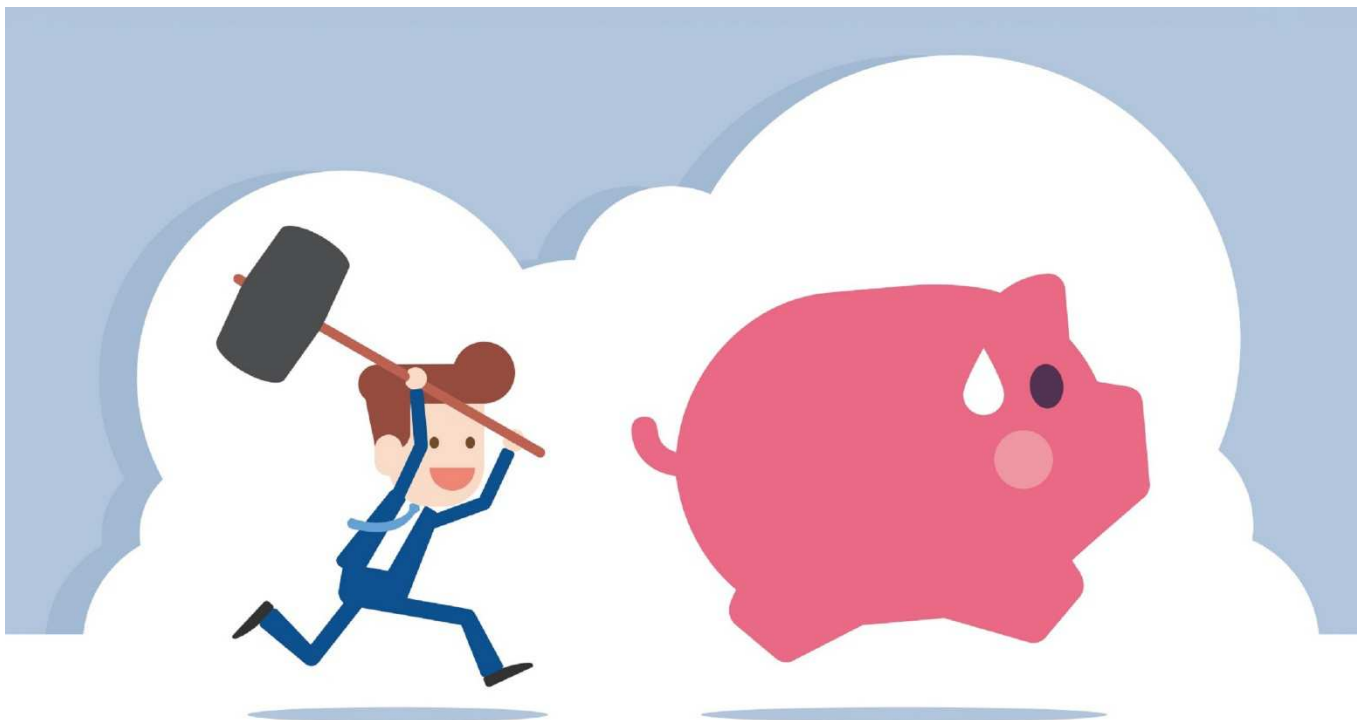


Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Nová éra fiskální dominance



©gettyimages

■ **Po dočasném oslabení ekonomika v příštím roce opět oživí** Očekáváme, že česká ekonomika ve druhé polovině letošního roku zaznamená významné zhoršení své výkonnosti, když se působení amerických cel změní z pozitivního na negativní. V příštím roce by ale hospodářský růst měl podpořit silný fiskální impuls související s nástupem nové vlády. Po letošním růstu HDP o 2,1 % taženého silnou první polovinou roku odhadujeme v roce 2026 zpomalení na 1,6 %.

■ **Inflace v roce 2026 klesne pod 2 %, následně se ale opět vrátí nad cíl ČNB** Za poklesem pod dvouprocentní cíl centrální banky budou podle nás v příštím roce stát zejména nižší ceny energií a pohonných hmot, včetně efektu plánovaného převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát. Posléze se však v cenovém vývoji projeví oživení domácí poptávky tažené expanzivní fiskální politikou. Letošní inflaci odhadujeme na 2,4 % a v roce 2026 její pokles na 1,5 %.

■ **Centrální banka vlivem očekávané fiskální expanze sazby již dále snižovat nebude** V naší prognóze tedy už neočekáváme další snižování repo sazby ČNB, která podle nás po delší dobu zůstane na současných 3,5 %. Bankovní rada uvádí fiskální politiku mezi hlavními proinflačními riziky, přestože ta podle nás dosud působila na ekonomiku zhruba neutrálně.

■ **Fiskální stimul bude tlačit na vyšší tržní sazby** Zpomalení dynamiky HDP přibrzdí korunové úrokové sazby v cestě vzhůru. V roce 2026 však k obnovení jejich vzestupného trendu přispěje zejména uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí.

■ **Koruna si vybere oddechový čas** Současné nadhodnocení koruny v kombinaci s přibližnou stagnací ekonomiky v H2 25 přeruší její posilování. To by se mělo obnovit až s rozjezdem domácí ekonomické aktivity v průběhu příštího roku.



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

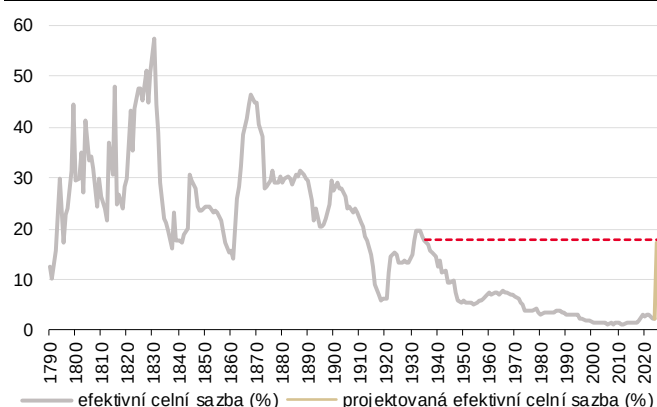
Cla se začala vybírat a tuzemský průmysl trpí



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

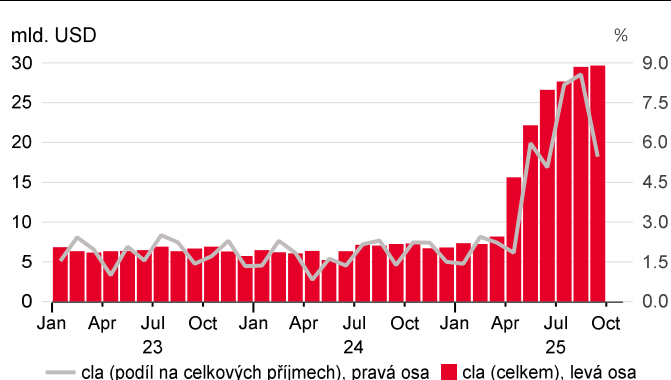
Letní vydání Ekonomických výhledů, které jsme publikovali s podtitulem *Zatím příliš netrkají, přesto ostré rohy mají*, se po třech měsících ukázalo téměř jako prorocké. **Zatímco tržní konsensus či například ČNB očekávaly pokračování či dokonce zrychlování již tak silné celkové dynamiky ekonomické aktivity, my jsme varovali před jejím významným útlumem. A toto naše varování se v podstatě naplnilo.** A to nejenom z titulu samotného zavedení dovozních cel do USA, které na evropské země začalo platit od 7. srpna s plošnou sazbou na většinu zboží ve výši 15 %, ale i kvůli efektu předzásobení. Americké firmy a domácnosti se totiž před zavedením cel předzásobovaly statky z dovozu, než kvůli clům zdraží, v létě se logicky dostavil pravý opak.

Aktuální celní sazba na dovoz do USA je nejvyšší od roku 1934



Zdroj: The Budget Lab at Yale, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

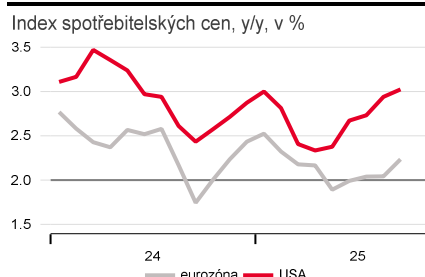
Příjmy amerického federálního rozpočtu z cel rychle rostou



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

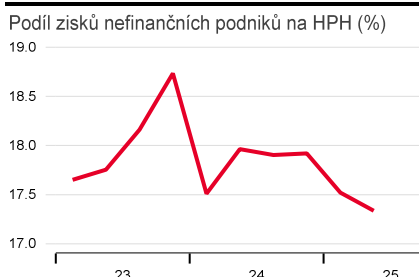
Nárůst výběru cel ve Spojených státech je markantní. Ještě na počátku roku se měsíční výběr cel pohyboval v řádech jednotek miliard USD, v srpnu a září již činil téměř 30 mld. USD. Vybraná cla samozřejmě musel někdo zaplatit. Možnosti jsou v zásadě tři: 1) americký spotřebitel ve vyšších cenách zboží, 2) americké firmy na úkor svých ziskových marží kvůli vyšším nákladům, 3) vývozci, kteří jsou americkými odběrateli tlačeni k nižším cenám, tedy též na úkor svých ziskových marží. Dosud zveřejněné indikátory naznačují, že dopad byl zřejmý ve všech těchto segmentech.

Inflace v USA se zvyšuje od letošního jara rychleji než v eurozóně



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ziskové marže amerických firem letos klesají



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Německé vývozní ceny letos klesají, částečně ale i kvůli silnějšímu euru



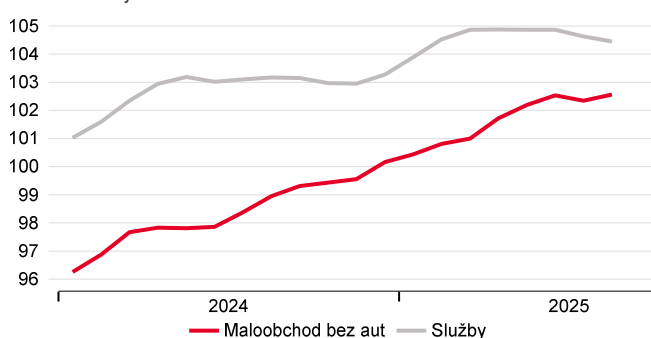
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Česká exportně zaměřená ekonomika s vysokým podílem průmyslu se dopadu zavedení cel nemohla vyhnout. A i v českém případě platí, že první polovina roku byla pozitivně poznamenána efektem předzásobení a robustní domácí poptávkou, když zejména růst mezd ve druhém čtvrtletí překonal veškerá očekávání. V létě nicméně přišlo ochlazení ekonomické aktivity. A zatímco tedy HDP v reálném vyjádření si v průběhu prvního kvartálu polepšil

mezičtvrtletně o 0,7 % a ve druhém o 0,5 %, ve třetím čtvrtletí se podle našich odhadů růst zastavil. Silný růst mezd ve druhém čtvrtletí se jeví jako jednorázový, dynamika spotřebitelské poptávky při pohledu na vývoj maloobchodních tržeb či služeb během letních měsíců slábla. Ještě horší je situace v průmyslu, kde počínaje květnem reálná produkce ve zpracovatelském průmyslu čtyři měsíce v kuse meziměsíčně klesala.

Reálné tržby za prodej služeb během letních měsíců klesaly, v maloobchodě zhruba stagnovaly (2019=100, SA, 3MA)

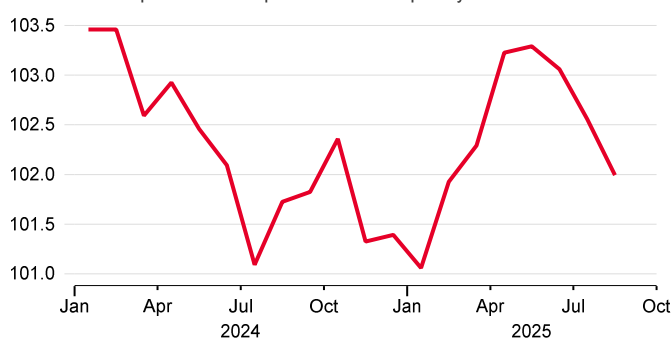
Úroveň reálných tržeb



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

Produkce zpracovatelského průmyslu zaznamenala začátkem roku oživení, nyní ale opět klesá (2019=100, SA, 3MA)

Úroveň reálné produkce ve zpracovatelském průmyslu

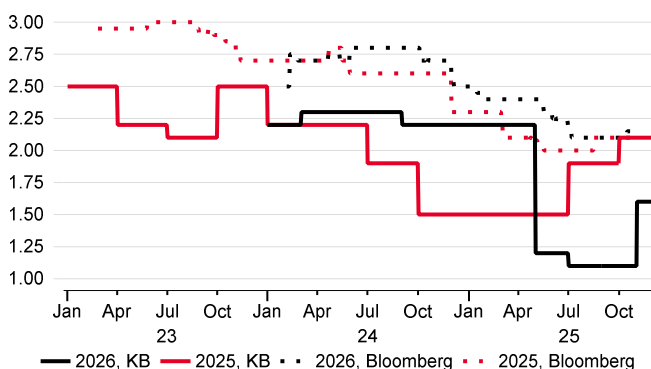


Zdroj: Macrobond, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika zpomaluje a inflace míří k cíli, což by mohlo vytvářet tlak na pokles úrokových sazeb. Námi avizované ochlazení ekonomické aktivity pro druhou polovinu letošního roku se tedy dostavilo. Zrovna tak se víceméně v souladu s naší červencovou prognózou vyvíjela inflace. Od červnového lokálního vrcholu na meziročních 2,9 % postupně směřuje ke dvouprocentnímu cíli. Aktuálních 2,3 % za září je příslibem, že ke konci letošního roku inflace v blízkosti 2 % bude. Její jádrová složka je ovšem zvýšená (2,8 % v září), a to zejména kvůli vyšší dynamice cen ve službách. I jádrová inflace dosáhne v příštím roce cíle. Následně se ale bude v důsledku fiskálního impulsu opět zvyšovat.

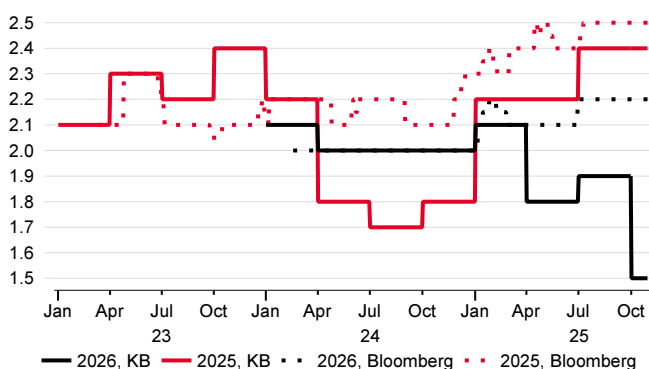
Ve srovnání se srpnovou prognózou ČNB je tedy aktuální hospodářský růst i inflace pod předpokládaným vývojem dle centrální banky, a proto jsme před třemi měsíci předpokládali, že bankovní rada ještě do konce roku přistoupí k dalšímu snížení úrokových sazeb.

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

Výsledek parlamentních voleb a rétorika centrálních bankéřů dalšímu snížení úrokových sazeb ale nenahrávají. Centrální bankéři vnímají zejména proinflační rizika z titulu zvýšené

jádrové inflace, inflace ve službách a pokračujícího rychlého růstu mezd. Zápis ze zářijového jednání bankovní rady ČNB dále uvádí, že „Diskutovány byly i další proinflační rizika a nejistoty. Za největší z nich A. Michl považuje přetrvávající deficit sektoru vládních institucí.“¹ Jak uvádíme v části věnující se fiskální politice, obáváme se, že dosavadní konsolidační úsilí, které i tak bylo vnímáno ze strany centrálních bankéřů jako nedostatečné, bude naopak následovat rozvolnění pravidel rozpočtové odpovědnosti. Ve speciálním boxu odhaduje Jaromír Gec obecné kvalitativní a kvantitativní dopady fiskální expanze na nejdůležitější makroekonomické a finanční veličiny. Hlavním výsledkem je podle této separátní modelové simulace dočasně vyšší reálný HDP a inflace, a v reakci na to i tlak na nárůst úrokových sazeb.

I když se tedy naplňuje náš předpoklad ochlazení ekonomické dynamiky pro druhou polovinu letošního roku, růstové vyhlídky pro letošní i příští rok zlepšujeme. Pro letošek tak předpokládáme hospodářský růst o 2,1 % (o 0,2 pb více než v červencové prognóze), což víceméně odpovídá tržnímu konsensu a je výsledkem především silné první poloviny roku. Očekávaný růst pro rok 2026 jsme vylepšili o 0,5 pb na 1,6 %, a to zejména díky našemu předpokladu fiskálního impulsu ze strany nové vlády a podle posledních dat také slibně se vyvíjejícím veřejným investicím. Přesto ale zůstáváme pod tržním konsensem.

Inflační prognózu jsme pro letošní rok nezměnili, inflace by měla činit průměrných 2,4 %. Výrazně níže ji ale vidíme pro rok 2026, a to v průměru na 1,5 %. Hlavním důvodem našeho přehodnocení je pravděpodobné převedení plateb na obnovitelné zdroje energie v rámci regulované složky ceny elektřiny z domácností na stát, stejně tak i další pokles tržních cen energií indikovaný jejich dodavateli. Jádrová inflace ale bude stále nad dvouprocentním cílem. Pro roky 2025 i 2026 se naše inflační prognóza nachází pod tržním konsensem. V kombinaci s námi očekávanou fiskální expanzí nové vlády a důrazem ČNB na inflační rizika vyplývající z fiskální politiky již končící vlády jsme v základním scénáři upustili od předpokladu dalšího snížení úrokových sazeb ze strany ČNB. I když riziko je podle nás stále vychýlené tímto směrem.

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

¹ <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisy-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1758717000000/?tab=record>

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Makroekonomická prognóza.....	11
Měnová politika	18
Fiskální politika	20
Box 1: Fiskální stimul - dočasná podpora pro ekonomiku, riziko pro cenovou stabilitu	22
Tabulka prognózy.....	25
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	26
Korunový devizový trh.....	28
Bankovní sektor	28
Klíčové ekonomické ukazatele.....	28
Upozornění.....	28

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Navzdory clům recesi v USA ani eurozóně neočekáváme

Klíčovým tématem ve Spojených státech je trh práce. Ten ochlazuje a bude hlavním důvodem, proč americká centrální banka bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat. Terminální úroveň klíčové sazby vidíme na 3,25-3,50 %. Hospodářský růst v důsledku normalizace dovozní situace v USA, negativních dopadů cel na ziskové marže a pomalejšího tempa růstu mezd v příštím roce zpomalí. Recesi ale nečekáme. Ekonomiku eurozóny podpoří uvolněnější fiskální politika a oživení spotřeby domácností. Ta by měla těžit z naakumulovaných úspor, relativně vysokých reálných disponibilních příjmů i nízké nezaměstnanosti. Inflace v eurozóně v příštím roce zpomalí výrazně pod dvě procenta. Obavy o ukotvenost inflačních očekávání přimějí podle našeho odhadu Evropskou centrální banku, aby v březnu ještě jednou snížila úrokové sazby. Uvolňovat měnové podmínky budou i polská a maďarská centrální banka.

USA: Trh práce ochlazuje, Fed bude sazby dále snižovat

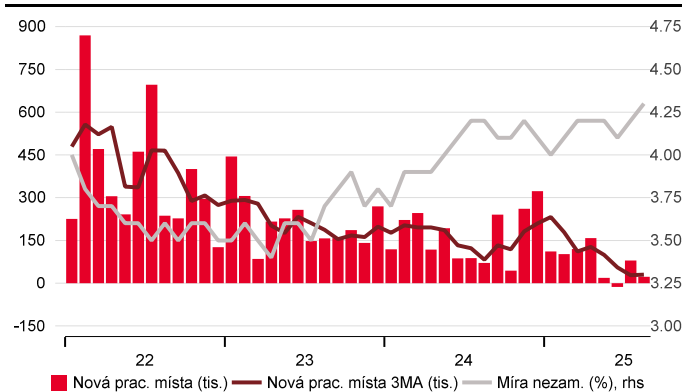
Republikánským zákonodárcům se nepodařilo sehnat podporu pro financování federální vlády USA po dosažení dluhového stropu. Spustil se tzv. shutdown, kdy chod řady federálních úřadů byl omezen. To má mimo jiné dopad i na zveřejňování statistických indikátorů; většina dat tak nebyla v průběhu října publikována. Ekonomické dopady shutdownu budou závislé na době jeho trvání. Zatím ten nejdelší, který trval 35 dnů a odehrál se na přelomu let 2018/19, snížil HDP v Q4 18 o 0,1 % a v Q1 19 o 0,2 %.

Vládní shutdown znemožnil publikaci řady dat.

Data z trhu práce přinesla zklamání.

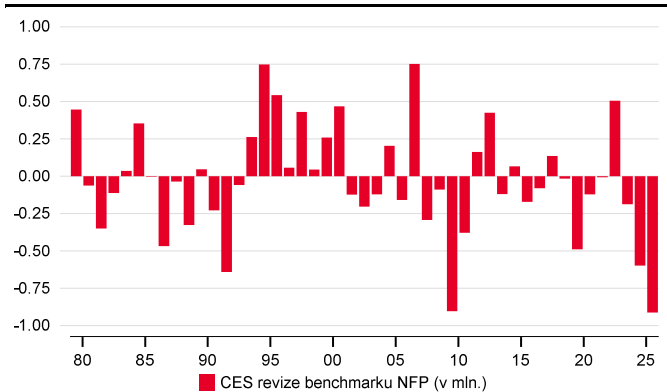
Klíčovým tématem v USA zůstává trh práce. Doposud zveřejňovaná data přinášela zklamání. Srpnová statistika zaměstnanosti v nezemědělském sektoru (NFP) vykázala pouze 22 tisíc nově vytvořených pracovních míst, když trh počítal se 75 tisíci. Data za červen byla navíc revidována směrem dolů a podle výsledků již místa dokonce zanikala. Výrazně negativně překvapila i každoroční předběžná revize dat NFP za dvanáct měsíců od března 2024 do března 2025. Zatímco původně bylo reportováno, že americká ekonomika v tomto období vytvořila mimo zemědělský sektor 1 758 tisíc pracovních míst, po revizi to bylo již pouze 847 tisíc pozic. To je v průměru 70,6 tisíc za měsíc místo původních 146,5 tisíc měsíčně. Revize navíc vyvolává otázky i nad daty zveřejněnými od března do současnosti. Ta jsou sice již nízká, nelze však vyloučit jejich další úpravu směrem dolů.

Trh práce ochlazuje



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předběžné benchmark revize údajů NFP (v mil.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Americký trh práce trápí strukturální problémy.

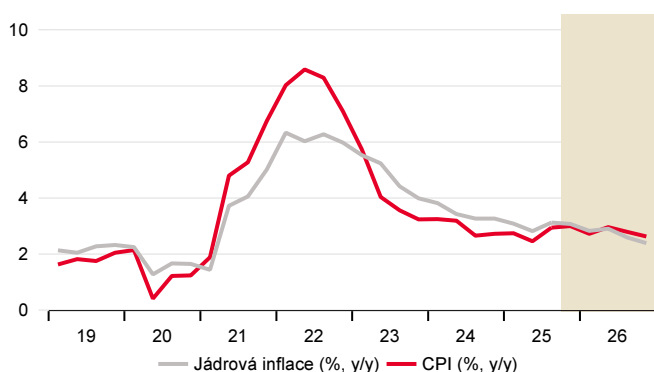
Americký trh práce nejen ochlazuje, trápí ho i strukturální problémy. Míra participace na trhu práce (osob starších 16 let) od konce roku 2023 v USA postupně klesala a letos v srpnu dosáhla 62,3 %. To je o celý procentní bod níže oproti únoru roku 2020, po kterém trh práce

ovlivnil pandemický šok. To vysvětluje, proč míra nezaměstnanosti zatím rostla jen pozvolna (na 4,3 % v srpnu). Na trhu práce se totiž mísí vliv obchodních válek, který vede k propouštění zaměstnanců, nepříznivých demografických trendů a přísné imigrační politiky, která množství dostupné pracovní síly naopak redukuje.

Fed bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat.

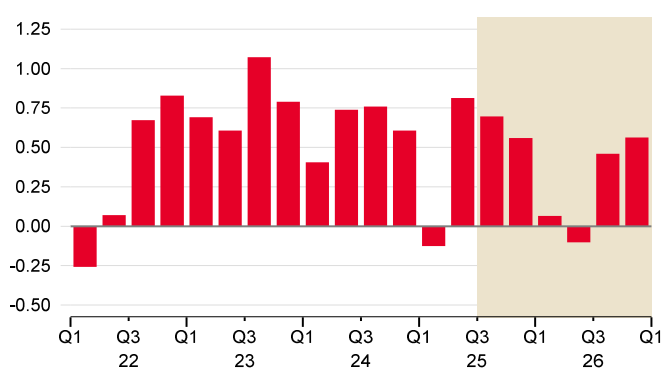
Obava o další vývoj na trhu práce nyní z pohledu americké centrální banky převažuje nad inflačními riziky. To se odrazilo v obnovení cyklu snižování úrokových sazeb. V těchto krocích bude podle našeho názoru Fed pokračovat, dokud klíčová sazba nedosáhne úrovně 3,25-3,50 %. Finanční trhy vidí finální úroveň ještě níže, a to na 2,75-3,00 %. Náš odhad je opatrnější, neboť předpokládáme, že se inflace bude držet nad 2% inflačním cílem Fedu až do konce roku 2027. Proto se domníváme, že pokud ekonomika Spojených států výrazně nezpomalí, Fed nebude chtít držet měnovou politiku výrazně uvolněnou. Klíčová sazba americké centrální banky očištěná o inflaci se podle naší prognózy bude nacházet těsně nad úrovní 1 %. To je z historického hlediska nízká hodnota. Před globální finanční krizí (1990-2007) činila průměrná reálná klíčová sazba 1,5 %, a to i po zahrnutí období 2001–2005, kdy byla po dobu tří let záporná. Předtím, v letech 1990–2000, činila její průměrná míra 2,2 %. Současná úroveň je 1,6 %.

USA: cla tlačí inflaci směrem nahoru



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Recesi v USA nečekáme (HDP, %, q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Recesi ve Spojených státech zatím nepředpokládáme. Náš odhad pro letošní rok počítá s dynamikou HDP na úrovni 2 % (+0,2 pb revize směrem nahoru), v příštím roce by to mělo však být již jen 1,3 % (-0,3 pb ve srovnání s naší červencovou prognózou). Data budou i nadále rozkolísaná zaváděnými tarify. Ty vedly v Q1 25 k silné snaze o předzásobení se, a tím i růstu dovozů a propadu tamní ekonomiky. V dalších čtvrtletích letošního roku však budou firmy méně dovážet, což se odrazí i ve vyšší dynamice HDP. V příštím roce naopak očekáváme návrat tempa importů k normálnějšímu úrovní a tím i pomalejší růst HDP. Negativně se zde navíc bude odrážet i ochlazující se trh práce, s čímž bude spojen pomalejší mzdový růst a celkově horší sentiment. Zavedená cla navíc ukrojí ze ziskových marží firem.

Čína: k dosažení růstového cíle v roce 2026 bude třeba další fiskální stimul

Čínská domácí poptávka již ztrácí růstové momentum.

Výkonnost čínské ekonomiky v první polovině letošního roku překvapila pozitivně, když HDP vzrostl v Q1 o 5,4 % y/y a o 5,2 % y/y v Q2. Mírně lépe, než s čím počítal tržní konsenzus, dopadl i třetí kvartál, kdy růst HDP dosáhl na 4,8 % y/y. Zároveň vláda schválila podpůrná opatření ve výši 0,7 % HDP. Ta by měla pomoci nastartovat fixní investice a pomoci Číně v letošním roce k dosažení 5% růstového cíle.

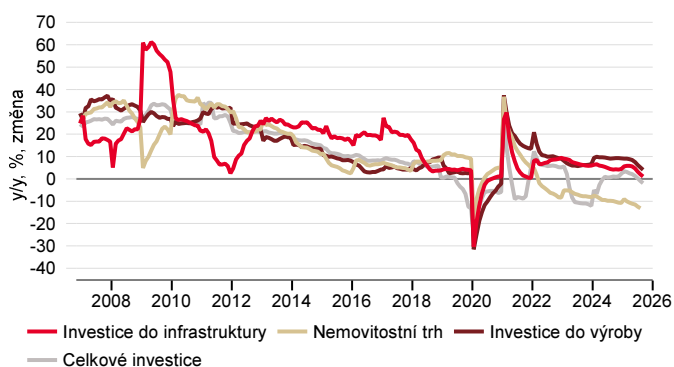
Čínské exporty dopadům cel zatím odolávají.

Záříjová data z reálné ekonomiky přinesla smíšený obrázek. Čínské maloobchodní tržby rostly nejpomalejším tempem od listopadu 2024 (3,0 % y/y), když pozitivní vliv vládní podpory již vyprchává. Průmyslová produkce zrychlila ze srpnových 5,2 % y/y na 6,5 % y/y díky odolným exportům a rostoucí produkci v sektorech s vyšší přidanou hodnotou. Na druhou stranu vládní snaha o omezení nadprodukce negativně doléhá na firemní investice. Ty v září poklesly v meziročním srovnání o 0,5 % y/y. Výrazně nižší byly i investice do nemovitostí, jejichž ceny klesají. Celkově je patrné, že domácí poptávka ztrácí své momentum. Pozitivní je, že vůči dopadům amerických cel je čínská ekonomika zatím poměrně odolná. Zatímco vývoz do USA od letošního dubna poklesl o jednu třetinu, celkový objem exportu se prakticky nezměnil. Větší dopad obchodních válek očekáváme až v příštím roce. To zároveň znamená, že k dosažení 5% růstového cíle v roce 2026 bude zapotřebí dalšího fiskálního impulsu.

Snižování úrokových sazeb v závěru roku.

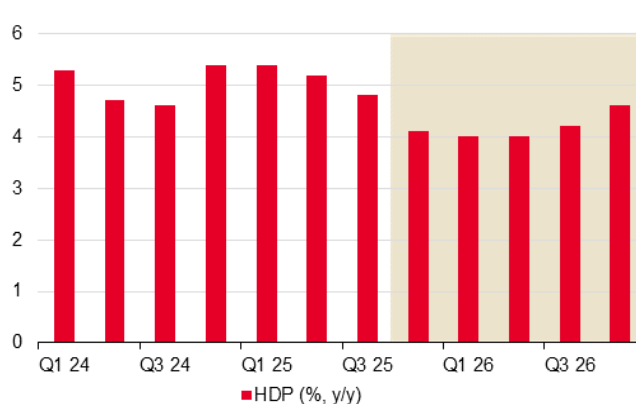
K podpoře domácí ekonomiky se bude snažit přispět i čínská centrální banka. Ta z důvodů obav o vývoj měnového kurzu přistupovala k uvolňování měnové politiky opatrně. Sazby o 10 bb snížila naposledy v květnu. Jejich další redukci o 10 bb očekáváme až v závěru letošního roku, přičemž míra povinných minimálních rezerv bude podle našeho odhadu snížena o 50 bb. Čínská centrální banka bude zřejmě pokračovat v řízení výnosové křivky, aby zabránila nadměrné volatilitě na dluhopisovém trhu. Kromě konvenčních opatření se bude pravděpodobně i nadále soustředit na přidělování úvěrů na podporu technologických a ekologických odvětví a spotřeby. V boji s deflací však Čína zatím nevítežila. Dynamika spotřebitelských cen se v srpnu vrátila do pásma deflace, kde setrvala i v září (-0,3 % y/y). Na druhou stranu pokles výrobních cen zpomalil (z 3,6 % y/y v červenci na 2,3 % v září), což může znamenat, že snaha vlády o omezení nadprodukce začíná nést své plody.

Čínské investice vážnou



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na dosažení růstového cíle bude třeba další fiskální stimul



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Vysoké reálné disponibilní příjmy, nízká nezaměstnanost a fiskální impuls podpoří spotřebu domácností.

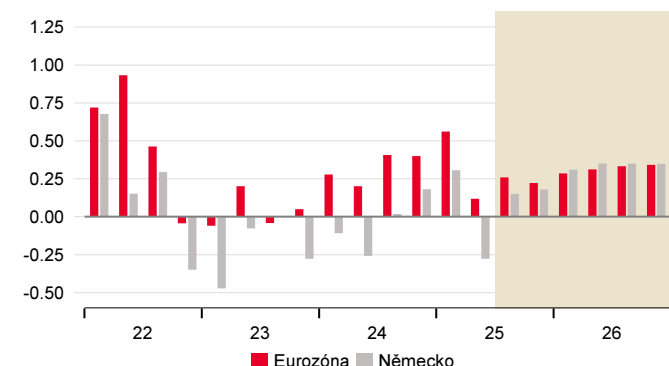
Eurozóna: motorem hospodářského růstu bude spotřeba

Hrubý domácí produkt eurozóny ve druhém čtvrtletí rostl o 0,1 % q/q po 0,6 % q/q v Q1.

V nadcházejících čtvrtletích by měla být hlavním motorem ekonomiky spotřeba domácností. V důsledku robustního mzdového růstu reálný disponibilní příjem domácností v loňském roce vzrostl o 2,4 %. V letošním i příštím roce očekáváme jeho dynamiku na úrovni 1,3 %. Navíc míra úspor zůstává vysoká (v Q1 25 byla o 2,7 pb vyšší než průměr v letech 2013–2019). Nezaměstnanost se stále pohybuje poblíž historických minim (6,3 % v srpnu). To vše by mělo vést k oživení spotřeby domácností. Investice, hlavní hnací síla růstu v letech 2022–2023, loni poklesly o 2,1 %. Očekáváme však, že sektor bydlení, který představuje 6 % HDP, se v letošním roce stabilizuje. To by mohlo po negativním vlivu v letech 2023–2024 celkově k růstu HDP přispět zhruba 0,1–0,2 pb. Za předpokladu snížení nejistoty domácí politiky (zejména v Německu a ve Francii) a vyšších výdajů na obranu očekáváme, že kapitálové výdaje letos vzrostou o 2,2 %. V důsledku obchodních válek budou čisté exporty výkon

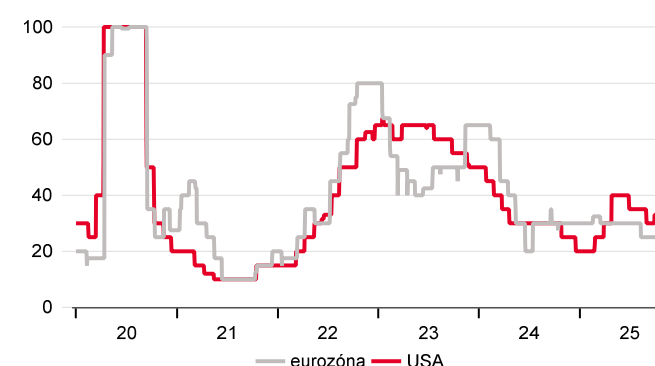
ekonomiky brzdít. Celkově naše prognóza počítá v letošním roce s dynamikou HDP na úrovni 1,4 %, v příštím roce pak 1,1 %.

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



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Pravděpodobnost recese v USA a eurozóně v ročním horizontu (% , Bloomberg konsenzus)

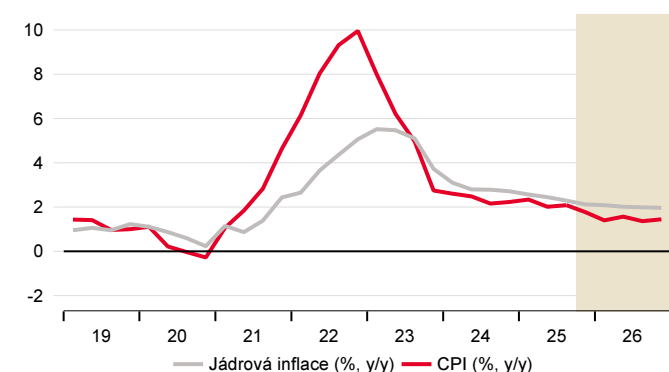


Zdroj: Macrobond, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace zpomalí až na průměrných 1,5 % v příštím roce.

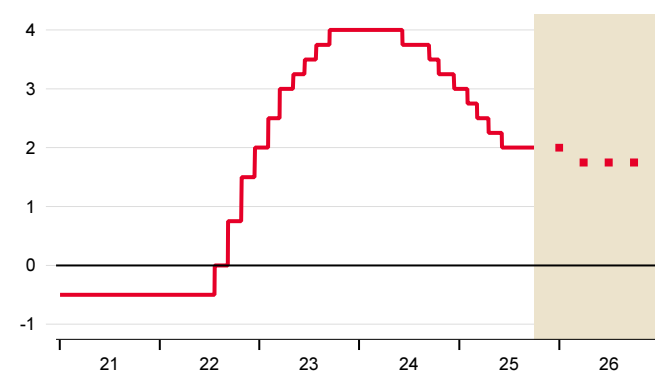
Inflace v eurozóně zrychlila z 2,0 % y/y v srpnu na 2,2 % v září. Jednalo se však o dočasný vliv nízké srovnávací základny a vývoje cen energií. Jádrová inflace se v září nacházela na hladině 2,4 % y/y. Mírně nad 2 % se zřejmě bude držet i v nadcházejících měsících. To bude dáno vývojem inflace ve službách, která zůstává na zvýšených úrovních (3,2 % y/y v září). I ta ale bude postupně zpomalovat. V posledních patnácti letech její tempo zaostávalo za mzdovým vývojem. Snižování mzdového růstu z 4,5 % v loňském roce na 3,3 % v tom letošním a na rovná 3 % v letech 2026-2029 stlačí inflaci ve službách podle našeho předpokladu do pásma 2-3 %. Zároveň na ni bude působit silnější euro vůči americkému dolaru a klesající ceny energií. Inflace tak v závěru letošního roku zpomalí na 1,6 %, v Q1 26 na 1,4 % y/y, přičemž v příštím roce se bude v průměru pohybovat na 1,5 %.

Inflace v eurozóně zpomalí pod cíl ECB



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB sníží sazby naposledy v březnu (depo sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Další snížení sazeb v březnu 2026.

Evropská centrální banka se bude obávat o vývoj inflačních očekávání a podle naší prognózy v březnu sníží úrokové sazby o dalších 25 bb. Depozitní sazba se tím dostane na 1,75 %, kde podle naší prognózy zůstane až do konce příštího roku, kdy očekáváme první zvýšení úrokových sazeb. Celkově však ECB čeká řada výzev. Plán evropských vlád zvýšit vojenské výdaje, výdaje spojené s negativními demografickými trendy, nutné investice do strukturálních reforem – to vše povede k růstu deficitu veřejných financí a bude vytvářet tlak na dlouhý konec výnosové křivky. Pokud by průměrné dlouhodobé výnosy vzrostly na 4 % (což je stále výrazně nižší úroveň než ta z let 1999-2008), znamenalo by to zvýšení dluhu

o 140 mld. EUR ročně. Udržení 3% cíle deficitu veřejných financí by pak bez zvýšení daní či významných úspor v sociálních výdajích bylo jen obtížně dosažitelné. Je tedy otázka, zda ECB bude moci za daných podmínek pokračovat v procesu snižování bilanční sumy i v nadcházejících letech a jakým tempem. Ta v současné chvíli činí 40 % HDP, bilance Fedu je na 22 % HDP.

Lepší vyhlídky pro Německo až v roce 2026.

Německá vláda se dohodla na balíčku reforem. Ten by měl zahrnovat omezení sociálních dávek, podporu aktivního důchodu, nižší ceny energií, atraktivnější systém podpory elektromobility, vyšší investice do infrastruktury a do obrany. Konkrétní harmonogram a finanční vyčíslení však oznámeno nebylo. Nedostatek konkrétních kroků byl přitom důvodem, proč v posledním období docházelo ke zhoršování německých předstihových indikátorů sentimentu. Zklamávala však i data z reálné ekonomiky. Průmyslová výroba se v srpnu meziměsíčně snížila o 4,3 %, což byl největší pokles od března 2022. To bylo dáno letními uzavírkami automobilových závodů kvůli dovoleným a změnám ve výrobě. O více než deset procent však poklesl i farmaceutický průmysl a výroba počítačových, elektronických a optických výrobků (o 6 % m/m), kde se zřejmě negativně odráží vliv obchodních válek. V srpnu výrazně propadly i tovární objednávky, a to již čtvrtý měsíc v řadě. Německá ekonomika tak i nadále čelí cyklickým a strukturálním problémům, které omezí její výkon i v nejbližších měsících. Růst HDP za celý letošní rok podle naší prognózy dosáhne 0,3 %. V příštím roce by to však již mělo být 1 %.

Středoevropský region: inflační výhled je příznivý

Polská centrální banka v listopadu opět sníží úrokové sazby.

Polská centrální banka počátkem října překvapila finanční trhy snížením sazeb o 25 bb na úroveň 4,50 %. Své kroky odůvodnila příznivým inflačním výhledem. Další krok ve stejném rozsahu očekáváme na listopadovém zasedání, kdy centrální bankéři budou mít k dispozici novou prognózu. Ta zřejmě ukáže, že se inflace během příštího roku vrátí do tolerančního pásma centrální banky (2,9 % y/y v srpnu). To je i v souladu s našimi předpoklady, kdy nižší ceny ropy, silná domácí měna (4,25 PLN/EUR v závěru letošního roku a v H1 26) a zpomalující mzdový růst budou tlačit inflaci směrem dolů. Další uvolnění měnových podmínek tak očekáváme v březnu a květnu, čímž by klíčová úroková sazba měla dosáhnout své neutrální úrovně na 3,75 %.

V Maďarsku očekáváme uvolnění měnových podmínek až na březnovém zasedání.

Maďarská centrální banka ponechala v říjnu klíčovou tříměsíční depozitní sazbu beze změny na 6,5 %. Hlavní prioritou pro ni stále zůstává stabilita domácí měny, navíc inflace se nachází na poměrně vysokých úrovních (4,3 % y/y v září). V důsledku příznivé srovnávací základny, odloženého zvýšení spotřební daně a nízkým přeceněním regulovaných cen by se inflace měla v prvním čtvrtletí příštího roku vrátit do tolerančního pásma centrální banky. Ta podle našeho názoru zareaguje v březnu snížením základní úrokové sazby na 6,25 %. Kurz maďarského forintu se podle naší prognózy bude v nadcházejících čtyřech čtvrtletích v pásmu 390-400 HUF/EUR.

Makroekonomická prognóza



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

Hlavní změny

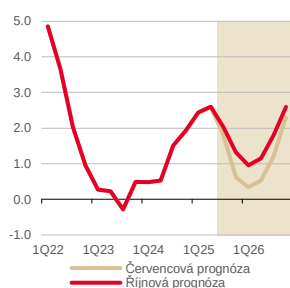
HDP:

Naši prognózu růstu HDP jsme zvýšili jak pro letošní (z 1,9 % na 2,1 %), tak i příští rok (z 1,1 % na 1,6 %). Za revizí letošního růstu stojí zejména příznivý vývoj vládních investic a s tím spojené silné oživení stavebnictví. Příští rok pak pozitivně ovlivnilo zahrnutí fiskálního impulsu, který výroky pravděpodobně nové vlády předznamenávají.

Inflace:

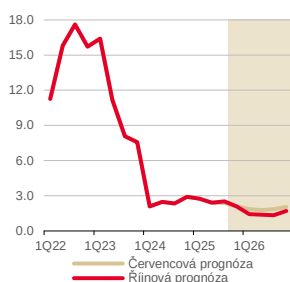
Odhad inflace jsme pro letošní rok ponechali beze změny na 2,4 % a pro příští rok snížili z 1,9 % na 1,5 %. Důvodem je zahrnutí efektu převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát, které plánuje pravděpodobná budoucí vláda. To spolu s dalším poklesem tržních složek přispěje ke snížení cen energií. Výhled inflace pro další roky se v naší prognóze naopak zvýšil vlivem očekávání více expanzivní fiskální politiky.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

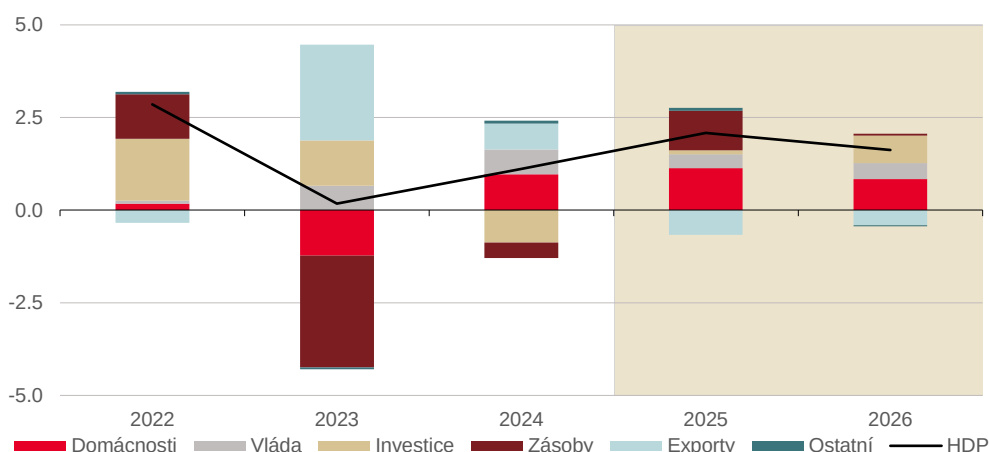


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální impuls promění trend vývoje ekonomiky i inflace

Česká ekonomika ve druhé polovině roku pravděpodobně nenaváže na silné výsledky z prvního pololetí. Naopak očekáváme významné zhoršení ekonomické výkonnosti a zhruba stagnaci ekonomiky. Důvodem je obnovený pokles průmyslové produkce s tím, jak se působení amerických cel mění z pozitivního na negativní. Podle posledních dat navíc došlo ke zvolnění dynamiky spotřeby domácností. Ta ale i tak zůstane tahounem ekonomiky v letošním i příštím roce. Přispívat k tomu bude pokračující růst mezd a trh práce, který navzdory mírnému zvýšení nezaměstnanosti zůstane napjatý. Domácí poptávku letos zřejmě podpoří také silně rostoucí vládní investice odrážející se v rychlém růstu stavební produkce. Firemní investice a vývozy budou naopak slabé vlivem utlumeného průmyslu. Změnit by to mělo oživení ekonomiky, včetně průmyslového sektoru, ke kterému podle nás dojde v příštím roce. Zdrojem tohoto oživení by měl být silný fiskální impuls, který pravděpodobně nová vláda slibuje. Vývoj fiskální politiky je ale zároveň hlavním zdrojem nejistoty naší prognózy. Vládou navrhované opatření a pokračující zlevňování ze strany dodavatelů povedou k dalšímu poklesu cen energií pro domácnosti, který v příštím roce stlačí inflaci pod 2 %. V dalších letech se ale inflace v důsledku expanzivní fiskální politiky zřejmě vrátí nad cíl centrální banky.

Domácí poptávka podpořená fiskálním impulsem bude hlavním zdrojem růstu HDP (% , y/y)

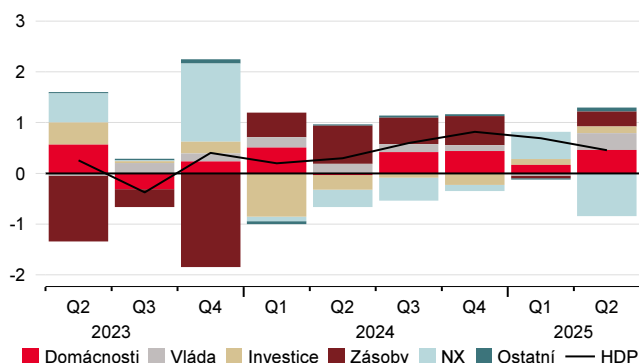


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po stagnaci ve druhém pololetí česká ekonomika v roce 2026 opět poroste. Růst ekonomiky ve druhém letošním čtvrtletí pokračoval rychlým tempem, k čemuž přispěla silná domácí poptávka. Tuzemský HDP mezičtvrtletně vzrostl o 0,5 % poté, co v prvním čtvrtletí došlo k jeho navýšení o 0,7 %. V meziročním vyjádření pak hospodářský růst zrychlil z 2,4 % na 2,6 %. To v podstatě odpovídalo naší červencové prognóze, která předpovídala mezičtvrtletní nárůst o 0,4 % a ten meziroční o 2,6 %. K dalšímu významnému mezičtvrtletnímu navýšení HDP pomohla ve druhém kvartále zejména domácí poptávka. Spotřeba domácností v Q2 vzrostla o 1,0 % q/q a její tempo tedy zrychlilo z +0,4 % q/q v Q1. Za předpandemickou úroveň z Q4 19 ale stále zaostávala o 1,3 %. Výrazným mezičtvrtletním tempem o 1,6 % rostla v Q2 také spotřeba vlády. Domácí poptávku podpořily rovněž vyšší fixní investice, a to o 0,5 % q/q. Jejich struktura ovšem indikuje, že hlavním zdrojem byla zřejmě silnější investiční aktivita vlády. Zvýšily se totiž především investice v kategorii ostatních budov a staveb, která tradičně zahrnuje infrastrukturní investice financované z veřejných zdrojů. Pozitivní vliv vyšších vládních investic pravděpodobně odráží i vývoj inženýrského stavitelství, které od začátku roku strmě roste a podle posledních dat za srpen

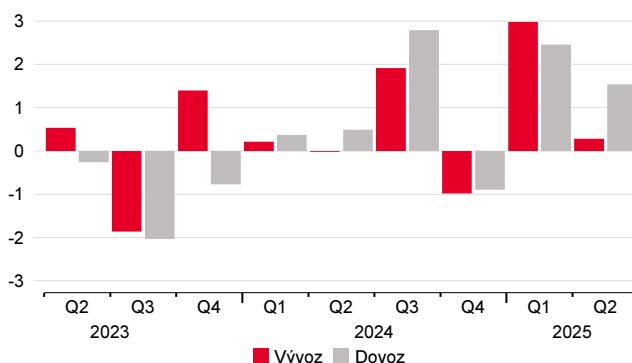
byla jeho produkce nejvyšší od ledna 2010. Firemní investice zůstaly pravděpodobně slabé, když se mezičtvrtletně zvýšily pouze ty vynaložené na dopravní prostředky. Relativně silný příspěvek k mezičtvrtletní dynamice HDP pak vykázala i tvorba zásob (+0,3 pb).

Záporný příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletnímu růstu HDP v Q2 kompenzovala silná domácí poptávka (% , q/q, SA)



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

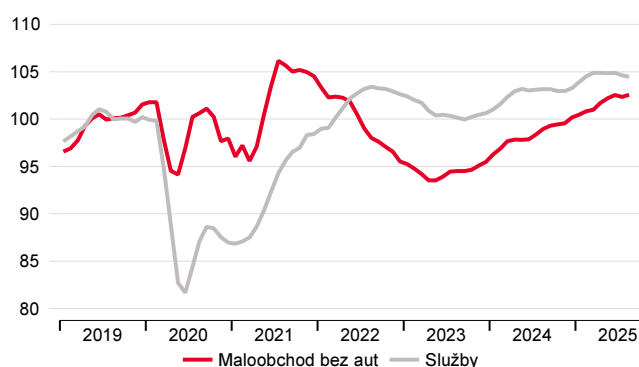
Reálné dovozy ve druhém čtvrtletí rostly stále rychlým tempem, dynamika vývozu byla slabší, ale stále kladná (% , q/q, SA)



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

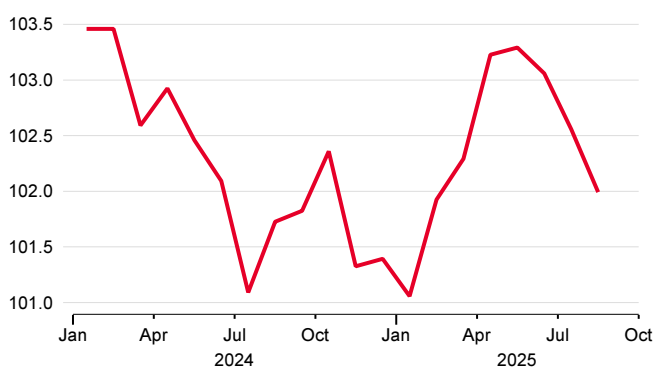
Čistý vývoz výrazně oslabil, samotné exporty ale zůstaly kvůli efektu amerického předzásobení na zvýšené úrovni. Zatímco v Q1 příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP činil +0,5 pb, v Q2 propadl na -0,8 pb. Přispěl k tomu pokračující silný růst dovozů, které v reálném vyjádření v Q2 mezičtvrtletně vzrostly o 1,5 % po růstu o 2,5 % v Q1. Důvodem pravděpodobně bylo zejména oživení domácí poptávky. Nelze však vyloučit ani vliv obav z narušení dodavatelských řetězců kvůli zavedeným americkým clům a případným odvetným opatřením. To mohlo některé tuzemské podniky vést ke snaze o předzásobení a působit na zmíněný nárůst zásob. Snaha o předzásobení byla ale patrná hlavně u amerických firem a domácností, které ve zvýšené míře nakupovaly dovážené zboží předtím, než kvůli clům došlo ke zvýšení jeho cen. Tento efekt byl patrný především v prvním letošním čtvrtletí, částečně však ovlivnil i to druhé. V souladu s tím český vývoz v Q1 mezičtvrtletně povyskočil v reálném vyjádření o 3,0 %, zatímco v Q2 již rostl pouze o 0,3 % q/q. Jeho dynamika byla tedy významně nižší, přesto ale zůstala kladná, na což mohl působit právě přetrvávající efekt amerického předzásobení. Na to ukazuje rovněž vývoj v tuzemském zpracovatelském průmyslu. Jeho produkce v Q2 nadále rostla (o 0,7 % q/q po +0,9 % v Q1), zatímco ve všech čtvrtletích roku 2024 klesala. Oživení v první polovině roku přitom zaznamenal celý evropský průmysl.

Dynamika spotřebitelské poptávky podle měsíčních indikátorů reálných tržeb výrazně oslabila (2019=100, SA, 3MA)



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

Produkce zpracovatelského průmyslu zaznamenala začátkem roku oživení, nyní ale opět klesá (2019=100, SA, 3MA)

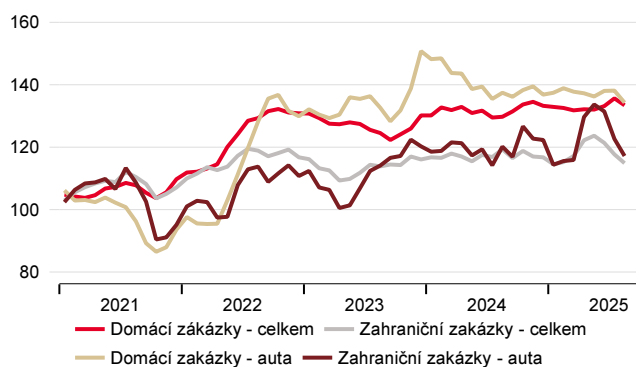


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po silném prvním pololetí by podle naší prognózy měla česká ekonomika ve druhé polovině roku zhruba stagnovat. V roce 2026 by pak měl hospodářský růst podpořit silný fiskální stimul.

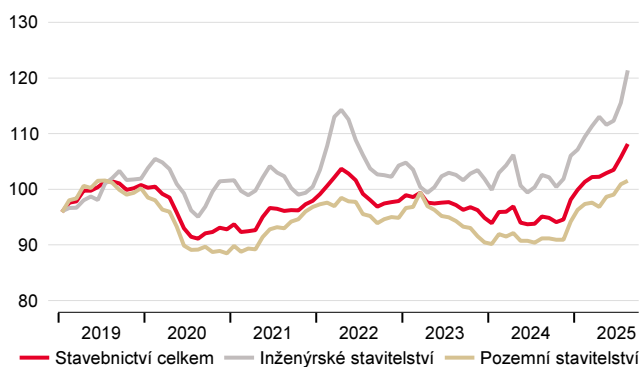
Měsíční data však ukazují na výrazné zhoršení výkonnosti tuzemské ekonomiky, která podle našeho odhadu v Q3 pouze mezičtvrtletně stagnovala. Pozitivní trend vývoje průmyslu pozorovaný na začátku letošního roku se otočil po dubnovém otřesu souvisejícím s vyhlášením vysokých cel na dovoz do USA. Od května produkce zpracovatelského průmyslu v ČR opět setrvala klesá. Oproti dubnu byla podle posledních dat za srpen nižší o 2,7 % a její úroveň odpovídala té z ledna. To jen potvrzuje hypotézu, že oživení průmyslového sektoru ze začátku roku bylo pouze dočasné a podpořené americkým předzásobením, spíše než znakem cyklického oživení. K opětovnému zhoršování průmyslových indikátorů dochází také v ostatních evropských státech, včetně váhově důležitého Německa. Svůj podíl viny na tom zřejmě mají postupně nabíhající negativní dopady amerických cel. Více ke kvantifikaci dopadů amerických cel na českou ekonomiku zde: https://bit.ly/US_tariffs_Czech_economy_CZ. Data o vývoji reálných tržeb v oblasti maloobchodu a služeb pak ukazují, že zatímco v Q1 vydávaly domácnosti za zboží i služby více, v Q2 utrácely hlavně za zboží, což přispělo k udržení vyšší dynamiky dovozů. Tržby za prodej služeb v Q2 mezičtvrtletně stagnovaly. Při detailnějším pohledu pak lze zjistit, že od května došlo k významnému oslabení dynamiky také u maloobchodních tržeb, přestože růst mezd za Q2 překonal očekávání. Celkově měsíční data z reálné ekonomiky, aktuálně dostupná do srpna, pro Q3 naznačují mírný mezičtvrtletní pokles tržeb v oblasti služeb a jen nepatrný nárůst maloobchodních tržeb bez prodejů aut, které naopak v Q2 vykázaly silný růst o 1,5 % q/q. Nejen průmyslová aktivita ale i domácí poptávka tedy podle všeho zaznamenala v Q3 významné oslabení. Co by mělo ekonomiku podržet, je naopak silně rostoucí stavební produkce, která odráží jak zvýšené investice státu do infrastruktury, tak i oživení v oblasti rezidenční výstavby. Ta je ale stále nedostatečná pro uspokojení poptávky po nemovitostech.

Po nárůstu kvůli americkému předzásobení úroveň zahraničních zakázek v českém průmyslu opět klesla (2019=100, SA, 3MA)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Objem průmyslových zakázek je sledován v nominálním vyjádření.

Produkce inženýrského stavitelství strmě stoupá, zřejmě za podpory vyšších vládních investic (2019=100, SA, 3MA)



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

Od příštího roku by se ale mohl výkon ekonomiky opět zvyšovat, když očekáváme pozitivní vliv silně expanzivní fiskální politiky. Oproti naší minulé prognóze jsme odhad růstu HDP pro rok 2025 zvýšili z 1,9 % na 2,1 %. Původně jsme očekávali, že ekonomika ve druhém letošním pololetí zaznamená mírný pokles, nyní počítáme s její zhruba stagnací. Důvodem je pozitivní vývoj vládních investic a stavebnictví, na který poslední data ukazují. Ten by se měl přidat k jen mírně rostoucí spotřebě domácností a vyvažovat předpokládaný pokles v průmyslu. Navzdory tomu, že se naše prognóza významného oslabení dynamiky HDP ve druhé polovině letošního roku podle dostupných dat naplňuje, přistoupili jsme ke zvýšení odhadu růstu ekonomiky pro rok 2026 z původních 1,1 % na 1,6 %. Nižší úroveň růstu v roce 2026 zůstává nadále ovlivněna slabým druhým pololetím 2025, potažmo i přelomem letošního a příštího roku. Od Q2 26 jsme však do prognózy zapracovali vliv silného fiskálního impulsu, na který ukazují zprávy o plánech nově vznikající vlády, případně předvolební programy stran

pravděpodobné vládní koalice. Ty se podle nás projeví jak ve vyšší vládní spotřebě, tak i investicích. Kvůli postupnému náběhu, který může být dán i případným rozpočtovým provizoriem, bude podle nás tento efekt v celoročních statistikách HDP viditelný především v roce 2027. Očekáváme, že více expanzivní fiskální politika se na horizontu prognózy projeví rovněž o něco rychlejším růstem soukromé spotřeby. Vliv na ni však bude podle nás kompenzován vyšší inflací, kterou v souvislosti se zvýšenými vládními výdaji rovněž předpovídáme.

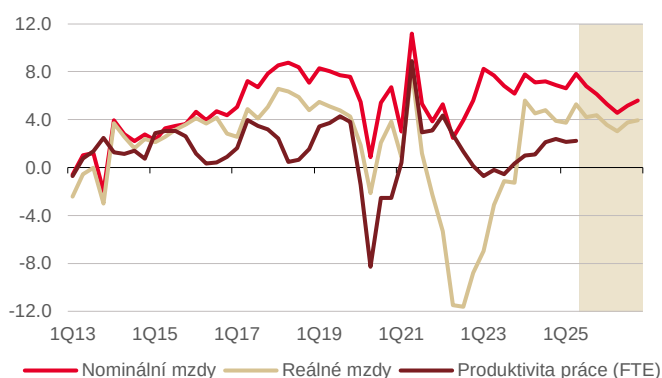
Nejistoty a rizika naší prognózy HDP souvisí hlavně s vývojem fiskální politiky. Klíčovou součástí naší aktuální prognózy jsou očekávání ohledně silné fiskální expanze. Pokud by k tomu nakonec nedošlo, růst ekonomiky by byl pravděpodobně nižší, a to zejména v následujících dvou letech. Ve směru slabšího růstu by mohl působit i pokračující utlumený vývoj v průmyslu. Po poklesu ve druhé polovině letošního roku totiž pro příští rok očekáváme, že vlivem fiskálního impulsu doma i v Německu dojde k významnému oživení průmyslové produkce. Pomoci by měly také nižší ceny energií. Nelze ovšem vyloučit, že strukturální problémy v kombinaci se zesilující čínskou konkurencí na evropském trhu zůstanou silnou protiváhou. Rizikem ve směru vyššího růstu může být naopak silnější dynamika mezd, zejména těch ve veřejném sektoru.

Růst mezd by měl podpořit další zvyšování výdajů domácností

Mzdový růst byl ve druhém letošním čtvrtletí překvapivě silný, byl ale nejspíše tažen jednorázovými vlivy. Průměrná nominální mzda meziročně vzrostla o 7,8 %, zatímco naše červencová prognóza počítala s nárůstem o 7,2 %. Pro Q3 však na základě předstihových indikátorů odhadujeme kompenzaci a opětovné zpomalení na 6,8 % y/y. Přesto je náš odhad mzdového růstu pro celý rok 2025 mírně vyšší, když očekáváme 6,8 % namísto 6,5 % obsažených v naší minulé prognóze. Vlivem námi předpokládaného fiskálního stimulu a s tím souvisejícího rychlejšího růstu ekonomiky jsme směrem vzhůru revidovali také odhad pro rok 2026, a to z 4,7 % na 5,2 %. I tak ale očekáváme, že růst mezd bude zpomalovat v důsledku dočasného oslabení ekonomiky a trhu práce, rovněž i působením postupně se přibližujícího vývoje reálných mezd a produktivity práce.

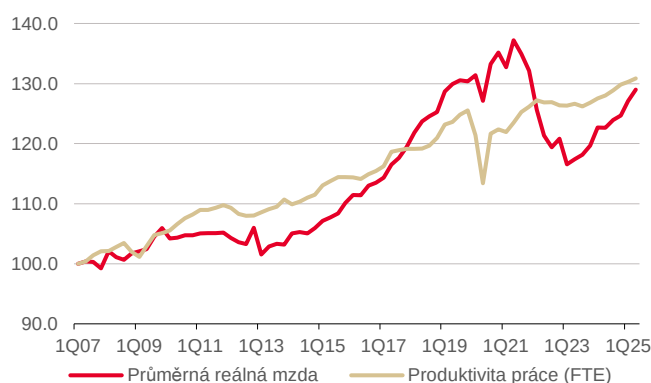
V důsledku oslabení ekonomiky v H2 25 očekáváme dočasné uvolnění na trhu práce, který přesto bude trpět dlouhodobým nedostatkem pracovních sil.

Růst mezd bude zpomalovat vlivem dočasného oslabení ekonomiky a trhu práce (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Reálné mzdy zůstávají pod produktivitou práce, jejich vývoj se ale postupně přibližuje (Q1 07=100)



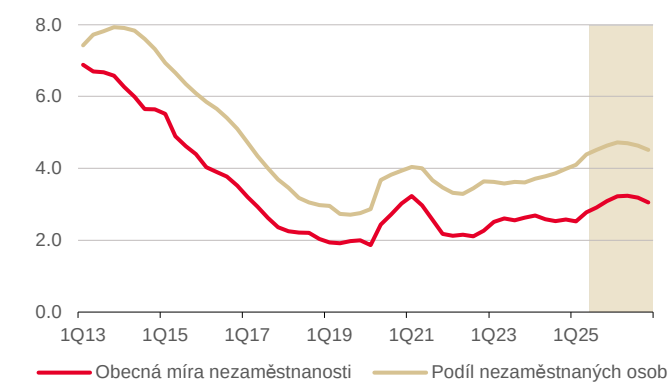
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce zaznamená dílčí uvolnění. Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) po loňských 2,6 % podle nás letos vzroste na 2,8 % a v příštím roce na 3,2 %. Důvodem je útlum ekonomické aktivity ve druhé polovině letošního roku a přetrvávající problémy průmyslového sektoru. S oživující ekonomikou by se ale míra nezaměstnanosti měla v dalších letech opět vrátit pod 3 %. Zaměstnanost (ILO) letos pravděpodobně třetí rok v řadě vykáže růst přesahující 1 % y/y, který je tažen zahrnutím ukrajinských uprchlíků. V souladu s celkovým makroekonomickým

scénářem pak pro příští rok očekáváme zhruba stagnaci zaměstnanosti a následně obnovení jejího pozvolného růstu. Ten by měl souviset zejména s přílivem pracovníků ze zahraničí, neboť prostor v rámci tuzemské pracovní síly je značně omezený, na což bude stále více působit i trend stárnutí populace. Nadále přitom platí, že pokračující silný úbytek pracovních míst ve zpracovatelském průmyslu dosud kompenzuje zvyšující se zaměstnanost v ostatních sektorech ekonomiky. Ve váhově významném sektoru obchodu a služeb totiž zaměstnanost stále zaostává za svou pandemickou úrovní o zhruba 2 %. To vyvažuje dopady útluhu v průmyslu na celý trh práce a s pokračujícím růstem spotřeby domácností by to mělo platit i nadále.

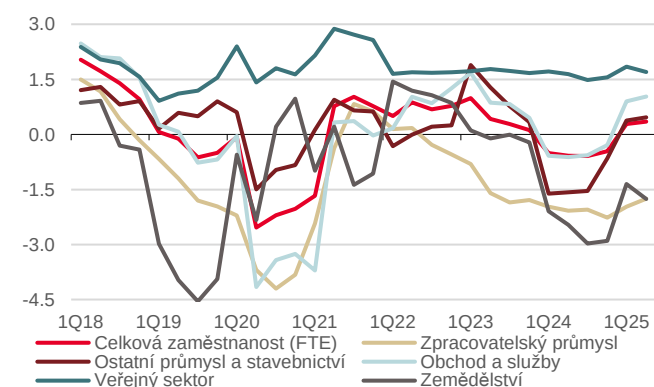
Navzdory mírnému ochlazení v letošním a příštím roce by tuzemský trh práce měl nadále trpět dlouhodobým nedostatkem pracovních sil. To by mělo přispívat k pokračujícímu růstu reálných mezd. Ty své předpandemické úrovně však podle nás dosáhnou až během H1 26, což by mělo platit i pro spotřebu domácností. Vliv růstu reálných mezd na inflaci by prozatím měla tlumit skutečnost, že jejich vývoj stále mírně zaostává za zvyšující se produktivitou práce.

Nezaměstnanost mírně roste a bude v tom nejspíše ještě nějakou dobu pokračovat, což zmírní napětí na trhu práce (%)



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).

Klesající ceny energií a pohonných hmot stlačí inflaci v roce 2026 na 1,5 %, poté se však naplno projeví fiskální expanze a růst spotřebitelských cen se opět vrátí nad cíl ČNB.

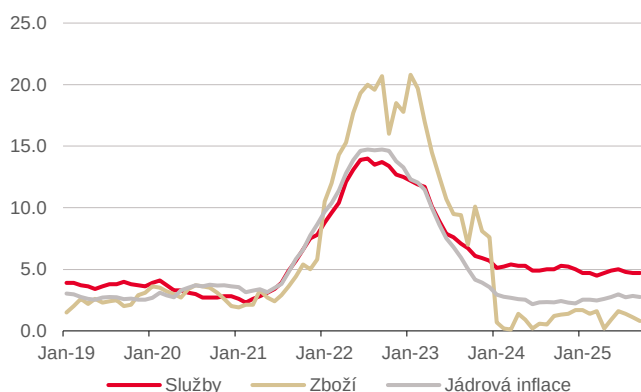
Inflace příští rok dočasně klesne pod dvouprocentní cíl

Růst spotřebitelských cen v průběhu třetího letošního čtvrtletí zpomalil do blízkosti cíle centrální banky. Zatímco v červnu meziroční inflace dosáhla svého letošního vrcholu ve výši 2,9 %, v září se již nacházela na 2,3 %. Za celé Q3 pak v průměru činila 2,5 % y/y, což bylo jen nepatrně více, než očekávala naše červencová prognóza (2,4 %). Vyšší oproti naší minulé prognóze byly ceny potravin a pohonných hmot, regulované ceny naopak vykazovaly pomalejší meziroční dynamiku. Měnověpolitická inflace nezahrnující vliv letošního zvýšení spotřebních daní na alkohol a tabák se pak v září rovnala 2,1 % y/y a v podstatě se tedy nacházela na cíli centrální banky. Jádrová inflace se vyvíjela v souladu s naší prognózou, když stejně jako v Q2 činila v Q3 průměrných 2,8 % y/y. Váhově důležitá položka imputovaného nájemného (zhruba 10 % spotřebního koše), která zohledňuje vliv zdražujících nemovitostí, sice nadále vykazovala silnou meziměsíční dynamiku, ale její meziroční růst v souladu s našimi očekávanými dále nezrychloval. V průběhu posledních čtyř měsíců, tedy od června do srpna, meziroční růst imputovaného nájemného stagnoval na 4,9 %. V případě skutečně placeného nájemného pak došlo ke zpomalení z průměrných 6,0 % y/y v Q2 na 5,7 % v Q3. Nepatrně zvolnil také růst celé skupiny cen služeb, a to z 4,9 % y/y v Q2 na 4,7 % v Q3. Ten přesto zůstává zvýšený, v rámci celkové inflace je ale nadále kompenzován utlumenou dynamikou cen zboží (1,1 % y/y v Q3).

Energetická složka stlačí inflaci příští rok pod 2 %. Pokles tržních cen elektřiny a plynu pro domácnosti bude podle informací zveřejněných dodavateli energií ve zbytku letoška

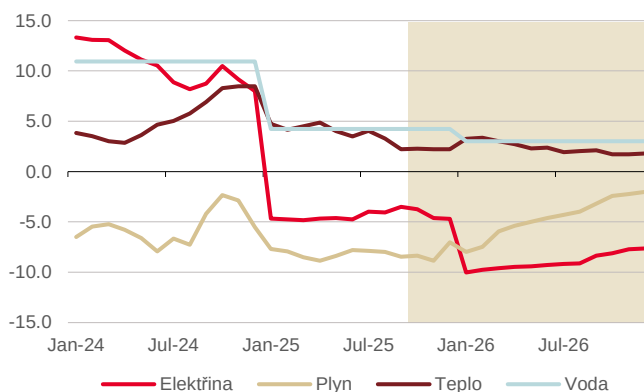
a v příštím roce pokračovat. Umožňuje to příznivý vývoj na energetických trzích, když velkoobchodní ceny elektřiny a plynu zůstávají stabilní a jejich dřívější pokles dodavatelé pravděpodobně stále ještě v plné míře nepromítli do cen pro domácnosti. Nad rámec toho jsme do prognózy zahrnuli efekt převedení plateb na obnovitelné zdroje energie v rámci regulované složky ceny elektřiny z domácností na stát. K tomu by podle informací od pravděpodobné nové vlády mělo dojít od ledna příštího roku, což by mělo údajně přispět ke snížení regulované složky ceny elektřiny o zhruba 15 %. Podle našich výpočtů je tento dopad reálný. Celkově tedy po letošním poklesu průměrné ceny elektřiny pro domácnosti o více než 4 % pro příští rok předpokládáme snížení o dalších přibližně 9 %. Ceny plynu pro domácnosti pak letos zřejmě vykáží pokles o zhruba 8 % a příští rok by mohlo podle našich odhadů dojít ke snížení přesahující 4 %. Nižší ceny energií jsou ve výsledku důvodem námi očekávaného poklesu celé skupiny regulovaných cen o 1 % v roce 2026. Podle našich vnějších předpokladů prognózy bude navíc pokračovat pokles cen ropy v důsledku zvýšené produkce a stále utlumené poptávky. K tomu se přidá vliv silného eura a české koruny. Celá energetická složka cen by tak v roce 2026 měla vytvářet silně dezinflační efekt, který by mohl přispět ke zmírnění cenové dynamiky ostatních složek inflace.

Rychlý růst cen služeb je kompenzován utlumenou dynamikou cen zboží (% , y/y)



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

Ceny elektřiny a plynu pro domácnosti budou příští rok pokračovat v poklesu (% , y/y)

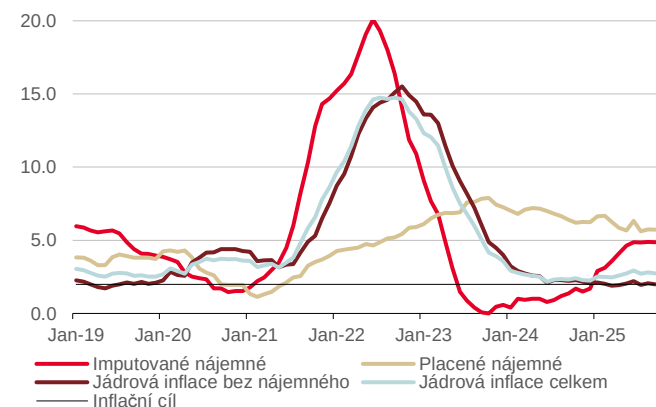


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

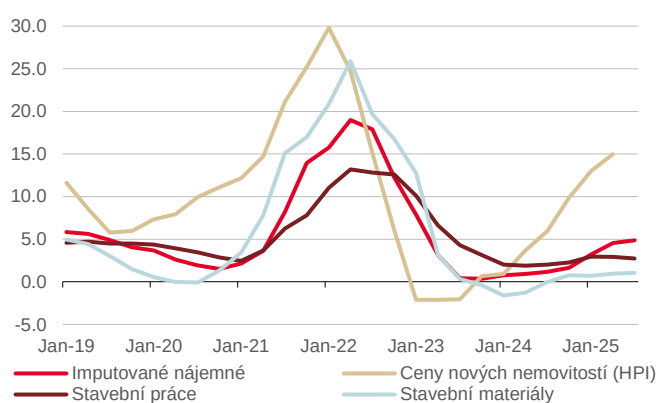
Po letošních 2,4 % pro příští rok očekáváme pokles inflace na průměrných 1,5 %, následně však její návrat nad dvouprocentní cíl kvůli expanzivní fiskální politice. Odhad pro rok 2025 zůstává oproti naší minulé prognóze beze změny, zatímco ten pro příští rok jsme snížili z původních 1,9 %. Tato revize je způsobena především výše zmíněným výhledem pro ceny energií. V případě jádrové inflace letos očekáváme 2,7 % a příští rok 2,1 %. Oproti naší červencové prognóze tak letošní odhad opět zůstává beze změny a ten pro příští rok jsme jen nepatrně zvýšili z původních 2,0 %. Expanzivnější fiskální politika bude totiž podle nás postupně působit na vyšší domácí poptávku a po dočasném zvolnění by se tak tlak na růst jádrových cen mohl obnovit. V roce 2027 by tedy podle nás mělo dojít k opětovnému zrychlení jádrové a v důsledku toho i celkové inflace (na 2,3 %, resp. 2,4 %). Růst cen potravin pak podle nás zpomalí z letošních 3,4 % na 1,9 % v roce 2026. Očekáváme totiž pozitivní vliv silné koruny, klesajících cen energií a pohonných hmot, stejně tak i meziročně lepší lokální zemědělské úrody.

Růst nájemného zůstává vysoký, avšak dále nezrychluje, zatímco jádrová inflace bez nájemného je na cíli (% , y/y)



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

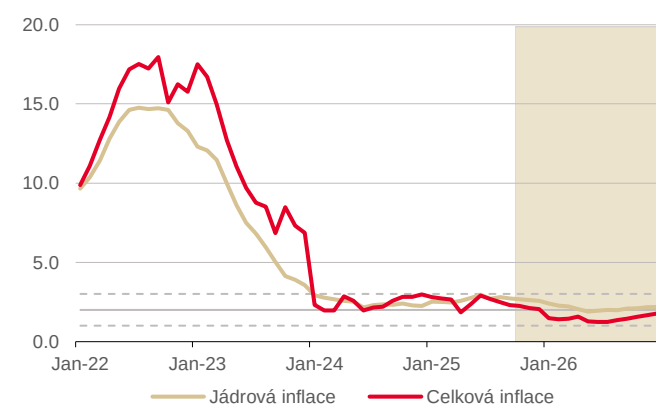
Imputované nájemné zohledňuje kromě nových nemovitostí i ceny stavebních prací a materiálů, jejichž růst je slabší (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

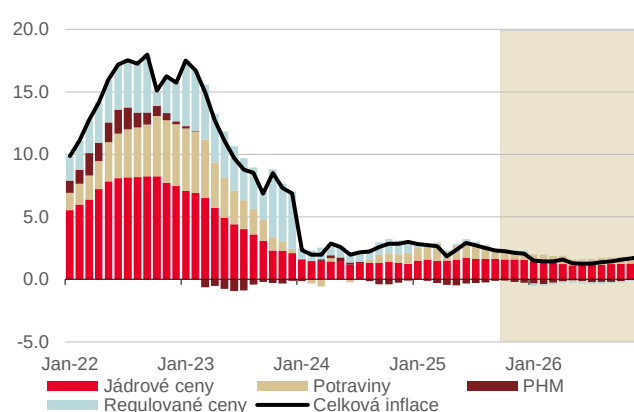
Podobně jako prognóza HDP je i naše předpověď pro vývoj inflace ovlivněna zejména nejistotou kolem fiskální politiky. Pokud by nakonec nedošlo k významnému nárůstu fiskálních výdajů, a tedy podpoře domácí poptávky, může podle nás inflace setrvat pod dvouprocentním cílem delší dobu. Působit na to může rovněž přeliv nižších cen energií a pohonných hmot, stejně tak i silnějšího kurzu koruny, do ostatních složek inflace více napojených na stav domácí ekonomiky. Inflace delší dobu setrávající pod 2 % by se mohla navíc odrazit v nižších inflačních očekáváním. Proinflačním rizikem naší prognózy jsou naopak dopady případného zavedení emisních povolenek na domácnosti a menší podniky od roku 2027. Jelikož pravděpodobná budoucí vláda zavedení ETS 2 dlouhodobě odmítá, do prognózy tento efekt prozatím nezahrnujeme. Proinflačním rizikem zůstávají také ceny nemovitostí či případný zlom ve vývoji cen ropy v důsledku možného obnovení geopolitického pnutí.

Celková inflace v příštím roce klesne pod 2 %, ta jádrová se bude pohybovat poblíž cíle centrální banky (% , y/y)



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

Směrem dolů budou inflaci v roce 2026 tlačit především ceny energií a pohonných hmot (% , y/y)



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

Měnová politika



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

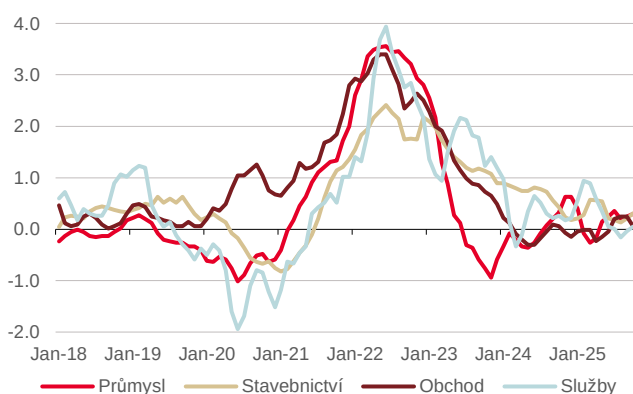
Sazby ČNB zůstanou kvůli fiskální politice beze změny

Navzdory tomu, že česká ekonomika se v současnosti vyvíjí v souladu s naším dezinflačním scénářem, přistoupili jsme ke změně naší prognózy úrokových sazeb ČNB. Nyní již v základním scénáři neočekáváme jejich další snížení, když repo sazba podle nás zůstane po delší dobu na současných 3,5 %. Důvodem je očekávaná změna v charakteru fiskální politiky, kterou indikují vyjádření vítězů nedávných parlamentních voleb. Fiskální politika bude na horizontu měnové politiky pravděpodobně více expanzivní, což s sebou přinese i vyšší inflaci. Bankovní rada přitom již nyní, kdy působení fiskální politiky na ekonomiku bylo podle nás zhruba neutrální, uváděla fiskální politiku mezi hlavními proinflačními riziky. Větší pravděpodobnost z hlediska dalšího možného pohybu sazeb ale nadále přisuzujeme jejich snížení než zvýšení. Pokud by se předpoklad více expanzivní fiskální politiky nakonec nenaplnil, a dezinflační tendence vývoje ekonomiky tedy pokračovaly, musela by ČNB proces snižování sazeb zřejmě obnovit.

Růst mezd v Q2 25 sice výrazně předčil prognózu ČNB, kompenzovaly to ovšem vyšší úrokové sazby a silnější koruna.

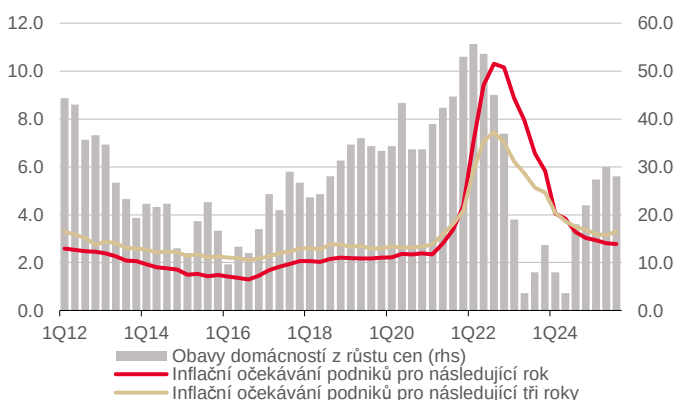
Česká národní banka držela v průběhu letošního třetího čtvrtletí úrokové sazby beze změny navzdory nižší inflaci. Po posledním snížení v květnu tak základní repo sazba zůstala na 3,5 %, což bylo v souladu s naší červencovou prognózou. Prognóza ČNB ale předpokládala ještě zhruba jedno další snížení, když pro Q3 obsahovala repo sazbu na průměrných 3,2 %. Inflace naproti tomu byla nižší, než jakou ji centrální banka čekala. Pro Q3 odhadovala meziroční růst spotřebitelských cen v průměru na 2,7 % oproti skutečně dosaženým 2,5 %. Odchylka se přitom v průběhu čtvrtletí postupně zvyšovala a v samotném září byla ještě o desetinu větší, když zářijová inflace činila 2,3 % y/y oproti 2,6 % v prognóze ČNB. Tato odchylka však šla téměř zcela na vrub volatilních cen potravin, zatímco jádrová inflace se vyvíjela v souladu s prognózou ČNB (2,8 % y/y v Q3). Očekávání centrální banky naplnil i vývoj HDP v Q2 (0,5 % q/q a 2,7 % y/y v prognóze ČNB). Výrazně směrem vzhůru však překvapil růst nominálních mezd čítající 7,8 % y/y v Q2 oproti odhadu ČNB ve výši 6,7 %. To kromě vyšších sazeb kompenzoval také vývoj české koruny, jejíž kurz v Q3 dosáhl průměrných 24,50 CZK/EUR a byl tak silnější, než centrální banka čekala (24,80 CZK/EUR).

Očekávaný vývoj cen se napříč odvětvími ustálil poblíž svých dlouhodobých úrovní (z-skóre, SA, 3MA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Očekávaný vývoj cen v daném odvětví podle konjunkturního 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 odpovídají dlouhodobému průměru (%)



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

Scénář srpnové prognózy ČNB ohledně zrychlujícího růstu ekonomiky ve druhé polovině letošního roku se pravděpodobně nenaplní. Centrální banka totiž v prognóze ze srpna očekává silný mezičtvrtletní nárůst HDP o 0,6 % pro Q3 i Q4 25. To je výrazně optimističtější

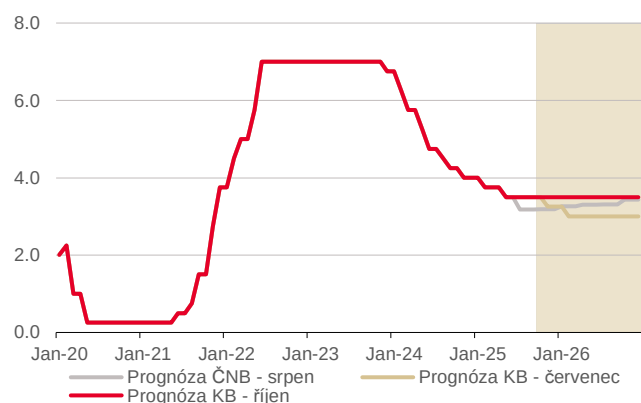
výhled oproti námi odhadované zhruba stagnaci ekonomické aktivity v H2 25. V souladu s tím očekáváme také nižší inflaci, kterou pro Q4 odhadujeme v průměru na 2,1 % y/y, zatímco prognóza ČNB předpokládá 2,7 %. Prognózy mzdového vývoje pro Q3 se významně neliší, když my očekáváme zvýšení o 6,8 % y/y, zatímco centrální banka o 6,5 %. Z toho vyplývá, že výrazná odchylka od prognózy ČNB z Q2 by centrální banku nemusela tolik trápit, neboť zřejmě byla z velké části způsobena jednorázovými faktory.

Vzhledem k pravděpodobně více expanzivní fiskální politice budoucí vlády nyní očekáváme, že ČNB již dále úrokové sazby snižovat nebude.

Navzdory naplňování našeho dřívějšího dezinflačního scénáře nyní očekáváme, že úrokové sazby ČNB kvůli fiskální politice zůstanou po delší dobu beze změny. V naší minulé prognóze jsme přitom předpokládali další snížení o 25 bb na listopadovém a únorovém zasedání, kdy se repo sazba měla dostat na terminální 3 %. V současnosti za terminální úroveň tohoto cyklu měnové politiky považujeme současných 3,5 %. Důvodem této změny je námi předpokládaná silná fiskální expanze, která na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu let 2026 a 2027, nejspíše promění trend vývoje ekonomiky a inflace. Bankovní rada již nyní, kdy fiskální politika působila na ekonomiku podle nás zhruba neutrálně, uváděla fiskální politiku mezi hlavními proinflačními riziky. Používala ji tak i jako důvod pro opatrný přístup ke snižování úrokových sazeb. Pokud zůstane bankovní rada ve svých postojích konzistentní, výhled expanzivní fiskální politiky by měl znamenat stabilní sazby po delší dobu.

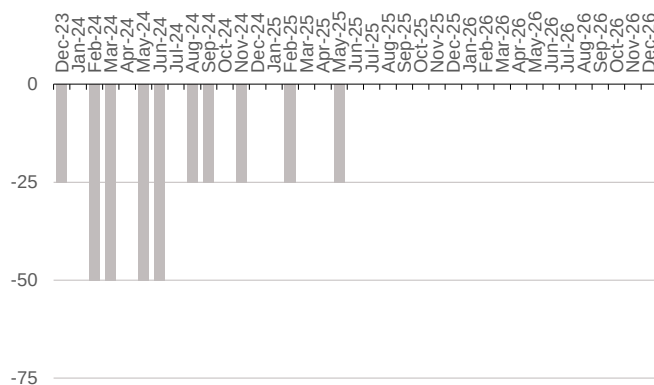
Rizika naší prognózy jsou však spíše vychýlena směrem dolů a větší pravděpodobnost ohledně dalšího pohybu sazeb tedy stále přisuzujeme jejich snížení než zvýšení. Kolem přelomu roku, kdy by mělo dojít ke vzniku nové vlády a schválení státního rozpočtu na rok 2026, by mělo být jasné, zdali se výhled více expanzivní fiskální politiky naplňuje. Pokud by k tomu nedošlo, je možné, že dezinflační tendence ekonomiky v příštím roce přetrvají a centrální banka bude v důsledku toho muset úrokové sazby dále snížit. Stejně jako náš makroekonomický scénář je tedy i naše prognóza vývoje sazeb ČNB silně podmíněna charakterem fiskální politiky.

Repo sazba podle nás zůstane na současných 3,5 % (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Další snížení repo sazby ČNB v nejbližší době nečekáme (bb)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální politika



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

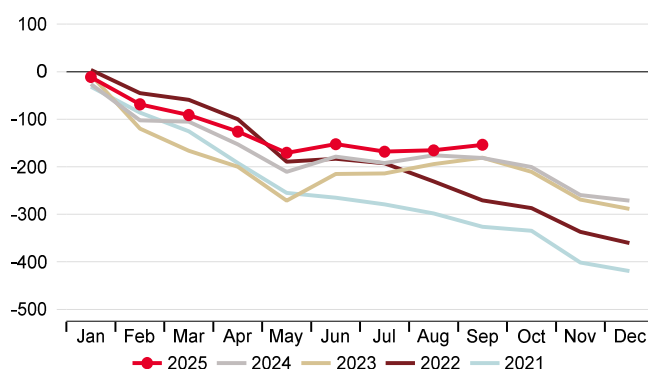
Uvolnění rozpočtové politiky na obzoru

Podobně jako po předchozích sněmovních volbách očekáváme i nyní přepracování rozpočtu na příští rok novou vládou. To si pravděpodobně vyžádá v prvním čtvrtletí roku 2026 rozpočtové provizorium. Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu se vlivem zvýšených infrastrukturních investic a výdajů na obranu v příštím roce prohloubí k 320 mld. CZK. V poměru k HDP by to podle našeho odhadu znamenalo zvýšení deficitu veřejných financí z letošních 2,2 % na 2,8 % HDP. Od druhého čtvrtletí, kdy by mohlo skončit rozpočtové provizorium, 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 horizontu naší prognózy nadále plnit Maastrichtská kritéria týkající se deficitu veřejných financí i výše dluhu.

Dosavadní plnění rozpočtu naznačuje splnění letošního plánu

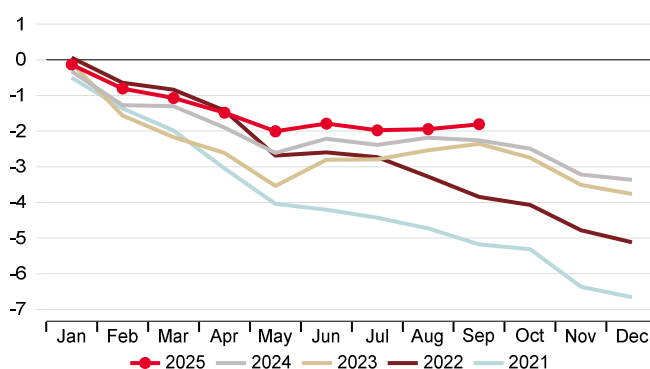
Deficit státního rozpočtu ke konci září dosáhl 153,9 mld. CZK. V meziročním srovnání byl o 27,9 mld. CZK menší. V poměru k nominálnímu HDP byl schodek ve výši 1,8 % HDP za první tři letošní čtvrtletí nejmírnější od předpandemického roku 2019. V souhrnu z našeho pohledu pozorovaná data neindikují riziko nesplnění schváleného schodku pro letošní rok (ve výši -241 mld. CZK).

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



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

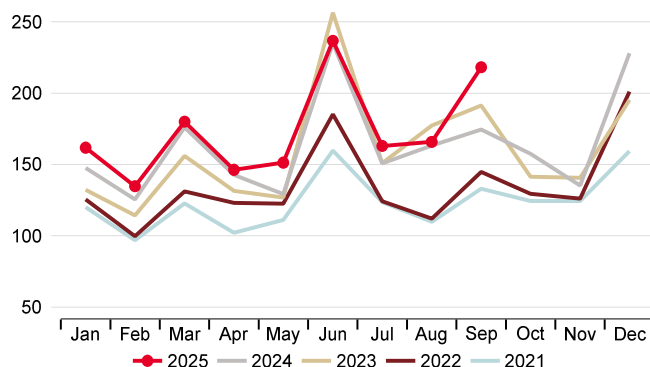
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Nominální HDP za rok 2025 podle prognózy KB.

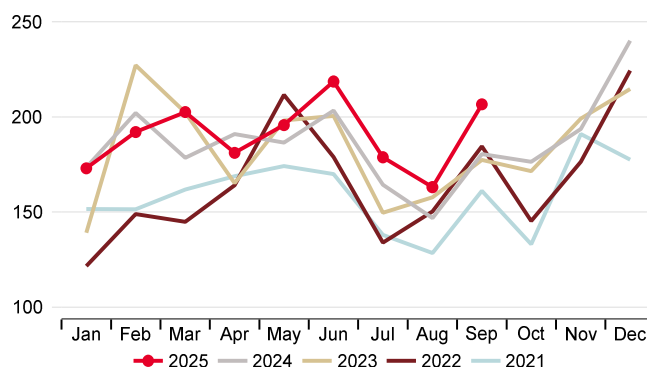
Výdaje byly do konce září meziročně vyšší o 85,2 mld. CZK (+5,2 %). Oproti loňsku rostly z běžných výdajů hlavně transfery rozpočtům územní úrovně (+21,2 mld. CZK) v souvislosti s financováním vzdělávání. K růstu celkových výdajů přispěla také váhově největší položka sociálních dávek (+13,4 mld. CZK). Nárůst výdajů (nejen) v těchto kapitolách částečně kompenzovaly meziročně nižší neinvestiční transfery státním fondům. Meziroční nárůst kapitálových výdajů (investic) o 29,1 % je tažen hlavně vyššími investičními transfery SFDI v souvislosti s financováním výstavby dopravní infrastruktury. **Příjmy vzrostly do konce září meziročně o 113,1 mld. CZK (+7,8 %).** Výrazně k tomu tradičně přispívají váhově nejvýznamnější položky: pojistné (+39,9 mld. CZK) a DPH (+22,4 mld. CZK). Dynamika obou položek v meziročním vyjádření přesahuje 7 %, což naznačuje nadále robustní spotřebitelskou poptávku. Solidní kondici vykazovaly i firmy, což je patrné na výběru DPPO, který letos pravděpodobně významně překoná celoroční plán.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

Deficit v příštím roce naroste, tuzemská fiskální pravidla by mohla projít revizí Předpokládáme, že schodek státního rozpočtu se v příštím roce zvýší na 320 mld. CZK.

Dosluhující vláda schválila státní rozpočet s deficitem 286 mld. CZK. K jeho meziročnímu prohloubení z letošních cca 241 mld. CZK by mělo přispět mimo jiné poskytnutí bezúročné půjčky na projekt výstavby nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech a také navýšení výdajů na obranu. Podle vyjádření NRR² však není ve zmíněném rozpočtu zahrnuto 37,2 mld. CZK, se kterým pro příští rok počítá SFDI (Státní fond dopravní infrastruktury). Podobně jako po posledních sněmovních volbách v roce 2021 i nyní předpokládáme, že dojde k přepracování stávajícího rozpočtu na příští rok novou vládou. V prvních měsících roku 2026 je proto pravděpodobné 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. Riziko vzhledem k indikaci dalších výdajových priorit nové vlády vidíme jako vychýlené směrem k ještě hlubšímu schodku.

V následujících letech již neočekáváme další viditelnou konsolidaci veřejných financí, což současně znamená, že by mělo dojít k rozvolnění pravidel rozpočtové politiky. Zákon o rozpočtové odpovědnosti v současném znění vyžaduje další snížení strukturálního deficitu o 0,5 pb HDP na maximálně 1,75 % HDP v roce 2026 a stejné zmírnění schodku je pak v zákoně obsaženo i na rok 2027. Od roku 2028 pak činí strop pro strukturální saldo 1 %. Jedinou výjimku z pravidel mají nově výdaje na obranu, u kterých se do strukturálního salda nebude započítávat cokoliv nad 2 % HDP³. 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) rodící se 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 předvolebními prohlášeními vítězných stran přesto předpokládáme, že by ČR měla nadále plnit Maastrichtská kritéria deficitu veřejných financí i výše dluhu.

² <https://www.rozpocetovarada.cz/ke-stazeni/vyjadreni-narodni-rozpocetove-rady-nrr-k-dosavadnim-a-ocekavany-m-pracim-na-statnim-rozpocetu-pro-rok-2026-k-procesu-jeho-vzniku-a-k-vyhledu-verejnych-financi-na-dalsi-leta/>

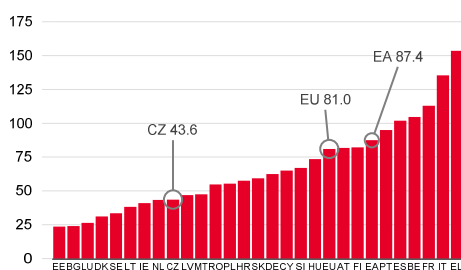
³ Rozpočet na 2026 schválený dosluhující vládou počítá s navýšením výdajů na obranu v roce 2026 na 2,35 % HDP, avšak výrazně se na tom podílí nárůst v kapitole dopravní infrastruktury, což může být z hlediska fiskálních pravidel problematické.

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 loňském roce, ke kterému přispěl mimo jiné tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem letos zcela odezní a v příštím roce bude kompenzována opětovným zvýšením strukturálního salda. Vliv rozpočtové politiky na dynamiku HDP a cen podrobněji diskutujeme v *Boxu 1*.

Box 1: Fiskální stimul - dočasná podpora pro ekonomiku, riziko pro cenovou stabilitu

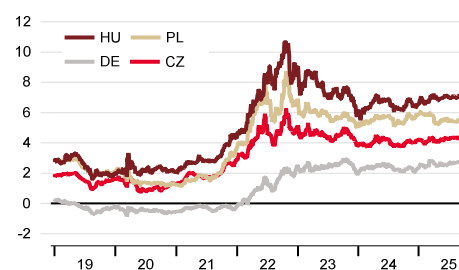
Pravděpodobnost rozvolnění tuzemské fiskální politiky podle nás zůstává zvýšená. To vyplývá primárně z nízkého celkového zadlužení v mezinárodním kontextu, ale i z relativně přísnějších národních fiskálních pravidel. Tuzemská fiskální uměřenost je přitom jedním z důvodů, proč si ČR zachovává nejlepší ratingové hodnocení ze zemí střední a východní Evropy, což dosud přispívalo k významně nižším (úrokovým) nákladům na financování státního dluhu a rozpočtových schodků oproti srovnatelným zemím s vlastní měnou. Cílem tohoto boxu je popsat kvalitativní i kvantitativní dopady fiskální expanze na klíčové makroekonomické a finanční veličiny.

Veřejný dluh v roce 2024 (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnos 10y státních dluhopisů (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální expanze může vést nejprve k dočasnému nárůstu ekonomické aktivity. To vychází ze zvýšení agregátní poptávky.⁴ S tím spojené dodatečné (poptávkové) inflační tlaky ovšem obecně vedou rovněž k postupnému zvyšování úrokových sazeb centrální bankou a vzestupu rizikových přírůstků u státních dluhopisů s delší splatností. Rozšíření úrokového diferenciálu do země přitahuje dodatečný kapitál, který na devizových trzích vede k posilování domácí měny. V reálném vyjádření kurz může zhodnotit i vlivem dodatečných domácích inflačních tlaků, tj. inflačním diferencialem.

Pozitivní efekt na HDP postupem času vyprchává a může být zcela vytěsněn. Kombinace vyšších úrokových sazeb a silnějšího reálného devizového kurzu působí na ekonomiku restriktivně. Reálná apreciacie devizového kurzu relativně snižuje konkurenceschopnost domácích exportérů na zahraničních trzích a současně zlevňuje dovoz, zatímco vyšší úrokové sazby omezují domácí poptávku, tedy investice i spotřebu. Celkově je pravděpodobným důsledkem fiskální expanze pouze dočasně vyšší HDP, ale i inflace.

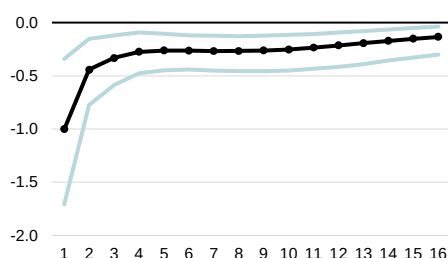
Skutečný efekt závisí na struktuře expanzivního fiskálního šoku i fázi ekonomického cyklu. Obecně lze očekávat více prorůstové (zejména dlouhodobě) a méně proinflační dopady u investic (např. do infrastruktury), zatímco u běžných výdajů tomu bude naopak. Z výzkumu také vyplývá, že velikost fiskálního multiplikátoru (průsaku fiskální politiky do HDP) je podmíněna tím, zda jde o úpravu na příjmové nebo výdajové straně, přičemž větší dopad na

⁴ Pokud nepřepokládáme tzv. ricardiánské agenty, kteří by v reakci na fiskální expanzi začali okamžitě spořit, neboť dnešní deficit = budoucí daně.

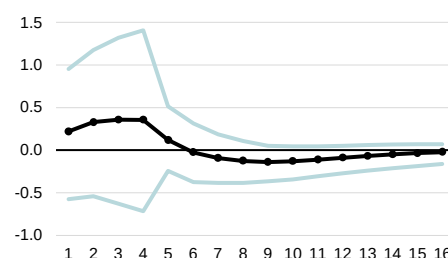
ekonomickou aktivitu je přisuzován výdajovým opatřením. V rámci příjmové nebo výdajové strany lze navíc pozorovat rozdílné dopady konkrétních typů opatření.⁵ Některé studie také poukazují na vyšší fiskální multiplikátory, a tím i účinnost fiskální politiky, ve fázi recese.⁶ Níže jsou prezentovány impulzní odezvy z BVAR modelu⁷, který od těchto rozdílů abstrahuje. Jde tedy o odezvy blíže nespecifikovaného fiskálního šoku v podobě prohloubení deficitu/zmírnění přebytku veřejných financí o 1 pb HDP. Vzhledem ke čtvrtletní frekvenci dat a odhadnutým empirickým perzistencím odpovídá tento šok na celoroční bázi zvýšení deficitu veřejných financí o zhruba 0,5 pb HDP.

Impulzní odezvy expanzivního fiskálního šoku o velikosti 1 pb HDP z odhadnutého BVAR modelu (medián a 68% intervaly věrohodnosti, osa x - čtvrtletí)

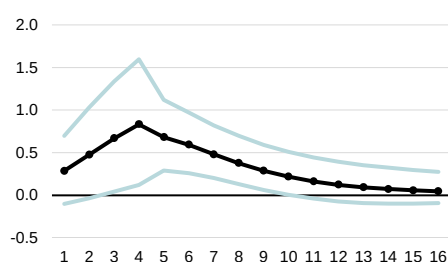
Bilance veřejných financí (pb HDP)



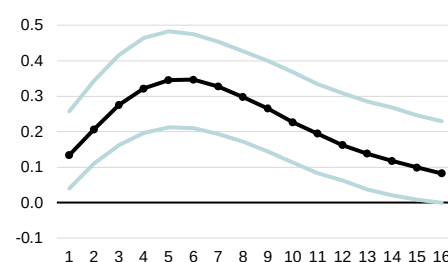
HDP (pb, y/y)



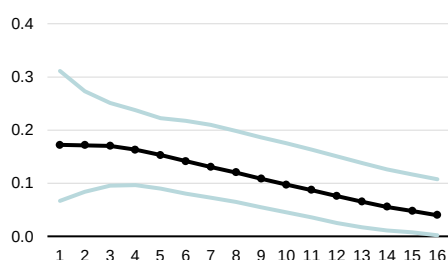
CPI inflace (pb, y/y)



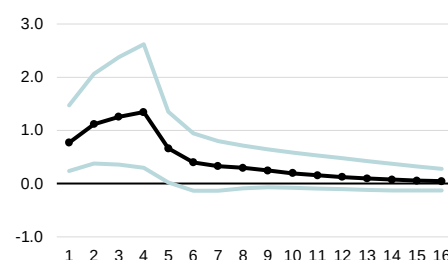
3M Príbor (pb)



Výnos 10y CZGB (pb)



Reálný efektivní kurz koruny (pb, y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

⁵ Např. <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/boxy-a-clanky/Dilci-fiskalni-multiplikatory-nove-v-prognoze-CNB/>

⁶ Např. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2025_03.pdf

⁷ Použitý BVAR obsahuje kromě několika exogenních proměnných také 6 endogenních proměnných z tuzemské ekonomiky, pro které jsou prezentovány impulzní odezvy. S výjimkou úrokových sazeb a výnosů dluhopisů byly proměnné před odhadem přetřansformovány do mezičtvrtletních (anualizovaných) dynamik. Model pracuje s daty na čtvrtletní frekvenci a obsahuje 4 zpoždění. Strukturální fiskální šok byl identifikován na základě znaménkových restrikcí.

Pozitivní vliv uvolněnější fiskální politiky na HDP je v případě ČR podle naší jednoduché empirické analýzy sporný, byť je krátkodobě spíše pozitivní. Mediánová odezva odhadovaná na historických datech sice nabývá kladných hodnot, 68% interval věrohodnosti však ukazuje, že nejistota nejen ohledně velikosti, ale dokonce i směru dopadu na reálnou ekonomickou aktivitu, je značná. V případě mediánové odezvy navíc kumulativní dopad do úrovně HDP konverguje k nule, což nahrává hypotéze o vytěšňovacím efektu fiskální expanze. Významná je naopak pozitivní odezva inflace. Na zesílené inflační tlaky podle modelového odhadu postupně reaguje i centrální banka zvýšením úrokových sazeb. Rozvolnění fiskální politiky se dle očekávání projevuje také na nárůstu výnosů státních dluhopisů a v reálném zpevnění efektivního kurzu koruny.

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

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s deficitem ve výši 2,2 % HDP. V příštím roce předpokládáme prohloubení schodku na 2,8 % HDP.

Fiskální expanze by se měla udržet v mezích Maastrichtských kritérií

V příštím roce podle nás naroste strukturální 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 oproti hotovostnímu výsledku státního rozpočtu zmírňovat i pokračování financování dostavby jaderné elektrárny formou státních půjček, které nejsou součástí schodku v aktuálním vyjádření. V dalších letech k mírnému zlepšení salda vůči HDP pomůže zpožděný pozitivní efekt fiskální expanze na ekonomickou aktivitu. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2025-2029 poroste v průměru o 1,1 pb ročně, aby v roce 2029 dosáhl 48,7 % HDP.

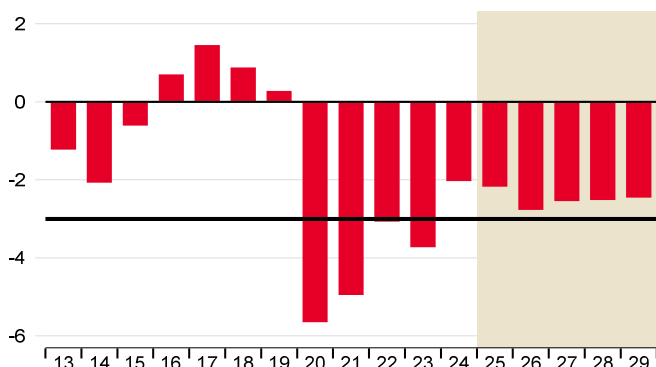
Dynamika veřejných financí

	2024	2025f	2026f	2027f	2028f	2029f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,0	-2,2	-2,8	-2,5	-2,5	-2,5
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,5	-0,1	-0,7	0,0	0,1	0,2
Veřejný dluh (mld. CZK)	3488,5	3728,5	4048,5	4348,5	4648,5	4958,5
Veřejný dluh (% HDP)	43,3	43,9	45,7	46,6	47,7	48,7

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

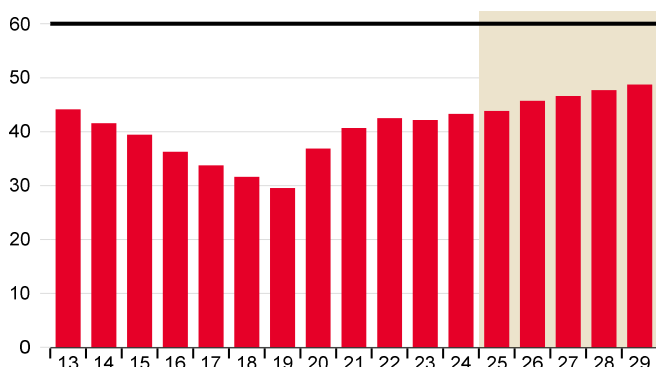
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,4	2,6	2,0	1,3	1,0	1,1	1,8	2,6	1,1	2,1	1,6	2,8	2,1	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,3	3,4	2,7	1,9	1,9	1,5	1,9	2,2	2,2	2,6	1,9	2,4	2,0	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,9	2,6	1,4	1,1	1,6	0,8	2,4	3,2	3,2	1,8	2,0	2,6	1,9	2,1
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-1,7	-0,2	1,0	2,6	2,7	2,7	2,6	3,1	-3,1	0,4	2,8	3,2	2,3	2,2
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,4	-0,9	-0,7	-0,6	-1,4	-0,2	-0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,4	0,3	0,2	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	1,8	1,3	0,9	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	1,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	77,5	60,0	34,1	45,4	89,2	56,6	16,4	36,9	220,5	217,0	199,2	224,0	245,2	257,4
Vývozy (nominálně, y/y, %)	6,1	3,0	0,7	-5,2	-3,9	-5,2	0,8	6,5	5,0	1,1	-0,6	6,0	5,9	5,4
Dovozy (nominálně, y/y, %)	7,0	4,2	0,1	-5,9	-5,2	-5,2	2,4	7,6	2,8	1,3	-0,3	5,7	5,8	5,4
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	0,5	1,2	0,0	-0,1	-1,3	-0,9	1,5	3,7	-1,0	0,4	0,7	3,5	2,9	2,7
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	7,3	10,3	0,7	12,8	9,6	8,0	0,8	2,0	-1,6	7,8	5,1	3,0	2,8	2,9
Malooobchod (reálně, y/y, %)	3,4	4,8	3,4	2,6	2,1	1,1	1,6	2,3	4,5	3,6	1,8	2,8	2,4	2,3
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,6	7,8	6,8	6,1	5,3	4,6	5,2	5,6	7,2	6,8	5,2	5,1	4,2	4,5
Mzdy (reálně, y/y, %)	3,8	5,3	4,2	4,4	3,6	3,0	3,8	3,9	4,7	4,4	3,6	2,6	2,0	2,4
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	4,3	4,2	4,5	4,6	5,0	4,5	4,6	4,5	3,8	4,4	4,6	4,3	4,4	4,7
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,7	3,0	3,0	3,3	3,2	3,2	3,0	2,6	2,8	3,2	2,8	2,9	3,3
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	0,5	1,5	1,4	1,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	2,6	1,1	-0,1	0,7	0,2	0,0
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,7	2,4	2,5	2,1	1,4	1,4	1,3	1,7	2,4	2,4	1,5	2,4	2,2	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,5	2,8	2,8	2,6	2,3	2,0	2,0	2,2	2,5	2,7	2,1	2,3	2,3	2,1
Ceny potravin (y/y, %) (*)	4,2	3,8	3,2	2,3	2,1	1,8	1,8	1,9	0,7	3,4	1,9	2,2	2,3	2,0
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-4,4	-12,2	-6,8	-7,2	-10,6	-5,0	-5,9	-0,3	-0,9	-7,6	-5,5	4,4	0,6	0,3
Regulované ceny (y/y, %)	1,2	0,9	1,1	0,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,7	6,3	1,0	-1,0	1,8	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	0,0	-0,9	-0,9	-2,3	-1,2	-0,2	-0,6	-0,2	0,8	-1,0	-0,5	2,1	2,9	2,3
Finanční proměnné														
2T Repo (% , průměr)	3,9	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	5,1	3,6	3,5	3,5	3,4	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	5,0	3,6	3,6	3,6	3,5	3,1
CZK/EUR (průměr)	25,1	24,9	24,5	24,4	24,4	24,3	24,2	24,1	25,1	24,7	24,3	24,1	24,1	23,9
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,6	1,5	1,3	1,2	0,9	1,1	1,2	1,3	0,8	1,4	1,1	1,3	1,2	1,2
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	1,0	1,2	1,4	-0,5	0,3	1,0	1,3	1,1	1,1
CPI v EMU (y/y, %)	2,4	2,0	2,1	1,8	1,4	1,6	1,4	1,4	2,4	2,1	1,5	2,0	2,2	2,3
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	75,0	67,3	69,5	60,0	59,0	57,0	53,0	52,0	80,8	67,9	55,3	60,1	66,7	70,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,05	1,13	1,17	1,19	1,22	1,25	1,25	1,25	1,08	1,14	1,24	1,25	1,25	1,25

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

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

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Fiskální stimul bude sazby tlačit vzhůru

Dočasný pokles dynamiky tuzemské ekonomické aktivity a s tím související zmírnění optimismu na trzích by podle nás mohlo krátkodobě přibrzdit korunové tržní úrokové sazby v cestě vzhůru. V příštím roce však očekáváme obnovení jejich nárůstu v důsledku uvolnění fiskální politiky u nás, ale i v zahraničí. Na riziko expanzivnější fiskální politiky bude podle nás reagovat i ČNB, která navzdory dočasnému poklesu celkové inflace pod 2 % své měnověpolitické sazby v příštím roce ze současných úrovní již nesníží. Hlubší deficit státního rozpočtu se projeví také ve vyšší emisní aktivitě a nárůstu výnosů státních dluhopisů, respektive rozšíření jejich rozpětí vůči tržním úrokovým sazbám. Pokud by došlo k rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel a zrušení důchodové reformy, hrozilo by též snížení ratingu ČR.

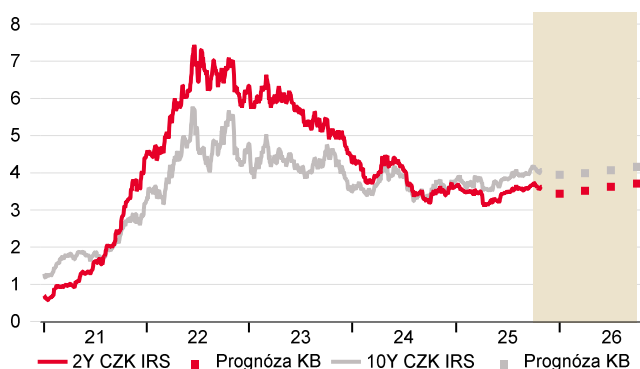
Úrokovým sazbám v Evropě se níže nechce

Globální tržní úrokové sazby v posledních měsících společnou řeč nenašly. Zatímco ty dolarové spíše klesaly s ohledem na obavy o negativní dopady cel a *shutdownu* na tamní ekonomiku, v Evropě podobnému vývoji bránila politická nejistota, v podstatě ukončený cyklus snižování sazeb ECB a na delším konci křivky také trend rozvolňování fiskálních politik. 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, která již nerozšiřuje svou bilanci nákupem státních obligací.

ČNB sazby v letošním ani příštím roce dále nesníží, korunové tržní úrokové sazby bude nahoru tlačit fiskální stimul. Korunový peněžní trh stejně jako my neočekává další snížení úrokových sazeb v tomto ani příštím roce. Určitý prostor pro pokles tržních úrokových sazeb spatřujeme pouze krátkodobě hlavně v souvislosti se zvolněním dynamiky tuzemské ekonomiky v H2 25, které by mohlo na trzích zchladiť stále poměrně optimistické předpoklady ohledně dalšího (zrychlování) jejího růstu. V příštím roce by však již měla roli dominantního faktoru přebrat fiskální expanze. Očekáváme, že ta na trhu korunových tržních úrokových sazeb převáží nad dočasným poklesem celkové inflace do dolní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB v důsledku zlevnění energií. Delší konec křivky pak podle nás bude primárně ve vleku rozvolnění fiskálních pravidel, které již nastalo v Německu a je součástí našeho základního scénáře i u nás. Oproti minulé prognóze jsme přehodnotili výhled korunových sazeb na celém horizontu směrem nahoru kvůli opuštění předpokladu o dalším uvolnění měnové politiky ČNB, méně výraznému zpomalení domácí ekonomiky a rovněž expanzivnější fiskální politice.

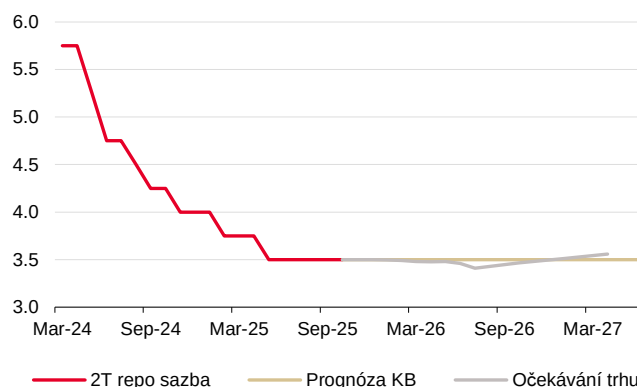
Nárůstu korunových sazeb by dočasně mělo bránit snížení dynamiky tuzemské ekonomické aktivity. V příštím roce by se ale již mělo projevovat uvolnění fiskální politiky, které bude sazby tlačit vzhůru.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 29. 10. 2025 (%)



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

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f	Q3 26f
2Y	3,45	3,50	3,65	3,70
5Y	3,70	3,75	3,85	3,95
10Y	3,95	4,00	4,05	4,15

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zpomalení tuzemské ekonomiky by mohlo být příležitostí k zajištění

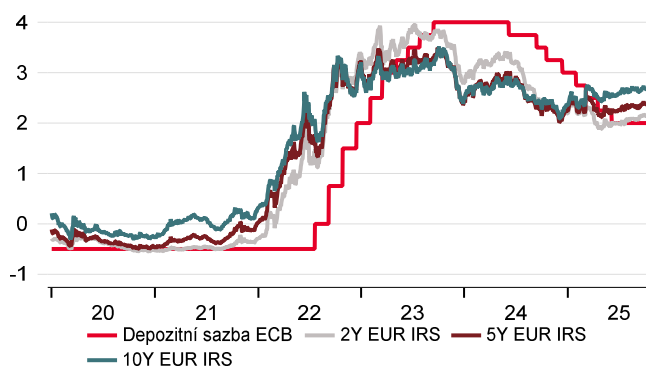
Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu s přispěním průsaku zahraničního vývoje a jestřábího postoje ČNB se zhoršily napříč splatnostmi. Ekonomické ochlazení by podle nás mohlo podmínky dočasně zlepšit. V roce 2026 by se však měly začít s uvolněním fiskální politiky opět zhoršovat. Forwardový 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	3.56	3.62	3.71	3.82	4.08
3M	3.57	3.67	3.75	3.85	4.10
6M	3.59	3.71	3.78	3.88	4.12
9M	3.64	3.75	3.82	3.91	4.15
1Y	3.70	3.80	3.85	3.95	4.17
2Y	3.90	3.93	3.96	4.06	4.26
3Y	3.97	4.00	4.06	4.17	4.32

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 10. 2025

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise státních dluhopisů v příštím roce výrazně vzroste

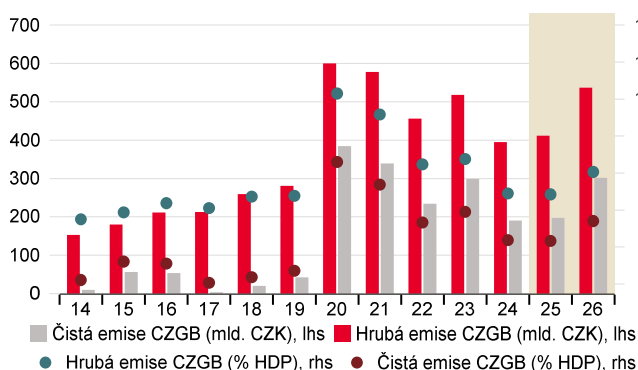
Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 240 mld. CZK a v příštím roce se zvýší na 320 mld. CZK. Letos v kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, se tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů nacházet v horní polovině intervalu indikace Ministerstva financí (MF). To počítá s vydáním korunových státních dluhopisů v celkovém objemu 350-450 mld. CZK (150-250 mld. CZK v H2 25). Celkově MF letos do 22. října vydalo na primárním trhu dluhopisy již za 318,8 mld. CZK a zároveň na sekundárním trhu v objemu 28,8 mld. CZK; navíc uzavřelo výměnné operace dluhopisů splatných v letošním roce za dalších 17,9 mld. CZK. Cizoměnová emise byla v dosavadním průběhu letoška realizována zatím pouze na sekundárním trhu v objemu 250 mil. EUR. V nezanedbatelné míře jsou v dosavadním průběhu letošního roku k pokrytí výpůjčních potřeb využívány také pokladniční poukázky. Těch se splatností až v příštím roce bylo dosud emitováno za 45 mld. CZK, což doplnily ještě poukázky denominované v EUR v objemu 1 mld. EUR se splatností v příštím roce. **V roce 2026 se hrubá i čistá emise výrazně navýší.** V případě hrubé emise by se na tom měly podílet mimo jiné vyšší splátky maturujících poukázek a dluhopisů (+51,6 mld. CZK) i hlubší hotovostní deficit státního rozpočtu (+80 mld. CZK). Čistá emise by měla dosáhnout zhruba úrovně z roku 2023.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2025		2026	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	241,0	240,0	225,0	320,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	7,4	7,4	2,5	2,5
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	214,2	214,2	255,0	235,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	20,4	20,4	15,7	15,7
Splátky instrument peněžního trhu	81,3	81,3	20,0	112,1
Splátky pokladničních poukázek		81,3		112,1
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2	26,5	26,5
Potřeba financování celkem	567,5	566,5	544,7	711,8
Nástroje peněžního trhu		112,1		110,0
Pokladniční poukázky		112,1		110,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		411,9		536,5
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		6,3		24,3
Hrubá emise spořicí dluhopisů		1,3		1,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		20,0		20,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0		20,0
Zdroje financování celkem		566,5		711,8
Hrubá výpůjční potřeba		551,5		691,8
Čistá emise CZGB		197,7		301,5

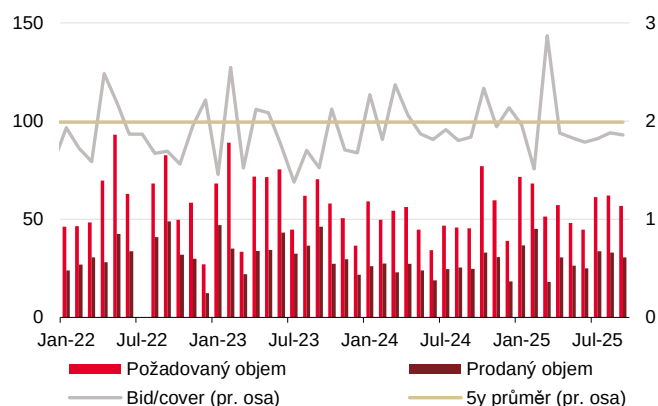
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 vzrostou výrazněji než tržní úrokové sazby

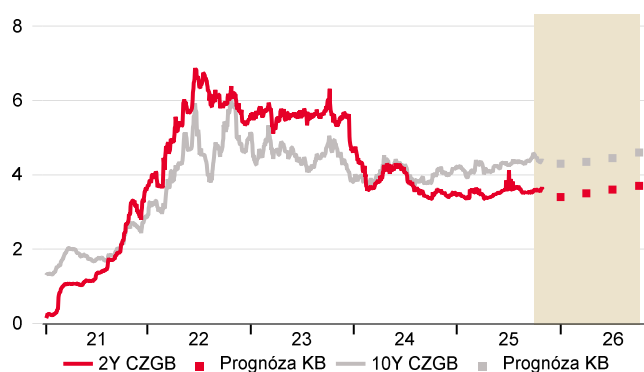
Výnosy státních dluhopisů za nedávným nárůstem IRS zaostávaly, došlo tak ke zúžení ASW spreadů, a tedy k jejich relativnímu zdražení. Vzhledem k očekávané fiskální expanzi a rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel (více v kapitole *Fiskální politika*) a souvisejícímu navýšení emisní aktivity předpokládáme, že by se rozpětí mezi výnosy dluhopisů a IRS mělo postupně rozevírat. Nárůst výnosů státních dluhopisů by tedy měl být ještě o něco výraznější než v případě korunových tržních úrokových sazeb.

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f	Q3 26f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,40	3,50	3,60	3,70
Výnos 5Y CZGB (%)	3,80	3,85	3,95	4,05
Výnos 10Y CZGB (%)	4,30	4,35	4,45	4,60
10Y CZGB ASW (bb)	35	35	40	45

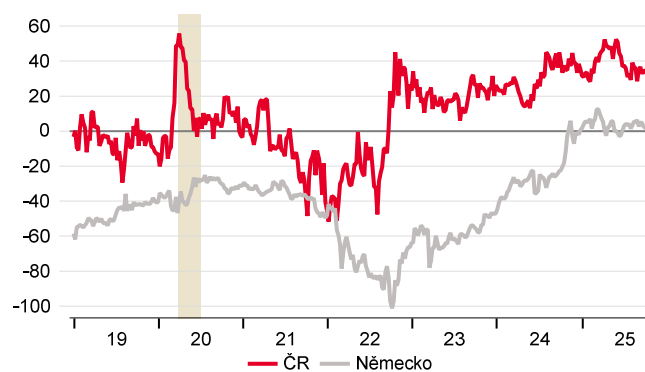
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

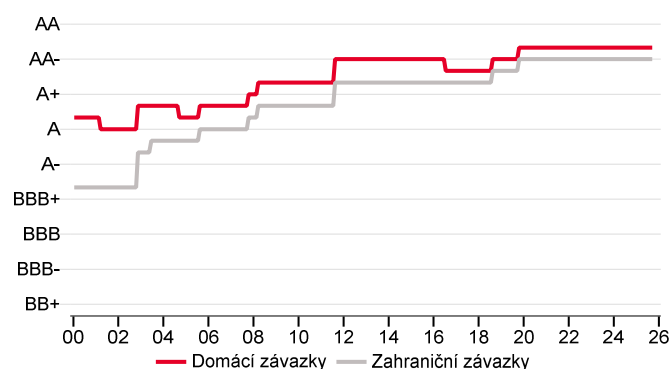
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno (Aa3/AA-) se stabilním výhledem, rizika ovšem podle nás vzhledem k očekávané fiskální expanzi rostou. Nadále platí, že ČR má nejlepší rating ze všech zemí střední a východní Evropy. Současnou známku ovšem agentury Fitch a Moody's v posledních hodnoceních podmiňovaly 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 předvolební slib některých stran vznikající vládní koalice ohledně zrušení schválené důchodové reformy. Ta mimo jiné postupně zvyšuje věk odchodu do důchodu po roce 2030 a zpomaluje růst důchodů, čímž by od 50. let měla ve srovnání se scénářem zachování současného stavu ročně uspořit na důchodových výdajích zhruba 1,5 % HDP ročně.⁸

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

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

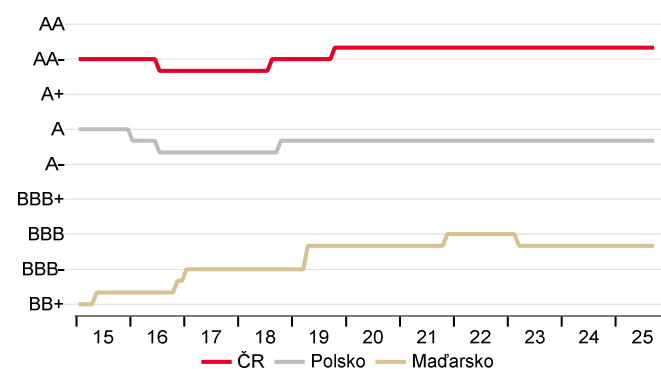
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

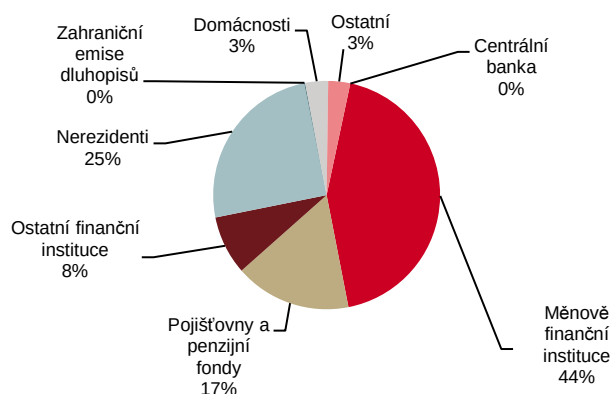
⁸ https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/f6fd1e81-2434-4729-bc36-28f9e6a79eb9_en?filename=CZ_final_2025.pdf

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		
6.00 Feb-26	0.3	0.0	71%	3.07	-10	-18	1.67	-49	-1	-11	-54		-13	-2.1	21	12.6	25	-173.3	25		
1.00 Jun-26	0.6	0.0	100%	3.30	2	-2	2.01	-29	0	3	-32		-6	-1.1	11	-3.9	4	-15.5	24		
0.25 Feb-27	1.2	0.0	108%	3.57	7	9	2.21	-8	2	14	-23		-2	0.5	2	-19.9	1	2.8	22		
2.50 Aug-28	2.6	0.0	94%	3.61	1	-12	2.24	-14	-3	-2	-15		5	-2.1	20	1.0	18	3.8	19		
5.50 Dec-28	2.7	0.0	88%	3.62	3	-6	2.25	-14	-3	3	-22		0	-0.6	6	4.9	23	3.7	20		
5.75 Mar-29	3.0	0.0	103%	3.65	3	-10	2.30	-12	-2	-1	-16		4	-0.8	7	5.9	24	3.9	18		
2.75 Jul-29	3.4	0.0	100%	3.75	3	-12	2.40	-6	-2	-2	-7		10	-1.7	17	0.2	15	4.5	13		
0.05 Nov-29	3.9	0.0	61%	3.80	2	-12	2.43	-6	-3	-2	-4		11	-2.5	23	-0.1	14	4.6	12		
0.95 May-30	4.3	0.0	100%	3.86	3	-15	2.50	-2	-4	-3	-2		13	-2.7	25	0.5	17	4.8	9		
5.00 Sep-30	4.3	5.0	121%	3.91	0	-15	2.61	6	-4	-3	-1		18	-1.3	16	0.4	16	4.9	6		
1.20 Mar-31	5.0	0.0	100%	4.01	3	-13	2.64	7	-3	-1	1		17	-1.7	19	-3.4	5	5.0	3		
6.20 Jun-31	4.7	4.9	100%	3.98	1	-9	2.71	11	-3	3	-1		18	-0.1	3	2.5	21	5.0	4		
1.75 Jun-32	6.0	0.0	100%	4.15	4	-12	2.79	13	-2	-1	5		22	-1.0	10	-2.5	7	5.0	5		
4.50 Nov-32	5.9	5.8	127%	4.19	2	-13	2.89	21	-3	-2	12		31	-0.6	5	-2.4	8	5.0	2		
3.00 Mar-33	6.3	6.1	70%	4.25	4	-13	2.91	21	-2	-2	16		31	-1.2	13	-4.8	3	5.1	1		
2.00 Oct-33	7.1	0.0	100%	4.33	5	-13	2.95	22	-2	-3	14		32	-0.9	9	-6.9	2	4.9	8		
4.90 Apr-34	6.7	6.9	113%	4.33	4	-14	3.05	28	-1	-3	19		36	-0.2	4	-1.9	9	4.9	7		
4.25 Oct-34	7.3	12.9	47%	4.37	5	-13	3.07	28	-1	-2	22		39	-0.8	8	-1.8	10	4.7	10		
3.50 May-35	7.8	0.0	101%	4.37	6	-17	3.05	22	0	-6	19		35	-1.7	18	3.8	22	4.4	14		
5.30 Sep-35 *	7.6	13.2	16%	4.46	8	-9	3.20	35	0	1	28		37	1.0	1	-2.6	6	4.7	11		
3.60 Jun-36	8.4	13.0	63%	4.50	7	-12	3.17	29	1	-3	26		43	-1.2	12	-1.1	11	4.4	15		
4.20 Dec-36	8.3	0.0	100%	4.51	5	-11	3.20	30	0	-2	27		46	-1.2	14	1.5	20	4.3	16		
1.95 Jul-37	9.9	0.0	62%	4.57	4	-11	3.16	24	-1	-3	24		41	-2.3	22	-0.7	12	3.9	17		
1.50 Apr-40	12.0	0.6	64%	4.70	5	-11	3.25	24	0	-2	27		45	-2.6	24	1.2	19	3.2	21		
4.00 Apr-44	12.2	2.3	15%	4.83	4	-2	3.51	43	-1	6	37		63	-1.3	15	-0.6	13	2.8	23		

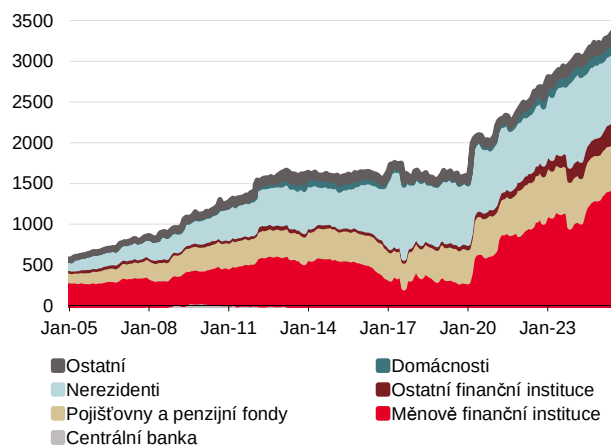
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (srpen 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

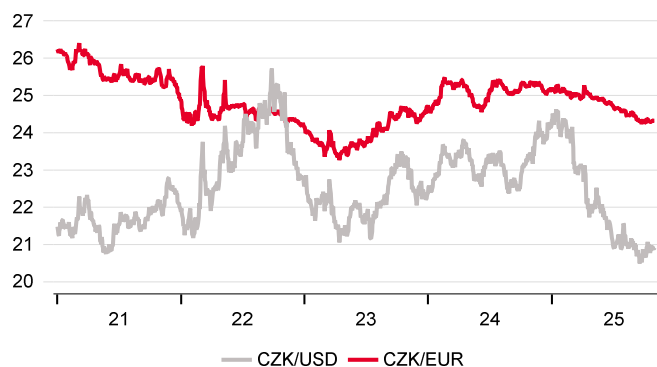
Koruna si vybere oddechový čas

Česká koruna v posledních měsících pokračuje ve svém zpevňování k euru, přestože úrokový diferenciál se již dále nerozšiřuje a očekávaný růstový náskok tuzemské ekonomiky vůči eurozóně se zužuje. Nedávná dynamika posilování domácí měny byla podle nás celkově rychlejší, než by odpovídalo zlepšování ekonomických fundamentů. Hlavním tahounem koruny byl především pozitivní sentiment na globálních devizových trzích. Oslabování amerického dolaru by podle našich předpokladů sice mělo ještě pokračovat, momentum tuzemské ekonomiky však ve druhé polovině letošního roku zpomaluje, což by mělo zchladit i stále poměrně optimistická tržní očekávání ohledně růstu české ekonomiky. Ještě před průsakem pozitivního efektu uvolnění fiskální politiky, který by měl postupně nabíhat v roce 2026, proto celkově očekáváme, že by koruna měla svůj zpevňující trend ve zbytku letoška a na začátku příštího roku dočasně přerušit.

Posilování koruny předbíhá fundamenty

Koruna s podporou pozitivního sentimentu v páru s eurem dále posílila na téměř dvouleté maximum. Úrokový diferenciál se vzhledem ke stabilně jestřábí rétorice ČNB již dále nerozšiřuje a jeho význam pro spotový kurz koruny byl proto v průběhu léta spíše druhořadý. Roli tahouna tuzemské měny převzal pozitivní sentiment, který naopak na globálních trzích dostal pod tlak americký dolar. Jeho oslabování by sice podle předpokladů naší prognózy mělo dále pokračovat, v ročním horizontu až na 1,25 USD/EUR, pozitivní vliv na kurz koruny k euru ale podle našeho odhadu vykompenzují ostatní faktory.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

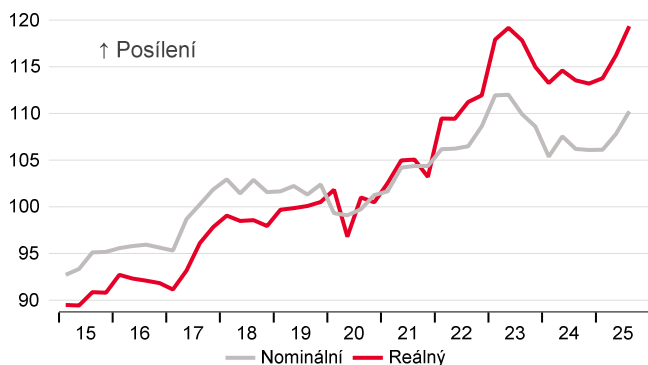
Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

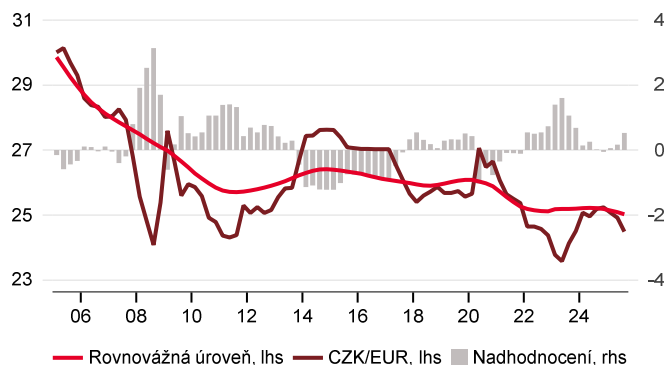
Nadhodnocení koruny brání dalšímu posilování. Úrokové rozpětí mezi ČR a eurozónou od srpna zhruba stagnuje. Trhy jsou tedy nadále přesvědčeny, že ČNB již v tomto cyklu své úrokové sazby nesníží a příští změnou bude jejich zvýšení. To podle nás ponechává již jen velmi malý prostor pro dodatečnou podporu koruny ze strany úrokového diferenciálu. Nadhodnocení koruny proti euru indikuje rovněž náš model rovnovážného kurzu. Negativně by měla v nejbližších měsících působit také sestupná revize očekávaného růstu HDP v roce 2026, na kterém se podle nás podepíše zpomalení dynamiky tuzemské ekonomické aktivity v letošním druhém pololetí, které trhy doposud plně nezohledňují.

Efektivní kurz koruny (2020=100)



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Reálný kurz deflovaný deflátorem HDP.

Rovnovážný kurz CZK/EUR

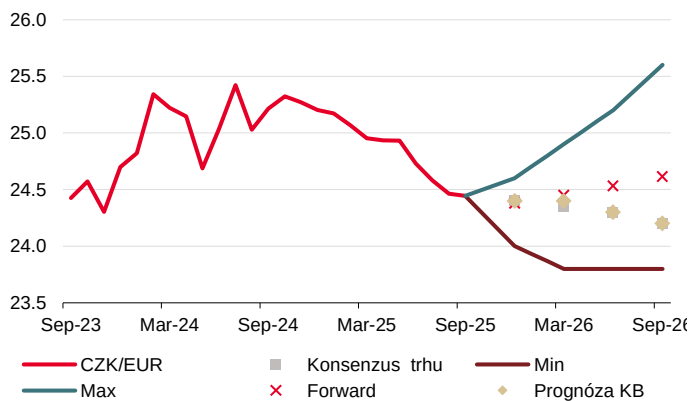


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali k viditelně silnějším úrovním. Přispěla k tomu pokračující odolnost tuzemské ekonomiky, vyšší očekávané sazby ČNB i příznivější globální sentiment.

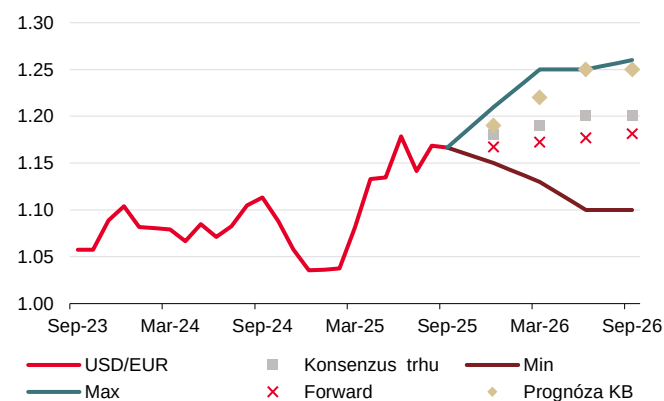
Celkově očekáváme, že koruna na svoje nedávné zhodnocení proti společné evropské měně v následujících měsících nenaváže. Na konci letošního čtvrtého i prvního čtvrtletí příštího roku očekáváme shodně hladinu 24,40 CZK/EUR. Postupné posilování by se následně mělo obnovit mimo jiné s přispěním uvolnění domácí fiskální politiky (odezva reálného devizového kurzu na fiskální expanzi je diskutována v *Boxu 1*). To ale bude i s ohledem na nižší tempo růstu potenciálu tuzemské ekonomiky ve srovnání s předpandemickým obdobím pravděpodobně jen pozvolné.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 10. 2025)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 10. 2025)



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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f	Q3 26f
CZK/EUR	24,40	24,40	24,30	24,20
CZK/USD	20,50	20,00	19,45	19,35
USD/EUR	1,19	1,22	1,25	1,25

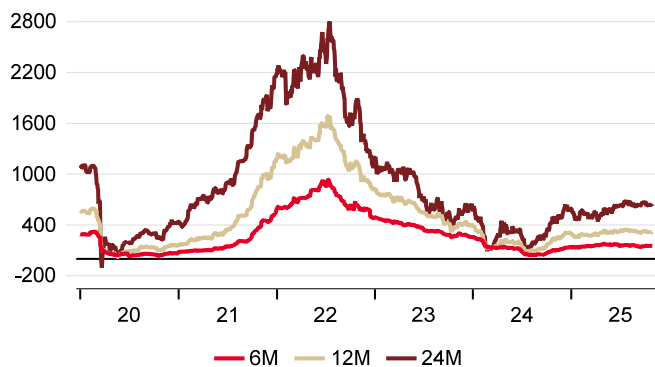
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Další vývoj je stále spojen s výraznou nejistotou

Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná. Souvisí především s obecnou nejistotou ohledně dopadů celních bariér na tuzemskou ekonomiku a EU, respektive nastavení měnových politik ČNB a ECB. Obecnou nejistotou s potenciálním dopadem do tržního vnímání všech středoevropských měn zůstává i další vývoj války na Ukrajině.

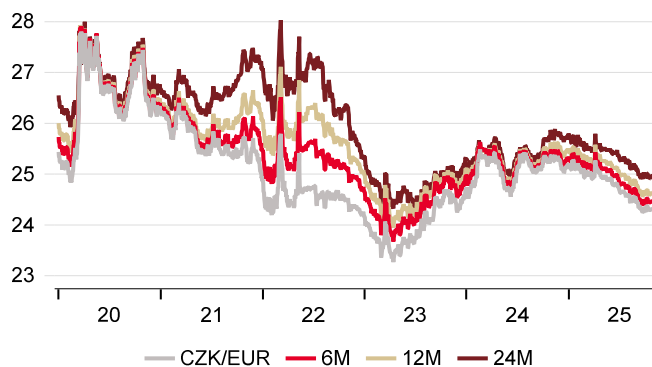
Trhy v nejbližších měsících neočekávají zásadní výkyvy kurzu koruny. Implikovaná volatilita stejně jako index volatility zůstávají nízké. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí neměly podmínky pro zajištění se zpomalením dynamiky domácí ekonomické aktivity a návratem inflace k cíli ve zbytku letošního roku již dále významně zhoršovat.

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bankovní sektor



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

Posílení úvěrové aktivity dostane širší záběr

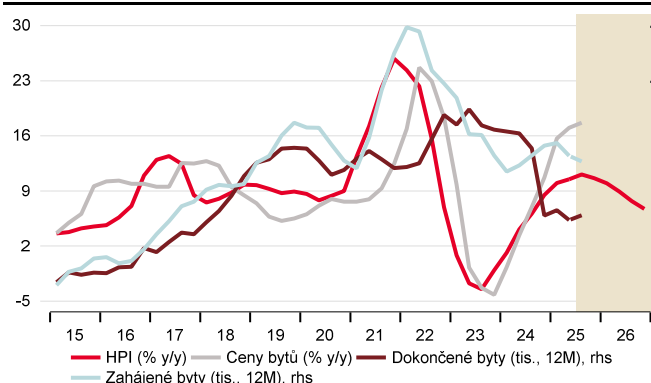
Kreditní vývoj zůstává dvojkolejný. Táhne ho retailový segment, zatímco podnikatelské úvěry vykazují znatelně slabší růst. V příštím roce by však úvěrová aktivita měla vykázat solidní nárůst napříč segmenty díky působení expanzivní fiskální politiky, a s tím souvisejícím vzestupem agregátní poptávky. Hypoteční a spotřebitelské úvěry si tak udrží vysoké objemy z letošního roku, zatímco firemní úvěrová poptávka by měla výrazněji posílit. Hypoteční a nemovitostní trhy se přehřívají a potenciál pro ještě rychlejší expanzi je omezený. Růst cen nemovitostí by měl celkově postupně zpomalit, přesto ale zůstane zvýšený. Hypoteční aktivita bude i nadále pohánět růst bankovních úvěrů. Utaženější finanční podmínky mohou úvěrový apetit lehce snížit. Přesto by se v příštím roce měl zvýšit díky obnovení silnějšího růstu ekonomiky. Dočasné celní ochlazení růstu domácí ekonomiky by se nemělo podepsat na zásadním zvýšení kreditního rizika na bankovních portfoliích.

Přehřívání nemovitostního a hypotečního trhu

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.

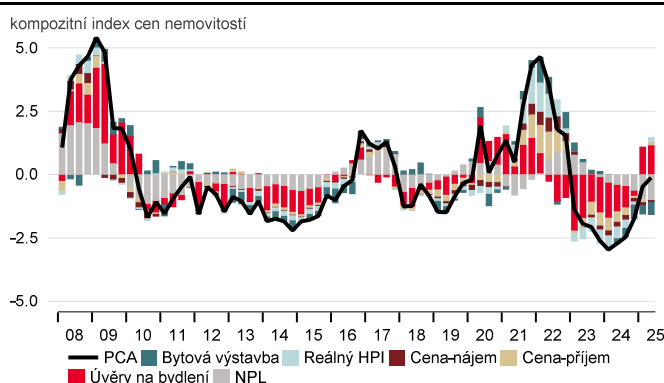
Růst cen nemovitostí postupně zpomalí, zůstane však relativně vysoký. Meziroční růst cen nemovitostí dle indexu cen obytných nemovitostí (HPI) v Q2 25 dosáhl 10,5 %. Mezičtvrtletní růst sice setrval na 2,6 % z Q1, oproti Q4 24 (+2,9 % q/q) byl ale pomalejší. Postupně by tempo zdražování mělo zmírňovat. Pro letošní rok předpokládáme růst HPI v průměru o 10,6 % a v příštím roce zpomalení na stále vysokých 8,3 %. Známky ohledně snížení dynamiky růstu ovšem nejsou jednoznačné. Nabídkové ceny bytů byly v Q3 25 vyšší o 17,7 % y/y a mezičtvrtletně rostly podobným tempem jako v Q2 (+3,7 %). U realizovaných cen bytů v Q2 25 mezičtvrtletní tempo zpomalilo jen u těch starších, kdežto pražské novostavby rostly rychlejším tempem oproti Q1. Data *Flat Zone* v Q3 indikují zvolnění růstu prvoprodejů v Praze na 11,2 % y/y (vs 13,2 % v Q2). Expanzi nemovitostního trhu zpomalí slábnutí cyklických tlaků – nižší růst mezd a objem naakumulovaných úspor domácností, malý prostor k poklesu úrokových sazeb či ochlazení trhu práce. Ve střednědobém horizontu ale dominují tlaky v opačném směru. Patří k nim demografické trendy (imigrace, *jednočlenné* domácnosti), relativní daňová výhodnost realitních aktiv a nedostatečná výstavba. Proinflační impuls se ale z titulu cen nemovitostí pravděpodobně vyčerpal. Detailně se nemovitostnímu trhu věnujeme ve speciálním reportu zde: <https://bit.ly/HPM2Q25cz>.

Cenový růst se zřejmě dostává na vrchol



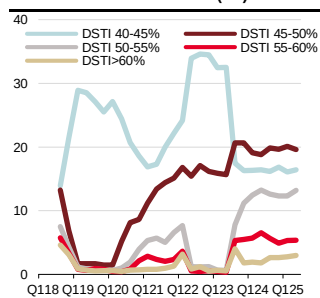
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k srpnu 2025) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q3 25. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Nemovitosti podpořilo ostré oživení hypotečního trhu



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

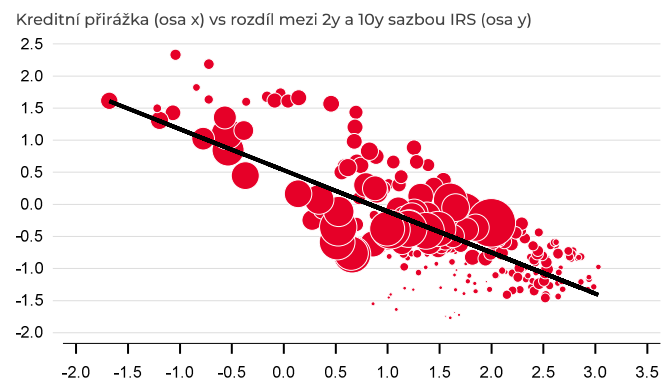
Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

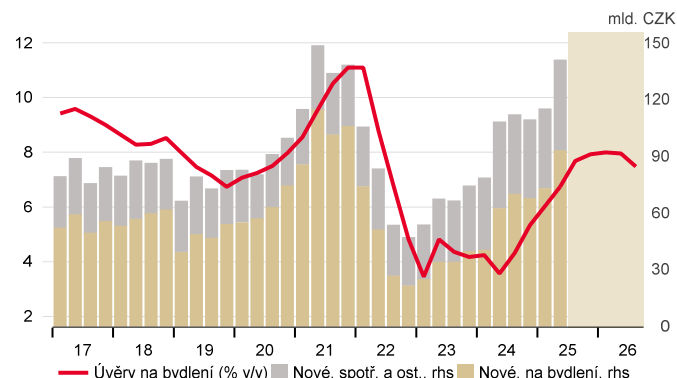
Hypoteční trh bude dále silně pohánět úvěrovou aktivitu. V úhrnu k letošnímu srpnu objem (čistých) nových úvěrů na bydlení vzrostl o 53 % oproti stejnému období vloni. Celkově za letošní rok zřejmě významně překoná naší předchozí prognózu ve výši zhruba 300 mld. CZK. Kromě toho oproti našemu očekávání rychleji rostl i stav úvěrů. Hypoteční trh tak letos zřejmě zaznamená růst o 7,9 %. Pro příští rok ho odhadujeme ve výši 7,2 %.⁹ Z pohledu nových úvěrů však neočekáváme výraznější nárůst v měsíčních objemech, zároveň ale nepředpokládáme jejich oslabení. Z hlediska finanční stability nedochází k nadměrné akumulaci rizik vlivem hypoteční aktivity. Zavedení limitů DSTI a DTI v nejbližších měsících se nám zatím zdá jako nepravděpodobné.

Vztah mezi kreditní přírůstkou 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 vypočtena jako rozdíl mezi realizovanou sazbou na úvěrech na bydlení a váženým průměrem příslušných sazeb IRS. Jedná se tak pouze o aproximaci.

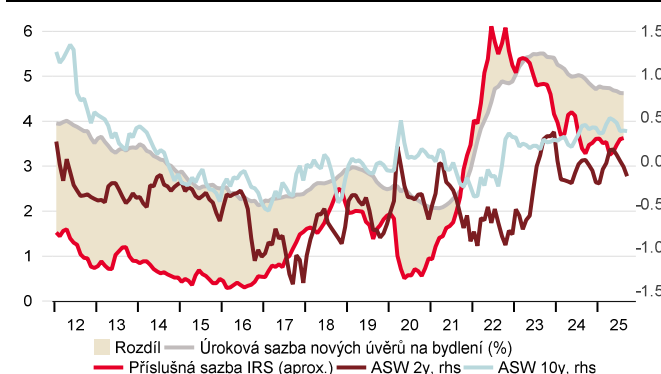
Růst stavu úvěrů na bydlení pokračuje ve zrychlování



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

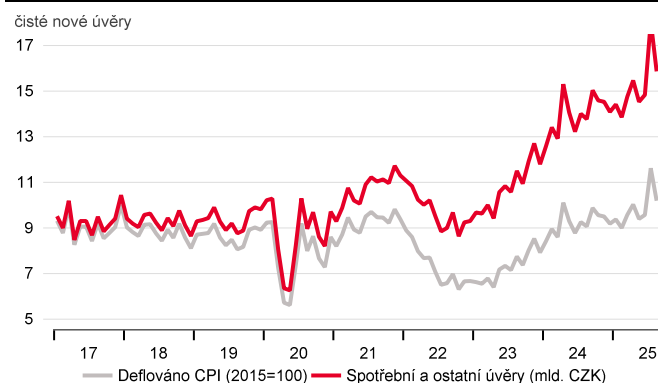
Prostor po redukcí hypotečních sazeb se téměř vyčerpal. Průměrná hypoteční sazba se v Q3 dostala na 4,5 %. Vzhledem k tvaru výnosové křivky a vyšším úrovním tržních sazeb IRS pod tuto úroveň zřejmě klesne jen nepatrně. Letošní zhruba 20% podíl refixací (na „nových“ úvěrech) ztenčuje rozdíl mezi sazbami na nových a stávajících hypotékách. Výraznější zúžení přijde ale až příští rok, kdy se refixuje velké množství úvěrů s 5letou fixací uzavřených během rekordního roku 2021. V mnoha případech se úrokové sazby mohou více jak zdvojnásobit, což může lehce přibrzdit spotřebu domácností.

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (%, pb)



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

Objem spotřebitelského financování překvapivě dále roste



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

⁹ Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období a značí meziroční růst.

Rostoucí spotřebitelské financování odráží zlepšenou náladu domácností a jejich zvyšující se útraty.

Spotřebitelské financování odráží robustní růst spotřeby domácností

Růst spotřebitelského financování navzdory našemu očekávání dále sílí. V reálném vyjádření objemy již daleko převyšují předpandemické úrovně. V nominálním vyjádření je letošní objem v úhrnu k srpnu meziročně vyšší o 11 %. Kreditní impulz úvěrů domácnostem zůstává stabilně pozitivní. Nicméně vzhledem k tomu, že neočekáváme navyšování objemů nových úvěrů, kreditní impulz by již neměl dále posilovat. To by měl reflektovat i nižší růst stavu spotřebitelských úvěrů, který letos zřejmě dosáhne 9,7 %. V roce 2026 ale podle nás zpomalí na 8,5 %. V poměru k HDP se bude objem spotřebitelských úvěrů dále zvyšovat a ke konci roku 2026 dosáhne 4,8 % HDP. Jak v případě spotřebitelských, tak i hypotečních úvěrů jsme náš odhad pro růst v příštím roce navýšili. Vliv na to má zejména očekávání expanzivnější fiskální politiky, která by měla alespoň zčásti podpořit růst disponibilních příjmů domácností a poptávku po úvěrech. Retailový trh podobně jako letos pravděpodobně zůstane klíčový z hlediska vyšší úvěrové aktivity.

Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Bankovní úvěry														
Celkem	4,9	6,8	6,4	6,3	6,6	5,6	6,8	6,7	6,1	6,1	6,4	7,0	6,4	5,9
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	6,0	6,7	7,7	7,9	8,0	8,0	7,5	7,2	4,4	7,1	7,7	6,6	6,1	6,0
Spotřebitelské úvěry domácnostem	9,2	9,3	9,9	9,7	9,2	8,9	8,3	8,5	8,7	9,5	8,7	8,2	7,0	6,0
Úvěry nefinančním podnikům	4,1	5,9	4,2	4,2	4,5	3,7	6,2	6,0	7,5	4,6	5,1	7,2	6,6	6,0
Bankovní vklady														
Celkem	4,1	4,8	3,8	4,5	6,6	7,2	7,5	5,7	7,4	4,3	6,7	6,2	4,9	4,9
Obyvatelstvo	5,8	4,8	5,3	5,5	5,7	6,4	6,1	6,1	8,0	5,3	6,1	5,9	5,1	4,8
Nefinanční podniky	2,0	4,6	2,2	2,5	5,5	4,9	7,4	5,1	5,4	2,8	5,7	4,9	4,0	4,7
Ostatní	2,9	4,9	2,5	4,4	8,7	10,2	9,9	5,4	8,0	3,7	8,5	7,6	5,3	5,1
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	56,9	57,5	57,4	57,4	57,6	58,0	58,8	58,8	57,0	57,3	58,3	59,4	60,3	61,3
Podíl vkladů na HDP	91,8	92,0	91,6	88,8	93,0	94,3	94,5	90,1	92,1	91,0	93,0	94,1	94,2	94,7
Podíl úvěrů na vkladech	62,0	62,5	62,6	64,6	62,0	61,5	62,2	65,3	61,9	62,9	62,7	63,2	64,1	64,7
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	5,0	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4
Spotřebitelské úvěry	8,2	8,0	8,0	8,0	8,3	8,4	8,6	8,7	8,8	8,0	8,5	8,7	8,9	9,5
Úvěry nefinančním podnikům	5,5	4,8	4,7	4,7	4,7	4,9	4,9	4,8	6,3	4,9	4,8	4,8	4,8	5,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3	1,6
Spotřebitelské úvěry	4,2	4,2	4,2	4,6	4,9	5,2	5,7	6,0	4,2	4,3	5,5	6,6	7,1	8,1
Úvěry nefinančním podnikům	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	2,5	2,6	2,8	3,2	3,9	5,1

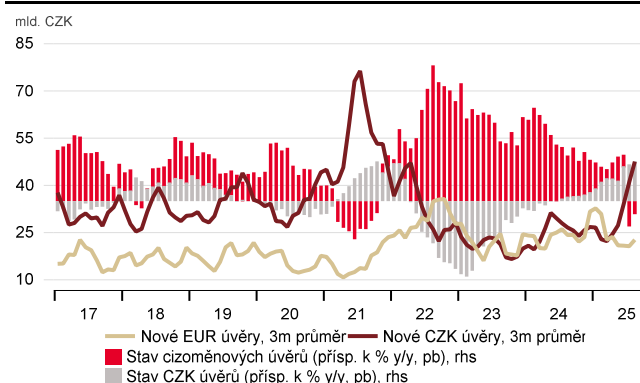
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Růst stavu úvěrů nefinančním podnikům zatím brzdí nejistota a negativní dopad cel. V příštím roce ho ovšem posílí expanzivní fiskální politika a silnější růst ekonomiky.

Investiční apetit v příštím roce posílí fiskální stimul a silnější růst ekonomiky

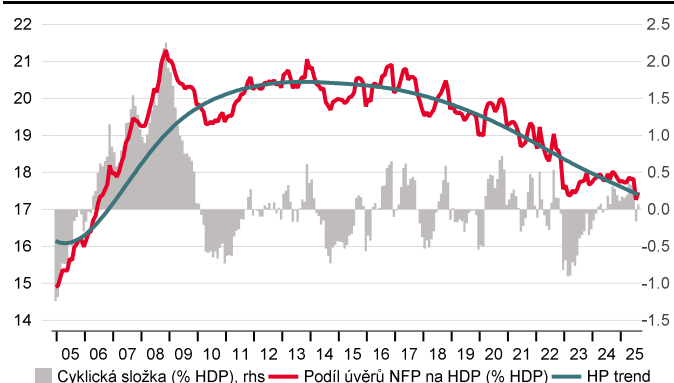
Měnová politika zřejmě již tolik netlumí úvěrovou aktivitu nefinančních podniků (NFP), brzdit ji ale může nejistota a vlivem cel zhoršená situace v průmyslu. Růst stavu úvěrů nefinančním podnikům tak zůstává nízký (3,4 % y/y v srpnu). Objem nových korunových (CZK) úvěrů od června ale nabral ostrý směr nahoru. Letošní objem CZK úvěrů byl v úhrnu k srpnu vyšší o 28 %, zatímco objem těch eurových (EUR) naopak klesl o 5 %. Významný vliv ale hraje kurz. Podle našeho odhadu silnější koruna v srpnu snížila meziroční růst úvěrů NFP o zhruba 1,2 pb a vzhledem k naší prognóze CZK/EUR by tento efekt měl být ke konci roku ještě výraznější a srazit růst o téměř 2 pb. Celkově ale jak z pohledu nové produkce, tak i stavu úvěrů jsou poměry k HDP nízké a indikují tak pokračující relativní útlum úvěrové aktivity NFP.

Úvěrová aktivita NFP od června skokově posílila



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

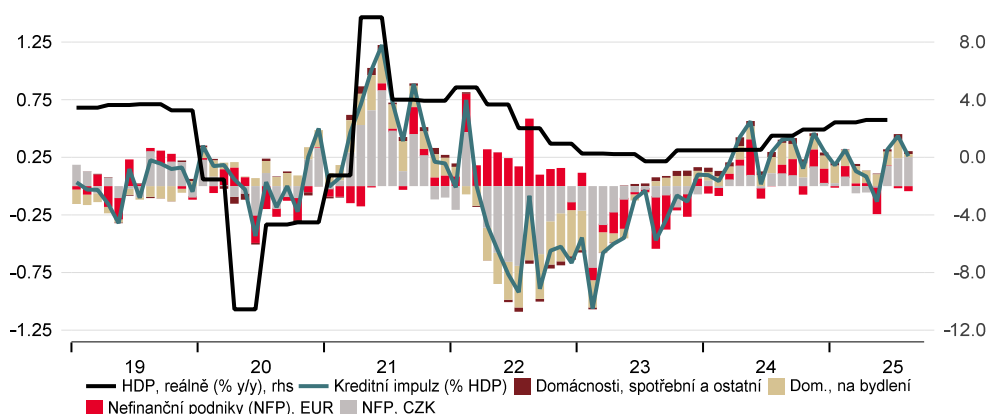
Poměr bankovních úvěrů NFP na HDP zůstává nízký



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

Tradiční kanál bankovních úvěrů zřejmě vytlačují alternativní zdroje financování, jako je dluhopisové či vnitropodnikové financování. Stav úvěrů NFP v poměru k HDP od H1 23 v podstatě stagnuje, v dalších letech by ale měl postupně růst. Zlepšený výhled pro domácí ekonomiku podpoří poptávku po úvěrech, naproti tomu ale může působit větší objem prostředků z veřejných rozpočtů. Expanzivní fiskální politika může totiž zčásti vytlačovat soukromé prostředky. Pro letošní rok odhadujeme růst úvěrů NFP o 4,2 %. V příštím roce by růst měl posílit a zrychlit na 6 %.

Kreditní impulz krátkodobě zpomalil, v Q3 ale ekonomiku opět překvapivě podpořil



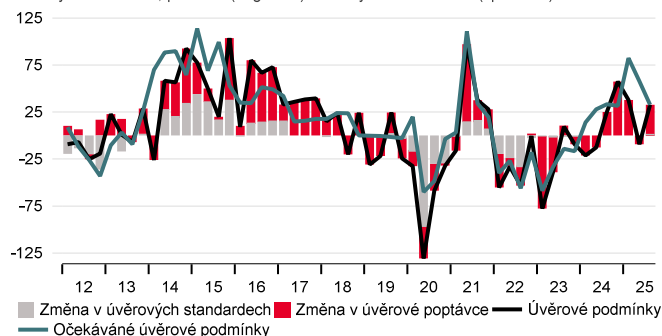
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Kreditní impulz je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impulz 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 srpnu 2025) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q2 25).

Uvolňování finančních podmínek je pravděpodobně z velké části již za námi. Měnová politika zřejmě zůstane v mírně restriktivním teritoriu a tržní úrokové sazby by měly spíše narůstat (více v kapitole *Tržní sazby*). To tak efektivně utáhne finanční podmínky na trhu. Přesto by ale poptávka po financování měla sílit s ohledem na růst agregátní poptávky v ekonomice a na její zlepšený výhled. Relativní výhoda EUR financování by měla přetrvávat a na začátku příštího roku by se mohla rozšířit vzhledem k našemu očekávání snížení sazeb ECB v kombinaci se stabilitou sazeb ČNB.

Úvěrové podmínky indukují růst poptávky

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

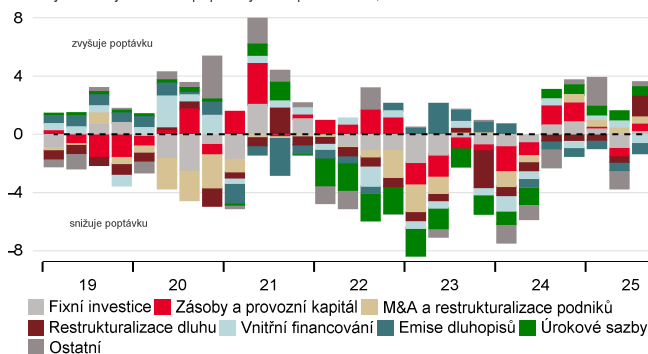


Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q3 25), úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vychází z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

Růst objemu vkladů by v příštím roce měla posílit expanzivnější fiskální politika a silnější úvěrová aktivita.

Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank

Faktory ovlivňující změnu poptávky NFP po úvěrech, standardizováno

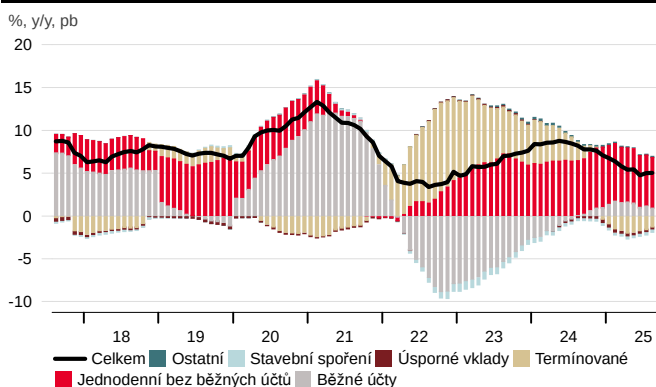


Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Skládání hodnot v sloupcovém grafu slouží pouze pro vizualizaci. Položka *Ostatní* zahrnuje půjčky z jiných bank a nebankovních institucí, emise akcií a jiné.

Expanze vkladů zpomaluje vlivem nižších úrokových sazeb

Růst vkladů navzdory zvýšené úvěrové aktivitě letos oproti loňsku pravděpodobně výrazně zpomalí kvůli nižším úrokovým sazbám. V příštím roce by se expanzivnější fiskální politika v kombinaci se silnější úvěrovou aktivitou měla odrazit ve vyšším růstu depozit. Převis vkladů nad úvěry se u domácností výrazně snížil, zatímco u podniků poměr úvěrů a vkladů setrvává velmi nízko kolem 0,93. Stabilizace úrokových sazeb ČNB a vysoká přebytková likvidita v bankovním systému tlačí na snížení depozitních sazeb. Depozitní báze tuzemských bank by měla celkově dále růst solidním tempem. Silná depozitní báze a růst bilance bank (nejen díky úvěrování) může zvyšovat absorpci státních dluhopisů, jejichž emise bude v dalších letech pravděpodobně růst. Růst vkladů v letošním roce odhadujeme v průměru na 4,3 % a v roce 2026 čekáme zrychlení na 6,7 %.

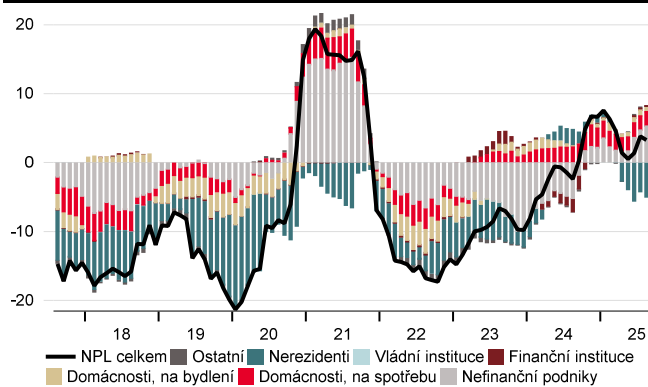
Vklady domácností postupně reagují na nižší úrokové sazby



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

Kreditní rizika zůstávají napříč úvěrovými segmenty umírněná. Celní zpomalení domácí ekonomiky by nemělo zásadně zvýšit úvěrová selhání.

Růst objemu úvěrů selhání nevyvolává příliš obav (% y/y)



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

Kreditní rizika v režii bank zůstávají pod kontrolou

Vývoj míry selhání (podíl nesplácených úvěrů – NPL) zůstává velmi stabilní a stále poblíž historických minim. Navzdory zvyšující se úvěrové aktivitě zatím nedochází k nadměrné akumulaci rizik na bankovních portfoliích. Zpomalení ekonomiky vlivem cel v kombinaci s utaženějšími finančními podmínkami může vést k mírnému nárůstu rizika, a to zejména ve vybraných sektorech. Vyšší objem NPL by se přesto na podílu NPL měl celkově odrazit jen velmi mírně. Objem nesplácených úvěrů byl v letošním srpnu vyšší o 3,3 % y/y, jejich podíl na celkovém objemu úvěrů ale zůstal stabilní kolem 2,6 %. Poslední *Šetření úvěrových podmínek bank* ČNB (Q3 25) ukazuje, že banky očekávají mírný nárůst u spotřebitelských a firemních úvěrů.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP	reálný, %	2,9	0,2	1,1	2,1	1,6	2,8	2,1	2,3
Inflace	průměr období, %	15,1	10,8	2,4	2,4	1,5	2,4	2,2	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-4,7	-0,1	1,7	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5
3M PRIBOR	průměr, %	6,3	7,1	5,0	3,6	3,6	3,6	3,5	3,1
CZK/EUR	průměr	24,6	24,0	25,1	24,7	24,3	24,1	24,1	23,9
CZK/USD	průměr	23,4	22,2	23,2	21,8	19,5	19,3	19,3	19,1

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		28-10-2025	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26	Dec-26
CZK/EUR	konec období	24,3	24,40	24,40	24,30	24,20	24,05
USD/EUR	konec období	1,16	1,19	1,22	1,25	1,25	1,25
CZK/USD	konec období	20,9	20,50	20,00	19,45	19,35	19,25
3M PRIBOR	konec období, %	3,53	3,40	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y IRS	konec období, %	4,08	3,95	4,00	4,05	4,15	4,20

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		I-25	II-25	III-25	IV-25	V-25	VI-25	VII-25	VIII-25	IX-25
Inflace (CPI)	%, y/y	2,8	2,7	2,7	1,8	2,4	2,9	2,7	2,5	2,3
Inflace (CPI)	%, m/m	1,3	0,2	0,1	-0,1	0,5	0,3	0,5	0,1	-0,6
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,5	-0,1	-0,3	-1,3	-0,8	-0,7	-1,2	-0,8	-1,0
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,2	-0,1	-0,3	-0,8	-0,6	-0,2	0,1	0,0	-0,4
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,3	4,4	4,3	4,3	4,2	4,2	4,4	4,5	4,6
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,0	-1,5	4,6	-1,5	-0,7	3,2	4,9	-4,2	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	0,8	-3,3	2,9	-2,4	-0,7	4,6	3,1	-5,7	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	6,6	1,0	12,3	3,5	13,1	15,1	10,2	16,0	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	18,4	30,9	28,2	19,3	12,3	28,4	-0,6	5,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	30,7	44,1	21,9	23,4	-16,0	-73,4	-14,9	-0,7	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	56,0	27,8	2,0	14,8	-4,4	-46,4	10,8	-22,4	n.a.
M2	%, y/y	4,5	4,0	4,4	3,2	3,5	2,9	3,0	2,8	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-11,2	-68,6	-91,2	-126,1	-170,5	-152,4	-168,2	-165,4	-153,9
3M PRIBOR	%, průměr	3,88	3,76	3,72	3,68	3,53	3,51	3,49	3,50	3,49
CZK/EUR	průměr	25,2	25,1	25,0	25,0	24,9	24,8	24,6	24,5	24,3
CZK/USD	průměr	24,3	24,1	23,1	22,3	22,1	21,5	21,1	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 vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

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

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

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

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

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

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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



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



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



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



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



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(44) 20 7762 4714
klaus.baader@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@soogen.com



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



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu,
cross-asset a kvantitativního
výzkumu



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



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



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



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



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



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



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



Sean Kou
(44) 20 7550 2053
sean.kou@sgcib.com



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



Theodore Kalambokidis
(1) 212 278 4504
theodore.kalambokidis@sgcib.com



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



Stephen Spratt
(852) 2166 4108
stephen.spratt@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



Bertrand Delgado
(1) 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



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



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