záminkou ochrany národní bezpečnosti, přičemž definice „bezpečnosti“ bývá v praxi velmi široká a zasahuje celé sektory. V každém případě cla zůstanou jakožto nástroj moci stále ve hře. Zároveň pro naši prognózu ekonomického růstu v eurozóně představují hlavní riziko.

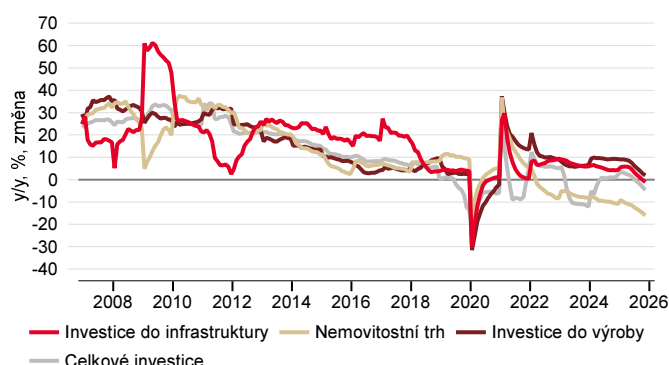
## Čína: růstový cíl může být do budoucna nižší

Vývozy rostou, domácí poptávka je slabá.

**Čínský zahraniční obchod zůstává překvapivě odolný.** Jeho přebytek v loňském roce dosáhl rekordních 1,2 bilionů USD (6,1 % HDP po 5,3 % v roce 2024). Zatímco přebytek s USA poklesl, vývozy do ASEAN a EU díky vývozům elektroniky, strojů a dopravních prostředků výrazně rostly. Vývoj exportů tak kontrastuje s vývojem domácí poptávky, která zůstává slabá. Pozitivní vliv vládní podpory na spotřebu domácností vprchává, zatímco propad na nemovitostním trhu pokračuje. Navzdory dodatečným stimulům se zatím

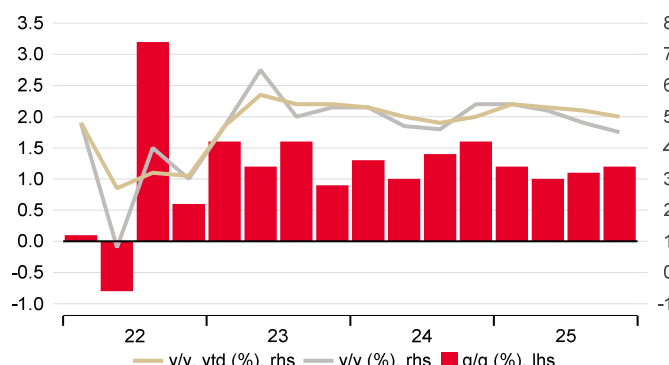
nenastartovaly ani investice. Inflace sice v závěru loňského roku stoupla, bylo to ale dáno pouze vývojem cen potravin, přičemž oživení cen průmyslových výrobců zůstává utlumené.

Čínské investice vážnou



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst čínského HDP (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Místo na kvantitu se Čína bude soustředit na kvalitu.

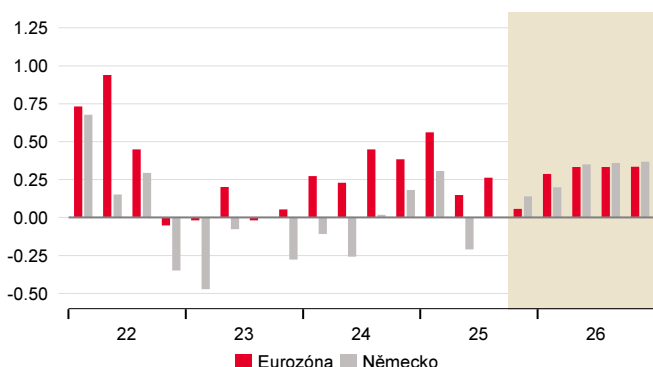
**Měnová i fiskální politika bude ve srovnání s loňským rokem pravděpodobně umírněnější.** Pro letošní rok očekáváme, že deficit veřejných financí vzroste o 0,5 pb HDP, přičemž centrální banka sníží úrokové sazby o 20 bb. Důraz bude kladen na oživení nemovitostního trhu, kde očekáváme další stimuly. Zároveň nový pětiletý hospodářský plán přinesl některá překvapení. Silný důraz je nyní kladen na kvalitu hospodářského růstu nikoli kvantitu. To může znamenat, že Čína bude v letech 2026–30 cílovat nižší růst, pravděpodobně kolem 4,5–5,0 %.

## Eurozóna: úrokové sazby zůstanou po většinu roku stabilní

HDP poroste nad potenciálem.

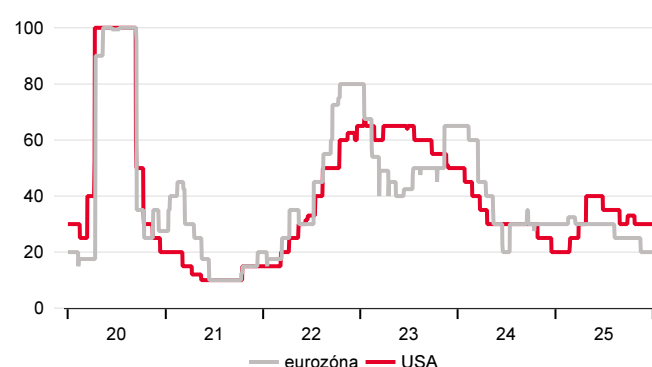
**Ekonomický růst v eurozóně byl v loňském roce v důsledku obchodních válek, slabých indikátorů důvěry a pomalé implementace německého fiskálního balíčku přibrzděný.** Od jara letošního roku by však měl díky pozitivním dopadům fiskálního stimulu, oživení spotřeby domácností a stabilizace na trhu nemovitostí silnit. Pro letošní rok tak náš odhad růstu HDP počítá s 1,0 % a s 1,1 % v letech 2027–30.

Tempo růstu HDP v eurozóně a Německu (% , q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Pravděpodobnost recese v ročním horizontu – Bloomberg consensus (%)



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

Strukturální problémy přetrvávají.

**I tak ale bude eurozóna nadále čelit výrazným strukturálním problémům.** Produktivita zůstává nízká a výrazně zaostává za Spojenými státy. Nízké jsou i investice do digitálních technologií (2,3 % HDP v eurozóně vs 4 % HDP v USA) i investice do výzkumu a vývoje

(1,5 % HDP v eurozóně vs 2,8 % v USA). Možnosti ekonomického růstu brzdí i vysoké ceny energií, fragmentovaný kapitálový trh, stárnoucí populace i rigidní trh práce. Výrazným rizikem zůstávají obchodní války a geopolitika.

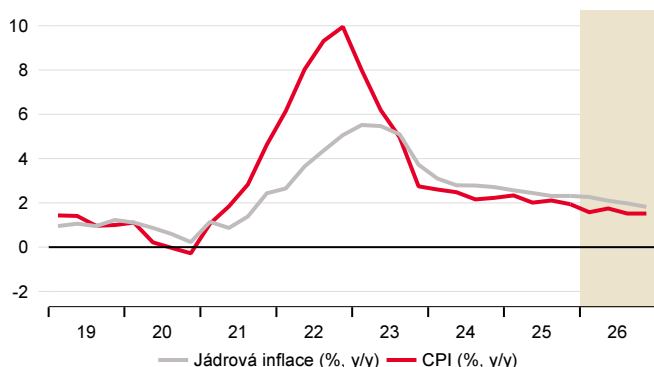
Inflace zpomalí až na průměrných 1,7 % v letošním roce.

**Inflace v eurozóně zpomalila z 2,1 % y/y v listopadu na 2,0 % v prosinci.** Zvolnila i její jádrová složka, a to na 2,3 % y/y. Pro další vývoj inflace budou klíčové každoroční změny vah ve spotřebním koši, implementace fiskálních opatření a lednové přecenění zboží a služeb. Ovlivní ji i nedávné posílení eura vůči americkému dolaru, námi očekávaný pokles cen ropy na 52 USD/barel v průběhu letošního roku a ve srovnání s tím loňským i pomalejší mzdový růst. Ten by měl zvolnit z 3,3 % y/y na letošních 2,7 % y/y s tím, že riziko je vzhledem k obchodním válkám a silné konkurenci ze strany Číny vychýleno ve směru ještě pomalejšího tempa. V letošním roce tak inflaci očekáváme v průměru na 1,7 %, její jádrovou složku na 2 %.

Dalším krokem ze strany ECB bude zvýšení úrokových sazeb.

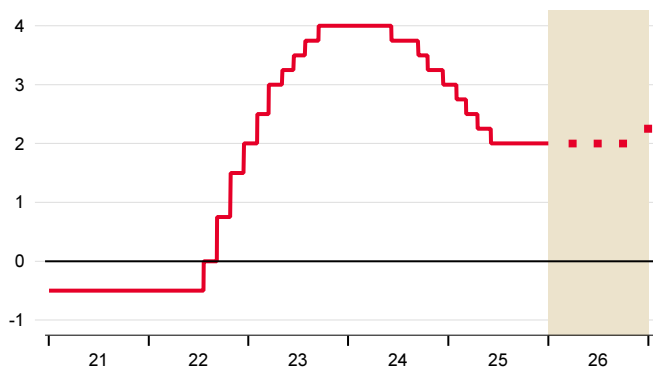
**Ve střednědobém horizontu však budou inflační tlaky podle našeho názoru silnit.** Podílet se na tom bude negativní demografický vývoj, který se bude odrážet v utáženém trhu práce a tlaku na růst mezd, dále uvolněná fiskální politika a v neposlední řadě dopady klimatické politiky (včetně zavádění ETS2 v roce 2028). To vše by pak mělo vyústit v první zvýšení úrokových sazeb, které očekáváme v závěru letošního roku. Další takovýto krok by měl následovat v první polovině roku 2027 s tím, že úrokové sazby poté zůstanou po delší období beze změny (depozitní sazba na 2,5 %).

Inflace v eurozóně dočasně zpomalí pod cíl ECB



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB na konci roku zvýší úrokové sazby (depo sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Německý fiskální balíček nese své plody.

**Data přicházející z německé ekonomiky naznačují, že tamní fiskální balíček začíná nést své první plody.** Tovární objednávky v listopadu díky objednávkám dopravních prostředků (především letadel, lodí, vlaků a vojenských vozidel) překvapily výrazným meziměsíčním nárůstem (5,6 % m/m). Rychlým tempem rostla již tři měsíce v řadě i průmyslová výroba, přičemž oživení by mělo pokračovat i v letošním roce. Po loňských 0,2 % tak letos očekáváme růst HDP o 0,8 %, v příštím roce pak o 1,3 %. Zároveň však implementace fiskálního balíčku povede i k výraznému prohloubení deficitu státního rozpočtu. Ten tak podle našeho odhadu stoupne v letošním roce na 4,3 % HDP, přičemž vysoký zůstane i v letech 2027-2029.

## Středoevropský region: sazby půjdou ještě dolů

Polská centrální banka sníží sazby na březnovém a dubnovém zasedání.

**Polská centrální banka ponechala v lednu úrokové sazby beze změny na 4 %.** Vzhledem k tomu, že nová inflační data nebudou před jejím únorovým zasedání k dispozici, předpokládáme stabilitu úrokových sazeb i během únorového jednání. Další uvolnění měnových podmínek tak očekáváme až v březnu a dubnu, čímž by klíčová úroková sazba měla dosáhnout své neutrální úrovně na 3,50 %. Rizika se však vzhledem k očekávanému zpomalení inflace vychylují ve směru ještě nižších sazeb. Kurz polského zlotého vidíme v první

polovině letošního roku na mírně slabších úrovních (4,25 PLN/EUR), v jeho druhé půlce by však měl podle našeho odhadu zpevnit na 4,20 PLN/EUR.

Maďarská centrální banka přistoupí k uvolnění měnových podmínek v únoru a březnu.

**Inflace v Maďarsku výrazně ubrala na tempu.** Zatímco v listopadu se ještě nacházela na úrovni 3,8 % y/y, v prosinci to bylo již jen 3,3 % y/y. Problémem stále zůstává oblast služeb, kde růst cen v prosinci překvapil meziměsíčním tempem růstu o 0,8 %. Z hlediska dalšího nastavení měnových podmínek bude klíčová lednová inflace. Ta by měla podle našeho odhadu poklesnout na 2,1 %, tedy výrazně pod 3% cíl centrální banky. Předpokládáme tak, že i navzdory zvýšené inflaci ve službách centrální banka přistoupí v únoru a březnu k 25bodovému snížení úrokových sazeb ze stávajících 6,5 % na rovných 6 %. Ostře sledováno bude v letošním prvním pololetí i maďarské politické dění, neboť na 12. dubna byl stanoven termín parlamentních voleb. Stávající průzkumy naznačují těsné vítězství opoziční strany Tisza. To by mohlo vést k částečnému uvolnění peněz z EU fondů, které jsou nyní blokovány. Zároveň pokud ale pokud bude mít strana v parlamentu pouze prostou většinu, což se nyní jeví jako pravděpodobné, bude implementace jejího vládního programu velmi obtížná. Kurz maďarského forintu tak v průběhu roku bude směřovat spíše k úrovni okolo 400 HUF/EUR.

# Makroekonomická prognóza



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

## Hlavní změny

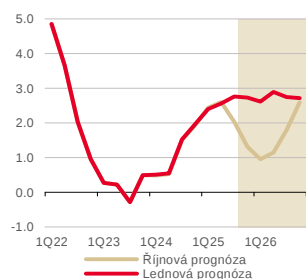
### HDP:

Překvapivě dobré výsledky druhého loňského pololetí a silné růstové momentum ekonomiky nás vedly k výraznému vylepšení prognózy letošního růstu HDP z 1,6 % na 2,7 %. Na této úrovni se pak jeho dynamika podle nás udrží i v roce 2027, když k tomu přispěje rovněž očekávaný silný fiskální stimul.

### Inflace:

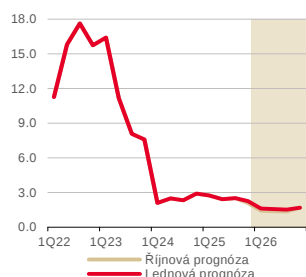
Odhad letošní inflace jsme změnili jen nepatrně (z 1,5 % na 1,6 %), když stejně jako v minulé prognóze počítáme s efektem převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát. Oživující ekonomika a expanzivní fiskální politika ale podle nás inflaci v roce 2027 opět vrátí nad dvouprocentní cíl centrální banky.

## Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Změna v prognóze inflace (% , y/y)

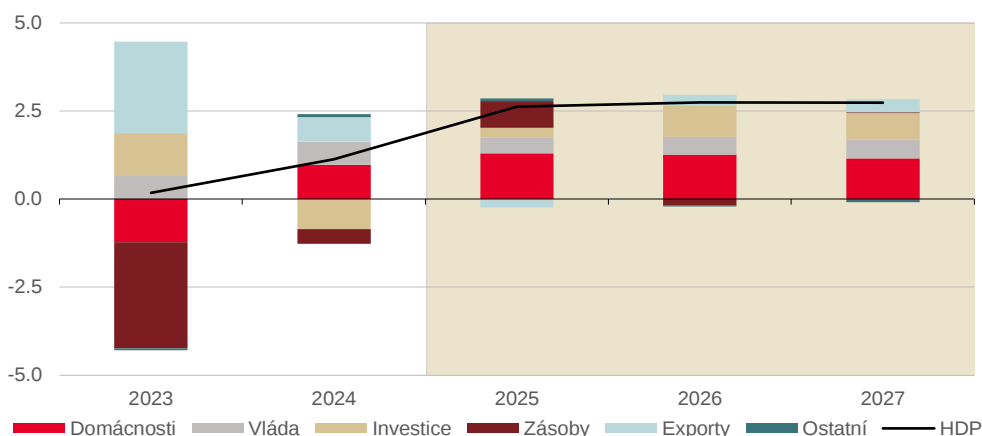


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## České ekonomice svítá na lepší časy

Dosavadní výsledky tuzemské ekonomiky byly nad očekávání dobré a potvrdily její odolnost vůči nepříznivým zahraničním vlivům. Domácí průmysl svým výkonem překonává zahraniční konkurenci a nevykazuje významné dopady amerických cel. K odolnosti ekonomiky zřejmě přispívají také nově vznikající odvětví. To se nejspíše promítá i ve struktuře vývozu, který byl v posledních čtvrtletích tažen službami. S oživující evropskou ekonomikou podpořenou silným fiskálním stimulem v Německu by se měl zvýšit i vývoz zboží a lepší nálada v průmyslu by měla vést k vyšší investiční aktivitě. Spotřebitelský sentiment výrazně vzrostl již v závěru loňského roku a spolu s tím rostla i spotřeba domácností. Ta v posledním loňském čtvrtletí podle nás po šesti letech dosáhla předpandemické úrovně, což platilo i pro reálné mzdy. Silný hospodářský růst by měl opět zesílit napětí na domácím trhu práce a podpořit výdělky a kupní sílu domácností. Inflace letos kvůli levnějším energiím zřejmě klesne pod 2 %, v příštím roce se ale podle nás vrátí nad cíl centrální banky v důsledku působení expanzivní tuzemské fiskální politiky.

## Růst ekonomiky bude svižný a plošný (% , y/y)



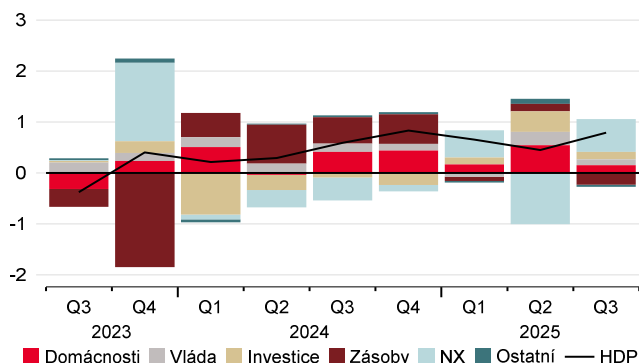
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Výkon tuzemské ekonomiky překonává očekávání

**Ekonomika ve třetím loňském čtvrtletí překvapila nad očekávání silným růstem.** Podle posledních dostupných dat mezičtvrtletní růst HDP zrychlil z 0,5 % v Q2 na 0,8 % v Q3. Nacházel se tak nad všemi odhady, včetně toho našeho. Překvapil zejména vysoce kladný příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP, který v Q3 dosáhl 0,6 pb poté, co v Q2 činil -1,0 pb. Zatímco růst vývozu posílil, dynamika dovozu naopak slábla. Importní stranu negativně ovlivnilo oslabení domácí poptávky. Mezičtvrtletní růst spotřeby domácností totiž výrazně zpomalil z 1,2 % v Q2 na pouhých 0,3 % v Q3. Zpomalení v obdobném rozsahu navíc zaznamenaly také spotřeba vlády a fixní investice. Navzdory oslabení dynamiky domácí poptávky byl sektor tržních služeb hlavním zdrojem mezičtvrtletního růstu ekonomiky v Q3 (příspěvek 0,4 pb do celkového nárůstu hrubé přidané hodnoty o 0,9 % q/q). Silně rostla přidaná hodnota především v oblasti bankovníctví a pojišťovnictví a v sektoru informačních a komunikačních činností. Odbýtištěm sektoru služeb byl ale spíše zahraniční trh. Vývoz služeb v Q3 mezičtvrtletně vzrostl v reálném vyjádření o 3,8 % a jednalo se tak o třetí silný nárůst v řadě. Mezičtvrtletní dynamika vývozu zboží naopak pokračovala v oslabování, když v Q3 dosáhla 0,3 %. Důvodem je postupně odeznívající efekt amerického předzásobení, který podpořil vývozy zboží na začátku loňského roku. Také na straně zboží se ovšem jednalo

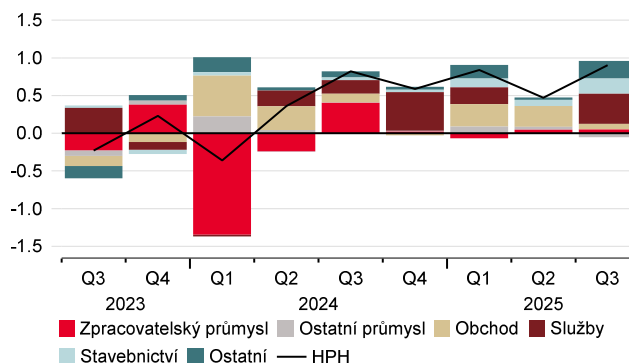
o pozitivní překvapení, a to s ohledem na to, že mezičtvrtletní dynamika vývozu zůstala kladná i přes výrazné navýšení cel ze strany USA.

Ke zrychlení růstu HDP v Q3 25 přispěl zejména překvapivě silný příspěvek čistého vývozu (SA, %, q/q)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: NX značí čisté exporty.

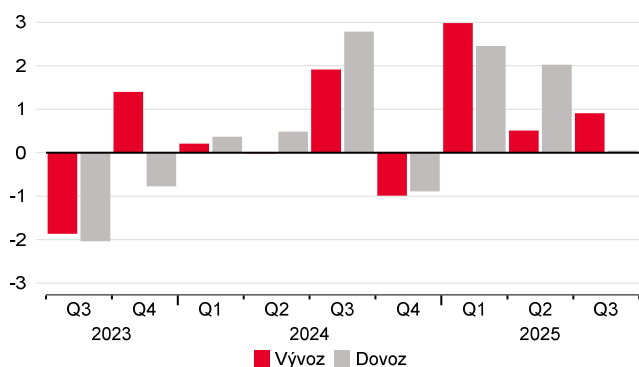
Zvyšování hrubé přidané hodnoty v posledních zhruba dvou letech táhla hlavně odvětví obchodu a služeb (SA, %, q/q)



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.

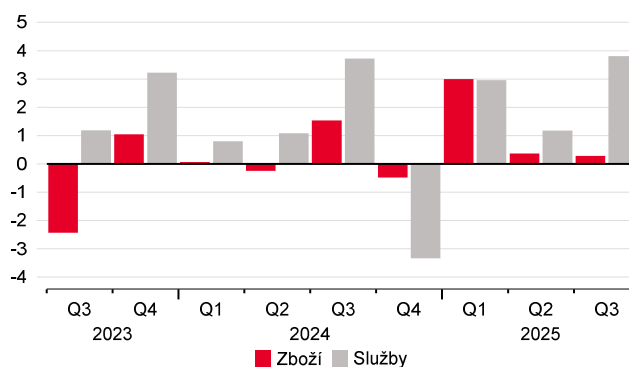
**Tuzemské hospodářství pravděpodobně prochází strukturálními změnami, které mohou přispět k udržení vyššího růstového tempa i v následujících čtvrtletích.** Poslední více než rok byl pro ekonomiku úspěšný, když ta v průměru rostla mezičtvrtletním tempem ve výši 0,7 % (průměr za Q3 24 až Q3 25), analizovaně tedy mírně pod 3 %. S ohledem na výzvy, zejména z vnějšího prostředí, kterým čelila, měly její výsledky v nedávných čtvrtletích tendenci pozitivně překvapovat. Predikční modely založené na dostupných předstihových ukazatelích vesměs výkonnost ekonomiky podhodnocovaly. Důvodem mohou být nově vznikající odvětví. Nabízí se právě oblast informačních a komunikačních činností, jejíž expanze může být spojena s celosvětovým boomem umělé inteligence. To může vysvětlovat setrvalé zvyšování přidané hodnoty v tomto sektoru a neobvykle silný růst vývozu služeb. Čtvrtletní data platební bilance potvrzují narůstající podíl vývozu služeb v rámci kreditní strany běžného účtu. Při detailnějším pohledu se pak ukazuje vliv sektoru informačních služeb, stejně tak i odvětví cestovního ruchu. Dalšími expandujícími sektory mohou být obranný průmysl a výroba tzv. zelených technologií. To by mohlo být důvodem dosavadní překvapivě silné odolnosti českého průmyslu vůči propadu výrobního sektoru v Německu, jejichž vývoj byl v minulosti více provázán. K tomu přispívá také dobrá konkurenční pozice českého automobilového sektoru.

Dynamika reálného objemu vývozu v Q3 25 zrychlila, zatímco dovozy mezičtvrtletně stagnovaly (SA, %, q/q)



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

Na exportu zboží se odrazil vývoj kolem amerických cel, vývoz služeb ale v roce 2025 rostl svižným tempem (SA, %, q/q)

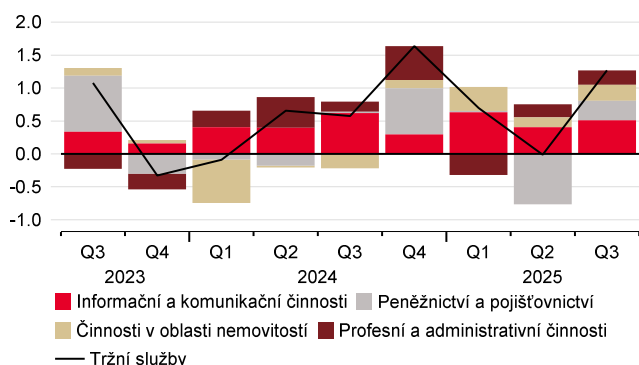


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výkon ekonomiky ve druhém loňském pololetí překonal naše původní očekávání a silné růstové momentum naznačuje, že i letošní rok bude ve znamení příznivého hospodářského vývoje.

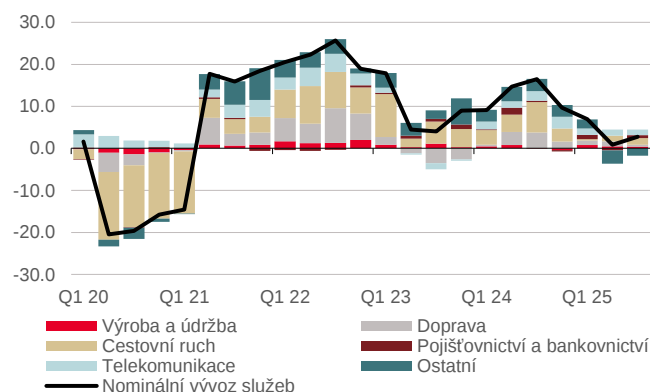
**Prognózu letošního růstu české ekonomiky jsme tak výrazně vylepšili.** Pro závěrečné čtvrtletí roku 2025 odhadujeme mezičtvrtletní nárůst HDP o 0,8 %, tedy stejně silný jako v Q3. Domácí poptávka se na pozadí výrazného nárůstu spotřebitelského optimismu podle nás v Q4 opět zlepšila. Podle konjunkturálního průzkumu ČSÚ se spotřebitelská důvěra v posledních třech měsících loňského roku nacházela zhruba 10 % nad svým dlouhodobým průměrem. Očekáváme tedy, že reálná spotřeba domácností se po šesti letech vrátila zpět nad svou předpandemickou úroveň z konce roku 2019. Kromě tržeb v maloobchodu a službách došlo během Q4 podle měsíčních indikátorů rovněž k výraznému oživení tuzemské průmyslové produkce. To může souviset s postupným náběhem pozitivního vlivu vyšších fiskálních výdajů v Německu, což může stát i za dílčím zlepšením evropských indikátorů průmyslového sentimentu. Pozitivním impulsem mohlo být i očekávané převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností a firem na stát, které v tuzemsku platí od začátku letošního roku. Lepší se vyhlídky průmyslového sektoru by pak mohly zároveň přispět k vyšším soukromým investicím, které oproti těm veřejným dosud vykazovaly utlumenou dynamiku. V důsledku výrazně lepšího výkonu ekonomiky ve druhém loňském pololetí jsme zvýšili náš odhad růstu HDP za celý rok 2025 z 2,1 % na 2,6 %. Lepší výchozí pozice podpořená výše uvedenými pravděpodobnými strukturálními změnami je zároveň důvodem výrazné vzestupné revize prognózy letošního růstu HDP z 1,6 % na 2,7 %. Stejně jako v říjnové prognóze navíc očekáváme, že v průběhu roku 2026 se v růstu české ekonomiky pozitivně promítne silný fiskální stimul, který byl avizován jak tuzemskou vládou, tak i tou německou. Ve výsledku se tak růst ekonomiky podle nás udrží na silných 2,7 % rovněž v roce 2027.

**Růst hrubé přidané hodnoty v oblasti informačních činností je setrvalý, dobře si ale vedou i ostatní oblasti služeb (SA, %, q/q)**



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

**Ke zvyšování vývozu služeb v loňském roce přispívaly hlavně sektory cestovního ruchu a informačních činností (% , y/y)**

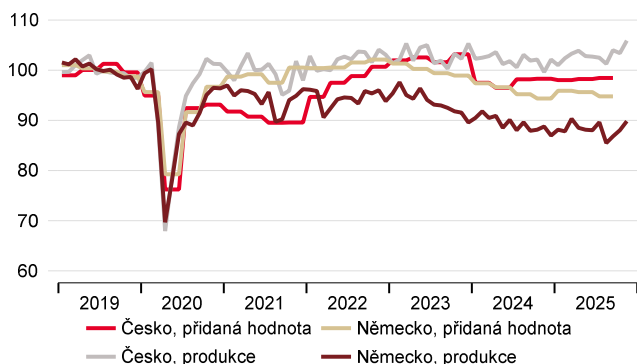


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Zpomalení meziroční dynamiky celkového vývozu služeb v nominálním vyjádření v roce 2025 souvisí s poklesem vývozních cen.

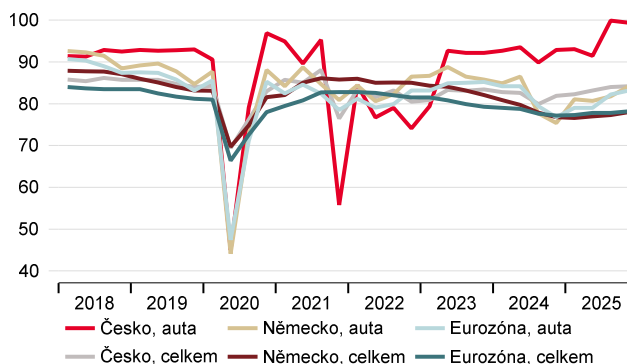
**Rizikem této prognózy HDP je především možnost obnoveného prnutí v mezinárodních vztazích a z toho vyplývající ekonomická opatření jako jsou cla.** Spory kolem Grónska mezi USA a EU ukázaly, že geopolitická nejistota zůstává stále zvýšená. S riziky ve směru slabšího růstu může být spjat i vývoj v českém průmyslu. Ten si sice dosud vedl nad očekávání dobře, nadále ovšem čelí řadě strukturálních problémů oslabující jeho konkurenceschopnost. Další zvyšování jeho výkonu může omezovat i fakt, že tuzemský automobilový průmysl se podle dostupných informací nachází poblíž plného využití svých výrobních kapacit.

Český zpracovatelský průmysl si vede lépe než ten Německý, zatímco v minulosti byl jejich vývoj úzce svázán (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.

Současné využití výrobních kapacit v českém automobilovém i celkovém průmyslu je vyšší než ve zbytku Evropy (SA, %)



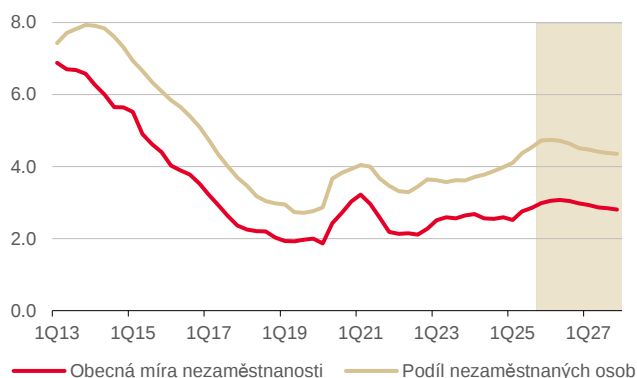
Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zrychlující ekonomika přispěje k tomu, že napětí na trhu práce přetrvá a bude vytvářet tlak na růst mezd.

### Trh práce zůstane napjatý a bude přispívat ke zvyšování mezd

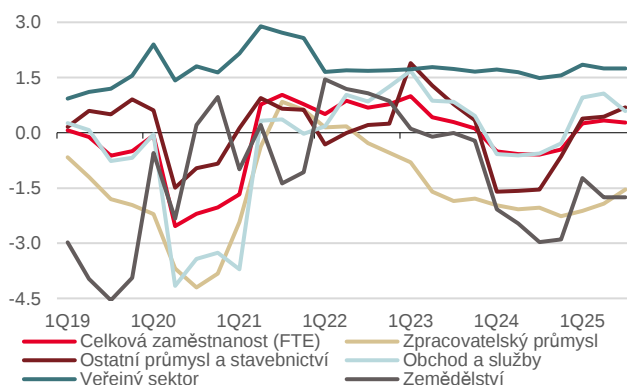
**Nezaměstnanost by se již měla nacházet poblíž svého vrcholu.** Obecná míra nezaměstnanosti loni vzrostla na 2,8 % po 2,6 % v roce 2024 a letos by se měla dále zvýšit na 3,0 %. Nárůst podílu nezaměstnaných osob byl loni výraznější, když se zvýšil z 3,8 % v roce 2024 na 4,4 %, na což však působil i technický efekt změny metodiky vykazování počtu nezaměstnaných. Pro letošní rok pak očekáváme již jen mírné zvýšení na 4,6 %. K redukci pracovních míst v posledních letech dochází hlavně ve zpracovatelském průmyslu. Zaměstnanci, kteří o místo přišli, ale našli uplatnění v odvětvích obchodu a služeb, potažmo i ve veřejném sektoru. S ohledem na námi očekávanou pokračující expanzi terciárního sektoru a další růst spotřeby domácností by tento přesun pracovníků mohl pokračovat. Mírně vyšší míra nezaměstnanosti by tak měla zůstat především frikční povahy související s přesuny zaměstnanců mezi jednotlivými odvětvími ekonomiky. S pokračujícím relativně silným růstem ekonomiky poté očekáváme, že obecná míra nezaměstnanosti a podíl nezaměstnaných osob v roce 2027 opět mírně klesnou. Domácí trh práce tak i v dalších letech nejspíše zůstane napjatý, což bude vytvářet tlak na vyšší růst mezd.

Nezaměstnanost se nachází poblíž svého vrcholu a s rychle rostoucí ekonomikou by měla opět postupně klesat (SA, %)



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

Zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu klesá, zatímco v obchodu, službách a veřejném sektoru naopak roste (% , y/y)

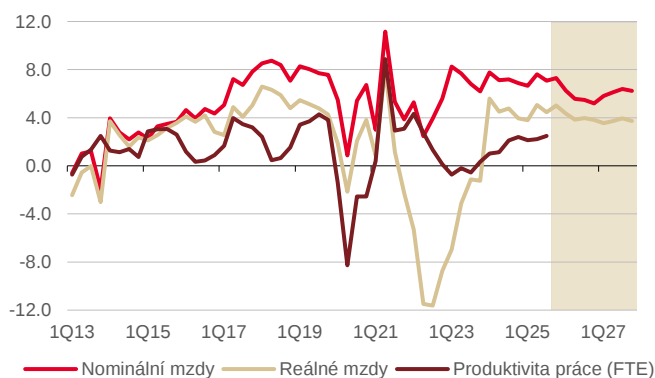


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: V grafu je zobrazen vývoj zaměstnanosti po přepočtu na plné úvazky (FTE).

**Spolu s oživující ekonomikou by měl postupně zrychlovat i růst mezd.** Po loňských 7,2 % pro letošek odhadujeme nárůst průměrné nominální mzdy o 5,6 % a v příštím roce zrychlení na 6,1 %. To je pro rok 2026 i 2027 více, než v naší minulé prognóze (5,2 % a 5,1 %). Důvodem tohoto přehodnocení je lepší výchozí pozice a výhled růstu ekonomiky. Letošní

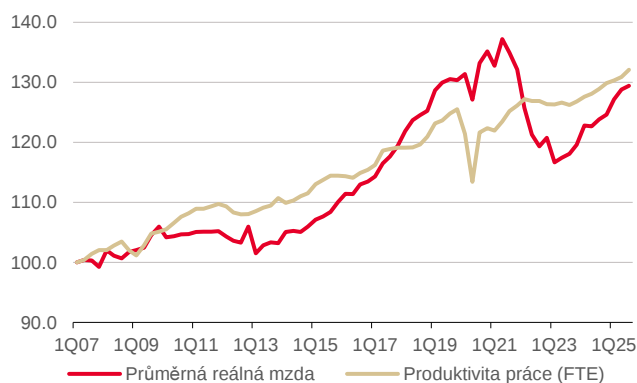
zpomalení mzdového růstu by mělo odrážet zhoršenou pozici podnikatelského sektoru kvůli spíše slabším výsledkům ekonomiky v předešlých letech. Její aktuální silné růstové momentum, v dalších čtvrtletích navíc podpořené očekávaným fiskálním stimulem, by ale mělo vést k opětovnému zrychlení růstu mezd v roce 2027. Rizika naší mzdové prognózy jsou přitom vychýlena ve směru vyššího růstu, a to kvůli možnému výraznějšímu navýšení platů ve veřejné sféře. Spolu s nominálním růstem a inflací poblíž dvouprocentního cíle by zároveň mělo docházet k dalšímu zvyšování reálných mezd a tím i kupní síly domácností. Průměrná reálná mzda se stejně jako spotřeba domácností podle našeho odhadu v posledním loňském čtvrtletí dostala po dlouhé době nad předpandemickou úroveň konce roku 2019. V letošním i příštím roce by pak podle naší prognózy měla růst tempem kolem 4 % a být důvodem pro pokračující navýšování soukromých výdajů. Vzhledem k obnovenému růstu produktivity práce, který se podle našeho odhadu v současnosti pohybuje poblíž 2,5 % y/y, nepůsobí zvyšování reálných mezd zatím příliš proinflačně.

**Po letošním zpomalení růst nominálních mezd v příštím roce vlivem robustní ekonomiky opět zrychlí (% , y/y)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**S obnoveným růstem produktivity práce zatím nepůsobí růst reálných mezd nadměrně proinflačně (Q1 07=100)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Letos podle nás inflace zásluhou levnějších energií klesne pod 2 %, v roce příštím se ale nad dvouprocentní cíl opět vrátí v důsledku působení expanzivní fiskální politiky.

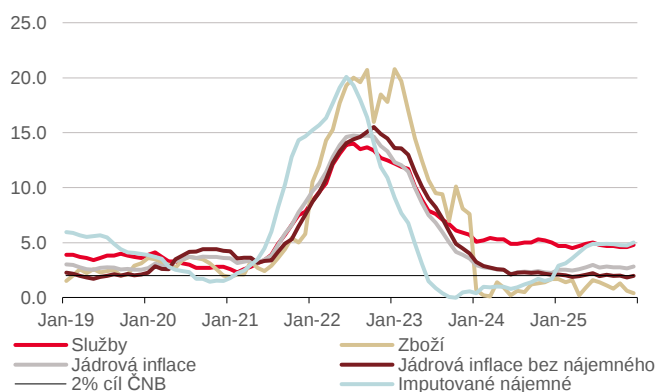
### Letošní pokles inflace pod 2 % bude pouze dočasný

**Meziroční růst spotřebitelských cen v souladu s našimi očekáváními koncem loňského roku zpomalil do blízkosti dvouprocentního cíle centrální banky.** V průměru celková meziroční inflace klesla z 2,5 % v Q3 na 2,2 % v Q4 a v samotném prosinci pak činila 2,1 %. Důvodem bylo zejména zvolnění meziročního růstu cen potravin (včetně alkoholu a tabáku) z 3,2 % v Q3 na 2,3 % v Q4. V kombinaci s vyšší srovnávací základnou z H2 24 k tomu přispěly levnější energie a pohonné hmoty prostřednictvím nižších výrobních a dopravních nákladů. Vliv měla rovněž meziročně silnější tuzemská zemědělská úroda. Na nižší ceny dováženého zboží jako celku pak působila i silnější koruna. Pokračující postupný pokles cen energií, jehož další vlna přišla s nástupem topné sezóny, potom vedla ke zpomalení meziročního růstu regulovaných cen z 1,1 % v Q3 na pouhých 0,4 % v Q4. Jádrová inflace klesla jen mírně z 2,8 % y/y v Q3 na 2,7 % v Q4 a její průměr tak byl o desetinu vyšší, než jsme čekali. Z hlediska struktury nadále platí, že zvýšená úroveň jádrové inflace souvisí s pokračujícím rychlým růstem cen služeb. Ten v Q4 zůstal oproti Q3 beze změny na 4,7 % y/y, což platilo také pro dynamiku váhově důležité položky imputovaného nájemného (stagnace na průměrných 4,9 % y/y). Meziroční růst cen zboží (včetně potravin, energií a pohonných hmot) se naopak udržel hluboko pod dvouprocentním cílem, když zvolnil z 1,1 % v Q3 na 0,8 % v Q4.

**Inflace by se po celý letošní rok měla podle nás držet pod 2 % kvůli vlivu převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát.** S tímto efektem jsme však již počítali v naší minulé prognóze a odhad letošní celoroční inflace jsme tak upravili jen nepatrně z původních 1,5 % na 1,6 %. Dopad zmíněného administrativního vlivu převedení plateb na

obnovitelné zdroje do meziroční inflace odhadujeme na zhruba 0,3 pb. K tomu se zřejmě přidá ještě další snížení tržních cen elektřiny a plynu pro domácnosti, které bude podle nás jen z části kompenzováno vyššími průměrnými cenami tepla a vody. Celkově tedy očekáváme, že nižší ceny energií v souhrnu přispějí ke snížení meziroční inflace v letošním roce o 0,4-0,5 pb. Poblíž celoročního průměru by se měl podle nás pohybovat i samotný údaj celkové meziroční inflace za leden 2026. K poklesu inflace z loňských 2,5 % podle nás přispějí i ceny potravin. Očekáváme, že jejich růst zpomalí z 3,4 % v roce 2025 na 1,9 % v roce 2026. Pozitivně by měly působit výše zmíněné faktory, které růst cen potravin brzdí již nyní. Ceny pohonných hmot by pak podle nás měly letos pokračovat v poklesu, avšak pozvolnějším tempem než loni.

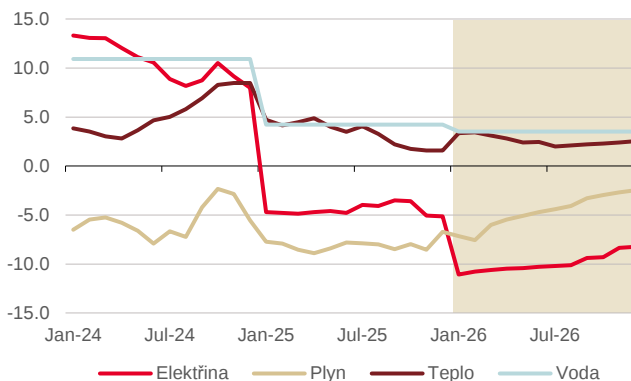
#### Jádrová inflace bez nájemného zůstává na cíli, když rychlý růst cen služeb kompenzuje utlumená dynamika cen zboží (% , y/y)



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

Pozn.: Jádrová inflace bez nájemného nezahrnuje jak imputované, tak skutečně placené.

#### Pokračující zlevňování elektřiny a plynu bude jen částečně kompenzováno vyššími cenami tepla a vody (% , y/y)

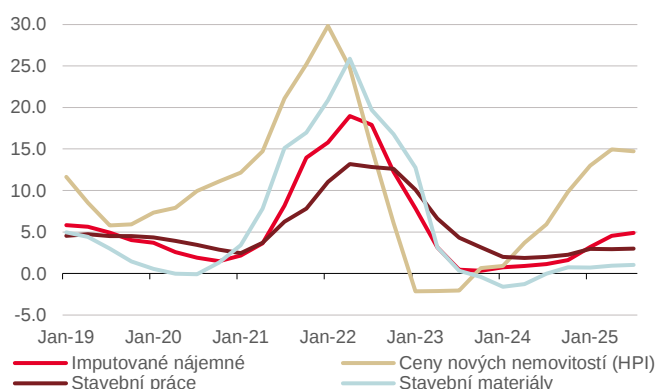


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Jedná se o konečné ceny pro domácnosti zahrnující tržní i regulovanou složku.

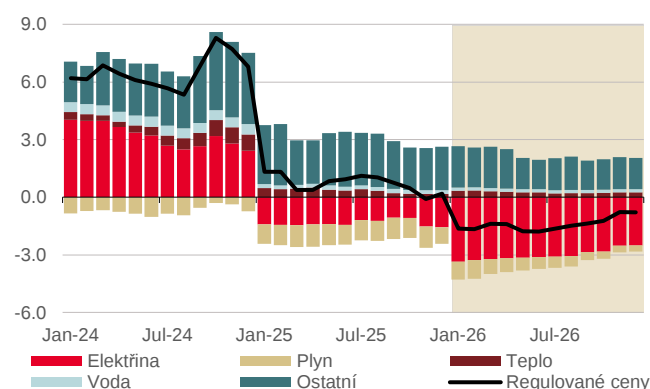
**Jádrová inflace naproti tomu zůstane nad 2 % a po dočasném oslabení následně vlivem výrazné fiskální expanze a silné ekonomiky opět zrychlí.** Po loňských 2,7 % očekáváme pro letošní rok pokles jádrové inflace na 2,3 %. To je o něco více než v naší říjnové prognóze (2,1 %). Důvodem tohoto přehodnocení je oproti našim očekáváním silnější růst ekonomiky. Začátkem roku se jádrová inflace nejspíše ještě udrží nad 2,5 % y/y. Následně by ale měla zpomalovat a kolem poloviny letošního roku by se mohla přiblížit ke dvouprocentnímu cíli. Kromě srovnávací základny a nižších cen dováženého zboží zásluhou silného kurzu koruny by měl pozitivně působit přeliv levnějších energií do ostatních složek inflace. Současná úroveň spotřebitelské poptávky přes její oživení také podle nás stále nepůsobí příliš proinflačně. V důsledku očekávaného silného fiskálního stimulu by však mělo postupně dojít ke změně a k opětovnému zrychlení jádrové inflace ve druhé polovině letošního roku. To se projeví i v roce 2027, kdy by podle nás měla jádrová inflace zrychlit na 2,4 % a ta celková na 2,3 %.

#### Dynamika cen nových nemovitostí se nachází poblíž vrcholu, růst stavebních prací a materiálů pak zůstává umírněný (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

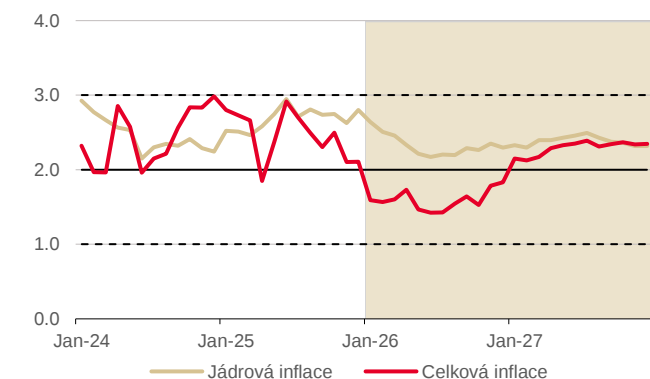
#### Levnější elektřina je hlavním důvodem námi očekávaného poklesu regulovaných cen v letošním roce (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rizikem ve směru vyšší inflace je možný pokračující rychlý růst cen nemovitostí a jeho vliv na imputované nájemné, stejně tak i případný výrazný nárůst mezd ve veřejném sektoru.** Silnější mzdová dynamika by mohla přispět k perzistenci zvýšené inflace v oblasti služeb. S ohledem na přetrvávající geopolitická rizika zůstávají s větší nejistotou nadále spojeny předpoklady o vývoji cen komodit včetně ropy. Geopolitické pnutí pak může narušit i fungování dodavatelských řetězců s doprovodnými negativními vlivy na ekonomiku a tlaky na růst cen.

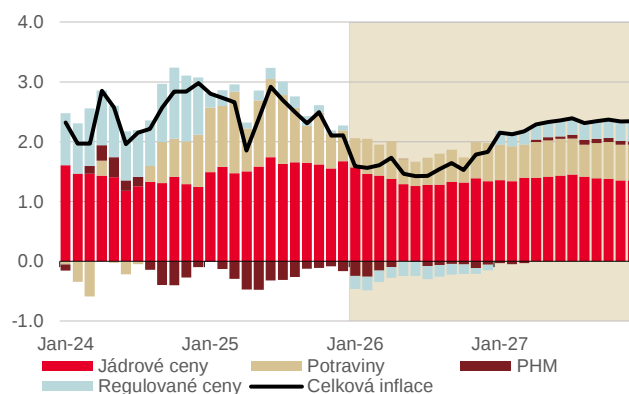
**Celková inflace se letos bude pohybovat kolem 1,5 %, ta jádrová ovšem zůstane zvýšená nad 2% cílem (% , y/y)**



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.

**S odezněním efektu levnějších energií a opětovným zrychlením jádrové složky se inflace v roce 2027 vrátí nad cíl (% , y/y)**



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

## Měnová politika



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

### Snížení sazeb ČNB letos nečekáme

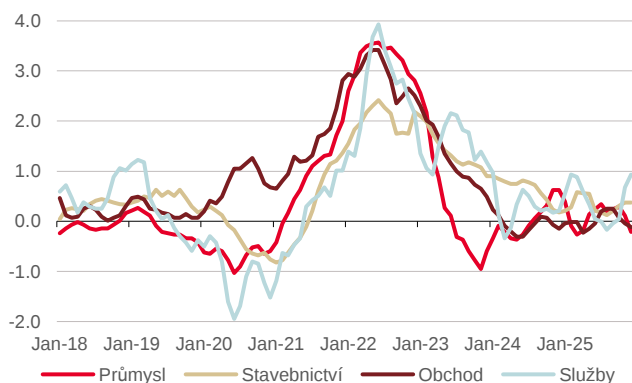
Navzdory ostré změně v rétorice centrální banky, která nyní připouští snížení úrokových sazeb v letošním roce, my stejně jako v naší minulé prognóze s tímto nepočítáme. Důvodem zůstává očekávání výrazné fiskální expanze, ke které se nyní ještě přidává vliv překvapivě silné ekonomiky. To podle nás povede k tomu, že letošní pokles celkové inflace pod 2 % bude pouze dočasný a ta se v roce 2027, tedy na současném horizontu měnové politiky, opět vrátí nad cíl centrální banky. Jádrová inflace navíc v letošním i příštím roce nejspíše zůstane nad 2 %. Snížení úrokových sazeb ovšem v letošním roce vyloučit nelze. Pokud by nastalo, tak podle nás nejspíše v březnu nebo květnu.

Ekonomika je na tom oproti listopadové prognóze ČNB lépe, celková a jádrová inflace byly ovšem na konci roku 2025 nižší.

**Česká ekonomika je silnější, než ČNB předpokládala, inflace ale naopak za její prognózou zaostala.** Centrální banka podobně jako ostatní instituce pro třetí čtvrtletí loňského roku očekávala slabší mezičtvrtletní nárůst HDP ve výši 0,2 % oproti skutečně dosaženým 0,8 %. Pro závěrečné čtvrtletí roku 2025 potom ve své poslední prognóze z listopadu předpovídala zrychlení na 0,6 %. Pokud by se naplnil náš odhad pro Q4 (+0,8 % q/q), tak by výchozí pozice ekonomiky byla ve srovnání s listopadovou prognózou ČNB o poznání lepší. Průměrná inflace za Q4 (2,2 % y/y) sice prognóze centrální banky odpovídala, trend vývoje byl ovšem opačný. ČNB očekávala, že inflace v průběhu Q4 nepatrně vzroste až na prosincových 2,3 % y/y. Ve skutečnosti však došlo k poklesu inflace na 2,1 % y/y. Mírně nižší oproti prognóze ČNB byla i jádrová inflace, což se týkalo průměru za Q4 (2,7 % vs 2,8 % y/y) i samotného údaje za prosinec (2,8 % vs 2,9 % y/y). Srovnání průměrné a prosincové hodnoty v prognóze ČNB napovídá, že rovněž v případě jádrové inflace centrální banka ke konci roku očekávala mírný růstový trend. Mzdový vývoj za Q3 byl potom zhruba v souladu s předpovědí ČNB na úrovni 7,0 % y/y oproti skutečně vykázanému růstu průměrné nominální mzdy o 7,1 %.

**Měnové podmínky byly ve srovnání s prognózou ČNB o něco přísnější, při mírně vyšších úrokových sazbách a silnější koruně.** Prognóza ČNB pro Q4 předpokládala repo sazbu v průměru na 3,3 %, zatímco skutečnost byla 3,5 %. Bankovní rada k poslednímu snížení přistoupila v květnu a od té doby drží úrokové sazby beze změny. Průměrný kurz koruny pak dosáhl 24,30 CZK/EUR, a byl tak silnější než 24,40 CZK/EUR obsažených v prognóze ČNB.

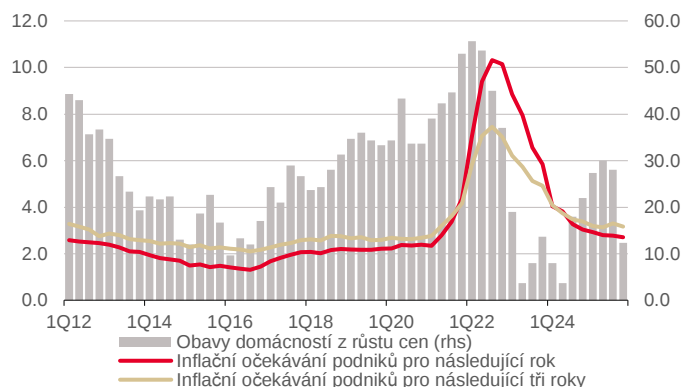
Zatímco v průmyslu zůstávají očekávání ohledně cenového vývoje utlumená, ve službách se navýšila (z-skóre, SA, 3MA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Očekávaný vývoj cen v daném odvětví podle konjunkturálního průzkumu ČSÚ. Z-skóre jsou vypočtena na časových řadách od roku 2003 a graf zachycuje jejich tříměsíční klouzavé průměry.

Inflační očekávání nefinančních podniků jsou kolem 3 %, obavy domácností z růstu cen klesly pod dlouhodobý průměr (%)



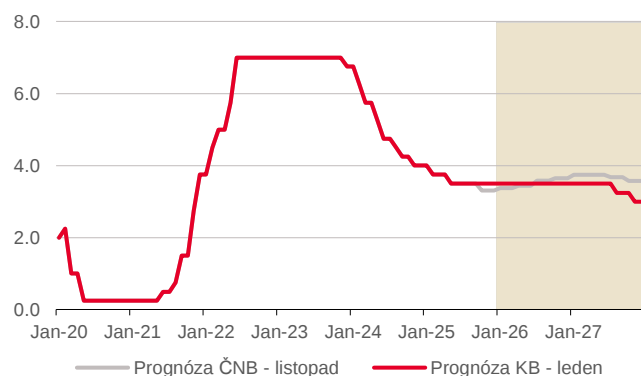
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Komunikace centrální banky ubrala na jestřábím tónu, když guvernér Michl zmínil možnost snížení úrokových sazeb v letošním roce.** Do té doby byly přitom výroky centrálních bankéřů ryze jestřábí zdůrazňující především proinflační rizika, která byla podle jejich názoru důvodem pro přísnější měnovou politiku, a tedy i pro setrvání úrokových sazeb na zvýšených úrovních. Po prosincovém zasedání se změnilo také vyhodnocení bilance rizik plnění inflačního cíle. Dlouhou dobu bankovní rada tato rizika hodnotila jako vychýlená ve směru vyšší inflace, zatímco nyní jsou podle ní vyrovnaná. Holubičí výroky zaznívaly hlavně od guvernéra Michla, a není tudíž zcela jasné, zdali s nimi souzní celá bankovní rada. Například viceguvernérka Zamrazilová nadále upozorňuje na proinflační rizika a případné snížení úrokových sazeb v letošním roce podmiňuje dostatečným zpomalením dosud rychlého růstu cen služeb. Ten byl přitom bankovní radou často používaným argumentem pro vyšší sazby. Hladinu, pod kterou by inflace ve službách musela klesnout, viceguvernérka uvádí 4 %.

Vlivem kombinace oživující ekonomiky a očekávané silné fiskální expanze nadále se snížením úrokových sazeb ČNB v letošním roce nepočítáme.

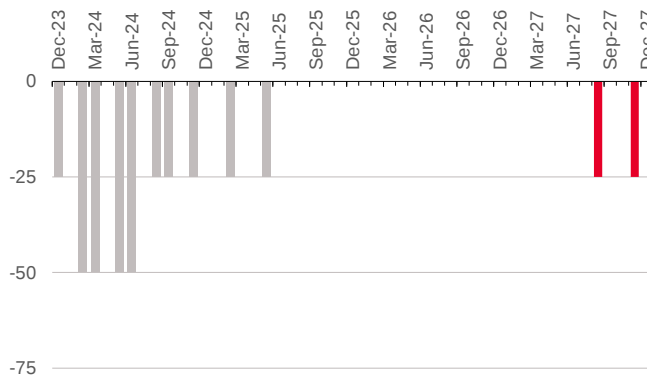
**My snížení úrokových sazeb ČNB v letošním roce nadále neočekáváme.** Stejně jako v minulé prognóze za hlavní důvod považujeme očekávanou silnou fiskální expanzi ze strany nové vlády. Ta se podle nás projeví v opětovném zrychlení inflace nad dvouprocentní cíl centrální banky v roce 2027, což je v současnosti horizont působení měnové politiky. Letošní pokles inflace pod 2 %, ovlivněný zejména administrativním efektem převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát, by měl být pouze dočasný. V důsledku toho se již někteří členové bankovní rady nechali slyšet, že ČNB by na tento dočasný výkyv reagovat neměla. K argumentu expanzivní fiskální politiky se v této prognóze navíc přidává další, a to překvapivě silná ekonomika. Kombinace těchto dvou faktorů, která se nejspíše projeví v urychlení mzdového růstu, tak může vytvářet proinflační podhoubí. Nastává tedy paradoxní situace, kdy ke změně rétoriky centrální banky dochází ve chvíli, kdy se naplňují proinflační rizika, před kterými sama ČNB dlouhodobě varovala. Proinflační působení fiskální politiky totiž bylo středobodem těchto varování. Snížení úrokových sazeb v naší prognóze očekáváme až ve druhé polovině roku 2027, kdy bude odeznívat proinflační působení oživující ekonomiky a silné fiskální expanze. Horizont měnové politiky se již navíc bude týkat druhého pololetí roku 2028.

**Naši prognózu neměníme a nadále očekáváme stabilitu repo sazby na 3,5 % až do konce letošního roku (%)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Další snížení repo sazby očekáváme až ve druhé polovině roku 2027, kdy odezní proinflační účinky fiskální politiky (bb)**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**S ohledem na změnu komunikace ČNB ale snížení úrokových sazeb v letošním roce vyloučit nelze.** Pokud by k tomu nakonec došlo, tak si myslíme, že to bude nejspíše na jaře. Jako nejpravděpodobnější pro první snížení v tomto roce se jeví březnové nebo květnové zasedání. Lze předpokládat, že většina bankovní rady bude chtít mít nejprve informace o tom, jak se na začátku roku vyvíjela inflace. Na únorovém zasedání bankovní rada sice bude mít k dispozici předběžný odhad lednové inflace, její podrobnou strukturu ovšem znát nebude. Ta by měla být klíčová, když pozornost by měla směřovat na jádrovou inflaci a růst cen služeb.

V posledních letech bylo navíc tradiční přecenění na začátku roku rozprostřeno do více měsíců a netýkalo se pouze ledna. S ohledem na velké pohyby cen energií by tato situace mohla nastat i v letošním roce, kdy někteří prodejci mohou vyčkávat na to, jak se jim změní účty za energie.

## Fiskální politika



Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

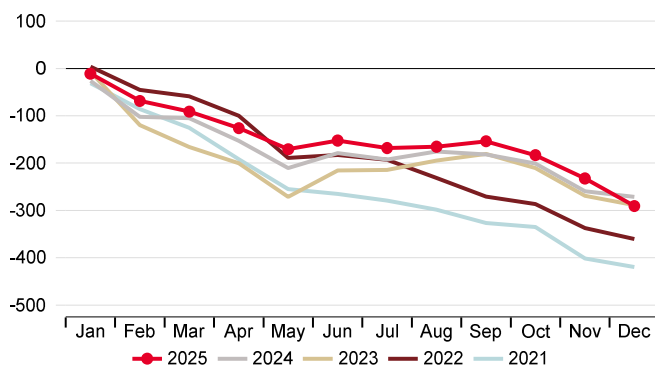
### Fiskální politika přechází do expanze

Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu se letos prohloubí k 310 mld. CZK. V poměru k HDP by podle našeho odhadu měl spolu s tím narůst deficit veřejných financí z loňských 2,1 % na 2,8 % HDP. Po skončení rozpočtového provizoria očekáváme postupný náběh viditelně expanzivního působení fiskální politiky s pozitivním dopadem na růst HDP, ale i na inflaci a úrokové sazby. Obnovení konsolidace veřejných rozpočtů neočekáváme ani v následujících letech. To současně znamená, že by mohlo dojít k rozvolnění pravidel rozpočtové politiky. Přesto předpokládáme, že by ČR měla na celém horizontu naší prognózy nadále plnit Maastrichtská kritéria týkající se deficitu veřejných financí i výše dluhu.

### Loňský hotovostní schodek byl výrazně ovlivněn nedočerpáním EU fondů

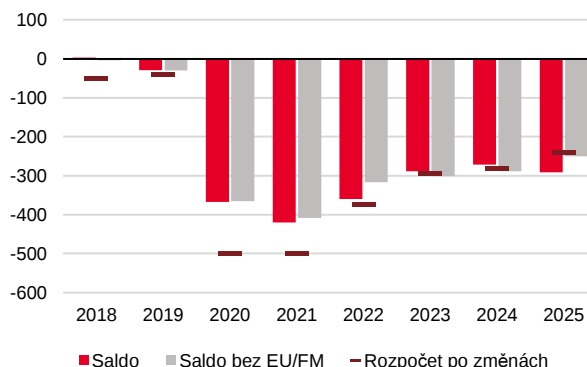
Celoroční hotovostní deficit státního rozpočtu loni dosáhl 290,7 mld. CZK. Meziročně se tedy prohloubil o 19,3 mld. CZK. Odchylna od plánovaného schodku ve výši 241 mld. CZK byla primárně způsobena nižším než očekávaným čerpáním EU fondů, které ale patrně byly předfinancovány na výdajové straně. V rámci daného roku přitom bývají peněžní toky prostředků z EU ve vztahu k deficitu rozpočtovány neutrálně (příjmy=výdaje). Nejspíše se tedy jedná o pouze dočasný nesoulad daný rozdílným načasováním peněžních toků. Pozorované prohloubení hotovostního schodku proto může být jen dočasné a nemělo by ovlivňovat mezinárodně srovnatelné ukazatele veřejných financí v aktuální metodice. Po očištění o příjmy a výdaje na projekty z EU a finančních mechanismů činil rozpočtový schodek 249,9 mld. CZK, tj. meziročně byl nižší o 38,9 mld. CZK a plán překročil o 8,9 mld. CZK.

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



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

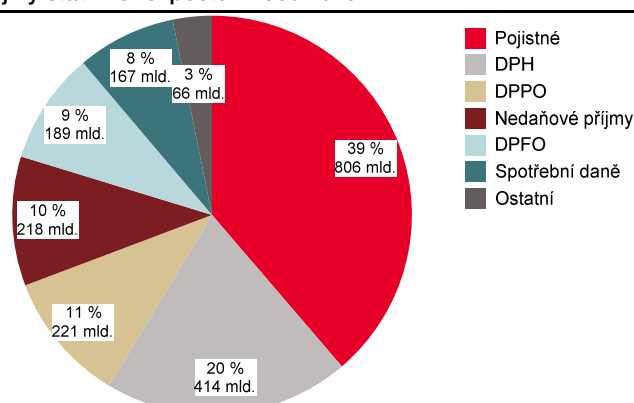
Bilance státního rozpočtu – vliv prostředků z EU (mld. CZK)



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

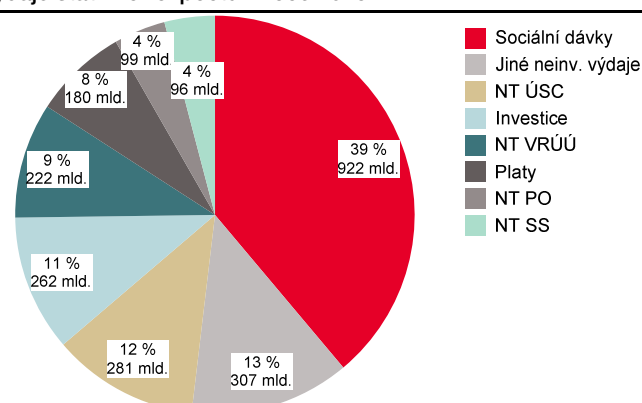
**Příjmy vzrostly v roce 2025 meziročně o 115,7 mld. CZK (+5,9 %).** Výrazně k tomu přispěly váhově nejvýznamnější položky: pojistné (+53,6 mld. CZK) a DPH (+32,1 mld. CZK). Dynamika obou položek v meziročním vyjádření přesáhla 7 %, což odráželo robustní spotřebitelskou poptávku. Solidní kondici však vykazovaly i firmy, což bylo patrné na výběru DPPO. **Výdaje byly vloni meziročně vyšší o 135 mld. CZK (+6 %).** Z běžných výdajů významně vzrostly transfery rozpočtům územní úrovně (+8,5 %; +22 mld. CZK), výdaje na platy (+7,2 %; +12,1 mld. CZK) nebo obsluhu státního dluhu (+10,9 %; +9,7 mld. CZK). Výdaje na sociální dávky, které jsou s téměř 40% podílem zdaleka největší výdajovou položkou, se zvýšily o 2 % (+17,7 mld. CZK). Důraz na veřejné investice do dopravní infrastruktury dokumentuje meziroční nárůst transferů SFDI o 60,2 % (+35,2 mld. CZK). To se odrazilo i na významném zvýšení tuzemské stavební produkce.

Příjmy státního rozpočtu v roce 2025



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

Výdaje státního rozpočtu v roce 2025



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

### Deficit se letos prohloubí, tuzemská fiskální pravidla by mohla projít revizí

**Předpokládáme, že schodek státního rozpočtu se letos zvýší na 310 mld. CZK.** Jedná se o stejnou výši deficitu, jakou na svém zasedání schválila vláda 26. ledna. Až do finálního schválení nového rozpočtu v legislativním procesu však zůstává v platnosti rozpočtové provizorium, kdy se rozpočet řídí tím z předcházejícího roku (v tomto případě z roku 2025), přičemž na každý měsíc připadá jeho maximálně 1/12.

**V prognóze neočekáváme další viditelnou konsolidaci veřejných financí, což současně znamená, že by mělo dojít k rozvolnění pravidel rozpočtové politiky.** Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti v současném znění vyžaduje snížení strukturálního deficitu o 0,5 pb HDP na maximálně 1,75 % HDP v roce 2026 a stejné zmírnění schodku je v něm obsaženo i na rok 2027. Od roku 2028 pak činí strop pro strukturální saldo 1 %. Výjimku z pravidel mají výdaje na obranu, u kterých se do strukturálního salda nezapočítává cokoli nad 2 % HDP. Oproti hotovostní metodice aktuální deficit veřejných financí navíc neovlivňují ani půjčky na výstavbu nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech. Vzhledem k tomu, že 1) ČR je s veřejným dluhem ve výši 43,3 % HDP ke konci roku 2024 mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU, 2) evropská fiskální pravidla jsou méně přísná než ta tuzemská a 3) vláda prozatím signalizuje nutnost dalšího zvyšování výdajů veřejných rozpočtů, avšak bez proporcionálního posílení příjmové strany, předpokládáme, že konsolidace strukturálního salda se neobnoví ani v následujících letech. V souladu s prohlášeními nové vlády přesto předpokládáme, že by ČR měla nadále plnit Maastrichtská kritéria deficitu veřejných financí i výše dluhu.

**Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku při předpokládaném zvýšení strukturálního schodku bude v roce 2026 expanzivní a následně zhruba neutrální.** Po viditelném zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v roce 2024, ke kterému přispěl mimo jiné tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem loni odezněla a letos bude kompenzována opětovným zvýšením strukturálního salda. Více jsme k obecným dopadům fiskální expanze na českou ekonomiku psali např. v tomto zvláštním reportu: <https://bit.ly/3JJbZC1>.

### Fiskální expanze by se měla udržet v mezích Maastrichtských kritérií

**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. Deficit veřejných financí by mělo v dalších letech oproti hotovostnímu výsledku státního

Loňské hospodaření veřejných financí podle nás skončilo s deficitem ve výši 2,1 % HDP. Letos předpokládáme prohloubení schodku na 2,8 % HDP.

rozpočtu zmírňovat i pokračování financování dostavby jaderné elektrárny Dukovany formou státních půjček, které nejsou součástí schodku v aktuálním vyjádření. K mírnému zlepšení salda vůči HDP na prognóze pomůže rovněž pokračující solidní růst ekonomické aktivity. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2026-2029 poroste v průměru o 1,2 pb ročně, aby v roce 2029 dosáhl 48,6 % HDP.

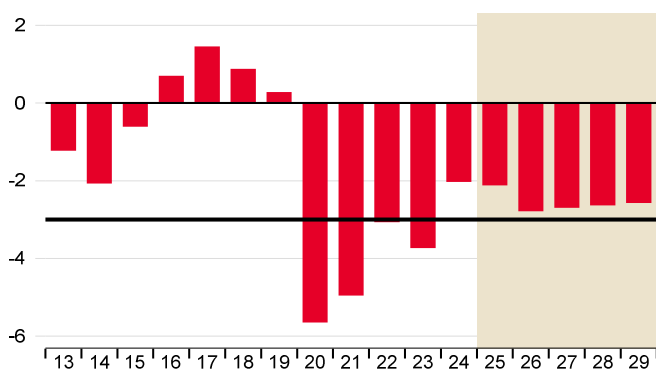
#### Dynamika veřejných financí

|                                   | 2024   | 2025e  | 2026f  | 2027f  | 2028f  | 2029f  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bilance veřejných financí (% HDP) | -2,0   | -2,1   | -2,8   | -2,7   | -2,6   | -2,6   |
| Fiskální úsilí (pb HDP)           | 0,6    | 0,1    | -0,8   | 0,0    | 0,0    | 0,1    |
| Veřejný dluh (mld. CZK)           | 3488,5 | 3739,2 | 4049,2 | 4359,2 | 4679,2 | 5009,2 |
| Veřejný dluh (% HDP)              | 43,3   | 43,8   | 45,1   | 46,1   | 47,4   | 48,6   |

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

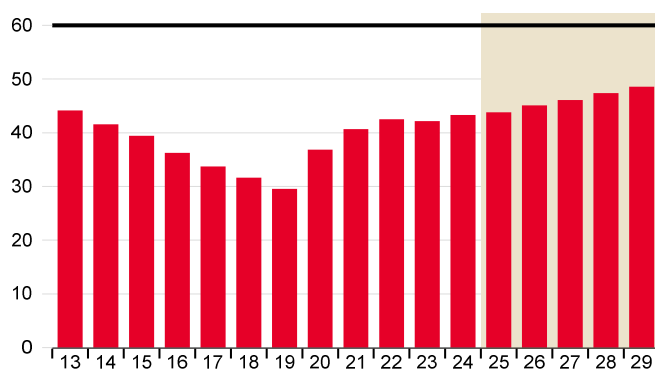
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

|                                             | Q2 25 | Q3 25 | Q4 25 | Q1 26 | Q2 26 | Q3 26 | Q4 26 | Q1 27 | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>HDP a jeho struktura</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>HDP (reálně, y/y, %)</b>                 | 2,6   | 2,8   | 2,7   | 2,6   | 2,9   | 2,7   | 2,7   | 2,8   | 1,1   | 2,6   | 2,7   | 2,7   | 2,3   | 2,2   |
| <b>Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)</b> | 3,6   | 3,0   | 2,9   | 3,2   | 2,7   | 2,9   | 2,5   | 2,5   | 2,2   | 2,9   | 2,8   | 2,6   | 2,3   | 2,2   |
| <b>Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)</b>      | 2,3   | 2,1   | 2,0   | 2,6   | 2,0   | 2,4   | 2,7   | 3,2   | 3,1   | 2,1   | 2,4   | 2,5   | 1,9   | 2,1   |
| <b>Fixní investice (reálně, y/y, %)</b>     | 0,8   | 1,7   | 3,4   | 3,7   | 2,8   | 3,2   | 3,6   | 3,2   | -3,0  | 1,0   | 3,3   | 2,8   | 2,4   | 2,1   |
| <b>Čisté exporty (příspěvek do y/y)</b>     | -1,1  | 0,1   | 0,4   | -0,2  | 1,0   | 0,2   | 0,2   | 0,3   | 0,7   | -0,2  | 0,3   | 0,4   | 0,2   | 0,2   |
| <b>Zásoby (příspěvek do y/y)</b>            | 1,2   | 0,4   | -0,3  | -0,2  | -0,4  | -0,1  | 0,0   | 0,0   | -0,4  | 0,8   | -0,2  | 0,0   | 0,1   | 0,1   |
| <b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Zahraniční obchod (mld. CZK)</b>         | 57,4  | 32,5  | 42,7  | 95,0  | 59,1  | 22,2  | 43,9  | 96,9  | 220,5 | 210,0 | 220,2 | 236,0 | 243,1 | 256,0 |
| <b>Vývozy (nominálně, y/y, %)</b>           | 3,1   | 1,2   | -1,4  | -0,1  | -0,7  | 5,7   | 6,8   | 3,3   | 5,0   | 2,2   | 2,8   | 5,7   | 5,5   | 5,4   |
| <b>Dovozы (nominálně, y/y, %)</b>           | 4,5   | 0,8   | -1,7  | -1,6  | -0,9  | 6,8   | 7,0   | 3,4   | 2,8   | 2,6   | 2,7   | 5,6   | 5,6   | 5,4   |
| <b>Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)</b>   | 1,2   | 0,4   | 3,6   | 1,5   | 2,1   | 3,8   | 2,5   | 3,9   | -1,0  | 1,4   | 2,5   | 3,3   | 2,4   | 2,4   |
| <b>Stavebnictví (reálně, y/y, %)</b>        | 10,3  | 13,0  | -0,5  | 2,5   | 2,6   | -0,3  | 3,8   | 1,9   | -1,6  | 7,5   | 2,1   | 3,6   | 2,8   | 2,1   |
| <b>Maloobchod (reálně, y/y, %)</b>          | 4,7   | 3,1   | 3,3   | 3,3   | 2,4   | 2,7   | 2,2   | 2,4   | 4,5   | 3,6   | 2,6   | 2,9   | 2,4   | 2,2   |
| <b>Trh práce</b>                            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>             | 7,6   | 7,1   | 7,3   | 6,3   | 5,6   | 5,5   | 5,2   | 5,8   | 7,2   | 7,2   | 5,6   | 6,1   | 4,7   | 4,3   |
| <b>Mzdy (reálně, y/y, %)</b>                | 5,1   | 4,5   | 5,0   | 4,4   | 3,8   | 4,0   | 3,8   | 3,6   | 4,7   | 4,6   | 4,0   | 3,7   | 2,6   | 2,3   |
| <b>Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)</b>       | 4,2   | 4,5   | 4,7   | 5,0   | 4,6   | 4,6   | 4,5   | 4,7   | 3,8   | 4,4   | 4,6   | 4,4   | 4,4   | 4,6   |
| <b>Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)</b>    | 2,7   | 2,9   | 2,9   | 3,1   | 3,0   | 3,1   | 2,9   | 3,0   | 2,6   | 2,8   | 3,0   | 2,9   | 2,9   | 3,1   |
| <b>Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)</b>       | 1,5   | 1,4   | 1,6   | 0,2   | 0,3   | 0,2   | 0,3   | 0,4   | 2,6   | 1,2   | 0,2   | 0,5   | 0,3   | 0,2   |
| <b>Spotřebitelské a výrobní ceny</b>        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Inflace (y/y, %)</b>                     | 2,4   | 2,5   | 2,2   | 1,6   | 1,5   | 1,5   | 1,7   | 2,1   | 2,4   | 2,5   | 1,6   | 2,3   | 2,1   | 2,0   |
| <b>Daně (příspěvek do y/y CPI)</b>          | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,0   | 0,0   |
| <b>Jádrová inflace (y/y, %) (*)</b>         | 2,8   | 2,8   | 2,7   | 2,5   | 2,2   | 2,2   | 2,3   | 2,3   | 2,5   | 2,7   | 2,3   | 2,4   | 2,1   | 2,0   |
| <b>Ceny potravin (y/y, %) (*)</b>           | 3,8   | 3,2   | 2,3   | 1,9   | 1,7   | 1,8   | 2,0   | 2,1   | 0,7   | 3,4   | 1,9   | 2,1   | 2,2   | 1,9   |
| <b>Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)</b>     | -12,2 | -6,8  | -3,6  | -6,3  | -0,1  | -1,5  | -2,3  | -0,6  | -0,9  | -6,7  | -2,6  | 1,7   | 1,5   | 1,0   |
| <b>Regulované ceny (y/y, %)</b>             | 0,9   | 1,1   | 0,4   | -1,6  | -1,6  | -1,5  | -0,9  | 1,5   | 6,3   | 0,9   | -1,4  | 1,8   | 2,1   | 2,0   |
| <b>Ceny v průmyslu (y/y, %)</b>             | -0,9  | -0,9  | -1,5  | -0,5  | 0,4   | 0,3   | 0,3   | 1,0   | 0,8   | -0,8  | 0,1   | 2,0   | 2,5   | 2,2   |
| <b>Finanční proměnné</b>                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>2T Repo (% , průměr)</b>                 | 3,6   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 5,1   | 3,6   | 3,5   | 3,4   | 3,0   | 3,0   |
| <b>3M PRIBOR (% , průměr)</b>               | 3,6   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 5,0   | 3,6   | 3,6   | 3,5   | 3,1   | 3,1   |
| <b>CZK/EUR (průměr)</b>                     | 24,9  | 24,5  | 24,3  | 24,4  | 24,3  | 24,2  | 24,1  | 24,1  | 25,1  | 24,7  | 24,2  | 24,1  | 23,9  | 23,7  |
| <b>Vnější prostředí</b>                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>HDP v EMU (reálně, y/y, %)</b>           | 1,6   | 1,4   | 1,0   | 0,8   | 0,9   | 1,0   | 1,3   | 1,3   | 0,9   | 1,4   | 1,0   | 1,3   | 1,1   | 1,1   |
| <b>HDP v Německu (reálně, y/y, %)</b>       | 0,3   | 0,3   | 0,2   | 0,1   | 0,7   | 1,1   | 1,3   | 1,4   | -0,5  | 0,3   | 0,8   | 1,3   | 1,0   | 1,0   |
| <b>CPI v EMU (y/y, %)</b>                   | 2,0   | 2,1   | 2,0   | 1,6   | 1,7   | 1,5   | 1,5   | 1,6   | 2,4   | 2,1   | 1,6   | 1,8   | 2,3   | 2,2   |
| <b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>         | 67,3  | 69,5  | 64,3  | 59,0  | 57,0  | 53,0  | 52,0  | 55,0  | 80,8  | 69,0  | 55,3  | 59,5  | 65,4  | 68,8  |
| <b>USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)</b> | 1,13  | 1,17  | 1,16  | 1,20  | 1,19  | 1,17  | 1,14  | 1,15  | 1,08  | 1,13  | 1,18  | 1,15  | 1,15  | 1,15  |

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

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

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Návrat vzestupného trendu

Sázky finančních trhů na další uvolnění měnové politiky ČNB by dočasně mohly bránit tržním úrokovým sazbám v cestě vzhůru. Jejich nárůst by se ale podle nás měl následně obnovit. Přispět by k tomu mělo zejména uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí a s tím související zvýšení fundamentálních inflačních tlaků i eurových tržních úrokových sazeb. Hlubší deficit státního rozpočtu se projeví taktéž v meziročně vyšší čisté emisní aktivitě a nárůstu výnosů státních dluhopisů. Částečné předfinancování a využití alternativních instrumentů však bude zvýšení nabídky českých státních dluhopisů na finančních trzích držet na uzdě. Viditelné zužování aktuálně poměrně širokých rozpětí mezi dluhopisy a tržními úrokovými sazbami však i vzhledem k rostoucí pravděpodobnosti zhoršení výhledu tuzemského ratingu neočekáváme.

### Nárůst tržních úrokových sazeb pokračuje

**Dolarové i eurové tržní úrokové sazby v závěru loňského roku narostly.** Ve Spojených státech po skončení *shutdownu* v polovině listopadu došlo ke zmírnění obav o zpomalení tamní ekonomiky, která si nadále udržuje silnou růstovou dynamiku. V dobré kondici i přes mírné ochlazení zůstává i tamní trh práce, což přispívá ke zvýšeným jádrovým inflačním tlakům. Finanční trhy se proto domnívají, že Fed navzdory nedávným politickým tlakům nemusí s uvolňováním měnové politiky nikterak spěchat. Odolnost a indikace oživení ekonomiky eurozóny spolu s rozvolňováním fiskálních politik na starém kontinentu pak nahoru tlačily i eurové tržní sazby, avšak v menší míře než v zámoří. Zvýšené výpůjční potřeby evropských států se navíc střetávají ve srovnání s (před)pandemickým obdobím s oslabenou poptávkovou stranou, kde chybí důležitá protistrana v podobě ECB. Ta již totiž nerozšiřuje svou bilanci nákupem státních obligací.

**Korunové tržní úrokové sazby budou zpět nahoru tlačeny těmi zahraničními a změnou výhledu trhů na kroky ČNB.** Korunový peněžní trh momentálně očekává letos uvolnění měnové politiky ČNB. Tento tržní narativ by mohl během prvního čtvrtletí ještě přetrvávat vzhledem k pravděpodobnému poklesu inflace pod cíl centrální banky. Podle nás je ovšem pravděpodobnější, že ČNB na administrativním opatření dočasně sníženou inflaci reagovat nebude. Ve druhé polovině roku navíc očekáváme v souvislosti s uvolněním fiskální politiky zesílení jádrové inflace. To by mělo podpořit opětovný vzestup krátkého konce křivky. Delší konec by měl v cestě vzhůru v průběhu roku podporovat hlavně pokračující vzestup eurových tržních úrokových sazeb. Oproti minulé prognóze zůstal náš výhled korunových sazeb pro letošek zhruba beze změny.

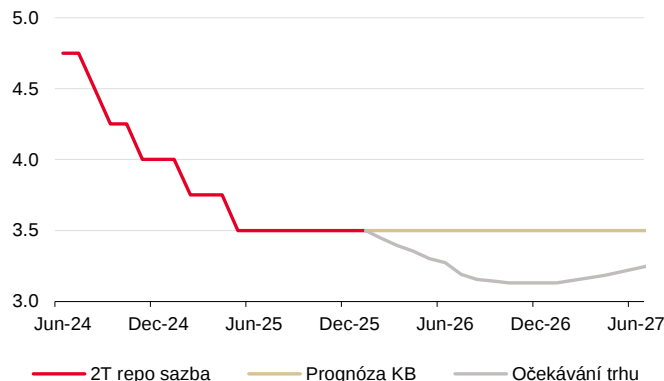
Zvýšení kratších korunových sazeb by dočasně mohly bránit sázky finančních trhů na uvolnění měnové politiky ČNB. Ve zbytku roku by se ale měl obnovit jejich vzestupný trend.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 28. 1. 2026 (%)



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

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

|     | Q1 26f | Q2 26f | Q3 26f | Q4 26f |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 2Y  | 3,40   | 3,65   | 3,80   | 3,80   |
| 5Y  | 3,70   | 3,90   | 3,95   | 4,00   |
| 10Y | 3,95   | 4,15   | 4,20   | 4,25   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

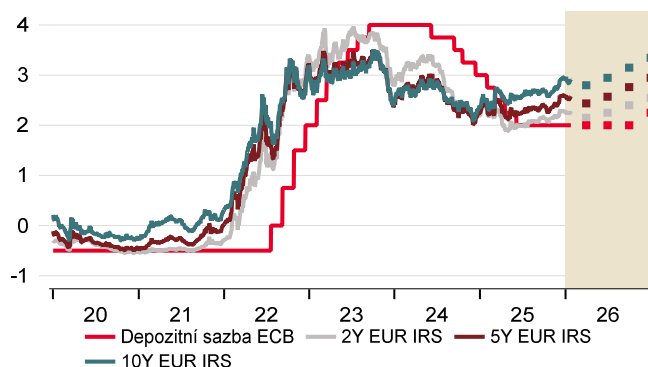
**Zpomalení inflace by mohlo být příležitostí k zajištění**

**Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se nedávno s přispěním změkčení rétoriky ČNB zlepšily.** Pokles inflace na začátku roku by sazby mohl udržet poblíž současných úrovní. V dalším průběhu roku by se však měly podmínky zajištění začít opět zhoršovat. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí vyšší sazby po celé křivce. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.

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

|      | Maturita |      |      |      |      |
|------|----------|------|------|------|------|
|      | 1Y       | 2Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |
| Spot | 3.36     | 3.36 | 3.47 | 3.65 | 3.98 |
| 3M   | 3.33     | 3.39 | 3.51 | 3.69 | 4.01 |
| 6M   | 3.28     | 3.41 | 3.54 | 3.72 | 4.03 |
| 9M   | 3.32     | 3.47 | 3.60 | 3.76 | 4.07 |
| 1Y   | 3.36     | 3.53 | 3.65 | 3.81 | 4.10 |
| 2Y   | 3.71     | 3.80 | 3.87 | 4.00 | 4.24 |
| 3Y   | 3.90     | 3.95 | 4.01 | 4.13 | 4.33 |

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 28. 1. 2026

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

**Čistá emise státních dluhopisů letos vzroste**

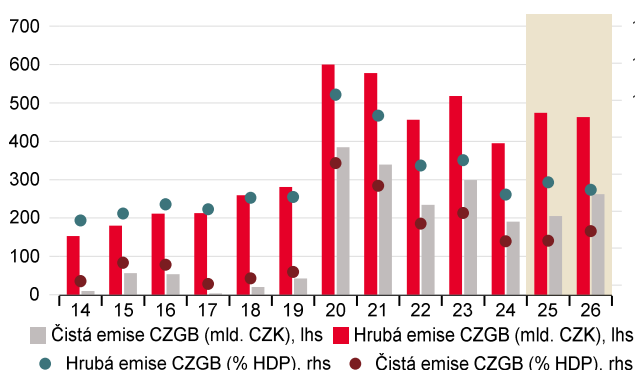
**Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat ke 310 mld. CZK.** V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, se tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů (CZGB) nacházet spíše v horní polovině intervalu indikace Ministerstva financí (MF). To počítá s vydáním korunových státních dluhopisů v celkovém objemu 400-500 mld. CZK. Oproti loňsku tak podle našeho odhadu vzroste pouze v čistém vyjádření, a to zhruba o čtvrtinu. Celková finanční potřeba bude kromě emisí korunových dluhopisů výraznou měrou pokryta také využitím dalších instrumentů. Vedle předpokladu nadále zvýšené nabídky pokladničních poukázek očekáváme rovněž čerpání mimorozpočtových půjček od EIB, emise dluhopisů denominovaných v eurech a rovněž obnovení vydávání spořicí státních dluhopisů pro občany.

## Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

|                                               | 2026         |              |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|
|                                               | MinFin       | KB           |
| Saldo státního rozpočtu                       | 310,0        | 310,0        |
| Převod a další operace finančních aktiv státu |              | 2,5          |
| Splátky státních dluhopisů v domácí měně      | 200,3        | 200,3        |
| Splátky státních dluhopisů v cizí měně        | 0,0          | 0,0          |
| Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů | 19,7         | 19,7         |
| Splátky instrument peněžního trhu             | 177,3        | 177,3        |
| Splátky pokladničních poukázek                | 165,6        | 165,6        |
| Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu     | 11,7         | 11,7         |
| Splátky přijatých zápůjček a úvěrů            | 26,3         | 26,3         |
| <b>Potřeba financování celkem</b>             | <b>733,6</b> | <b>736,1</b> |
| Nástroje peněžního trhu                       |              | 165,0        |
| Pokladniční poukázky                          |              | 165,0        |
| Ostatní nástroje peněžního trhu               |              | 0,0          |
| Hrubá emise CZGB v domácí měně                |              | 462,7        |
| Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů        |              | 48,4         |
| Hrubá emise spořicí dluhopisů                 |              | 10,0         |
| Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)            |              | 40,0         |
| Operace finančních aktiv a řízení likvidity   |              | 10,0         |
| <b>Zdroje financování celkem</b>              |              | <b>736,1</b> |
| <b>Hrubá výpůjční potřeba</b>                 |              | <b>726,1</b> |
| <b>Čistá emise CZGB</b>                       |              | <b>262,4</b> |

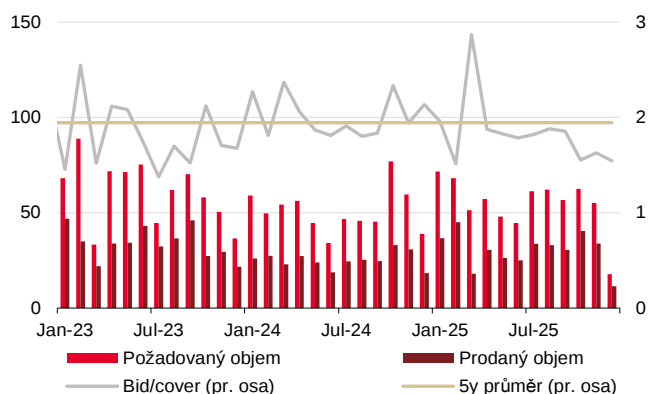
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

## Výnosy dluhopisů ještě nedosáhly na vrcholu

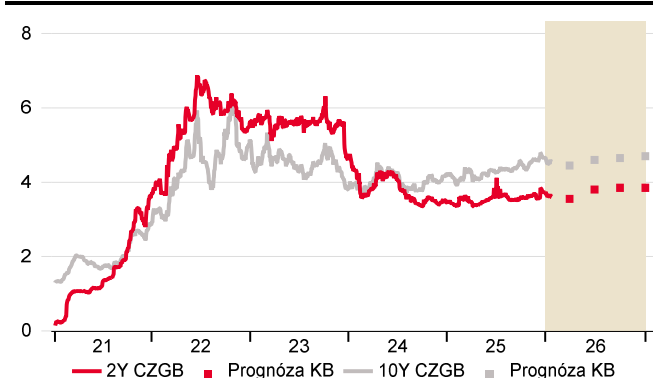
**Státní dluhopisy se v závěru loňského roku dostaly ještě pod větší tlak než IRS, v relativním vyjádření tedy zlevnily.** Na zvýšených úrovních podle nás rozpětí (ASW spready) zůstanou i po zbytek letošního roku. Nárůst emise státních dluhopisů nakonec bude oproti naší minulé prognóze letos méně výrazný. Negativní sentiment by však měl nadále přetrvávat s ohledem na pravděpodobné rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel, zhoršení výhledu ratingu i střednědobého vývoje veřejných financí v důsledku zrušení důchodové reformy. Jako třídě aktiv nebude patrně dluhopisům příliš nakloněna ani cyklická pozice ekonomiky, která se ve druhé polovině roku dostane nad svůj potenciál. Celkově očekáváme, že by letošní nárůst výnosů státních dluhopisů měl být obdobný jako v případě korunových tržních úrokových sazeb.

## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

|                    | Q1 26f | Q2 26f | Q3 26f | Q4 26f |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Výnos 2Y CZGB (%)  | 3,55   | 3,80   | 3,85   | 3,85   |
| Výnos 5Y CZGB (%)  | 3,95   | 4,10   | 4,15   | 4,20   |
| Výnos 10Y CZGB (%) | 4,45   | 4,60   | 4,65   | 4,70   |
| 10Y CZGB ASW (bb)  | 50     | 45     | 45     | 45     |

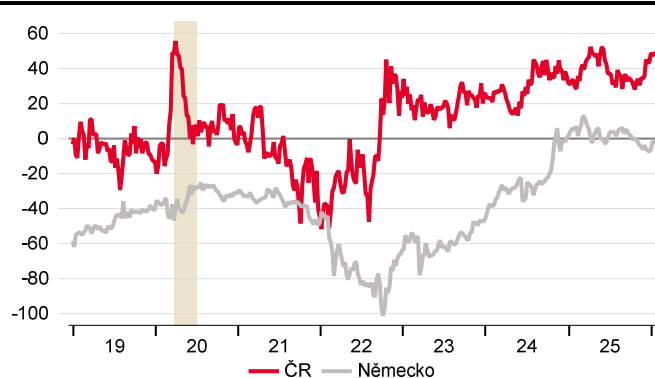
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## 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, pravděpodobnost zhoršení výhledu ovšem roste.** Nadále platí, že ČR má nejlepší rating ze všech zemí střední a východní Evropy. Současnou známku ovšem agentury Fitch a Moody's v posledních hodnoceních podmiňovaly další konsolidací, případně alespoň nezhoršováním kondice tuzemských veřejných financí. Současně upozorňují, že důležitou dlouhodobou výzvou je stárnutí populace a s tím související tlak na veřejné finance. My přitom v základním scénáři očekáváme navýšení schodku veřejných financí s následnou revizí tuzemských fiskálních pravidel. Střednědobě pak riziko zhoršení ratingu zvyšuje i avizované zrušení důchodové reformy novou vládou. Současná úprava mimo jiné postupně zvyšuje věk odchodu do důchodu i po roce 2030 a zpomaluje růst důchodů, čímž by od 50. let měla ve srovnání se scénářem bez reformy ročně uspořit na důchodových výdajích zhruba 1,5 % HDP ročně.<sup>2</sup> Celkově tak roste pravděpodobnost zhoršení výhledu ratingu alespoň některou z agentur ze stabilního na negativní.

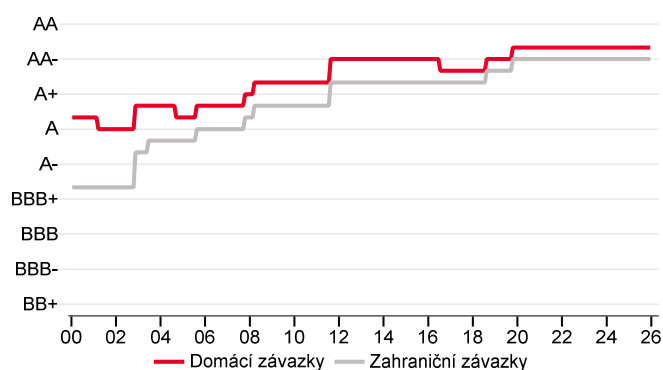
## Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

|         | 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

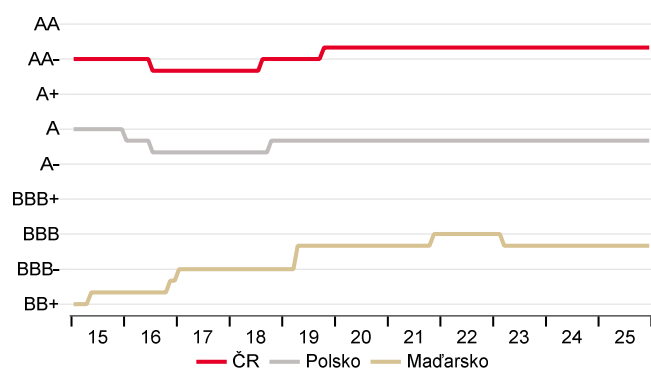
<sup>2</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/f6fd1e81-2434-4729-bc36-28f9e6a79eb9\\_en?filename=CZ\\_final\\_2025.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/f6fd1e81-2434-4729-bc36-28f9e6a79eb9_en?filename=CZ_final_2025.pdf)

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



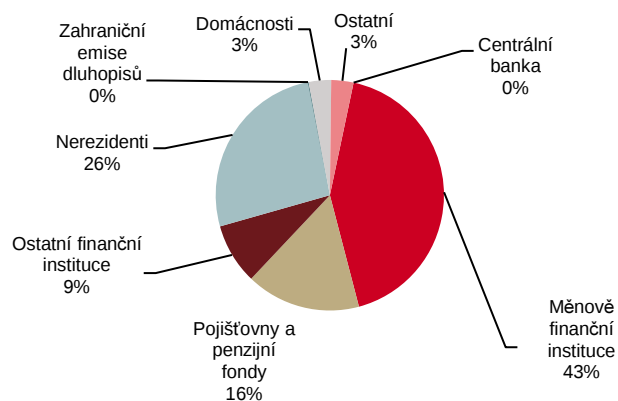
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## 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 |
| 1.00 Jun-26              | 0.4  | 0.0             | 100%           | 3.35  | 2   | 21  | 2.11      | -14                 | 2   | 27  | -57 |     | -14 | 2.1     | 7    | -8.0          | 2    | -28.8          | 26   |
| 0.25 Feb-27              | 1.0  | 0.0             | 110%           | 3.36  | -5  | -9  | 2.27      | -5                  | 3   | 12  | -24 |     | -5  | 1.6     | 14   | -1.7          | 11   | -5.0           | 25   |
| 2.50 Aug-28              | 2.4  | 0.0             | 94%            | 3.50  | -9  | -18 | 2.48      | 2                   | 0   | 10  | -22 |     | 4   | 1.9     | 10   | 3.4           | 19   | 2.8            | 22   |
| 5.50 Dec-28              | 2.6  | 0.0             | 90%            | 3.50  | -9  | -24 | 2.51      | 1                   | 0   | 4   | -25 |     | 2   | 1.7     | 12   | 6.4           | 24   | 2.5            | 23   |
| 5.75 Mar-29              | 2.8  | 8.9             | 118%           | 3.56  | -9  | -24 | 2.55      | 6                   | 1   | 5   | -16 |     | 6   | 2.1     | 8    | 4.4           | 21   | 3.1            | 21   |
| 2.75 Jul-29              | 3.2  | 0.0             | 100%           | 3.63  | -8  | -25 | 2.61      | 5                   | 0   | 3   | -8  |     | 8   | 1.3     | 17   | 1.9           | 18   | 3.6            | 20   |
| 0.05 Nov-29              | 3.7  | 0.0             | 61%            | 3.68  | -8  | -24 | 2.64      | 4                   | -1  | 3   | -6  |     | 8   | 0.9     | 24   | 0.9           | 15   | 3.9            | 17   |
| 0.95 May-30              | 4.0  | 0.0             | 100%           | 3.74  | -9  | -23 | 2.70      | 7                   | -2  | 5   | -2  |     | 12  | 0.9     | 22   | 1.3           | 17   | 4.2            | 16   |
| 5.00 Sep-30              | 4.1  | 0.0             | 121%           | 3.77  | -11 | -24 | 2.79      | 13                  | -2  | 5   | 4   |     | 15  | 1.5     | 16   | 3.4           | 20   | 4.4            | 15   |
| 3.95 Oct-30              | 4.2  | 0.0             | 10%            | 3.68  | -10 | -20 | 2.70      | 3                   | -1  | 6   | -8  |     | 5   | 2.0     | 9    | 11.6          | 26   | 3.9            | 18   |
| 1.20 Mar-31              | 4.7  | 0.0             | 100%           | 3.88  | -7  | -19 | 2.83      | 14                  | -1  | 7   | 5   |     | 16  | 0.9     | 23   | -2.2          | 10   | 4.8            | 14   |
| 6.20 Jun-31              | 4.4  | 0.0             | 103%           | 3.93  | -5  | -16 | 2.98      | 26                  | -1  | 10  | 4   |     | 26  | 3.2     | 1    | -4.1          | 7    | 5.2            | 11   |
| 1.75 Jun-32              | 5.8  | 0.0             | 100%           | 4.05  | -8  | -19 | 2.99      | 19                  | -2  | 6   | 12  |     | 23  | 0.6     | 26   | -2.4          | 9    | 5.2            | 12   |
| 4.50 Nov-32              | 5.7  | 3.7             | 130%           | 4.12  | -9  | -20 | 3.14      | 31                  | -2  | 6   | 16  |     | 33  | 1.6     | 15   | -4.6          | 5    | 5.5            | 6    |
| 3.00 Mar-33              | 6.0  | 0.0             | 74%            | 4.18  | -9  | -19 | 3.14      | 30                  | -2  | 5   | 21  |     | 34  | 1.3     | 19   | -7.1          | 3    | 5.5            | 4    |
| 2.00 Oct-33              | 6.8  | 0.0             | 100%           | 4.28  | -6  | -17 | 3.20      | 31                  | -1  | 6   | 22  |     | 34  | 1.2     | 20   | -9.4          | 1    | 5.6            | 3    |
| 4.90 Apr-34              | 6.5  | 4.0             | 114%           | 4.29  | -8  | -18 | 3.31      | 40                  | -2  | 6   | 26  |     | 41  | 2.3     | 3    | -4.5          | 6    | 5.7            | 1    |
| 4.25 Oct-34              | 7.1  | 12.6            | 74%            | 4.36  | -7  | -16 | 3.35      | 40                  | -2  | 7   | 26  |     | 42  | 2.1     | 6    | -5.0          | 4    | 5.6            | 2    |
| 3.50 May-35              | 7.5  | 11.8            | 117%           | 4.37  | -7  | -14 | 3.32      | 34                  | -3  | 7   | 21  |     | 38  | 1.8     | 11   | 0.7           | 14   | 5.4            | 7    |
| 5.30 Sep-35              | 7.4  | 14.6            | 59%            | 4.41  | -8  | -16 | 3.45      | 45                  | -2  | 6   | 30  |     | 46  | 2.5     | 2    | -0.7          | 13   | 5.5            | 5    |
| 4.55 Oct-35              | 7.6  | 0.0             | 10%            | 4.35  | -7  | -18 | 3.36      | 35                  | -3  | 4   | 23  |     | 37  | 1.3     | 18   | 6.0           | 23   | 5.2            | 10   |
| 3.60 Jun-36              | 8.2  | 3.2             | 67%            | 4.47  | -7  | -14 | 3.43      | 38                  | -1  | 6   | 27  |     | 42  | 1.6     | 13   | 1.2           | 16   | 5.3            | 8    |
| 4.20 Dec-36              | 8.5  | 0.0             | 100%           | 4.47  | -5  | -12 | 3.47      | 39                  | -2  | 8   | 26  |     | 40  | 2.2     | 5    | 5.9           | 22   | 5.3            | 9    |
| 1.95 Jul-37              | 9.6  | 2.4             | 70%            | 4.61  | -4  | -11 | 3.47      | 35                  | -1  | 7   | 26  |     | 41  | 1.1     | 21   | -1.0          | 12   | 4.9            | 13   |
| 1.50 Apr-40              | 11.8 | 0.0             | 64%            | 4.74  | 1   | -13 | 3.58      | 34                  | 2   | 4   | 26  |     | 40  | 0.6     | 25   | 6.5           | 25   | 3.9            | 19   |
| 4.00 Apr-44              | 11.9 | 0.5             | 19%            | 4.93  | 1   | -6  | 3.93      | 60                  | 1   | 10  | 37  |     | 60  | 2.2     | 4    | -3.0          | 8    | 2.4            | 24   |

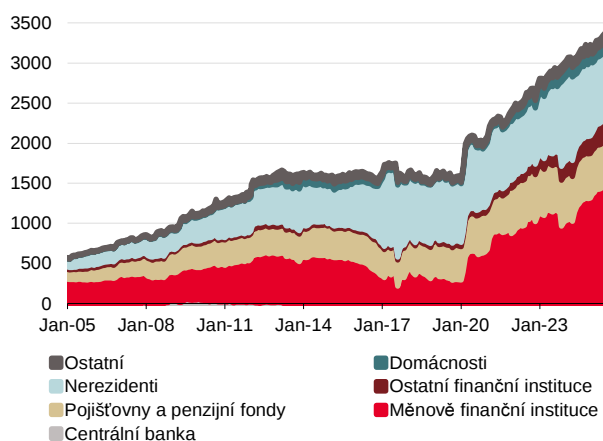
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 2025)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Korunový devizový trh



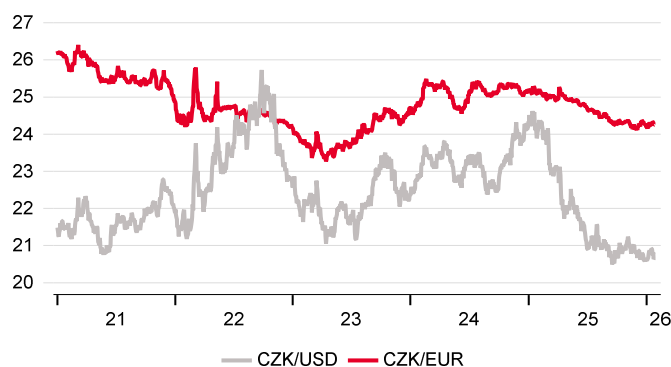
Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

### Koruna letos mírně posílí

Českou měnu mohou navzdory relativně příznivému globálnímu sentimentu v nejbližších měsících dostávat pod tlak sázky finančních trhů na další snížení úrokových sazeb ČNB. My ovšem v základním scénáři letos s uvolněním domácí měnové politiky nepočítáme. Koruna by se proto podle nás měla od druhého čtvrtletí s podporou rozšířeného úrokového diferenciálu a solidního růstu české ekonomiky vrátit v páru s eurem zpět k apreciaci. To ale bude částečně kompenzovat souběžné obnovení zpevňování amerického dolaru, které naopak typicky měnám rozvíjejících se trhů neprospívá. Celkově tak po počátečním oslabení očekáváme do konce roku mírné posílení tuzemské měny k hladině 24,10 CZK/EUR.

Krátkodobě může korunu udržet pod tlakem holubičí ČNB a zpomalení inflace. Koruna se poslední čtyři měsíce usadila v pásmu 24,10-24,40 CZK/EUR. Nedávné oslabení k horní hraně tohoto rozpětí souviselo hlavně se zužováním úrokového diferenciálu, které odráželo rostoucí sázky finančních trhů na snížení sazeb ČNB v letošním roce, a to v souvislosti se změkčením rétoriky centrální banky na jejím prosincovém zasedání a vidinou poklesu celkové inflace pod 2% cíl v letošním roce. To částečně kompenzoval vývoj na globálních devizových trzích, který byl obecně měnám rozvíjejících se trhů nakloněn, na rozdíl od amerického dolaru. Působení obou faktorů přitom může zůstat aktuální i v prvním čtvrtletí letošního roku. Vnější předpoklady počítají na konci Q1 26 s kurzem dolaru vůči euru poblíž 1,20 USD/EUR. Holubičí narativ ČNB by pak mohlo přivítat zpomalení celkové inflace pod 2% cíl centrální banky na začátku roku.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu

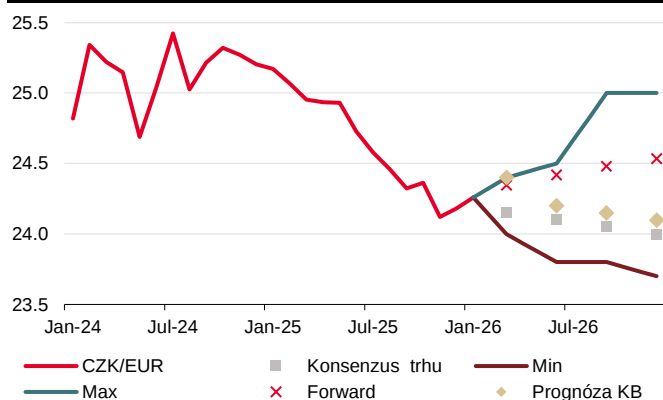


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V průběhu roku korunu podpoří změna očekávání ohledně ČNB i solidně rostoucí domácí ekonomika. V našem základním scénáři ČNB sazby letos ze současné úrovně již nesníží. Měly by ji k tomu vést nadále zvýšené jádrové inflační tlaky, které navíc mohou ve druhé polovině roku nabírat na síle v souvislosti s uvolněním fiskální politiky. Ruku v ruce s tím očekáváme rozevření úrokového diferenciálu. Apreciaci podpoří i svižně rostoucí tuzemská ekonomika, která by podle našeho odhadu měla letos na celoroční bázi eurozónu předčít o silných 1,7 pb po loňských 1,2 pb. Očekáváme, že tyto příznivé vlivy bude částečně kompenzovat globální sentiment. Ten podle vnějších předpokladů naší prognózy začne od druhého čtvrtletí favorizovat zámořská aktiva. Do konce roku v souvislosti s tím předpokládáme posílení dolaru vůči euru na 1,14 USD/EUR.

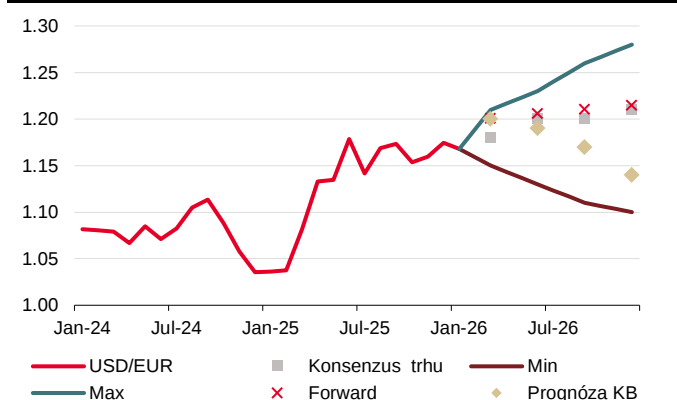
**Celkově očekáváme, že koruna může krátkodobě čelit spíše depreciačním tlakům, avšak ve zbytku roku by k euru měla mírně zpevňovat.** Na konci letošního prvního čtvrtletí očekáváme hodnotu 24,40 CZK/EUR. Postupné posilování by se následně mělo obnovit s rozšířením úrokového diferenciálu a nadále solidním růstovým tempem tuzemské ekonomiky. To ale bude s ohledem na souběžné posilování amerického dolaru pouze pozvolné. Na konci roku očekáváme kurz 24,10 CZK/EUR.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 1. 2026)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 1. 2026)



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

#### Prognóza kurzu koruny (konec období)

|         | Q1 26f | Q2 26f | Q3 26f | Q4 26f |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR | 24,40  | 24,20  | 24,15  | 24,10  |
| CZK/USD | 20,30  | 20,35  | 20,65  | 21,15  |
| USD/EUR | 1,20   | 1,19   | 1,17   | 1,14   |

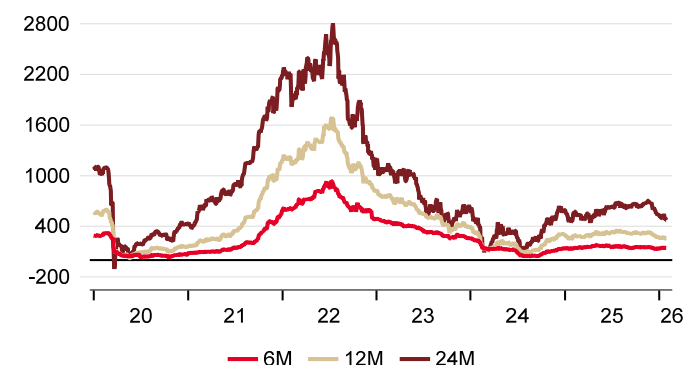
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Prognóza kurzu koruny k euru zůstává zhruba beze změny. To je výsledkem lepšího domácího ekonomického výhledu, který však částečně kompenzuje výrazně méně příznivý globální sentiment patrný v silnějším americkém dolaru.

#### Další vývoj je stále spojen s výraznou nejistotou

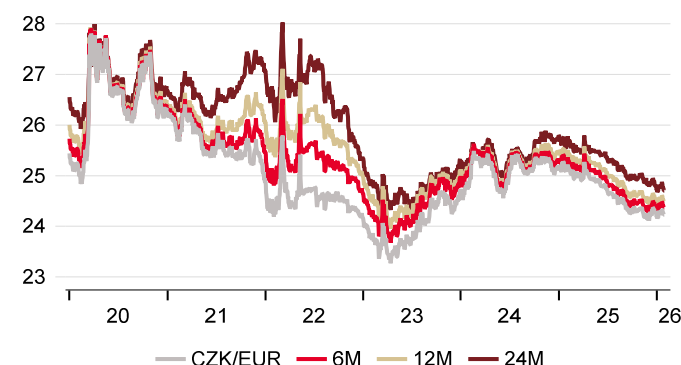
**Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná.** Souvisí především s nejistotou ohledně dopadů celních bariér na tuzemskou ekonomiku a EU, respektive nastavení měnových politik ČNB a ECB. V případě ČNB je přitom riziko více vychýleno k uvolněnější měnové politice, a tedy i slabší koruně. Obecnou nejistotou s potenciálním dopadem do tržního vnímání všech středoevropských měn zůstává i další vývoj války na Ukrajině.

#### 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 neočekávají zásadní výkyvy kurzu koruny.** Implikovaná volatilita stejně jako index volatility zůstávají nízko. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí mohly podmínky pro zajištění se zpomalením celkové inflace na začátku roku a holubičím očekáváním trhů ohledně ČNB dočasně mírně zlepšit, ve zbytku roku by však již měl převažovat negativní vliv posilujícího spotového kurzu.

## Bankovní sektor



Kevin Tran Nguyen  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz

### Stabilní úvěrové toky povzbuzují ekonomiku

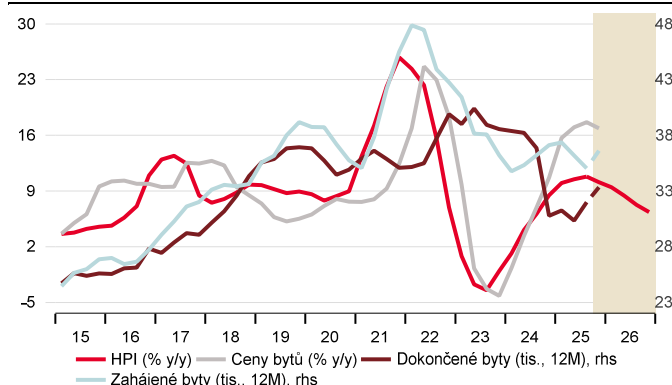
Zvýšená úvěrová aktivita retailového segmentu se z loňského roku přenesla i do tohoto letošního. Výrazněji posílit by ale měl firemní sektor. Pozitivní úvěrový impuls zůstane solidní na pozadí silného růstu české ekonomiky, uvolněnější fiskální politiky a jen mírné restriktce měnové politiky. Poptávka po financování bydlení a spotřeby domácností zůstane vysoká, prostor pro výraznější nárůst objemů je ale podle nás omezený. Podobně vnímáme i potenciál zrychlení růstu cen nemovitostí. Ten pravděpodobně zpomalí, přesto ale zůstane na vysoké úrovni a zřejmě opět předčí mzdový růst. Investiční apetit by se letos měl zlepšit navzdory utaženějším finančním podmínkám s ohledem na obnovenou důvěru v ekonomiku a růst agregátní poptávky. Míra selhání setrvává poblíž historických minim, což by mělo poskytovat dostatek prostoru pro silný růst bankovního úvěrování.

Nemovitostní a hypoteční trhy se přehřívají. Růst cen nemovitostí a objemu nových hypotečních úvěrů by ale již neměl více zrychlit. V obou případech ale zůstane silný.

### Nemovitostní a hypoteční trh přecházejí do fáze zpomalující expanze

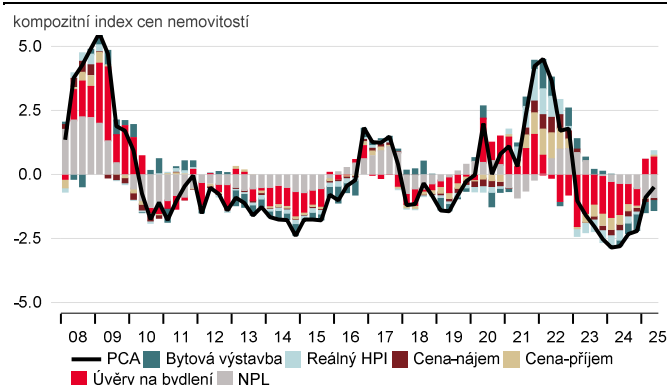
Navzdory mírnému zpomalení zůstane růst cen nemovitostí zvýšený, a to i kvůli strukturální nerovnováze na domácím realitním trhu. Růst cen nemovitostí dle HPI v Q3 25 dosáhl 10,8 % y/y, oproti Q2 ale vykázal lehké známky zpomalení. Mezičtvrtletně byly ceny nemovitostí v Q3 vyšší o 2,4 % (vs 2,6 % v Q2). Zpomalení bylo především zásluhou novostaveb, zatímco dynamika u starších obydlí mírně zrychlila. Signály ohledně zpomalování z ostatních cenových indikátorů jsou smíšené. Nabídkové ceny bytů v Q4 25 narostly o téměř 17 % y/y, mezičtvrtletní profil ale indikuje určité ochlazení. Zpomalení mezičtvrtletního růstu v Q3 25 zaznamenaly i realizované ceny bytů. Naproti tomu ale transakční data *Flat Zone* vykazují stále zvýšený růst cen pražských bytů v prvoprodeji, který v Q4 25 dosáhl 13 % y/y oproti 11,3 % v Q3. Přehřívání nemovitostního trhu nicméně podle nás již dosáhlo vrcholu. Růst by tak měl v dalších čtvrtletích postupně slábnout. Vliv na to bude mít zmírnění cyklických tlaků skrze nižší růst mezd a objem naakumulovaných úspor domácností či omezený prostor pro pokles sazeb. Přetrvávající nesoulad mezi silnou poptávkou a omezenou nabídkou ovšem udrží cenový růst zvýšený. Odhadujeme, že růst HPI po loňských 10,4 % letos zpomalí na v průměru stále vysokých 7,9 %. Detailněji jsme realitní rezidenční trh komentovali zde: <https://bit.ly/HPM3Q25CZ>.

#### Zpomalení růstu cen nemovitostí bude vcelku omezené



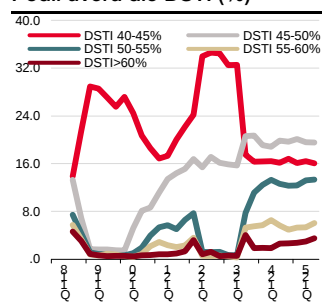
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k listopadu 2025) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q4 25. 12M značí dvanáctiměsíční úhmy.

#### Expanze nemovitostního trhu se dostává do starých kolejí



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., & Vrbavský, 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](https://www.nbs.sk/_img/documents/publik_nbs/fsr/biatec/rok2019/03-2019/05_biatec19-3_car.pdf)

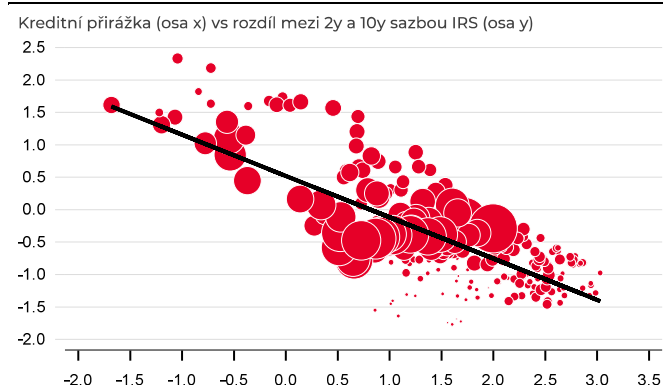
## Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

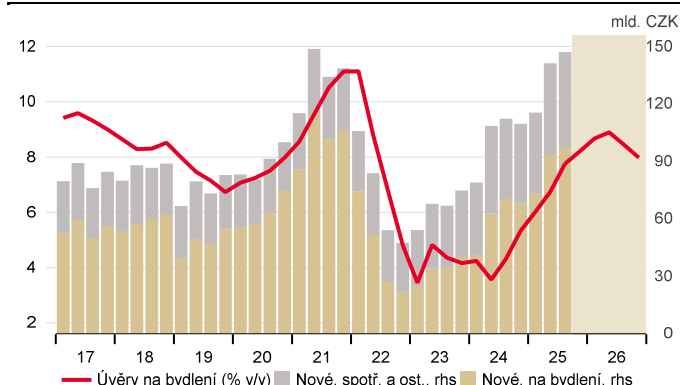
**Hypoteční trh letos dále silně poroste, objem nových úvěrů se ale oproti loňsku zřejmě citelně nezvýší.** V úhrnu k listopadu narostl objem (čistých) nových úvěrů na bydlení o téměř 50 % a za celý rok zřejmě dosáhnul cca 360 mld. CZK. Předpokládáme, že letos bude objem podobný. Růst hypotečního trhu podle nás letos zpomalí na 8 % po námi odhadovaném růstu o 8,2 % v roce 2025.<sup>3</sup> Negativní vliv bude mít doporučení ČNB v oblasti investičních hypoték, které se optikou loňského roku týkalo zhruba 10 % celkového objemu. Hypoteční aktivita pravděpodobně výrazně nezrychlí, zůstane však silná. Vzhledem k omezené akumulaci rizik pro finanční stabilitu neočekáváme, že by došlo k znovuzavedení DSTI a DTI limitů v nejbližších čtvrtletích. Zrychlení hypoteční aktivity a růstu cen nemovitostí by ale riziko znovuzavedení zvyšovalo, zejména v H2 26.

## Vztah mezi kreditní přírázkou 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 přírůstek je vypočten jako rozdíl mezi realizovanou sazbou na bydlení a váženým průměrem příslušných sazeb IRS. Jedná se tak pouze o aproximaci.

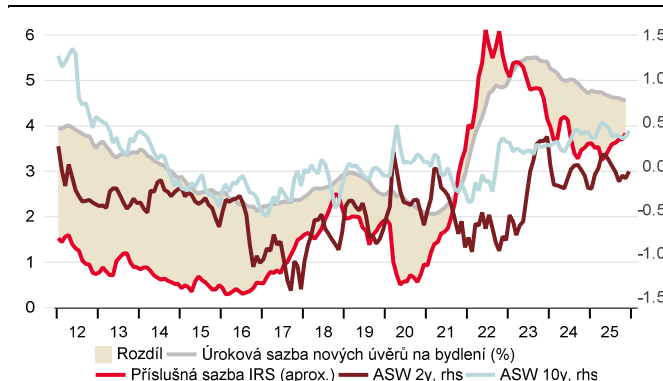
## Růst hypotečního trhu zůstane letos silný



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

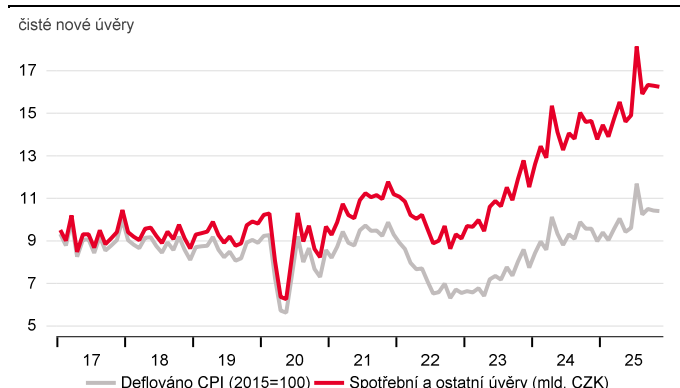
**Prostor pro pokles hypotečních sazeb je přivřený vzhledem ke stabilitě sazeb ČNB.** Vyšší úrovně tržních sazeb IRS a strmější tvar výnosové křivky limitují prostor pro zlevnění hypoték ke 4 %. Uvolnění měnové politiky by prostor jednoznačně otevřelo a zřejmě vedlo k akceleraci hypoteční aktivity i růstu cen nemovitostí. Letošní vysoký podíl refixací může vyvíjet tlak na nižší hypoteční sazby. Ty se ale přesto při refixaci většiny stávajících úvěrů výrazně zvýší, což ukrojí z disponibilního příjmu domácností a může brzdit spotřebu.

## Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



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

## Spotřebitelské financování silně roste i v reálném vyjádření



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

<sup>3</sup> Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období a značí meziroční růst.

Navzdory rychlému růstu úvěrování domácností, míra zadlužení narostla zatím jen mírně a zůstává pod průměrem z let 2015-2021.

## Spotřební financování rychle roste, míra zadlužení se ale zvyšuje jen mírně

**Růst úvěrů domácnostem předčil naše očekávání, a to včetně silné dynamiky spotřebitelského financování.** V reálném vyjádření byl objem spotřebního financování v úhrnu k listopadu za loňský rok oproti srovnatelnému období meziročně vyšší o 8,5 % a 11,2 % v nominálním vyjádření. Kreditní impuls domácností zůstává stabilně pozitivní a v Q4 25 dosahoval zhruba 0,5 % HDP. Ten letos pravděpodobně ekonomiku opět podpoří, nicméně vzhledem k našemu očekávání omezeného růstu nových objemů oproti roku 2025 bude podle nás kreditní impuls letos nižší. Růst spotřebního financování vloni pravděpodobně dosáhl 10,7 %. Pro letošní rok odhadujeme růst o 9,6 %. Navzdory rychlému růstu spotřebního financování ale nedochází k nadměrnému zvyšování zadlužení domácností. To je v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu v Q3 25 sice narostlo na 54 %, stále se však pohybuje výrazně pod hodnotami z let 2015-21. Objem spotřebitelských úvěrů k HDP letos naroste o 0,2 pb na 4,8 % HDP, podobně jako vloni. Odhad růstu spotřebního a hypotečního financování jsme navýšili s ohledem na zlepšený výhled pro ekonomiku a mzdový růst. Úvěrovou poptávku podpoří i fiskální expanze. Retailový trh i letos významně přispěje k růstu stavu úvěrů.

### Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

|                                   | Q2 25 | Q3 25 | Q4 25 | Q1 26 | 2Q 26 | Q3 26 | Q4 26 | Q1 27 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Bankovní úvěry</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 6,8   | 6,1   | 6,6   | 7,3   | 6,6   | 8,0   | 7,3   | 7,5   | 6,1  | 6,1  | 7,3  | 7,1  | 6,1  | 5,9  |
| Úvěry domácnostem na byt. potřeby | 6,7   | 7,8   | 8,2   | 8,7   | 8,9   | 8,4   | 8,0   | 7,5   | 4,4  | 7,2  | 8,5  | 6,7  | 5,5  | 5,7  |
| Spotřebitelské úvěry domácnostem  | 9,3   | 10,4  | 10,7  | 10,7  | 10,8  | 9,8   | 9,6   | 9,2   | 8,7  | 9,9  | 10,2 | 8,1  | 6,4  | 6,2  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 5,9   | 2,9   | 4,2   | 4,8   | 4,1   | 7,8   | 6,5   | 7,1   | 7,5  | 4,2  | 5,8  | 7,3  | 6,4  | 6,0  |
| <b>Bankovní vklady</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| <b>Celkem</b>                     | 4,8   | 3,6   | 4,1   | 5,4   | 6,1   | 7,5   | 4,7   | 7,3   | 7,4  | 4,1  | 5,9  | 6,5  | 5,1  | 4,8  |
| Obyvatelstvo                      | 4,8   | 4,7   | 5,0   | 5,0   | 5,6   | 5,7   | 5,4   | 5,7   | 8,0  | 5,1  | 5,4  | 5,6  | 5,1  | 4,6  |
| Nefinanční podniky                | 4,6   | 3,2   | 1,6   | 4,5   | 3,9   | 6,0   | 4,4   | 5,2   | 5,4  | 2,9  | 4,7  | 5,0  | 4,3  | 4,6  |
| Ostatní                           | 4,9   | 2,0   | 4,5   | 6,6   | 8,3   | 11,3  | 3,6   | 11,4  | 8,0  | 3,6  | 7,4  | 8,9  | 5,6  | 5,2  |
| <b>Podíl na HDP</b>               |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Podíl úvěrů na HDP                | 57,5  | 57,1  | 57,3  | 57,5  | 57,9  | 58,5  | 58,5  | 58,8  | 57,0 | 57,2 | 58,1 | 59,2 | 59,9 | 60,8 |
| Podíl vkladů na HDP               | 92,0  | 91,2  | 88,1  | 91,2  | 92,2  | 93,0  | 87,6  | 93,1  | 92,1 | 90,8 | 91,0 | 92,1 | 92,4 | 92,8 |
| Podíl úvěrů na vkladech           | 62,5  | 62,6  | 65,1  | 63,1  | 62,8  | 62,9  | 66,7  | 63,2  | 61,9 | 63,0 | 63,9 | 64,3 | 64,9 | 65,6 |
| <b>Úrokové sazby</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 4,7   | 4,6   | 4,5   | 4,5   | 4,4   | 4,3   | 4,3   | 4,3   | 5,0  | 4,6  | 4,4  | 4,3  | 4,3  | 4,4  |
| Spotřebitelské úvěry              | 8,0   | 8,0   | 7,9   | 8,1   | 8,1   | 8,3   | 8,4   | 8,5   | 8,8  | 8,0  | 8,2  | 8,5  | 8,5  | 9,0  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 4,8   | 5,3   | 5,1   | 5,1   | 5,0   | 5,1   | 5,1   | 5,1   | 6,3  | 5,2  | 5,1  | 5,0  | 4,6  | 4,7  |
| <b>Podíl úvěrů v selhání</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |      |      |      |
| Úvěry pro bytové potřeby          | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,8   | 0,8   | 0,9   | 1,0   | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 1,1  | 1,3  | 1,5  |
| Spotřebitelské úvěry              | 4,2   | 4,2   | 4,1   | 4,4   | 4,7   | 5,2   | 5,5   | 5,9   | 4,2  | 4,2  | 4,9  | 6,2  | 6,9  | 7,8  |
| Úvěry nefinančním podnikům        | 2,6   | 2,5   | 2,4   | 2,4   | 2,3   | 2,4   | 2,5   | 2,7   | 2,5  | 2,5  | 2,4  | 3,0  | 3,8  | 4,8  |

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

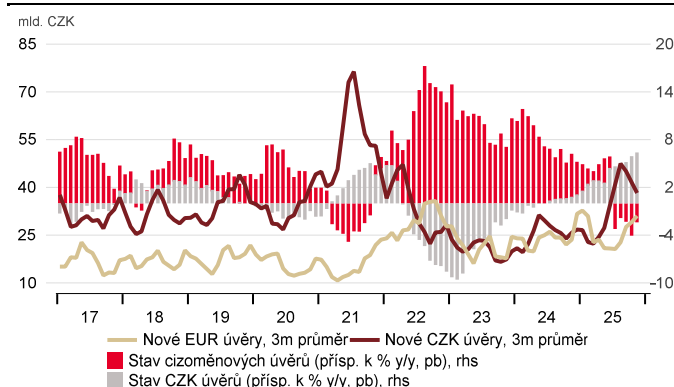
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Silnější ekonomika a obnovená důvěra firem podpoří nárůst úvěrové poptávky napříč segmenty, a to navzdory utaženějším finančním podmínkám.

## Zvýšený investiční apetit na pozadí fiskální expanze a silnější ekonomiky

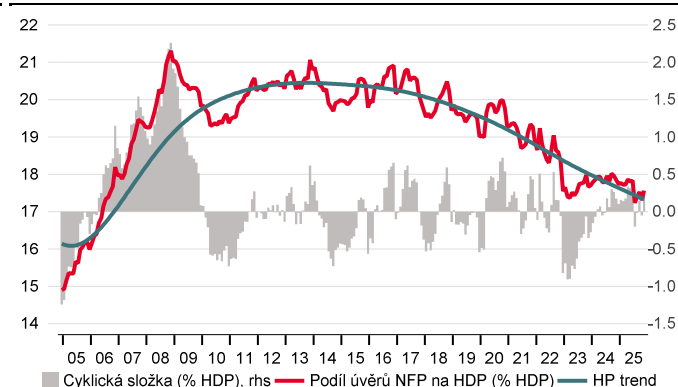
**Úvěrová aktivita nefinančních podniků (NFP) vloni v H2 25 oživila navzdory převládající nejistotě a americkým celním bariérám.** Růst úvěrů NFP ale zůstal relativně nízký (+4 % y/y v listopadu). Vliv na to měla silnější koruna snižující hodnotu cizoměnových úvěrů ale i vyšší objem splacení. Vliv kurzu v závěru roku podle našeho odhadu snižoval růst stavu úvěrů NFP o zhruba 2 pb. Objem nových korunových (CZK) úvěrů za leden-listopad meziročně stoupl o 33,3 %, zatímco objem těch eurových (EUR) jen o 5,3 % y/y. V poměru k HDP byl objem nových úvěrů v H2 25 i přes zvýšení v průměru nižší o 22 % oproti období 2014-19. Letos předpokládáme zvýšení objemů, což by mělo posílit i kreditní impuls úvěrů NFP, zejména skrze vyšší aktivitu malých a středně velkých podniků. To se již odráží ve vyšší poptávce po korunových úvěrech. Naproti tomu segment větších podniků stále častěji využívá k financování jiné možnosti než bankovní úvěr.

## Úvěrová aktivita NFP v druhé polovině roku 2025 citelně posílila



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

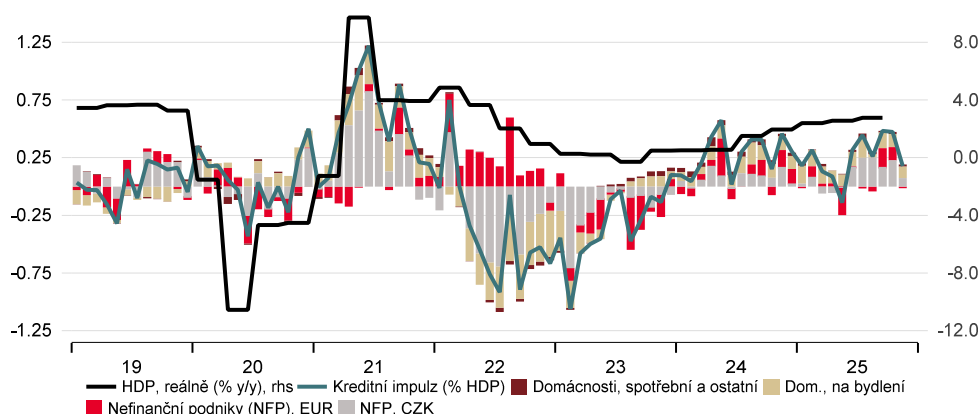
## Poměr úvěrů NFP na HDP se dostává mírně nad klesající trend



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

**Alternativní zdroje financování – emise dluhopisů, vnitropodnikové financování či skrze investiční fondy – bude i letos zčásti vytlačovat bankovní financování.** Stav úvěrů NFP v poměru k HDP podle nás ale bude dále narůstat. Naproti tomu bude působit expanzivnější fiskální politika vytlačující soukromé prostředky. Náš odhad pro růst úvěrů NFP jsme pro letošní rok zvedli na 6,5 % s ohledem na zlepšené vyhlídky pro domácí ekonomiku.

## Kreditní impuls přispívá k posilování české ekonomiky



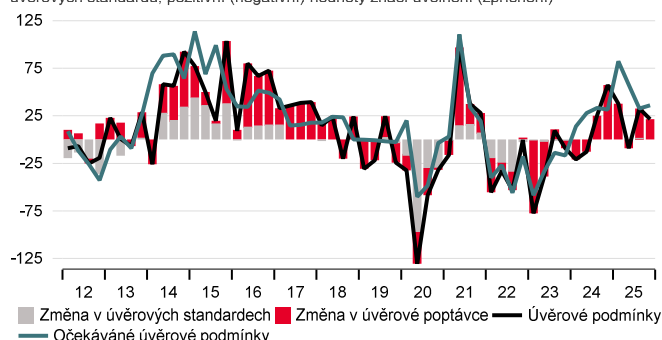
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 (k listopadu 2025) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q3 25).

**Z hlediska úrokových sazeb neočekáváme výraznější uvolnění finančních podmínek.** Růst tržních sazeb IRS s delší splatností by měl naopak podmínky částečně utahovat. Relativní výhoda EUR financování oproti CZK by se mohla v závěru roku snižovat z pohledu měnověpolitických sazeb vzhledem k našemu očekávání stability sazeb ČNB a postupnému zvýšení sazeb ECB v horizontu jednoho roku.

## Úvěrové podmínky indukují růst poptávky

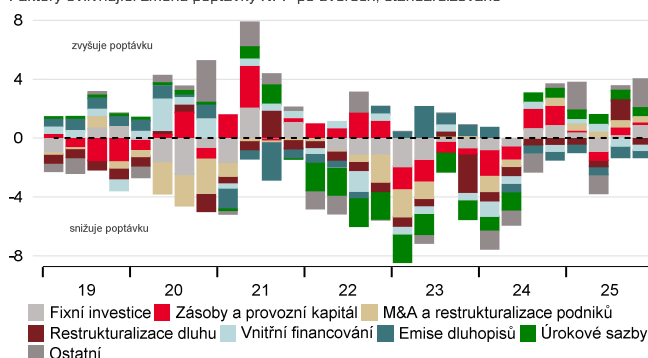
Úvěrové podmínky jsou rozdílem mezi (čistým) nárůstem poptávky a (čistým) zpřísněním úvěrových standardů, pozitivní (negativní) hodnoty značí uvolnění (zpřísnění)



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q4 25); úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vychází z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

## Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank

Faktory ovlivňující změnu poptávky NFP po úvěrech, standardizováno



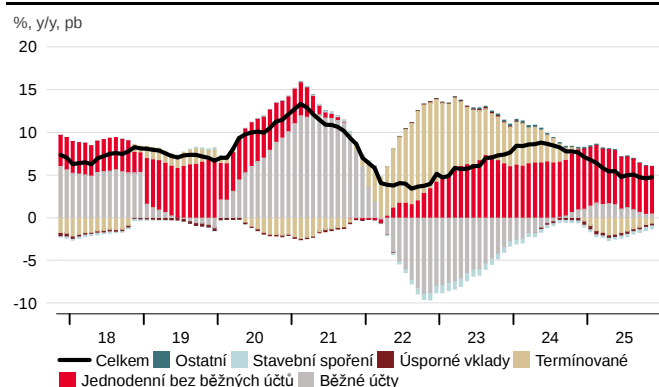
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Skládání hodnot v sloupcovém grafu slouží pouze pro vizualizaci. Položka *Ostatní* zahrnuje půjčky z jiných bank a nebankovních institucí, emise akcií a jiné.

Růst vkladů letos pravděpodobně zrychlí díky uvolnění fiskální politiky a zvýšené úvěrové aktivitě. Očekáváme však, že poměr úvěrů k vkladům poroste.

## Částečné narovnání nepochybně mezi úvěry a vklady

**Poměr úvěrů a vkladů by měl postupně narůstat.** To by mělo odrážet oživení úvěrové aktivity a pomalejší růst depozit vzhledem k nižším úrokovým sazbám. Výrazný převis vkladů nad úvěry by ale měl přetrvávat. K listopadu 2025 poměr úvěrů a depozit dosahoval 0,63x a meziročně se zvýšil jen nepatrně o dvě setiny. K tomu přispěly sektory domácností i firem. Růst depozit by letos nicméně měl oproti loňsku zesílit s ohledem na posílení úvěrové aktivity a obecně financování a také expanzivní fiskální politiku. Rostoucí depozitní báze a růst bilance bank podpoří absorpční kapacitu státních dluhopisů. Pro letošní rok odhadujeme nárůst vkladů v průměru o 5,9 %.

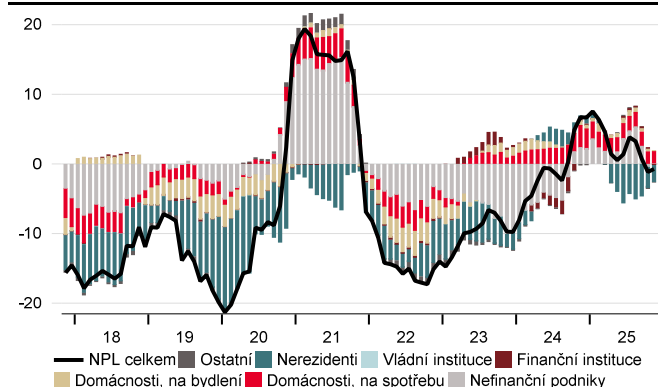
## Růst vkladů domácností se koncentruje na těch úročených



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Jednodenní vklady bez běžných účtů zahrnují i (netermínované) spořicí účty.

Míra selhání se navzdory expandujícímu finančnímu cyklu stále nachází poblíž minim a kumulace rizik je zatím nízká.

## Objem úvěrů v selhání je meziročně opět níže (% , y/y)



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

## Nízká míra selhání nabízí prostor pro navýšení úvěrování v ekonomice

**Míra selhání (podíl nesplacených úvěrů – NPL) zůstává poblíž historických minim** a poskytuje tak prostor k výraznějšímu posílení financování, a to i vzhledem ke stabilní a rostoucí silné depozitní bázi. Napříč sektory zůstává míra kreditního rizika v posledních čtvrtletích stabilní. Mírný růst míry selhání spotřebních úvěrů se v Q4 25 zastavil, zatímco u úvěrů na bydlení míra selhání dokonce lehce klesala a v listopadu 2025 dosáhla 0,67 %. U firem zůstává situace podobně příznivá. Dle *Šetření úvěrových podmínek* bank ČNB (Q4 25) banky očekávají mírný nárůst úvěrových ztrát u úvěrů na spotřebu a NFP, zatímco u úvěrů na bydlení větší část bankovního trhu očekává naopak pokles. I proto se nám zdá znovuzavedení limitů DSTI a DTI zatím nepravděpodobné.

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

|                             |                  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|-----------------------------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| HDP                         | reálný, %        | 2,9  | 0,2  | 1,1  | 2,6  | 2,7  | 2,7  | 2,3  | 2,2  |
| Inflace                     | průměr období, % | 15,1 | 10,8 | 2,4  | 2,5  | 1,6  | 2,3  | 2,1  | 2,0  |
| Běžný účet platební bilance | % HDP            | -4,7 | -0,1 | 1,7  | 0,5  | 0,9  | 0,6  | 0,5  | 0,4  |
| 3M PRIBOR                   | průměr, %        | 6,3  | 7,1  | 5,0  | 3,6  | 3,6  | 3,5  | 3,1  | 3,1  |
| CZK/EUR                     | průměr           | 24,6 | 24,0 | 25,1 | 24,7 | 24,2 | 24,1 | 23,9 | 23,7 |
| CZK/USD                     | průměr           | 23,4 | 22,2 | 23,2 | 21,9 | 20,6 | 20,9 | 20,8 | 20,6 |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby – výhled

|           |                 | 28-01-2026 | Mar-26 | Jun-26 | Sep-26 | Dec-26 | Mar-27 |
|-----------|-----------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CZK/EUR   | konec období    | 24,3       | 24,40  | 24,20  | 24,15  | 24,10  | 24,10  |
| USD/EUR   | konec období    | 1,20       | 1,20   | 1,19   | 1,17   | 1,14   | 1,15   |
| CZK/USD   | konec období    | 20,3       | 20,30  | 20,35  | 20,65  | 21,15  | 20,95  |
| 3M PRIBOR | konec období, % | 3,46       | 3,55   | 3,55   | 3,55   | 3,60   | 3,60   |
| 10Y IRS   | konec období, % | 3,93       | 3,95   | 4,15   | 4,20   | 4,25   | 4,30   |

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

|                      |                        | IV-25  | V-25   | VI-25  | VII-25 | VIII-25 | IX-25  | X-25   | XI-25  | XII-25 |
|----------------------|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Inflace (CPI)        | %, y/y                 | 1,8    | 2,4    | 2,9    | 2,7    | 2,5     | 2,3    | 2,5    | 2,1    | 2,1    |
| Inflace (CPI)        | %, m/m                 | -0,1   | 0,5    | 0,3    | 0,5    | 0,1     | -0,6   | 0,5    | -0,3   | -0,3   |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, y/y                 | -1,3   | -0,8   | -0,7   | -1,2   | -0,8    | -1,0   | -1,2   | -1,3   | -2,1   |
| Výrobní ceny (PPI)   | %, m/m                 | -0,8   | -0,6   | -0,2   | 0,1    | 0,0     | -0,4   | -0,1   | 0,3    | -0,2   |
| Míra nezaměstnanosti | %, MPSV                | 4,3    | 4,2    | 4,2    | 4,4    | 4,5     | 4,6    | 4,6    | 4,6    | 4,8    |
| Průmyslová produkce  | %, y/y, stálé ceny     | -1,5   | -0,7   | 3,2    | 4,9    | -4,1    | 3,9    | 1,1    | -0,3   | n.a.   |
| Průmyslové tržby     | %, y/y, běžné ceny     | -2,4   | -0,7   | 4,6    | 2,8    | -5,6    | 2,4    | -1,7   | -2,5   | n.a.   |
| Stavebnictví         | %, y/y, stálé ceny     | 3,3    | 12,6   | 14,5   | 8,9    | 12,3    | 13,4   | 8,0    | 7,0    | n.a.   |
| Zahraniční obchod    | mld. CZK (nár. met.)   | 18,3   | 11,2   | 27,9   | -1,2   | 3,0     | 30,6   | 24,2   | 16,2   | n.a.   |
| Běžný účet PB        | mld. CZK               | 24,8   | -19,3  | -63,8  | -30,1  | -9,4    | 25,5   | 16,8   | 8,2    | n.a.   |
| Finanční účet PB     | mld. CZK               | 15,2   | -4,4   | -51,1  | -12,5  | -27,4   | 90,1   | 55,6   | -26,5  | n.a.   |
| M2                   | %, y/y                 | 3,2    | 3,5    | 2,9    | 3,0    | 2,8     | 3,2    | 2,8    | 3,3    | n.a.   |
| Státní rozpočet      | mld.CZK (od zač. roku) | -126,1 | -170,5 | -152,4 | -168,2 | -165,4  | -153,9 | -183,1 | -232,5 | -290,7 |
| 3M PRIBOR            | %, průměr              | 3,68   | 3,53   | 3,51   | 3,49   | 3,50    | 3,49   | 3,53   | 3,55   | 3,54   |
| CZK/EUR              | průměr                 | 25,0   | 24,9   | 24,8   | 24,6   | 24,5    | 24,3   | 24,3   | 24,2   | 24,3   |
| CZK/USD              | průměr                 | 22,3   | 22,1   | 21,5   | 21,1   | 21,0    | 20,7   | 20,9   | 21,0   | 20,7   |

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 nezkreslený 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 vyplývajícimu 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 Gurtler**  
(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



**Johannes 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



**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



**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