

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické **výhledy**

Zatím příliš netrkají, přesto ostré rohy mají



©gettyimages

■ **Působení amerických cel se změní z pozitivního na negativní** Zatímco předzásobení amerických firem a domácností před zavedením cel podpořilo růst české ekonomiky na začátku letošního roku, v jeho zbytku bude tento efekt odeznívat. V souladu s tím pro letošní rok očekáváme růst ekonomiky o 1,9 % a příští rok jeho opětovné zpomalení na 1,1 %. Exportní a průmyslová výkonnost se bude snižovat, spotřeba domácností a reálné mzdy by ale měly pokračovat v oživování.

■ **Navzdory současné zvýšené úrovni míří inflace k cíli** V roce 2025 ji odhadujeme v průměru na 2,4 % a pro rok 2026 předpokládáme její pokles na 1,9 %. K letošní zvýšené inflaci přispěje rychlý růst cen služeb, nemovitostí i potravin. V příštím roce by se však měly naplno projevit efekty přísné měnové politiky, nižších cen energií a pohonných hmot, stejně tak i hospodářského zpomalení a uvolnění napětí na trhu práce. Spolu s vyšší nezaměstnaností by mělo dojít ke zpomalení mzdového růstu.

■ **Pokles sazeb ČNB se obnoví až koncem roku** Současná zvýšená inflace a přetrvávající nejistota ohledně dopadů cel na tuzemskou ekonomiku povedou k vyčkávací strategii centrální banky. Snížení repo sazby o 25 bb tedy nyní očekáváme až v listopadu a únoru, kdy by měla dosáhnout neutrálních 3 %. Námi očekávaný příznivý výhled inflace a zhoršení ekonomiky bude vytvářet tlak na pokles měnověpolitických úrokových sazeb a kratší konec výnosové křivky.

■ **Snížení sazeb otestuje sílu koruny** Přívření úrokového diferenciálu, který byl klíčovým faktorem nedávného posílení koruny proti euru, ji podle nás na podzim dostane pod tlak. Do konce roku by proto měla část zisků odepsat.



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



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



Martin Gurtler
(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

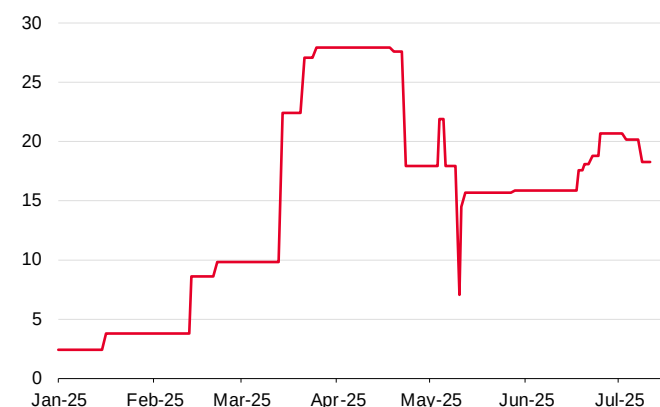
Cla ekonomiku skutečně zasáhnou



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

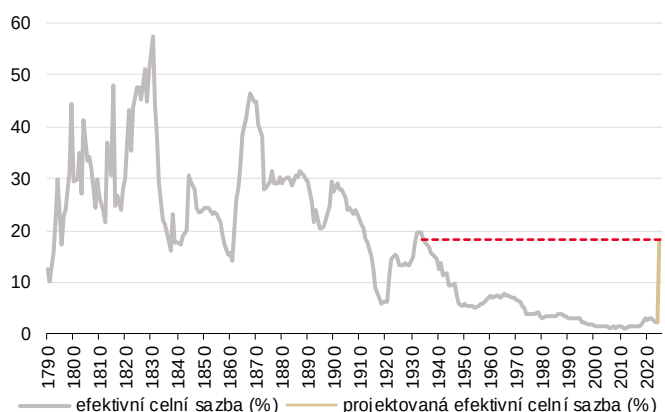
Před čtvrt rokem jsme *Ekonomické výhledy* Komerční banky vydali s podtitulem *Cla ukousnou z růstu*. Přesto v aktuálním vydání přinášíme mírnou vzestupnou revizi předpokládaného růstu české ekonomiky pro letošní rok, a to z původně udávaných 1,5 % na 1,9 %. To ovšem neznamená, že zavedení cel na dovoz zboží do Spojených států nebude mít na Evropu, Německo a Českou republiku negativní dopad.

Efektivní celní sazba na dovozy do USA jako na houpačce (%)



Zdroj: The Budget Lab at Yale, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o ohlášenou sazbu, i třeba s platností v budoucnu, která se do doby začátku platnosti může ještě měnit.

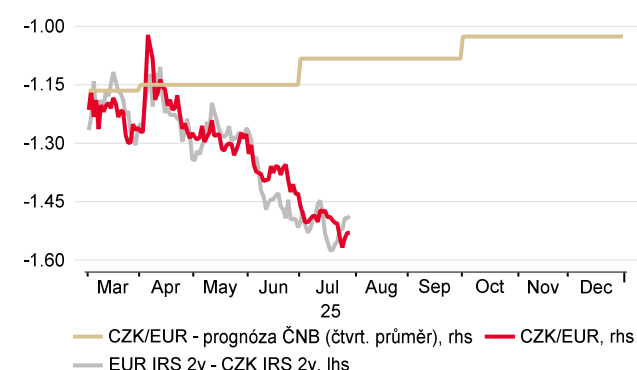
Aktuálně ohlášená sazba je nejvyšší od roku 1934



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

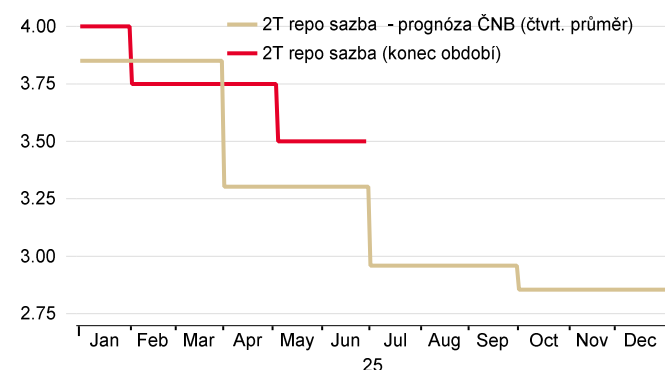
V souvislosti se zaváděním cel byl významný efekt předzásobení. Ten se na hospodářském růstu projevoval v prvních měsících letošního roku, v mnoha případech až do dubna či května, pozitivně. Snaha amerických firem a domácností předzásobit se ještě levnějším, clem nezatíženým zbožím podpořila evropské a tuzemské vývozy i samotnou průmyslovou produkci. Nyní již začíná působit opačným směrem. Další kapitolou pak je pokračující chaotické zavádění cel ze strany prezidenta Donalda Trumpa. Ohlašovaná efektivní celní sazba dle výpočtů *The Budget Lab at Yale* vykazuje vysokou volatilitu. To přispívá ke stále vysoké míře nejistoty s rizikem negativních dopadů do investičních rozhodování firem. Aktuální prognóza je postavena na efektivní celní sazbě na evropské vývozy do USA ve výši zhruba 10 %, což nakonec není daleko od oznámené dohody mezi USA a EU.

Rozšířený úrokový diferenciál podporuje korunu proti euru; ta je výrazně silnější, než s čím počítala prognóza ČNB



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

Skutečné snižování repo sazby je ve srovnání s prognózou ČNB pomalejší (%)

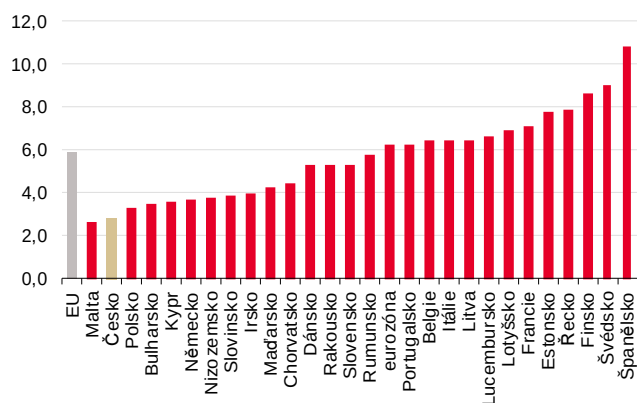


Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Z pohledu tuzemských průmyslníků se k negativním globálním faktorům přidává i vliv přetrvávající měnové restrikce. A to z titulu obou složek měnových podmínek – úrokové sazby se nacházejí nad květnovou prognózou ČNB a výrazně silnější je i česká koruna. Mimo

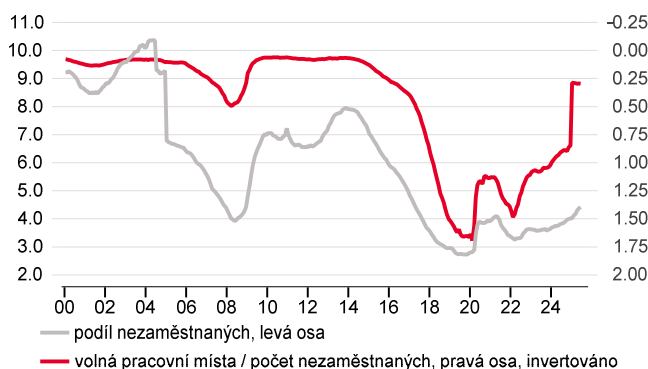
jiné i díky atraktivnějšímu úrokovému diferenciálu. Pro korunu ČNB předpokládala v letošním třetím čtvrtletí kurz v průměrné výši 25,20 CZK/EUR. Centrální banka zneklidňuje řada inflačních hrozeb od vyšší cenové dynamiky ve službách, deficitního hospodaření veřejných financí, napjatého trhu práce až po trh nemovitostí, a s dalším snižováním sazeb tak vyčkává.

Míra nezaměstnanosti (ILO) v zemích EU za květen 2025 (%)



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

Poměr volných pracovních míst k počtu nezaměstnaných versus vývoj podílu nezaměstnaných osob v Česku

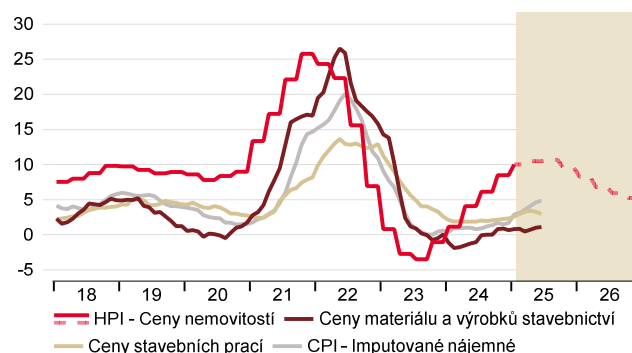


Zdroj: MPSV, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Statistika volných pracovních míst je v roce 2025 poznamenána metodickou změnou, která vedla k výraznému poklesu jejich počtu. Jedná se o počet volných pracovních míst a nezaměstnaných evidovaných úřady práce.

Na první pohled globální trhy práce vypadají stále robustně, pod povrchem jsou ale již patrné známky ochlazování, a to i v případě Česka. Stále globálně nízké míry nezaměstnanosti zakrývají fakt, že zanikající pracovní místa v průmyslu jsou zatím absorbována sektorem služeb, který stále čelí nedostatku zaměstnanců kvůli jejich odlivu v době pandemie. Pohled na podíl volných pracovních míst k celkově nezaměstnaným nám však ukazuje, že nejvyšší utaženost na trzích práce je prakticky ve všech zemích za námi. Je tedy pouze otázkou času, kdy to uvidíme ve vyšší nezaměstnanosti a slabší mzdové dynamice. V Česku, přestože je míra nezaměstnanosti jedna z nejnižších v Evropě, atakuje nejvyšší hodnoty od pandemického roku 2021. V případě podílu nezaměstnaných, který je počítán na základě údajů z Úřadu práce, je hodnota dokonce nejvyšší od roku 2017.

Silný růst cen nemovitostí se do inflace promítá prostřednictvím tzv. imputovaného nájemného, které odráží vyšší náklady vlastnického bydlení. Společně s tržním nájemným tlačí výše jádrovou složku inflace, což vede tuzemské centrální bankéře k obezřetnosti. Jak ale detailně diskutuje ve speciálním boxu Kevin Tran Nguyen, navzdory aktuálně

Cenový růst na trhu nemovitostí již kulminuje (% , y/y)

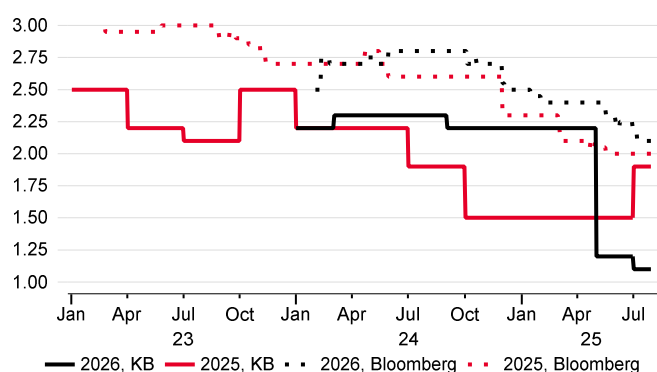


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

dvoucifernému růstu indexu cen obytných nemovitostí (*House Price Index*, HPI) vnímáme prostor pro výraznější zesílení tlaků do jádrové inflace ve zbytku roku jako omezený. Ceny ostatních složek mimo ceny nemovitostí, tedy například údržba či související služby, rostou pomaleji. Navíc i v případě samotných cen nemovitostí přepokládáme, že meziroční dynamika HPI bude během Q3 kulminovat a již v závěru roku se růst vrátí do jednociferných hodnot.

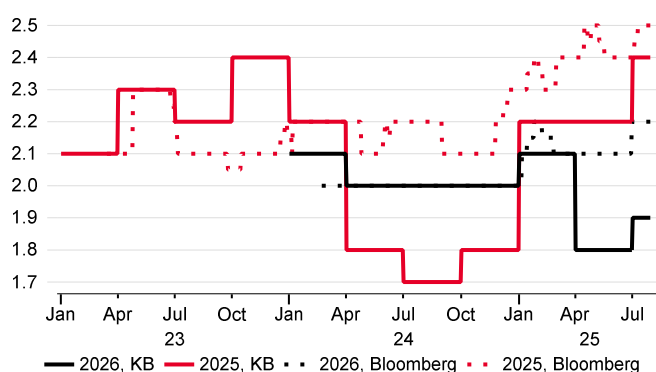
Efekt předzásobení a odložení platnosti vyšších recipročních cel na evropské vývozy do USA pravděpodobně znamenal lepší druhé letošní čtvrtletí, a tedy i vyšší růstové vyhlídky v letošním roce pro českou ekonomiku. I tak ale s růstem o 1,9 % (oproti našemu původnímu odhadu ve výši 1,5 %) zůstáváme mírně pod tržním konsensem. Nadále se obáváme negativních dopadů amerických cel ve druhé polovině letošního roku, což se na celoročních výsledcích projeví zejména v roce 2026. Zde jsme s předpokládaným růstem reálného HDP o 1,1 % (oproti 1,2 % v dubnové prognóze) výrazně pod tržním konsensem.

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

Inflační prognózu jsme zvýšili pro oba roky, významnou roli v tom sehrál výše zmíněný trh nemovitostí. Letošní inflaci tak odhadujeme v průměru na 2,4 % (místo v dubnové prognóze odhadovaných 2,2 %), pro rok 2026 ji vidíme oproti původním 1,8 % na 1,9 %, tedy stále pod inflačním cílem. Proto neměníme naši prognózu terminální sazby ČNB v tomto cyklu měnové politiky a ponecháváme ji na 3,0 %. Podle naší nové prognózy k ní ale dojdeme až na začátku příštího roku, tedy konkrétně o čtvrtletí později, než jsme se domnívali před třemi měsíci. Pomaleji k 2% cíli půjde i jádrová inflace, která ho podle nás dosáhne až během Q2 26. Také v případě prognózy celkové inflace se nacházíme pod tržním očekáváním.

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

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Makroekonomická prognóza.....	11
Měnová politika	17
Fiskální politika	19
Tabulka prognózy.....	22
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	23
Korunový devizový trh.....	28
Bankovní sektor	31
<i>Box 1: Jak moc mají ceny nemovitostí dominovat měnověpolitickou debatu?.....</i>	<i>36</i>
Klíčové ekonomické ukazatele.....	41
Upozornění.....	42

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Zaváděná cla ukrojí z hospodářského růstu

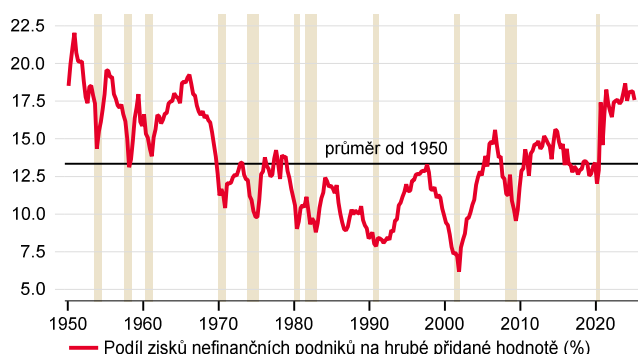
Dodatečná cla představují formu zdanění, která se negativně odrazí jak na americké spotřebě, tak i výrobě a mezinárodní dělbě práce. Výrobci se budou snažit zredukovat vyšší náklady prostřednictvím opatrnějšího najímání zaměstnanců, případně jejich propouštěním, přenášením vyšších cen na koncové spotřebitele, a nakonec i snižováním vlastních marží. Do recesního teritoria se ale žádný ze zmiňovaných ukazatelů dle našeho názoru nedostane. Další vývoj bude záležet na rozsahu zaváděných cel. I tak jsme ale další snížení úrokových sazeb v USA odsunuli ze září až na prosinec. V eurozóně by měl být propad čistého vývozu do značné míry kompenzován oživením spotřeby domácností a většími fiskálními výdaji. Za předpokladu 10% cel by ekonomika eurozóny měla v letošním i příštím roce růst mírně přes jedno procento. Rizika se však vychylují ve směru nižší dynamiky. Vzhledem k inflaci pod cílem ECB očekáváme v září ze strany centrální banky ještě jedno snížení sazeb. Na konci příštího roku však už předpokládáme utahování měnových podmínek.

USA: Fed si dá se snižováním sazeb pauzu

Efekt předzásobení rozkolísá statistiky.

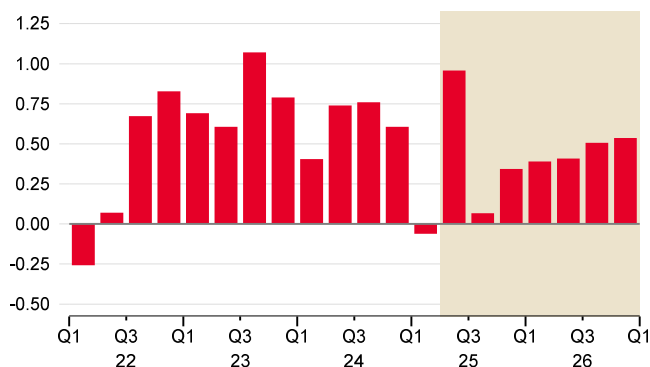
Před zavedením cel se americké firmy a spotřebitelé snažili předzásobit. To se odrazilo v prohloubení deficitu zahraničního obchodu na historicky nejvyšší úroveň a v poklesu výkonnosti ekonomiky o 0,5 % mezikvartálně anualizované v průběhu Q1 25. Ve druhém čtvrtletí naopak importy podle nás výrazně propadly a tempo růstu HDP nabralo na tempu. Ve třetím čtvrtletí pak dovozy zřejmě opět mírně vzrostou a růst HDP bude zase nižší. To vše je založeno na předpokladu, že se efektivní celní sazba bude v průměru pohybovat kolem 10 % (dříve 2,4 %). V takovém případě by růst ekonomiky USA v letošním roce podle našeho odhadu dosáhl 1,8 %, v příštím roce pak 1,6 %. Vzhledem k tomu, že aktuální průměrná celní sazba je již vyšší, vychylují se rizika směrem k nižšímu růstu.

Ziskové marže recesi v USA nenaznačují



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, * béžová barva značí recesi

Americká ekonomika je zatím v dobré kondici (HDP, %, q/q)



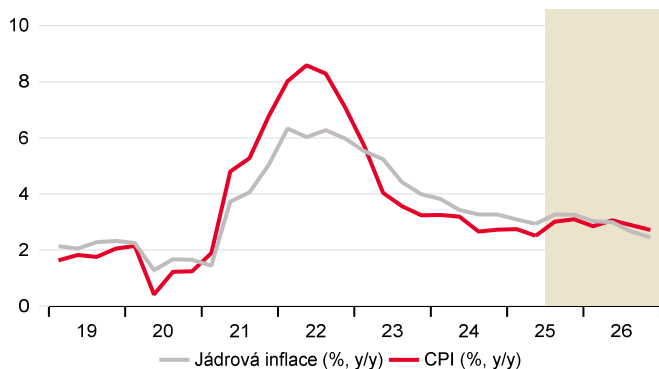
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Americká centrální banka sníží úrokové sazby až v prosinci.

Cla představují dodatečnou daň na výrobu i spotřebu, takže je pravděpodobné, že obě tyto složky zpomalí své tempo růstu. Na druhou stranu výrazně zvýší celní příjmy Spojených států. Dodatečných 10 % u celních tarifů znamená nárůst příjmů na 330 mld. USD z předchozích 83 mld. USD ročně. Spíše než v úpadku ekonomiky do recese se zaváděná cla odrazí v poklesu ziskových marží firem. Ty byly v loňském roce nejvyšší za poslední dekádu. Aby se firmy těmto negativním dopadům alespoň částečně vyhnuly, očekáváme, že začnou nabírat méně zaměstnanců a propouštět ty stávající. Zároveň ale nepředpokládáme, že by se data z trhu práce dostala do recesního teritoria. Druhým kanálem, jak zabránit poklesu ziskových marží, bude snaha firem přenést vyšší náklady na konečné spotřebitele. To se pak odrazí v růstu spotřebitelských cen, který již pozorujeme. V červnu inflace zrychlila na

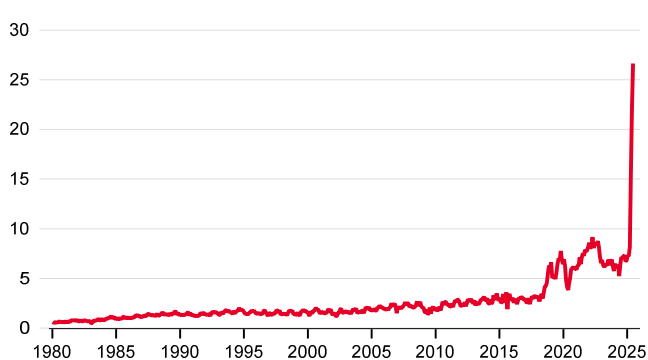
nejvyšší úroveň od letošního února (2,7 % y/y) a v nadcházejících měsících zřejmě dosáhne 3 %. V příštím roce však již očekáváme inflaci pod touto úrovní. Americká centrální banka si vzhledem k vysoké míře nejistoty dala se snižováním úrokových sazeb na posledních čtyřech zasedáních pauzu. Ta podle nás potrvá až do prosince, kdy očekáváme další uvolnění měnových podmínek. V tom by měl Fed pokračovat do té doby, než klíčová sazba dosáhne své neutrální úrovně, kterou odhadujeme na 3,25-3,50 %.

USA: cla tlačí inflaci směrem nahoru



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

USA: měsíční příjem z cel (USD mld.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

„Velký krásný zákon“ povede k výraznému zadlužení Ameriky.

Začátkem července americký prezident Donald Trump prosadil tzv. „Velký krásný zákon“ („One Big Beautiful Bill Act“). Jedná se o balíček, který zahrnuje snižování daní na straně jedné (prodloužil snížení korporátní daňové sazby z původních 35 % na 21 %, výrazně zvýšil možnost odpočtu ze státních a místních daní), na straně druhé ale zavádí i výrazné škrtky v programu Medicaid (kvůli čemuž by v následujících deseti letech mohlo až jedenáct milionů Američanů přijít o zdravotní pojištění), podstatně nižší podporu na přechod na obnovitelné zdroje a elektromobilitu. Podpory se naopak dočkají producenti tradičních fosilních paliv. V každém případě bude mít zákon výrazný dopad do zadlužení Spojených států. Podle odhadů Rozpočtového úřadu Kongresu (CBO) by mohl vést ke zvýšení veřejného dluhu v následujících deseti letech až o 3,4 bilionu dolarů. Pokud k tomu přičteme náklady na dluhovou službu, jednalo by se o 4,1 bilionu dolarů. Veřejný dluh v poměru k HDP by mohl stoupnout ze stávajících 100 % až na 130 %. To by se mohlo odrazit v poklesu zájmu investorů o americké dluhopisy a v růstu jejich výnosů, což by následně ještě více prodražilo obsluhu dluhu a ztížilo přístup amerických firem a domácností k financování. Odklon investorů od amerických aktiv však vzhledem k velikosti tamního trhu a prakticky nemožnosti ho nějak nahradit nebude jednoduchý.

Čína: růstového cíle pravděpodobně nebude dosaženo

Čína bude muset přijít s další podporou domácí ekonomiky.

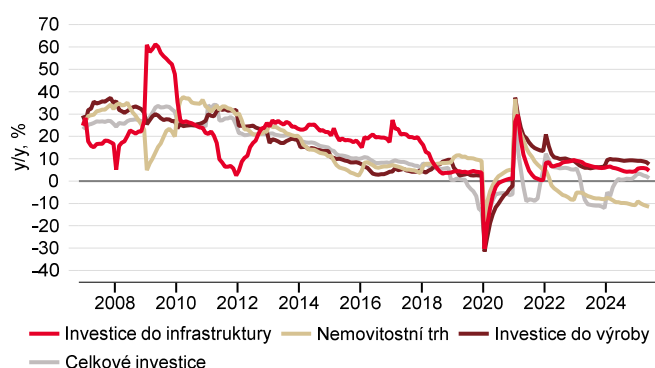
Čínská vláda v březnu představila fiskální balíček v rozsahu 1,4 % HDP. Ten zahrnuje opatření na podporu domácí spotřeby a investic do infrastruktury. Pokračovat by měla i snaha čínské vlády řešit problémy na nemovitostním trhu (podpora dokončení a prodeje rozestavěných projektů, jejich přeměna na sociální bydlení). I tak ale předpokládáme, že prodeje nemovitostí letos meziročně poklesnou o 3 % (po loňském poklesu o 16 %) a investice o 8 % (vloni propad o 10 % y/y). Vzhledem k rozsahu navrhovaných tarifů (dodatečných 30 % ve srovnání se začátkem letošního roku) nebude stávající fiskální balíček pravděpodobně na dosažení 5% vládního cíle stačit. Dodatečné tarify podle našeho odhadu ukrojí z čínského růstu zhruba 1 %. Očekáváme tedy, že vláda oznámí další podporu, a to pravděpodobně v Q3 letošního roku, kdy vymizí efekt předzásobení. Ten výrazně podpořil čínské exporty. Náš odhad pro letošní rok počítá s růstem HDP o 4,8 %, pro ten příští

o 4,2 %. Zároveň budou zaváděné tarify snižovat konkurenceschopnost Číny a vytvářet další deflační tlaky, se kterými se země potýká již delší dobu.

Snižování úrokových sazeb opět nabere na tempu.

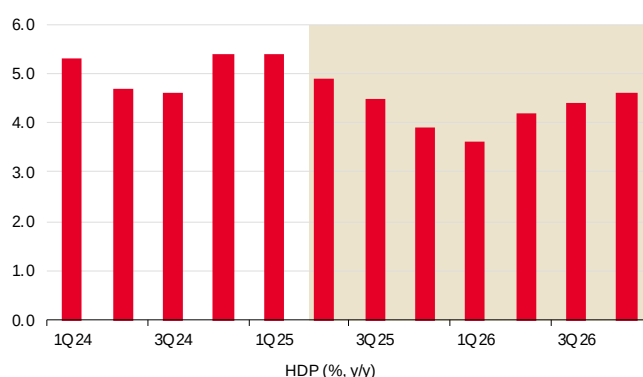
K podpoře tamní ekonomiky se bude snažit přispět i čínská centrální banka. Ta z důvodů obav o vývoj měnového kurzu přistupovala k uvolňování měnové politiky v první polovině roku opatrně. Sazby snížila naposledy v květnu, přičemž na červnovém zasedání je ponechala beze změny. S tím, jak tlak z titulu zaváděných cel a slabšího dolaru bude sílit, očekáváme, že uvolňování měnové politiky opět nabere na tempu. Kromě snižování klíčové úrokové sazby, může centrální banka snížit i míru povinných minimálních rezerv či využít otevřené operace na volném trhu s vládními dluhopisy, aby podpořila výraznou emisi vládních dluhopisů, která bude s fiskálním stimulem spojena.

Fiskální balíček by měl nakopnout investice



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na dosažení růstového cíle to nebude stačit



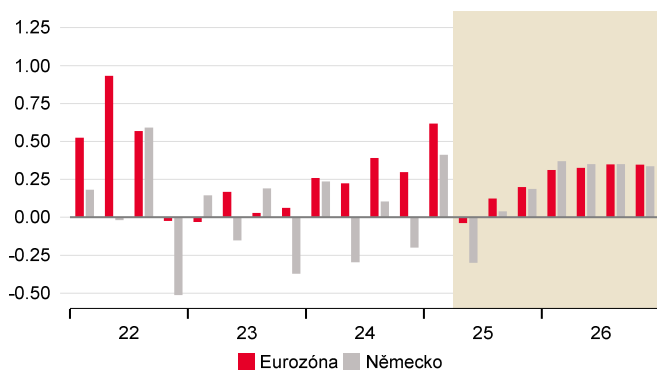
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Propad v čistých exportech by měl být kompenzován spotřebou domácností, pomoci by měla i uvolněnější fiskální politika.

Eurozóna: spotřeba a fiskální impulz pomohou tlumit dopad cel

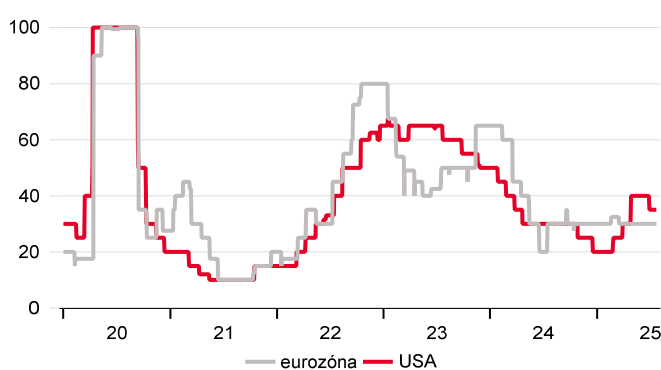
Hrubý domácí produkt eurozóny vzrostl v prvním čtvrtletí o solidních 0,6 % q/q. K výkonu výrazně pomohla irská ekonomika, kde dynamika HDP díky snaze amerických firem předzасobit se farmaceutickými výrobky, dosáhla mezikvartálně téměř 10 %. Bez vlivu Irska by růst eurozóny dosáhl 0,2 % q/q. Ve druhém čtvrtletí tak pravděpodobně dojde ke korekci tohoto vývoje (vývoz farmaceutických produktů z Irska do USA stoupl v únoru meziročně o 450 %). Nelze tedy vyloučit, že ekonomika eurozóny projde ve druhém a třetím čtvrtletí mírnou technickou recesí, ačkoliv náš základní scénář to v tuto chvíli nepředpokládá. Propad čistých exportů, ke kterému dojde v důsledku odeznění snahy amerických firem předzасobit se, by měl být podle našeho odhadu kompenzován spotřebou domácností. Její tempo růstu zatím stále zaostává za tempem růstu reálných disponibilních příjmů. To v loňském roce dosáhlo 2,2 % y/y, zatímco spotřeba domácností vzrostla pouze o 1,2 % y/y. Mzdový růst bude v průběhu letošního roku zřejmě zpomalovat (z 3,9 % v Q1 na 3 % v závěru letošního roku), i tak ale v důsledku zmírňující se inflace zůstane v reálném vyjádření kladný (1-1,2 % y/y). Ekonomika eurozóny by podle našeho odhadu měla v letošním roce vzrůst o 1,2 % y/y, v příštím roce pak o 1,0 % y/y. Rizika se vychylují ve směru nižšího růstu. Náš aktuální scénář totiž počítá s 10% celní sazbou, aktuální dohoda je tak mírně vyšší (15 %).

Eurozóna: tempo růstu HDP (% , q/q)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pravděpodobnost recese (% , Bloomberg konsenzus)



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

Inflace se bude pohybovat pod cílem ECB.

Inflace v eurozóně v červnu dosáhla 2% cíle Evropské centrální banky, přičemž jádrová inflace stagnovala na květnových 2,3 % y/y. V posledních měsících výrazně zpomalila i inflace ve službách, a to na 3,3 % y/y. Směrem dolů se posunula i inflační očekávání v horizontu jednoho a tří let. Za Q2 je inflace plně v souladu s prognózou ECB, která si tak se snižováním úrokových sazeb může podle našeho názoru dát pauzu. V nadcházejících měsících bude inflace nicméně dále ubírat na tempu, aby se v prvním čtvrtletí příštího roku dostala až na 1,5 % y/y. Zde v průměru setrvá i ve zbytku příštího roku. Za tímto vývojem by měly stát především nižší ceny energií, posilující kurz eura vůči dolaru a nižší mzdový růst v kombinaci s rostoucí produktivitou. Zároveň ale existuje i řada rizikových faktorů, které působí ve směru vyšší inflace. Patří mezi ně především obchodní války, geopolitická nejistota, sucho v severských zemích a s tím spojená nižší úroda. V důsledku inflačního vývoje a obav o hospodářský růst ECB podle naší prognózy sníží sazby ještě jednou, a to v září letošního roku. Pokud by však Evropská unie zavedla odvetná celní opatření, mohla by být centrální banka s uvolňováním měnových podmínek opatrnější.

První zvýšení úrokových sazeb předpokládáme v závěru příštího roku.

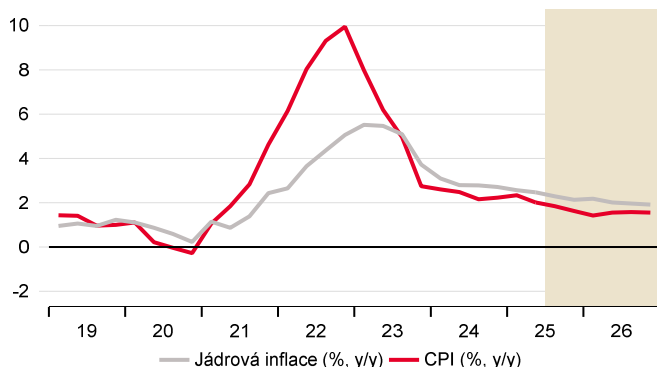
Ve střednědobém horizontu očekáváme, že nepříznivý demografický vývoj bude vytvářet tlak na mzdový růst, což se společně s oživením spotřebitelské poptávky odrazí v akceleraci inflace. Vliv sehraje i výrazný fiskální impuls v Německu, uvolněnější fiskální politika v rámci celé EU i vysoká bilanční suma ECB. Centrální banka tak podle našeho odhadu na konci příštího roku začne sazby opět zvyšovat. Celkově očekáváme dvojí utažení měnových podmínek (v závěru roku 2026 a v první polovině roku 2027), čímž by se depozitní sazba měla dostat na úroveň 2,25 %, kde setrvá.

Německo: schválené výdaje by měly podpořit důvěru firem i spotřebitelů.

Stejně jako ekonomika eurozóny, i ta německá překvapila v prvním čtvrtletí svojí výkonností ve směru nahoru, když HDP vzrostl o 0,4 % q/q. Za druhé čtvrtletí pravděpodobně uvidíme korekci tohoto růstu, a to z titulu odeznívajícího efektu předzásobením. I tak se ale důvěra ve zpracovatelském průmyslu zlepšila, když PMI ve zpracovatelském průmyslu vzrostl v červnu na nejvyšší úroveň od srpna 2022 (49 bodů). Další vývoj německé ekonomiky bude ovlivněn výší zaváděných cel na straně jedné a fiskálním balíčkem na straně druhé. Nová vláda již schválila rozpočet na letošní rok a střednědobý fiskální plán. Ten by se měl soustředit na daňové úlevy pro korporace a na dotace v oblasti energií pro firmy i domácnosti. Cílem je podpořit důvěru podniků a spotřebitelů, aby firmy opět začaly více investovat a domácnosti utrácet své naakumulované úspory. Deficit státního rozpočtu pro letošní rok byl schválen ve výši 143 mld. EUR (z toho jádrový deficit 82 mld. EUR, zvláštní fondy 61 mld. EUR), což představuje 3,2 % HDP. V letech 2025-2029 by měl německý dluh stoupnout o 847 mld. EUR. Vliv sehraje navýšení vojenských výdajů, které by měly vzrůst z 1,9 % HDP v letošním roce na 3 % v roce 2029. Růst by měly i veřejné výdaje s tím, jak se rozjede nový infrastrukturní fond. To vše by mělo pomoci německé ekonomice alespoň

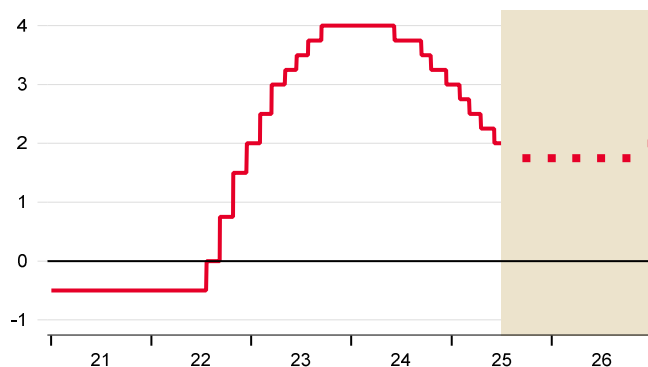
částečně kompenzovat dopady zaváděných tarifů a strukturální výzvy. Německá ekonomika by měla v letošním roce podle našeho odhadu zhruba stagnovat. V příštím roce však již očekáváme solidní růst na úrovni 1,0 %, v roce 2027 na 1,3 %. Rizika se v letošním roce nicméně koncentrují ve směru dolů. Jednak z titulu zaváděných cel a také proto, že se plánované investice nemusí podařit v tak krátkém horizontu zrealizovat (i kvůli chybějící pracovní síle).

Inflace v eurozóně na cíli



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB sníží sazby naposledy v září (depozitní sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Středoevropský region: centrální banky sníží sazby opět v září

Polská centrální banka opět sníží sazby, a to na zářijovém zasedání.

Polská centrální banka počátkem července překvapila finanční trhy snížením sazeb o 25 bb na úroveň 5 %. Své kroky odůvodnila novou prognózou, podle které by inflace měla rychle zpomalovat (na 2,9 % y/y v Q3 25 a 3,6 % y/y v Q4 25, zatímco březnová prognóza počítala pro závěrečné čtvrtletí se 4,8 % y/y). V příštím roce by se inflace měla držet poblíž horní hranice tolerančního pásma centrální banky (3,5 % y/y). Růst HDP byl revidován pro letošní rok mírně směrem dolů (na 3,6 %), ale pro ten příští naopak směrem nahoru (na 3,1 % z původních 2,9 %). V důsledku prognózovaného zpomalování inflace předpokládáme, že centrální banka přistoupí na zářijovém a říjnovém zasedání ke snížení úrokových sazeb, v obou případech o 25 bb. U kurzu polského zlotého očekáváme pouze mírné oslabení směrem k úrovni 4,30 PLN/EUR v závěru letošního roku. Předpokládáme, že oslabení přes tuto hladinu by centrální banka zabránila verbálními či devizovými intervencemi, na což má dostatečné množství devizových rezerv. Proti výraznějšímu oslabení domácí měny bude působit i příliv peněz z fondů EU a poměrně dobrá kondice ekonomiky.

Inflační vývoj umožní další uvolnění maďarských měnových podmínek v září a říjnu.

Maďarské ekonomice se v prvním čtvrtletí letošního roku nedařilo. HDP mezikvartálně poklesl o 0,2 %, když již několik čtvrtletí v řadě klesají fixní investice (i z důvodu problémů s čerpáním EU fondů), zatímco na spotřebě domácností se negativně odráží nepříznivý sentiment. Pro centrální banku je zatím stále klíčová stabilita domácí měny. Období celních válek rizikovým aktivům nesvědčí. Maďarsko má navíc poměrně nízké devizové rezervy a na rozdíl od Polska či Česka nemůže příliš spoléhat na příliv peněz z fondů EU. Maďarský forint tak zřejmě zůstane pod tlakem. Na slabší úrovni (415 HUF/EUR v Q4) se posune i v důsledku námi očekávaného uvolnění měnových podmínek. K tomu by mělo dojít v září a říjnu, a to i díky zpomalení inflace. Ta svého vrcholu dosáhla již v únoru (5,6 % y/y) a od té doby zvolňuje díky v několika oblastech vládou stanoveným cenovým stropům. Ty budou zřejmě v platnosti až do parlamentních voleb, které by měly proběhnout v dubnu příštího roku. Díky nim by se inflace měla postupně vracet do tolerančního pásma centrální banky.

Makroekonomická prognóza



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

Hlavní změny

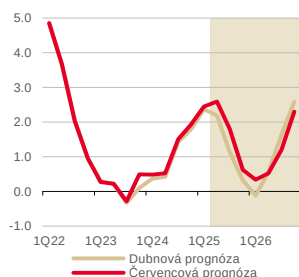
HDP:

Naši prognózu letošního růstu ekonomiky jsme zvýšili z 1,5 % na 1,9 %. Vliv na to má déletrvající efekt amerického předzásobení a rovněž námi očekávané mírně slabší dopady cel na ekonomiku. Negativní dopady se podle nás ale i tak dostaví a povedou ke zpomalení růstu HDP v příštím roce na 1,1 %. To je nepatrně nižší odhad než v naší minulé prognóze (1,2 %). Hospodářský růst v obou letech potáhne spotřeba domácností.

Inflace:

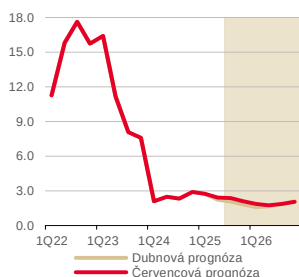
Odhad inflace jsme pro letošní rok zvýšili z 2,2 % na 2,4 % a pro příští rok z 1,8 % na 1,9 %. Hlavní vliv má přetrvávající rychlý růst cen služeb zohledňující i výrazně zdražující nemovitosti. Navzdory současné zvýšené úrovni by se však inflace měla postupně přibližovat k cíli centrální banky. Působit na to bude vliv přísných měnových podmínek, klesající ceny energií a pohonných hmot, stejně tak i útlum ekonomiky.

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

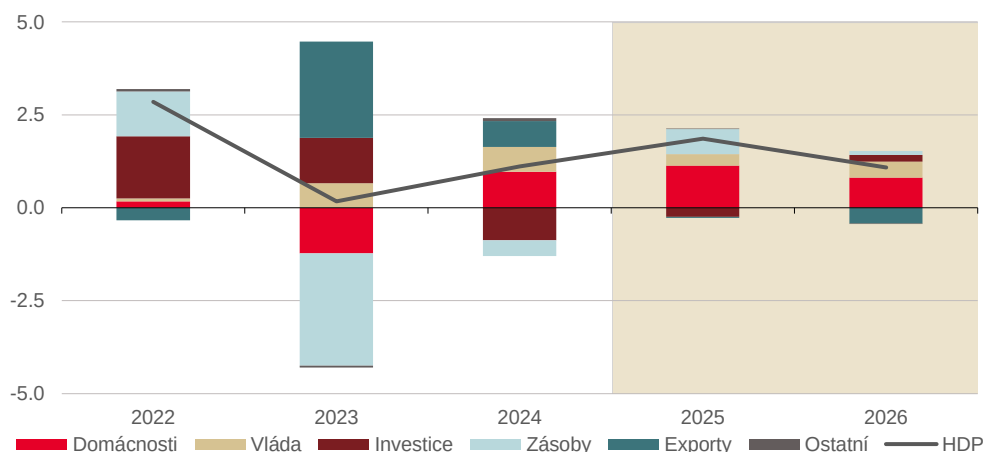


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Působení cel se brzy změní z pozitivního na negativní

Česká ekonomika na začátku letošního roku nadále rostla rychlým tempem, když ji podpořila snaha amerických firem a domácností předzásobit se před zavedením cel na dovoz zboží do USA. Tento pozitivní efekt však bude postupně odeznívat a dostaví se naopak negativní důsledky se cly spojené, což podle nás povede k mírné recesi ekonomiky ve druhém pololetí. Za celý rok 2025 ale ekonomika vzroste, a to hlavně zásluhou pokračujícího oživení spotřeby domácností, která stále ještě nedosáhla své předpandemické úrovně. K té se budou postupně navracet i reálné mzdy. Mzdový růst ale bude zpomalovat, a to i v důsledku uvolnění na trhu práce vlivem mírného nárůstu nezaměstnanosti. Celkové ochlazení ekonomiky pak zároveň přispěje k poklesu inflace k cíli centrální banky. Jádrová složka ale letos zůstane zvýšená, zejména kvůli vlivu výrazného zdražení nemovitostí.

Spotřeba domácností bude hlavním zdrojem hospodářského růstu (% , pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

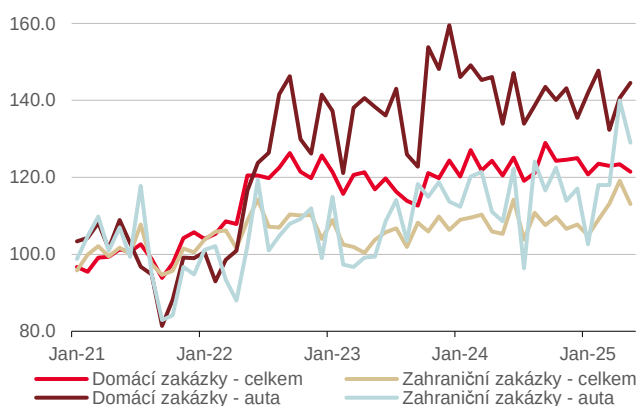
Po letošním zrychlení růst české ekonomiky v příštím roce opět zpomalí

Efekt předzásobení amerických firem a domácností před zavedením cel prodloužil období rychlého růstu tuzemské ekonomiky. Ta v prvním letošním čtvrtletí vzrostla mezičtvrtletně o 0,7 % a meziročně o 2,4 %. Zatímco meziroční růst HDP byl v souladu s naší dubnovou prognózou, jeho mezičtvrtletní tempo mírně zaostalo za naším odhadem ve výši +0,9 %. I tak se ale naplnilo naše očekávání pokračujícího rychlého mezičtvrtletního růstu po +0,8 % q/q v Q4 24 a +0,6 % q/q v Q3 24. Na něm se v Q1 25 podílel zejména čistý vývoz. Jeho příspěvek k mezičtvrtletní dynamice HDP dosáhl +0,6 pb. Exportní výkon české ekonomiky tedy na začátku roku zaznamenal výrazné zlepšení, když se po celý loňský rok naopak snižoval. K obdobnému oživení došlo u průmyslové produkce. Ta ve zpracovatelském průmyslu v Q1 25 mezičtvrtletně vzrostla o 0,8 % oproti poklesu ve všech čtvrtletích roku 2024. K takto náhlé změně vývoje v exportně orientovaném výrobním sektoru podle nás přispěla skutečnost, že americké firmy a domácnosti se snažily předzásobit a do USA dovést zboží předtím, než dojde kvůli uvaleným clům k nárůstu jejich ceny. Spotřeba tuzemských domácností, která ve druhém loňském pololetí rostla výrazným mezičtvrtletním tempem poblíž 1 %, v Q1 25 překvapivě silně zvolnila na 0,5 % q/q a za předpandemickou úroveň z Q4 19 nadále o 2,2 % zaostávala. Pozitivně naproti tomu překvapily fixní investice, jež se mezičtvrtletně zvýšily o 0,5 %, zatímco v každém čtvrtletí roku 2024 mezičtvrtletně klesly. Důvodem tohoto růstu však byly hlavně investice domácností do nemovitostí.

Zatímco na začátku letošního roku předzásobením před zavedením amerických cel růst české ekonomiky podporovalo, ve druhé polovině roku tomu bude naopak.

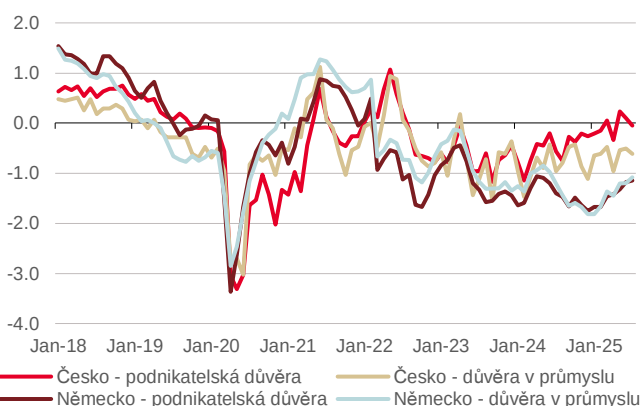
V průběhu letošního roku bude podle nás ekonomika postupně slábnout s tím, jak se působení amerických cel změni z pozitivního na negativní. Pro druhé letošní čtvrtletí odhadujeme mezičtvrtletní nárůst tuzemského HDP o 0,4 %. Efekt předzásobením amerických firem a domácností po dubnovém zavedení cel pozvolna slábl, jak ukazují data z USA. Jeho odeznívání však oproti našim původním předpokladům pravděpodobně probíhalo pomalejším tempem. Příspěvek k tomu mohlo dočasné moratorium na reciproční cla platící po většinu druhého letošního čtvrtletí, stejně tak i hrozba výrazného zvýšení celní zátěže po jeho uplynutí. Pro tuzemský průmysl představovalo americké předzásobením dočasnou vzpruhu. Zatímco domácí zakázky v podstatě stagnují, objem těch přicházejících ze zahraničí od začátku roku setrvale rostl. V květnu již ovšem došlo k významnému snížení. Očekáváme, že zahraniční zakázky by v dalších měsících měly vykazovat klesající trend s tím, jak efekt předzásobením bude slábnout a na povrch budou opět vyplouvat problémy, které vedly k poklesu tuzemské průmyslové produkce v letech 2023 a 2024. Předstihové indikátory z průmyslu sice zaznamenaly dílčí zlepšení, k čemuž nejspíše pomohl lepší výhled německé ekonomiky v důsledku plánovaného silného fiskálního impulzu, přesto ale zůstávají na relativně nízkých úrovních. Pro druhou polovinu letošního roku tedy nadále očekáváme mírnou recesi české ekonomiky způsobenou odezníváním efektu předzásobením, stejně tak i zvýšenou nejistotou a zvolněním dynamiky globálního zahraničního obchodu kvůli americkým clům.

Tuzemský průmysl zaznamenal nárůst zakázek ze zahraničí, nejspíše kvůli předzásobením před cly (nominálně, 2021=100, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Důvěra v českém i německém průmyslu se stále pohybuje na podprůměrných úrovních (z-skóre, SA)



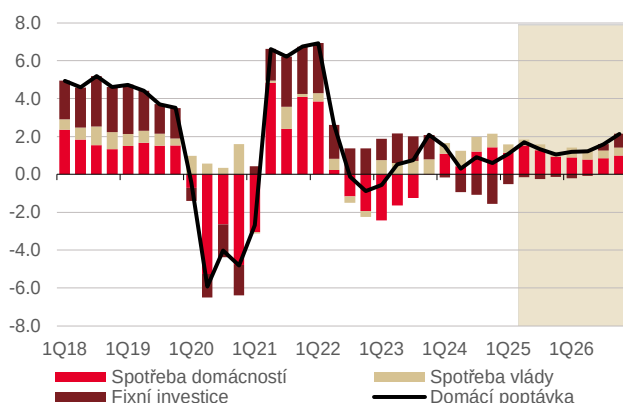
Zdroj: ČSÚ, Ifo institut, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Indikátory pro ČR vycházejí z průzkumu ČSÚ, zatímco ty pro Německo jsou založeny na datech od Ifo institutu. Z-skóre jsou vypočtena na časových řadách od roku 2005.

Podle naší prognózy česká ekonomika především zásluhou dalšího oživení spotřeby domácností letos vzroste o 1,9 %, příští rok ovšem opět zpomalí na 1,1 %. Ve srovnání s naší dubnovou prognózou jsme tak odhad pro letošní rok vylepšili z původních 1,5 %, zatímco ten pro příští rok jsme naopak nepatrně snížili z 1,2 %. Vliv na to má zejména výše zmíněné prodloužené působení efektu předzásobením, ale i námi očekávané o něco mírnější negativní dopady cel vyplývající z částečného zmírnění napětí mezi USA a jejími obchodními partnery. Přetrvávající zvýšená globální nejistota a uvolnění na tuzemském trhu práce se sice podle nás projeví na zvolnění mezičtvrtletního tempa, přesto by ale spotřeba domácností měla pokračovat v růstu. Významně na to bude působit skutečnost, že k obnovení její předpandemické úrovně podle naší prognózy dojde až v Q2 26, což by mělo platit i pro reálné mzdy. Pokračující obnovování kupní síly domácností by tak mělo nadále přispívat k růstu soukromých výdajů. U fixních investic očekáváme druhý rok v řadě pokles. Silné oživení na nemovitostním trhu a s tím spojené investice domácností do domů a bytů by měly mírnit nepříznivý trend klesajících firemních investic, zvrátit ho ale pravděpodobně nedokážou. Vzhledem k tomu, že hospodářské zpomalení v důsledku cel se v naší prognóze projevuje až ve druhém letošním pololetí, jsou jeho důsledky na celoročních statistikách více viditelné v roce 2026. To se týká i příspěvku čistého vývozu k celoročnímu růstu HDP, který bude podle

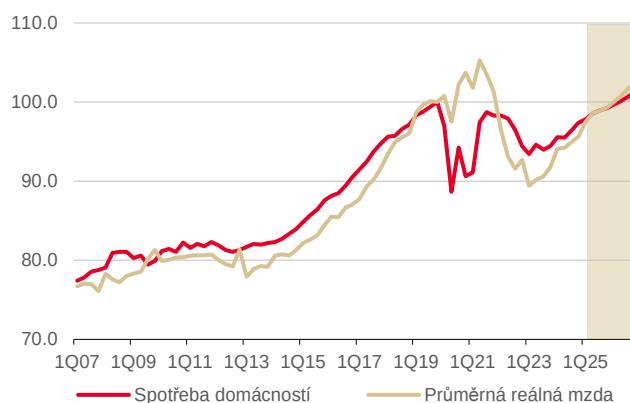
naší prognózy v roce 2025 nulový a do záporných hodnot se dostane až v roce 2026. Podporu tuzemské ekonomice by od příštího roku mělo ale poskytovat námi předpokládané zrychlení růstu německé ekonomiky v souvislosti s plánem tamní vlády výrazně navýšit výdaje směřující do ekonomiky. To by v příštím roce mělo pomoci k obnovení mezičtvrtletního růstu české ekonomiky i průmyslové produkce.

Růst domácí poptávky potáhne spotřeba domácností, fixní investice budou klesat v důsledku zvýšené nejistoty (% , pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Spotřeba domácností ale dosáhne své předpandemické úrovně až v roce 2026, což bude platit i pro reálné mzdy (4Q19=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rizika prognózy zůstávají značná, nejsou však jednoznačně vychýlená na jednu či druhou stranu. Naše prognóza je postavena na předpokladu, že vývozy z EU do USA budou zatíženy efektivní celní sazbou ve výši zhruba 10 %. V souladu s tím očekáváme souhrnný negativní dopad na český HDP čítající přibližně 1 %. Kvantifikaci dopadů amerických cel jsme se věnovali zde: https://bit.ly/US_tariffs_Czech_economy_CZ. Obchodní dohoda mezi USA a EU, ohlášená až po uzavření naší prognózy, by podle dostupných informací mohla znamenat efektivní celní sazbu v rozmezí 10-15 %. To by tedy nemělo výsledky naší prognózy zásadním způsobem ohrozit. Nejistota kolem konečného uspořádání obchodních vztahů mezi USA a EU ovšem podle nás přetrvává. Na vzdálenějším horizontu prognózy pak může hlavně vývoj investic pozitivně ovlivnit výstavba dalších bloků jaderné elektrárny Dukovany či nákup stíhacích letounů F-35. Tato opatření vzhledem k trvávajícím nejasnostem prozatím nejsou součástí našeho základního scénáře makroekonomické prognózy.

Mzdy pokračují ve svižném růstu, trh práce ale chladne

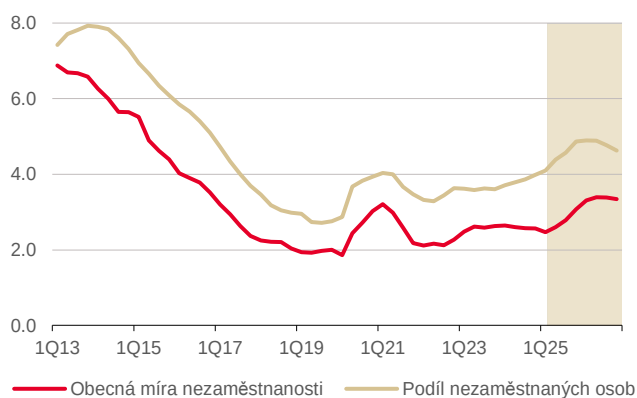
Napětí na tuzemském trhu práce se postupně zmírňuje. Podíl nezaměstnaných osob v Q2 25 po sezonním očištění v průměru činil 4,4 % a dosáhl tak nejvyšší úrovně od Q1 17. K jeho pozvolnému nárůstu dochází od začátku loňského roku. Naproti tomu sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti se v Q2 25 stále držíla poblíž nízkých 2,6 %, což byl zároveň průměr za celý rok 2024 i 2023. Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky loni klesl o 0,5 %, v prvním letošním čtvrtletí ale meziročně opět rostl o 0,4 %. Při srovnání s Q4 19 však byla sezonně očištěná zaměstnanost stále o 0,3 % nižší, přestože reálný HDP se v Q1 25 již nacházel 3,3 % nad předpandemickou úrovní. Data zaměstnanosti přepočtené na plné úvazky tak pro Q1 25 indikují produktivitu práce oproti Q4 19 vyšší o 3,7 %.

Vývoj na úrovni jednotlivých odvětví ukazuje na významné přesuny zaměstnanců na trhu práce. Ve zpracovatelském průmyslu pokračuje pokles zaměstnanosti. Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky se v roce 2023 snižoval tempem o 1,5 %, které v roce 2024 zrychlilo na 2 %. Oproti předpandemickému roku 2019 tak byla loni zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu nižší o 7,4 %. To souvisí s dlouhodobými problémy výrobního sektoru. Data za Q1 25 pak ukazují, že meziroční pokles tempem poblíž 2 % ve zpracovatelském průmyslu pokračoval i na začátku letošního roku. Tito zaměstnanci ale zatím nacházejí uplatnění v ostatních sektorech ekonomiky. Zaměstnanost v obchodu

Tuzemský trh práce již vykazuje známky ochlazení, což se podle nás projeví ve zpomalení mzdového růstu.

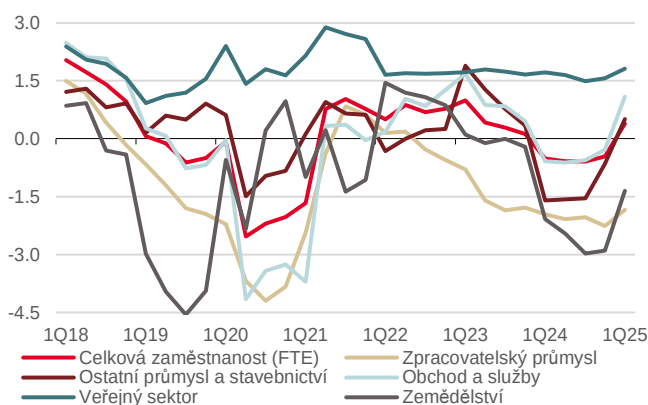
a službách totiž v roce 2024 stále zaostávala za předpandemickou úrovní o výrazných 2,3 %. Zatímco loni nepatrně klesla, v Q1 25 už meziročně o 1,1 % rostla, k čemuž pravděpodobně přispěl obnovený růst spotřebitelské poptávky. Zaměstnanost navíc nadále silně roste ve veřejném sektoru. Od roku 2019 se zde tempo meziročního nárůstu stabilně drží v rozmezí 1,5-2 %. V odvětví zdravotní a sociální péče tak byla loni oproti roku 2019 zaměstnanost vyšší o 15,9 % a ve vzdělání o 13,7 % (kromě veřejného sektoru, u kterého lze kvůli systému veřejného školství a zdravotnictví předpokládat dominantní roli, jsou zahrnuty i soukromé subjekty podnikající v této oblasti). V sektoru veřejné správy a obrany byla naopak zaměstnanost o 0,7 % nižší. Celkově podle nás může vyšší fluktuace na trhu práce ukazovat na jeho větší zranitelnost vůči náhlým šokům.

Nezaměstnanost mírně roste a bude v tom pravděpodobně pokračovat, což zmírní napětí na trhu práce (%)



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

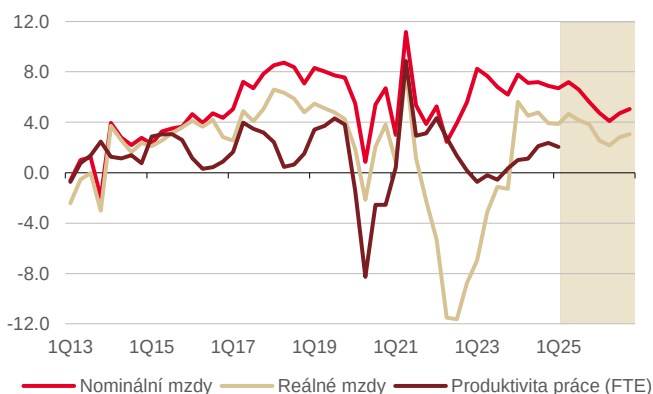
Zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu klesá, zatímco v obchodu, službách a veřejném sektoru naopak roste (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

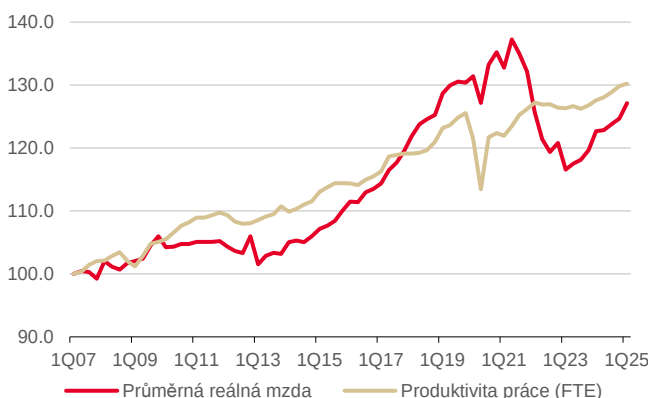
Pro letošní rok očekáváme zpomalení růstu nominálních mezd z loňských 7,2 % na 6,5 % a příští rok na 4,7 %. To je v obou letech vyšší dynamika, než s jakou jsme počítali v naší minulé prognóze (5,0 % a 4,1 %). Důvodem je výrazně silnější mzdový růst na začátku letošního roku, než jaký jsme odhadovali, stejně tak i mírně lepší výhled vývoje ekonomiky. Reálné mzdy by tak měly pokračovat v obnovování své předpandemické úrovně, za kterou v Q1 25 zaostávaly o 2,5 %, a které se ale podle naší prognózy podaří dosáhnout až v Q2 26. Jejich vývoj navíc nadále zaostává za zmíněnou produktivitou práce, což by mělo omezovat vliv pokračujícího mzdového růstu na inflaci. Na trend zpomalování růstu mezd bude podle nás působit pokračující uvolňování na trhu práce, které očekáváme v souvislosti se zpomalením ekonomického růstu. Obecná míra nezaměstnanosti by podle nás měla vzrůst z loňských 2,6 % na 2,7 % v roce 2025 a na 3,4 % v roce 2026. Podíl nezaměstnaných osob by se pak měl zvýšit z loňských 3,8 % na 4,5 % v roce 2025 a na 4,8 % v roce 2026.

Růst mezd bude zpomalovat vlivem oslabující ekonomiky a trhu práce (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj reálných mezd kvůli předchozímu hlubokému poklesu stále zaostává za produktivitou práce (Q1 07=100)



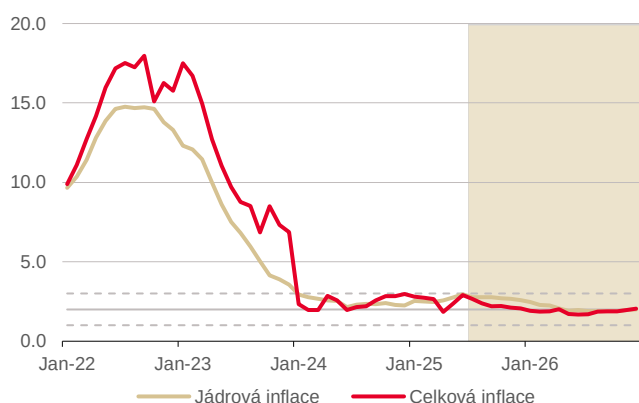
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zatímco celková inflace se do konce roku vrátí do blízkosti cíle centrální banky, tak jádrová inflace zůstane zvýšená a ke 2 % klesne až v roce 2026.

Inflace navzdory současné zvýšené úrovni směřuje ke 2% cíli

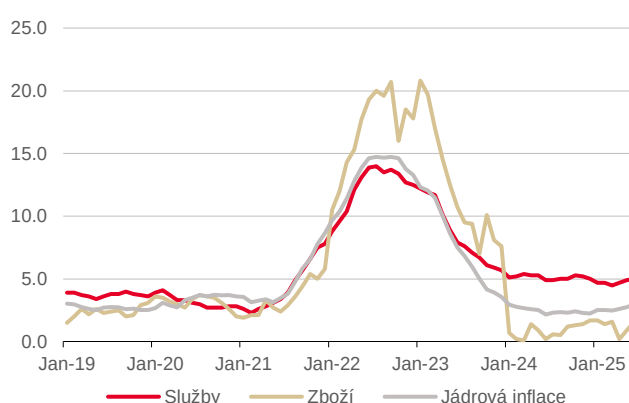
Pokles inflace byl oproti očekávání pomalejší. Meziroční růst spotřebitelských cen zpomalil z 2,7 % v Q1 25 na 2,4 % v Q2 25, zatímco my jsme čekali 2,2 %. Na vyšší inflaci v Q2 25 oproti naší dubnové prognóze působil silnější růst jádrové složky a regulovaných cen. Meziroční růst cen služeb zrychlil z 4,6 % v Q1 25 na 4,9 % v Q2 25, přičemž významnou roli sehrálo zvýšení dynamiky imputovaného nájemného z 3,2 % na 4,5 % y/y v důsledku výrazného zdražování nemovitostí. Růst cen zboží naopak zvolnil z 1,6 % na 0,9 % y/y. Významným protiinflačním faktorem byl pokles cen pohonných hmot, který v Q2 25 přesáhl 10 % y/y.

Zatímco celková inflace do konce roku klesne do blízkosti cíle, jádrová inflace se ke 2 % dostane až v roce 2026 (% y/y)



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

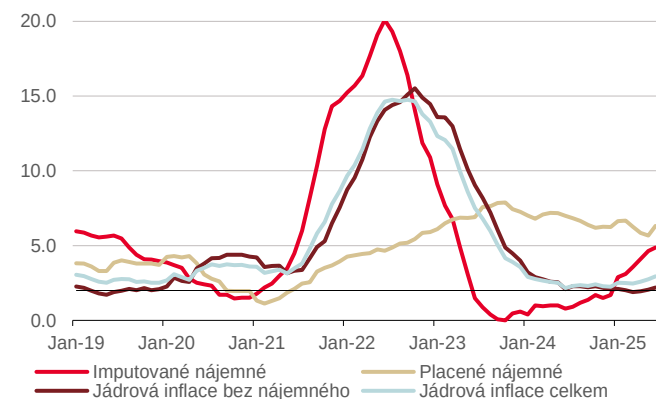
Rychlý růst cen služeb je kompenzován utlumenou dynamikou cen zboží (% y/y)



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

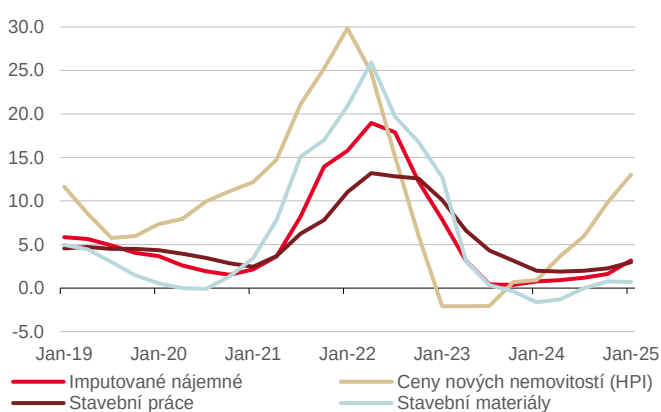
Letošní inflaci odhadujeme na 2,4 % a příští rok její pokles na 1,9 %, zatímco jádrová inflace by měla zpomalit z 2,7 % na 2,0 %. V obou případech i obou letech se oproti naší dubnové prognóze jedná o mírné přehodnocení směrem vzhůru. V té jsme totiž celkovou inflaci čekali v roce 2025 na 2,2 % a v roce 2026 na 1,8 %, zatímco jádrovou inflaci jsme pro rok 2025 odhadovali na 2,4 % a pro rok 2026 na 1,9 %. Na přehodnocení prognózy působí zmíněná vyšší dynamika spotřebitelských cen v Q2 25, do velké míry odrážející rychlejší růst cen nemovitostí, než s jakým jsme počítali. To vedlo k silnějšímu meziročnímu růstu imputovaného nájemného, který by ale podle naší prognózy již dále významně zrychlovat neměl. Přepokládáme jeho udržení poblíž nynějších 5 % y/y. Důvodem je vyšší srovnávací základna, když meziměsíční dynamika imputovaného nájemného se v H2 24 výrazně zvýšila. Meziroční růst cen nemovitostí se navíc podle nás aktuálně nachází poblíž svého vrcholu. Jeho vliv by měla také nadále tlumit znatelně slabší dynamika ostatních složek imputovaného nájemného jako jsou ceny stavebních materiálů a prací. Ve zbytku letošního roku očekáváme jen mírný pokles jádrové inflace, jež se podle nás udrží nad 2,5 % y/y. K setrvání jádrové inflace na zvýšených úrovních zřejmě přispěje i růst skutečně placeného nájemného tažený nižší dostupností vlastnického bydlení. Naopak celková inflace by se již koncem roku měla dostat na dosah 2 % y/y. Příští rok by se pak do blízkosti cíle ČNB měla vrátit i jádrová inflace. Působit by na to měl dobřeh přísňých měnových podmínek, příznivý vliv nižších cen energií a pohonných hmot, stejně tak i námi očekávané ochlazení ekonomiky a trhu práce. Jádrová inflace po vyloučení imputovaného a skutečně placeného nájemného se již nějakou dobu drží poblíž 2 % y/y, neboť zvýšený růst cen služeb je kompenzován utlumeným vývojem cen zboží. To by s přispěním meziročního poklesu výrobních cen a silnějšího kurzu koruny vůči euru i americkému dolaru mělo nadále platit. Rizikem ve směru nižší inflace zůstává možný příliv čínského zboží na evropský trh, na vyšší inflaci by mohly naopak působit případná odvetná celní opatření ze strany EU. Na vzdálenějším horizontu prognózy by pak proinflačním rizikem mohlo být zavedení evropského systému emisních povolenek ETS 2.

Růst nájemného v důsledku oživení na trhu nemovitostí zrychlil, jádrová inflace bez nájemného se však drží poblíž 2 % (%, y/y)



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

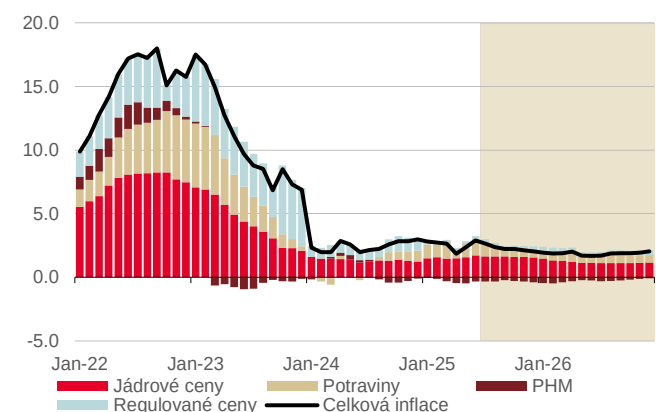
Imputované nájemné zohledňuje kromě nových nemovitostí i ceny stavebních prací a materiálů, jejichž růst je slabší (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

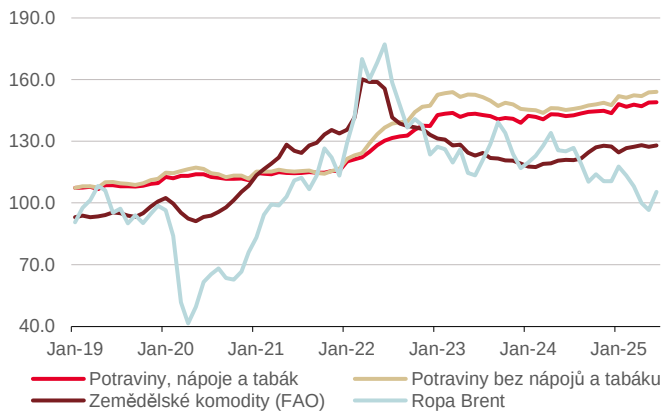
Zatímco potraviny nejspíše zůstanou proinflačním faktorem, pohonné hmoty by naopak měly dále zlevňovat. U cen potravin (včetně všech nápojů a tabáku) letos očekáváme nárůst o 3,3 % a příští rok zpomalení na 2,2 %. Jejich růst budou nad dvouprocentním cílem centrální banky pravděpodobně udržovat negativní dopady klimatické změny na úrodu, jež se podle FAO indexu projevují v mírném růstovém trendu cen agrárních komodit. Proti tomu by ale mohl působit efekt nižších dopravních nákladů v důsledku výrazného zlevnění pohonných hmot, když velká část potravin dnes pochází z dovozu. V naší prognóze předpokládáme, že ceny ropy a následně pohonných hmot klesnou jak v letošním, tak i příštím roce. Důvodem je kombinace zvýšené těžby a nižší poptávky související s útlumem světového průmyslu a trendem odklonu od fosilních paliv. Ceny elektřiny a plynu pro domácnosti by ve zbytku roku měly pokračovat v pozvolném poklesu, jejich působení v rámci regulovaných cen bude ale pravděpodobně vyvažovat trvalý rychlý růst neenergetické složky zahrnující ceny v oblasti zdravotnictví, školství a veřejné dopravy. Pro rok 2025 odhadujeme růst regulovaných cen o 1,2 % a v roce 2026 zrychlení na 2,3 % s tím, jak odezní příznivý vliv klesajících cen elektřiny a plynu.

Dynamika jádrové inflace a cen potravin zůstane letos zvýšená, vyvažovat to budou levnější energie a pohonné hmoty (%, y/y)



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

Ceny zemědělských komodit mírně rostou, dopravní náklady potravin se kvůli levnější ropě naopak snižují (2014-2016=100)



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

Měnová politika



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

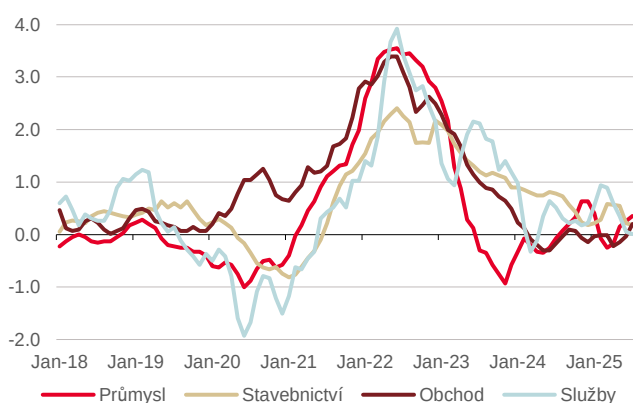
Pokles úrokových sazeb ČNB se obnoví až koncem roku

Z důvodu pokračujícího důrazu bankovní rady na proinflační rizika a zvýšené globální nejistoty očekáváme, že úrokové sazby zůstanou nějakou dobu beze změny. Jejich další snížení o 25 bb nyní očekáváme až v listopadu a následně v únoru příštího roku, kdy by repo sazba měla klesnout na konečná 3 %. Zpět k politicky neutrální úrovni by úrokové sazby měl tlačit příznivý výhled inflace, která směřuje ke dvouprocentnímu cíli, a námi očekávané zpomalení ekonomiky kvůli clům. Ačkoliv jsou rizika pro nejbližší měsíce vychýlena ve směru vyšších sazeb, tak v příštím roce nelze vyloučit nutnost přechodu měnové politiky do expanzivního nastavení, pokud by se naplňoval pesimistický scénář silného hospodářského zpomalení.

Měnové podmínky jsou přísnější, než by odpovídalo poslední prognóze ČNB.

Česká národní banka po květnovém snížení úrokových sazeb v červnu opět proces uvolňování měnové politiky přerušila. Stejně jako v Q1 25 tak i v Q2 25 úrokové sazby klesaly pouze opatrným tempem o 25 bb za čtvrtletí a základní repo sazba se tedy nyní nachází na 3,5 %. Tento vývoj byl v souladu s naší dubnovou prognózou. Ve srovnání s poslední v květnu zveřejněnou prognózou centrální banky jsou však nyní měnověpolitické sazby vyšší. Ta totiž očekávala, že kolem poloviny roku dojde ke snížení repo sazby na 3 %, která sekce měnová považuje za politicky neutrální úroveň. Bilance rizik květnové prognózy ČNB přitom zásadním způsobem vychýlena není. Mezičtvrtletní růst ekonomiky v Q1 25 byl jen mírně vyšší, když oproti ČNB očekávaným 0,6 % dosáhl 0,7 %. Průměr celkové meziroční inflace za Q2 25 ve výši 2,4 % se s prognózou ČNB shodoval, jádrová inflace pak byla jen nepatrně vyšší (2,8 % y/y oproti 2,7 % v prognóze ČNB). Jedině meziroční růst nominálních mezd o 7,2 % v Q1 25 se významněji odchýlil od prognózy ČNB (6,8 %). Měnové podmínky byly tedy přísnější, než doporučovala prognóza ČNB. K tomu přispíval i kurz české koruny, který vůči euru posílil z 25,1 CZK/EUR v Q1 25 na 24,9 CZK/EUR v Q2 25. Ve srovnání s prognózou ČNB, která předpokládala stagnaci na 25,1 CZK/EUR, tak byla tuzemská měna o necelé procento silnější.

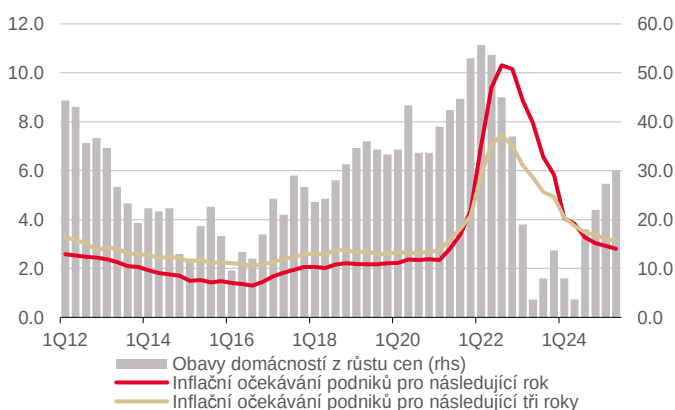
Očekávaný vývoj cen se napříč odvětvími ustálil poblíž svých dlouhodobých úrovní (z-skóre, SA, 3MA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Inflační očekávání nefinančních podniků se postupně snižují, zatímco obavy domácností z růstu cen vzrostly (%)



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

Bankovní rada nadále zdůrazňuje především proinflační rizika, což společně se zvýšenou globální nejistotou nejspíše povede ke stabilitě sazeb po delší dobu. Obdobně se vyjádřil guvernér Michl na tiskové konferenci po posledním zasedání centrální banky. Z proinflačních rizik ve vyjádřeních ČNB stále dominují rychlý růst cen služeb a nemovitostí,

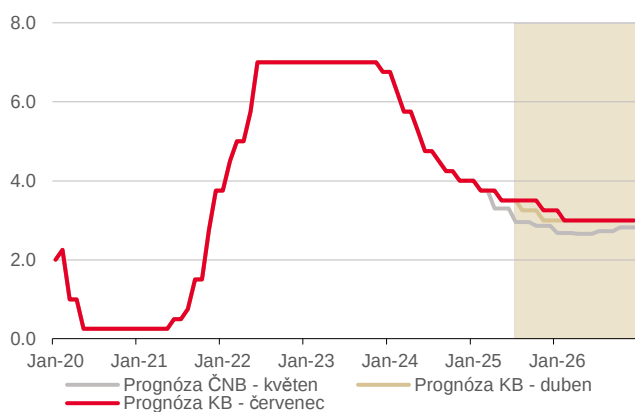
stejně tak i rizika spojená s vývojem fiskální politiky. Globální rizika se pak týkají zejména nejasného vlivu amerických cel na tuzemskou ekonomiku. Myslíme si tedy, že centrální banka po nějakou dobu setrvá ve vyčkávacím módu a bude vyhodnocovat data přicházející z ekonomiky. Ve výsledku jsme tak odsunuli zbylá dvě snížení úrokových sazeb, která v tomto cyklu měnové politiky ale stále čekáme. Namísto původního snížení o 25 bb na srpnovém a listopadovém zasedání obsažených v naší dubnové prognóze nyní očekáváme pokles sazeb pouze na tom listopadovém. Poslední snížení repo sazby na konečná 3 % by se pak podle naší nové prognózy mělo uskutečnit v únoru příštího roku. Nadále předpokládáme, že pokles repo sazby na politicky neutrální úroveň by měl být podporován příznivým výhledem inflace. Ta by podle naší prognózy měla na horizontu měnové politiky, který se aktuálně týká zhruba druhé poloviny příštího roku, dosahovat dvouprocentního cíle centrální banky. Ustálení inflace poblíž cíle spolu s oslabením ekonomiky ve druhé polovině roku by pak měly bankovní radu přimět k obnovení snižování úrokových sazeb na listopadovém zasedání.

Další snížení úrokových sazeb očekáváme až v listopadu a na konečná 3 % by se repo sazba měla podle nás dostat příští rok v únoru.

Další vývoj úrokových sazeb bude podle nás silně záviset na nově zveřejněných datech.

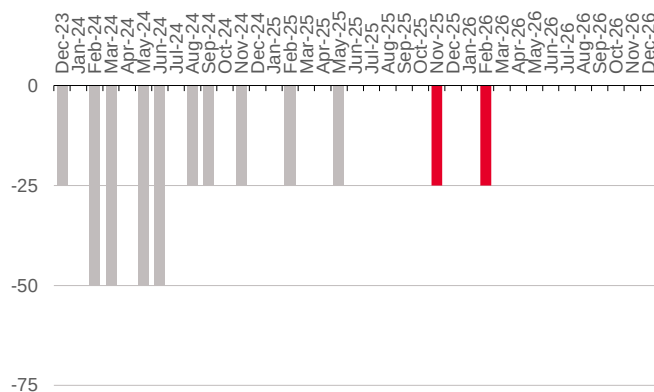
Pokud by ekonomika zůstala odolná vůči působení amerických cel a inflace setrvala na vyšší úrovni, například kvůli stále rychlému růstu cen nemovitostí, úrokové sazby by do konce roku mohly zůstat beze změny. V tomto směru by mohla působit i některými členy bankovní rady deklarovaná preference vyšší neutrální úrovně sazeb. Rizika naší prognózy jsou tak pro nejbližší měsíce spíše vychýlena ve směru vyšších sazeb ČNB. Pro příští rok na druhou stranu ale nemůžeme vyloučit nutnost snížení repo sazby pod 3 %, pokud by se naplňovaly pesimistické scénáře silného hospodářského útlumu kvůli americkým clům. Snížení repo sazby mírně pod 3 % v roce 2026 dokonce indikuje již květnová prognóza ČNB navzdory tomu, že v podstatě nebere v potaz možné negativní dopady amerických cel na českou ekonomiku.

Repo sazba podle nás klesne na konečná 3 % v únoru 2026 (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Další snížení repo sazby ČNB očekáváme až v listopadu (bb)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální politika



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

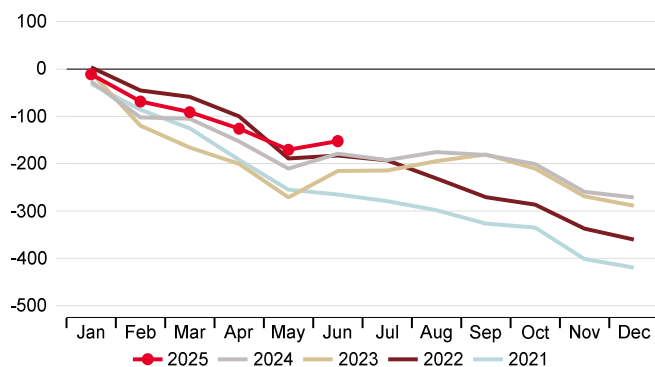
Další konsolidace je v nedohlednu

V příštím roce by se hotovostní deficit státního rozpočtu měl vlivem státní půjčky na projekt výstavby nových bloků jaderné elektrárny Dukovany a zvýšených výdajů na obranu v kombinaci se zpomalením růstu domácí ekonomiky prohloubit k 280 mld. CZK. V poměru k HDP ale v letošním i příštím roce podle nás deficit veřejných financí setrvá stejně jako loni mírně nad 2 %. Upravený strukturální deficit relevantní pro vyhodnocení plnění tuzemských fiskálních pravidel by neměl v příštím roce překročit zákonný limit. V následujících letech však již neočekáváme další viditelnou konsolidaci veřejných financí, což současně znamená, že by mohlo dojít k rozvolnění pravidel rozpočtové politiky. Přesto předpokládáme, že by ČR měla nadále plnit Maastrichtská kritéria deficitu veřejných financí i výše dluhu. Celkové působení fiskální politiky na ekonomiku by optikou fiskálního impulsu mělo být na celém horizontu prognózy zhruba neutrální.

Dosavadní plnění rozpočtu nevylučuje splnění letošního plánu

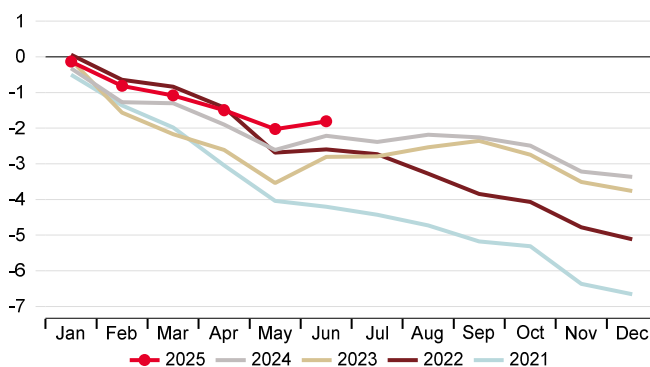
Stát ke konci června hospodařil se schodkem 152,4 mld. CZK. V meziročním srovnání byl o 26,2 mld. CZK mírnější. V poměru k nominálnímu HDP byl schodek ve výši 1,8 % HDP v letošním prvním pololetí nejmenší od předpandemického roku 2019. Obecně podle nás dosavadní data o plnění státního rozpočtu nesignalizují dodatečné riziko nesplnění plánovaného letošního salda ve výši -241 mld. CZK. Riziko v negativním směru přesto vychylují nejasnosti ohledně některých položek (příjmy z emisních povolenek, výdaje na školství a OZE) a růst ekonomiky, který bude i vzhledem k dopadu cel podle našeho odhadu výrazně nižší, než s čím počítala loňská srpnová prognóza MF, na které byl rozpočet původně sestaven (MF: 2,7 %, KB: 1,9 %).

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)

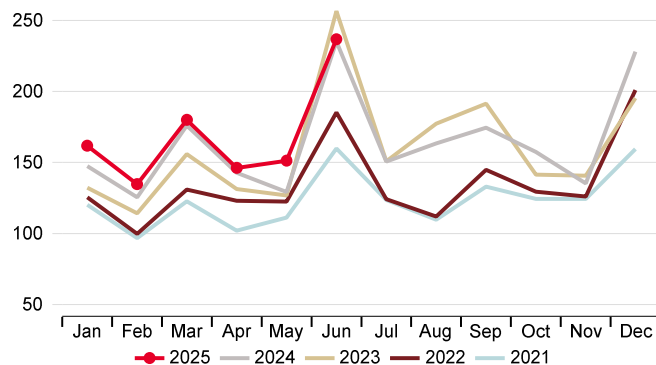


Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Nominální HDP za rok 2025 podle prognózy KB.

Výdaje byly do konce června meziročně vyšší o 28,3 mld. CZK (+2,5 %). Oproti loňsku rostly z běžných výdajů hlavně transfery rozpočtům územní úrovně (+13,6 mld. CZK) v souvislosti s financováním vzdělávání. K růstu celkových výdajů přispěla také váhově největší položka sociálních dávek (+9,7 mld. CZK). Nárůst výdajů (nejen) v těchto kapitolách částečně kompenzovaly meziročně nižší transfery podnikatelům, hlavně kvůli ukončení pomoci státu s vysokými cenami energií, a nižší neinvestiční transfery státním fondům. Meziroční nárůst kapitálových výdajů (investic) o zhruba 5 % je tažen hlavně vyššími investičními transfery SFDI v souvislosti s výstavbou dopravní infrastruktury. **Příjmy vzrostly do konce června meziročně o 54,6 mld. CZK (+5,7 %).** Nejvíce k tomu přispívají váhově nejvýznamnější položky: pojistné (+27,6 mld. CZK) a DPH (+13,4 mld. CZK). Dynamika obou

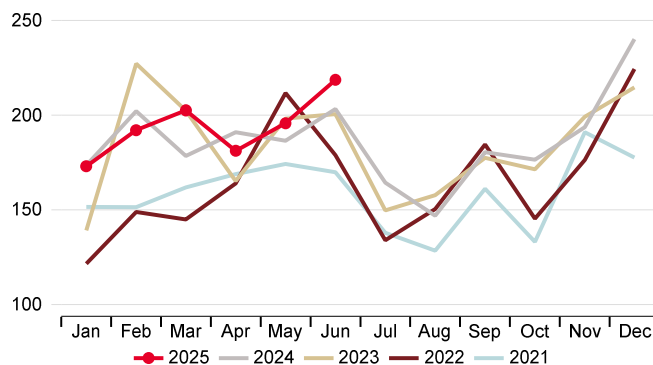
položek naznačuje, že ve druhém čtvrtletí pokračoval solidní růst mezd, který se odrazil v ožiování spotřebitelské poptávky.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

Výdaje st. rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)

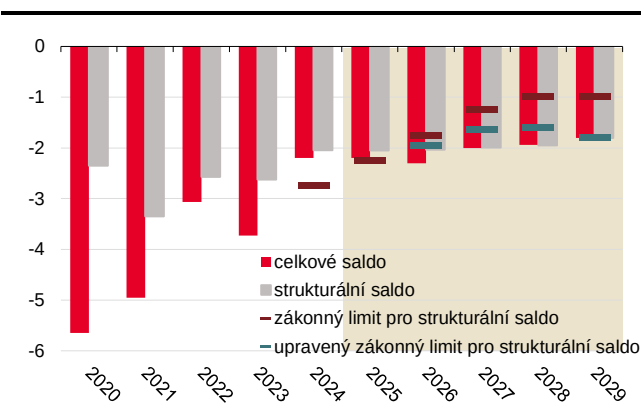


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Deficit v příštím roce naroste, tuzemská fiskální pravidla by mohla projít revizí

V roce 2026 se deficit státního rozpočtu pravděpodobně zvýší až k 280 mld. CZK. K jeho meziročnímu prohloubení z letošních cca 240 mld. CZK by měly přispět mimo jiné dodatečné výdaje spojené s poskytnutím bezúročné půjčky na projekt výstavby nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech (v roce 2026 ve výši 24 mld. CZK) a také navýšení výdajů na obranu o 0,2 pb na 2,2 % HDP. Výdaje spojené s dostavbou jaderné elektrárny by se přitom měly projevit v hotovostním deficitu. V aktuálním vyjádření budou viditelné pouze u celkového dluhu, zatímco v deficitu veřejných financí nikoliv.¹

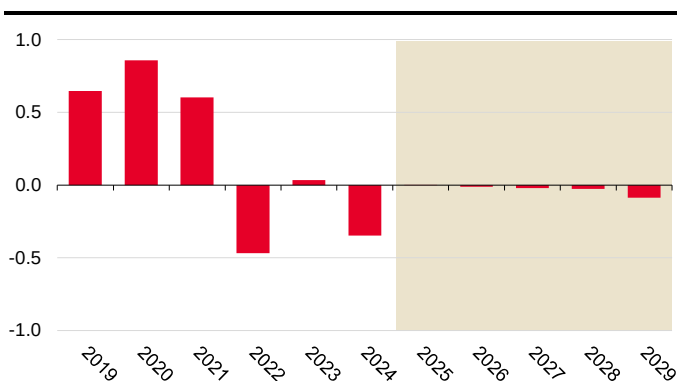
Celkové a strukturální saldo veřejných financí – prognóza KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Strukturální saldo je celkové saldo očištěné o vliv hospodářského cyklu a jednorázové a přechodné operace. Upravený zákonný limit je navýšen o předpokládané výdaje na obranu nad 2 % HDP, které podléhají výjimce z tuzemských fiskálních pravidel.

Fiskální impulz (příspěvek k dynamice HDP v pb)



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

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

Rostoucí nároky na výdajové straně podle našeho předpokladu povedou k rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel. 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

¹ Podle jednotné evropské metodiky (používané i pro vyhodnocení maastrichtských konvergenčních kritérií deficitu) se jedná o pohledávku státu.

činí strop pro strukturální saldo 1 %. Jedinou výjimku z pravidel mají nově výdaje na obranu, u kterých se do strukturálního salda nebude započítávat cokoli nad 2 % HDP. Vzhledem k tomu, že 1) ČR je s veřejným dluhem ve výši 43,3 % HDP mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU, 2) evropská fiskální pravidla jsou méně přísná než ta tuzemská a 3) fiskální disciplína zatím příliš nerezonuje v předvolebních prioritách, předpokládáme, že konsolidace strukturálního salda se v příštích letech zastaví.

Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku by mělo být při předpokládané přibližné stagnaci strukturálního schodku na celém horizontu prognózy 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. Vzhledem k absenci další konsolidace veřejných financí nebude mít optikou fiskálního impulsu rozpočtová politika významný vliv na hospodářský růst a cenový vývoj ani v nejbližších letech. Obecně je ovšem riziko podle nás vychýleno nad rámec základního scénáře směrem k expanzivnějšímu působení fiskální diskrece. Rizikem, které by mohlo tyto faktory kompenzovat v opačném směru, je naopak případné využití jiných než dluhových zdrojů financování (úspory v jiných kapitolách, zvýšení daňových příjmů či využití prostředků z EU).

Česko bude i nadále plnit Maastrichtská kritéria

Na celém horizontu prognózy očekáváme deficit veřejných financí kolem 2 % 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 akruálním vyjádření. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2025-2029 poroste v průměru o 0,9 pb ročně, aby v roce 2029 dosáhl 47,6 % HDP.

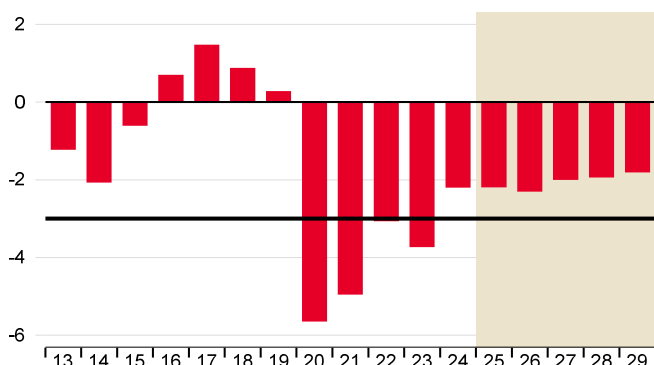
Dynamika veřejných financí

	2024	2025f	2026f	2027f	2028f	2029f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,2	-2,2	-2,3	-2,0	-1,9	-1,8
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	3 491,9	3 731,9	4 011,9	4 261,9	4 501,9	4 741,9
Veřejný dluh (% HDP)	43,3	44,3	46,2	46,8	47,3	47,6

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

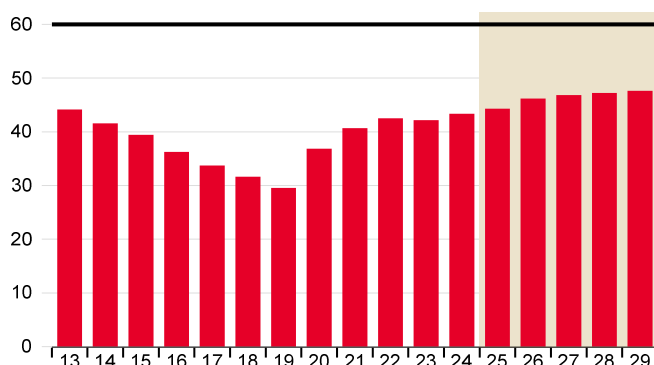
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Tabulka prognózy

	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	1,9	2,4	2,6	1,8	0,6	0,3	0,5	1,2	1,1	1,9	1,1	2,6	2,4	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,0	2,4	3,2	2,7	1,9	1,9	1,6	1,8	2,2	2,5	1,8	2,3	2,4	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,2	1,9	1,4	1,4	1,1	2,2	2,3	1,7	3,2	1,4	2,0	1,3	1,8	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-5,1	-1,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,3	1,2	-3,1	-0,9	0,7	3,8	3,3	3,0
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-1,0	-0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,8	-0,9	-0,3	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,3	0,1
Zásoby (příspěvek do y/y)	2,3	1,7	0,8	0,3	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	41,7	81,8	57,3	8,5	34,7	80,8	59,3	11,4	224,6	182,3	194,1	231,8	246,3	256,5
Vývoz (nominálně, y/y, %)	4,6	6,1	0,9	6,3	0,8	1,3	4,0	0,9	4,6	3,5	3,2	6,7	5,6	5,6
Dovoz (nominálně, y/y, %)	5,3	6,7	2,3	8,2	1,4	1,5	4,0	0,7	2,4	4,6	3,1	6,2	5,6	5,7
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	-2,1	0,6	1,6	0,7	0,3	-1,0	-0,8	0,9	-1,0	0,8	0,5	3,1	3,2	2,9
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	3,1	7,3	-0,4	6,5	1,3	0,3	0,1	-0,4	-1,6	3,7	0,8	4,1	3,6	3,1
Malooobchod (reálně, y/y, %)	4,9	3,6	5,3	4,3	3,3	2,4	1,1	1,6	4,5	4,1	1,9	2,7	2,4	2,5
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,9	6,7	7,2	6,6	5,6	4,7	4,1	4,7	7,2	6,5	4,7	5,1	4,8	4,6
Mzdy (reálně, y/y, %)	3,9	3,9	4,7	4,2	3,8	2,6	2,2	2,8	4,7	4,1	2,7	2,9	2,7	2,7
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,9	4,3	4,2	4,5	4,8	5,1	4,8	4,7	3,8	4,5	4,8	4,5	4,5	4,5
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,5	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4	3,3	3,4	2,6	2,7	3,4	3,2	3,2	3,2
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	2,3	0,5	1,0	0,6	0,3	-1,2	-0,6	-0,3	2,6	0,6	-0,5	0,5	0,3	0,2
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,9	2,7	2,4	2,4	2,1	1,9	1,8	1,8	2,4	2,4	1,9	2,1	2,1	1,9
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,3	2,5	2,8	2,8	2,7	2,3	2,0	1,9	2,5	2,7	2,0	2,1	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	2,8	4,2	3,8	3,0	2,4	2,3	2,0	2,3	0,7	3,3	2,2	1,8	1,9	1,8
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-7,4	-4,4	-12,2	-9,8	-9,9	-13,1	-7,9	-6,5	-0,9	-9,1	-7,5	2,9	3,4	1,0
Regulované ceny (y/y, %)	7,4	1,2	0,9	1,3	1,2	2,2	2,3	2,4	6,3	1,2	2,3	2,0	2,1	2,1
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,8	0,0	-0,9	-1,6	-2,7	-1,3	-0,2	0,3	0,8	-1,3	-0,1	2,1	2,3	1,8
Finanční proměnné														
2T Repo (% , průměr)	4,1	3,9	3,6	3,5	3,4	3,1	3,0	3,0	5,1	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	4,0	3,8	3,6	3,5	3,3	3,1	3,2	3,2	5,0	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2
CZK/EUR (průměr)	25,2	25,1	24,9	24,7	24,9	24,8	24,8	24,8	25,1	24,9	24,8	24,6	24,5	24,2
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,2	1,5	1,3	1,0	0,9	0,6	1,0	1,2	0,8	1,2	1,0	1,3	1,2	1,2
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	1,0	1,3	-0,2	0,1	1,0	1,3	1,1	1,1
CPI v EMU (y/y, %)	2,2	2,4	2,0	1,8	1,6	1,5	1,6	1,6	2,4	2,0	1,5	2,0	2,1	2,2
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	73,1	75,0	67,3	66,3	60,0	59,2	56,9	55,0	80,8	67,1	57,5	62,8	65,7	67,0
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,07	1,05	1,13	1,16	1,17	1,20	1,20	1,21	1,08	1,13	1,21	1,23	1,24	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

Stabilizace sazeb a výnosů

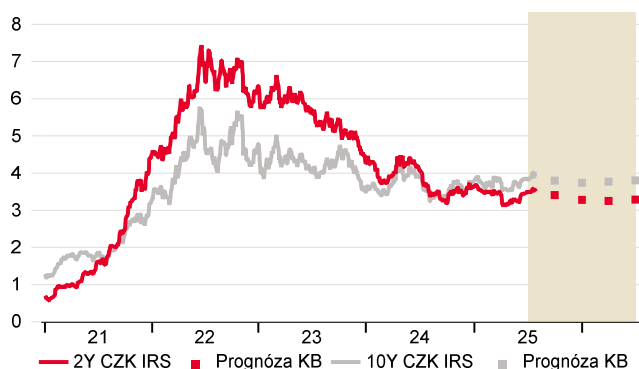
Zmírnění dynamiky ekonomické aktivity a cenových tlaků v důsledku amerických cel a působení přísných měnových podmínek by podle nás měly přispět k dalšímu snížení sazeb ČNB. Korunové tržní úrokové sazby by v souvislosti s tím mohly kompenzovat svůj nedávný růst, zejména na kratším konci křivky. Prostor pro zužování rozpětí mezi dluhopisy a tržními sazbami je podle nás vzhledem k zastavení konsolidace tuzemských veřejných financí omezený. Hrubá emise korunových státních dluhopisů by ve zbytku letošního roku neměla oproti jeho první polovině zpomalovat. V příštím roce přispěje k nárůstu nabídky státních dluhopisů mimo jiné vyšší objem maturujících instrumentů i hlubší deficit státního rozpočtu.

Ekonomický útlum by měl udržet korunové sazby na uzdě

Odolnost ekonomik a jestřábí centrální banky přispěly ke globálnímu nárůstu tržních sazeb. Data i sentiment indikátory z obou stran Atlantiku v poslední době překvapovaly spíše pozitivně. Prozatím velmi omezené dopady nejistoty spojené s celní politikou USA se odrazily v redukci sázek na snížení úrokových sazeb jak v případě Fedu, tak i ECB. Svůj jestřábí postoj pak nadále drží i ČNB, která na svém červnovém zasedání dokonce hodnocení bilance rizik změnila z „mírně proinflační“ na „proinflační“. Na korunovém peněžním trhu se tento vývoj přetavil ve výraznou redukci sázek na další uvolnění domácí měnové politiky. Aktuálně tak trhy neočekávají letos žádné další snížení repo sazby a dosažení její terminální úrovně v rozmezí 3,25-3,50 % v průběhu příštího roku.

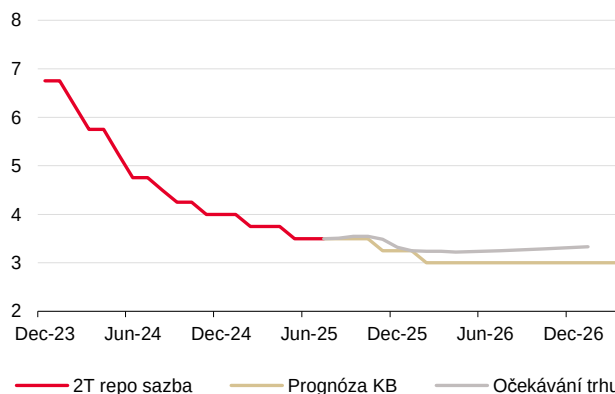
Postupně by se měly začít projevovat negativní dopady cel a přísných měnových podmínek. Z nich vyplývající útlum dynamiky ekonomické aktivity a cenových tlaků podle nás povede k dalšímu snížení tuzemských měnověpolitických sazeb ještě v letošním roce. Oproti trhu níže vidíme i terminální sazbu, kterou (i vzhledem k nízkému růstu potenciálu české ekonomiky) stále odhadujeme na 3 %. Její dosažení pak v základním scénáři předpokládáme v průběhu prvního čtvrtletí příštího roku. Vnější předpoklady prognózy pak počítají i s letošním dalším uvolněním měnové politiky ECB, které nyní finanční trhy také plně nezaceňují. Celkově proto očekáváme mírný pokles korunových tržních úrokových sazeb. Delší konec korunové křivky by se měl nicméně brzy stabilizovat vzhledem k pravděpodobnému zastavení konsolidace tuzemských veřejných financí. Další uvolňování měnové politiky v kombinaci se stabilizací delších úrokových sazeb tak podle nás vyústí v mírné zvýšení sklonu celé křivky. Oproti minulé prognóze jsme přehodnotili výhled korunových sazeb na celém horizontu směrem nahoru vlivem pozdějšího předpokládaného snížení sazeb ČNB, méně výrazných a rozprostřenějších negativních dopadů cel a expanzivnější fiskální politiky.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 29. 07. 2025 (%)



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

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f
2Y	3,40	3,30	3,25	3,30
5Y	3,55	3,50	3,50	3,55
10Y	3,80	3,75	3,75	3,80

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Eurový trh stabilně nabízí nižší úroky

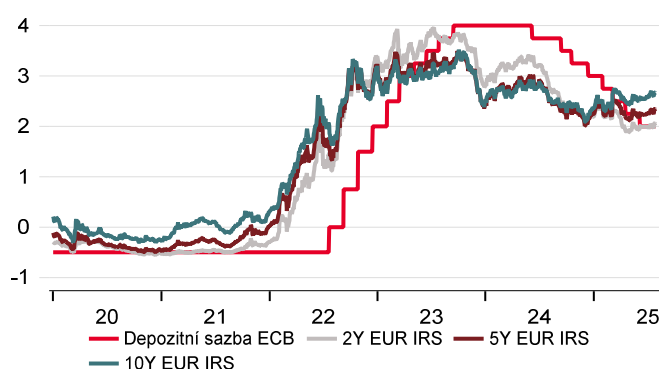
Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se kvůli zmírnění obav o negativní dopady cel zhoršily napříč splatnostmi. Ekonomické ochlazení by nicméně mohlo podle nás na podzim podmínky opět zlepšit. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí vyšší sazby po celé křivce. Viditelně nižší úrokové sazby 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	3.52	3.56	3.63	3.74	3.98
3M	3.52	3.59	3.66	3.77	4.00
6M	3.53	3.63	3.69	3.79	4.03
9M	3.57	3.65	3.72	3.82	4.06
1Y	3.60	3.68	3.75	3.84	4.09
2Y	3.77	3.83	3.87	3.97	4.21
3Y	3.88	3.93	3.96	4.08	4.28

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 07. 2025

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise státních dluhopisů v příštím roce vzroste

Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 240 mld. CZK a v příštím roce se zvýší na 280 mld. CZK. Letos v kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů nacházet v horní polovině intervalu indikovaným Ministerstvem 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 16. 7. vydalo na primárním trhu dluhopisy již za 204,0 mld. CZK a zároveň na sekundárním trhu v objemu 10,4 mld. CZK. MF taktéž pro letošek připouští vydání eurového dluhopisu (objem odhadujeme na 1 mld. EUR), přičemž pro krytí cizoměnové potřeby financování tradičně preferuje využití emise na domácím trhu. Cizoměnová emise byla v dosavadním průběhu letoška realizována zatím pouze na sekundárním trhu v objemu 250 mil. EUR. Celkově tedy neočekáváme, že by mělo ve druhém pololetí dojít ke zmírnění emisní aktivity.

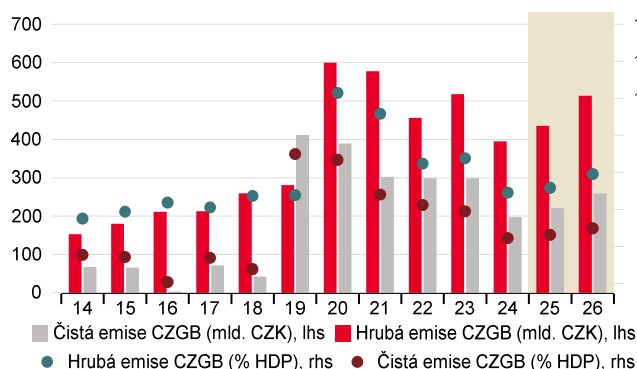
V roce 2026 se hrubá i čistá emise výrazně navýší. V případě hrubé emise by se na tom měly podílet mimo jiné vyšší splátky maturujícího dluhu (+40,8 mld. CZK) i hlubší hotovostní deficit státního rozpočtu (+40 mld. CZK). Vzhledem k předchozí konsolidaci veřejných financí však i tak bude čistá i hrubá emise nižší než v roce 2023.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2025		2026	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	241,0	240,0	225,0	280,0
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	255,0
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	70,0
Splátky pokladničních poukázek		81,3		60,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0		10,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	3,2	3,2	26,5	26,5
Potřeba financování celkem	567,5	566,5	544,7	649,7
Nástroje peněžního trhu		70,0		70,0
Pokladniční poukázky		60,0		60,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		10,0		10,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		435,2		513,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		25,0		25,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		1,3		1,1
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		649,7
Hrubá výpůjční potřeba		551,5		629,7
Čistá emise CZGB		221,0		258,6

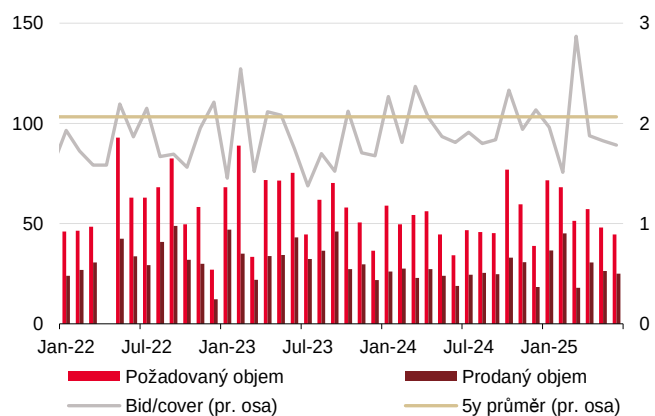
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,45	3,25	3,20	3,25
Výnos 5Y CZGB (%)	3,75	3,60	3,60	3,65
Výnos 10Y CZGB (%)	4,20	4,10	4,10	4,15
10Y CZGB ASW (bb)	40	35	35	35

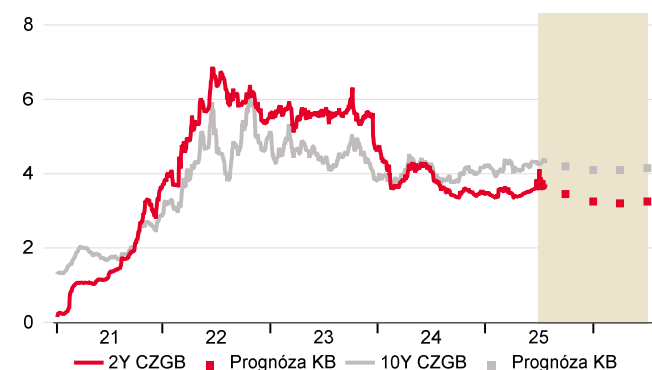
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ochlazení ekonomiky by dluhopisům mohlo prospět

Výnosy státních dluhopisů za nedávným nárůstem IRS zaostávaly, došlo tak ke zúžení ASW spreadů, a tedy k jejich relativnímu zdražení. To patrně odráželo určité zmírnění averze k riziku, a tudíž k aktivům rozvíjejících se trhů. Vzhledem k absenci další konsolidace tuzemských veřejných financí (více v kapitole *Fiskální politika*) a navýšení emisní aktivity nepředpokládáme, že by se měly rozpětí mezi výnosy dluhopisů a IRS dále uzavírat.

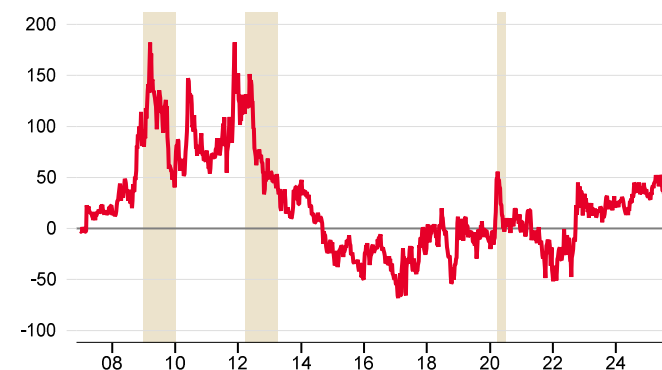
Dalšímu rozšiřování však podle našeho odhadu bude naopak bránit blížící se zpomalení ekonomické aktivity. Stejně jako v případě tržních úrokových sazeb celkově očekáváme, že by měly výnosy dluhopisů mít tendenci dále klesat na kratším konci výnosové křivky, zatímco ty delší by se měly zhruba stabilizovat.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)

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

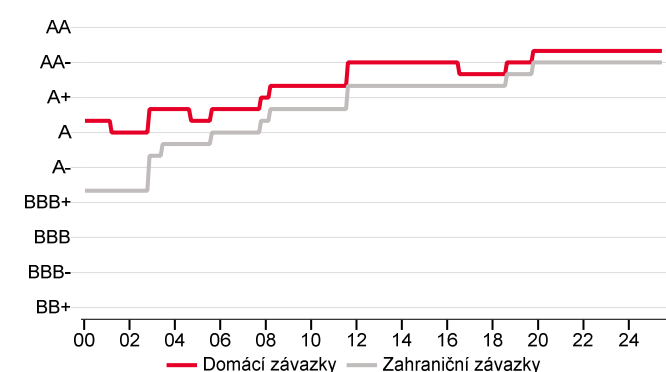
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nadále stabilní. K poslední změně došlo února 2024, kdy agentura Fitch, podobně jako v listopadu 2023 Moody's, zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Nadále platí, že ČR má nejlepší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

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

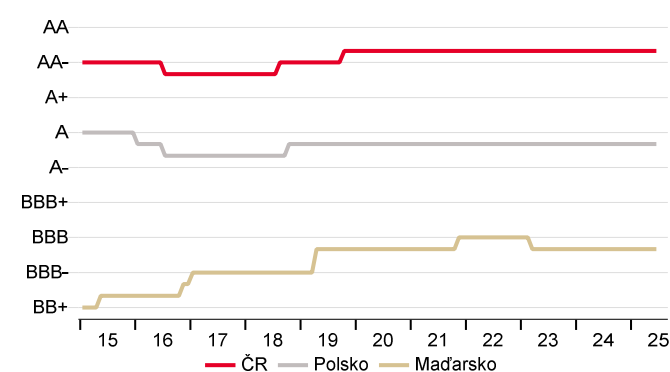
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



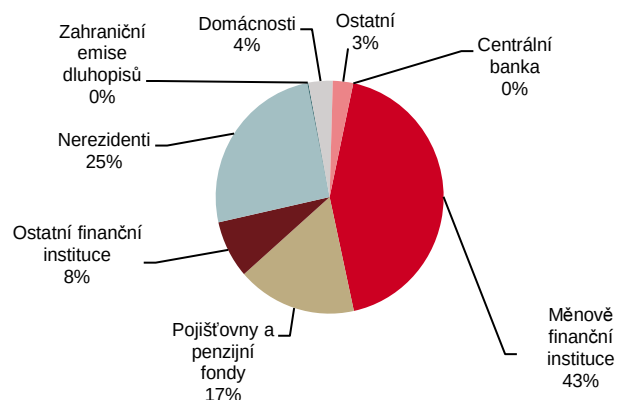
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview								Rich-cheap analysis													
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank		
6.00 Feb-26	0.6	0.0	71%	3.33	-2	6	1.97	-21	-2	7	-35		-12	0.7	2	7.7	24	-16.0	24		
1.00 Jun-26	0.9	0.0	100%	3.50	3	3	2.11	-6	0	1	-32		-3	1.0	1	-6.1	2	-1.8	23		
0.25 Feb-27	1.5	0.0	107%	3.57	3	5	2.18	-3	0	3	-15		12	-0.4	3	-6.3	1	2.3	22		
2.50 Aug-28	2.9	0.0	94%	3.69	5	8	2.38	0	2	0	-7		19	-1.0	8	-2.1	5	3.7	17		
5.50 Dec-28	3.0	5.1	87%	3.65	2	6	2.39	-3	-2	-3	-10		22	-1.1	10	5.2	23	3.2	20		
5.75 Mar-29	3.2	0.0	100%	3.70	1	10	2.47	0	-2	0	-5		27	-0.8	5	2.8	20	3.6	18		
2.75 Jul-29	3.7	0.0	100%	3.75	2	7	2.51	2	-3	1	-2		31	-1.2	12	1.2	17	3.8	16		
0.05 Nov-29	4.2	0.0	61%	3.81	1	9	2.55	2	-2	-2	1		29	-1.7	20	-1.1	8	4.0	14		
0.95 May-30	4.5	0.0	100%	3.85	2	9	2.61	4	-2	-2	2		32	-1.8	21	-0.3	12	4.1	13		
5.00 Sep-30	4.3	0.0	100%	3.89	3	11	2.70	11	0	1	5		39	-0.9	6	0.2	14	4.3	8		
1.20 Mar-31	5.2	0.0	100%	3.95	4	10	2.70	8	-1	-1	4		37	-1.6	17	-0.8	10	4.3	11		
6.20 Jun-31	4.9	0.0	100%	3.92	3	9	2.77	13	-2	-3	5		43	-0.8	4	4.3	22	4.3	12		
1.75 Jun-32	6.3	0.0	100%	4.05	3	10	2.82	10	-1	-2	9		39	-1.7	19	2.0	19	4.3	10		
4.50 Nov-32	5.9	5.2	100%	4.12	2	11	2.96	22	-2	-1	14		45	-1.1	11	-2.0	6	4.7	1		
3.00 Mar-33	6.5	15.8	59%	4.18	3	11	2.98	22	-3	-2	19		44	-1.4	16	-4.8	3	4.7	2		
2.00 Oct-33	7.1	0.0	100%	4.21	2	9	2.98	19	-2	-2	17		42	-2.0	22	-1.7	7	4.5	5		
4.90 Apr-34	6.9	0.0	100%	4.24	1	9	3.10	28	-2	-2	23		48	-1.2	13	0.2	15	4.6	4		
4.25 Oct-34	7.4	21.7	22%	4.32	2	7	3.17	31	-3	-4	25		48	-1.0	9	-2.9	4	4.6	3		
3.50 May-35	8.0	4.4	101%	4.31	1	9	3.14	26	-1	-2	22		48	-1.7	18	3.2	21	4.3	9		
3.60 Jun-36	8.7	10.1	43%	4.43	4	16	3.27	34	0	3	27		49	-0.9	7	-0.9	9	4.4	7		
4.20 Dec-36	8.6	0.0	100%	4.44	3	8	3.32	36	0	-3	30		54	-1.4	15	1.7	18	4.4	6		
1.95 Jul-37	10.1	3.1	60%	4.51	1	6	3.27	28	1	-3	29		50	-2.6	24	0.0	13	4.0	15		
1.50 Apr-40	12.3	0.0	60%	4.66	1	11	3.41	32	1	0	30		50	-2.5	23	0.7	16	3.3	19		
4.00 Apr-44	12.4	2.2	10%	4.77	1	6	3.67	53	1	-4	46		70	-1.2	14	-0.3	11	2.3	21		

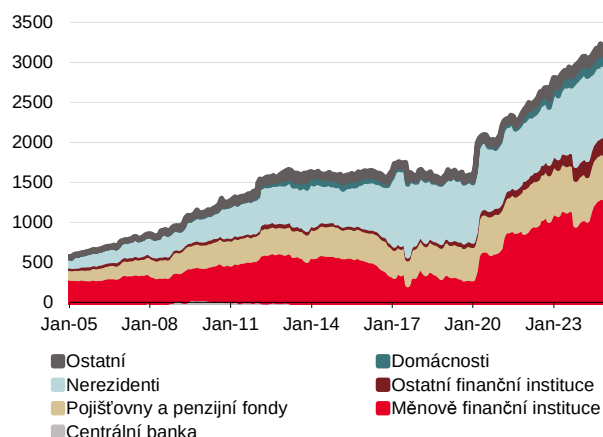
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (květen 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

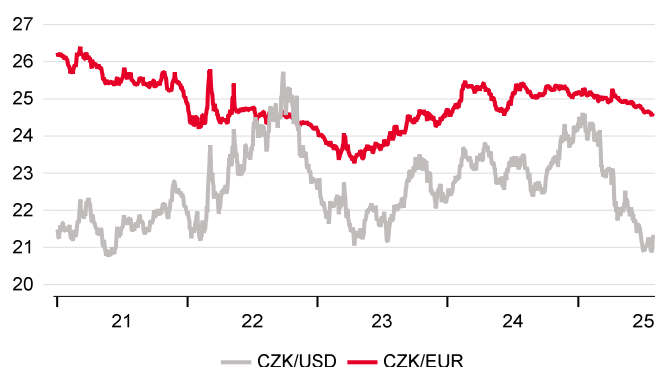
Snížení sazeb otestuje sílu koruny

Do podzimu pravděpodobně vzhledem k nedostatku dezinflačních dat přetrvá jestřábí postoj ČNB, který byl jedním z klíčových faktorů nedávného posílení koruny k euru na více než roční maximum. Postupně se ale podle nás budou v ekonomické aktivitě i cenových tlacích odrážet negativní dopad cel a utažené měnové podmínky. S tím konzistentní další snížení úrokových sazeb ČNB během podzimu by podle nás mohlo vyústit v kompenzaci části nedávných zisků koruny proti společné evropské měně.

Apreciace koruny k euru odráží rozevření úrokového diferenciálu

Koruna s podporou jestřábí ČNB posílila v páru s eurem na více než roční maxima. Rozšíření úrokového diferenciálu korunových a eurových tržních úrokových sazeb (IRS) s kratší splatností odráželo především přehodnocení očekávaných kroků ze strany ČNB, která stále neustupuje ze své jestřábí rétoriky. Na svém červnovém zasedání centrální banka dokonce změnila bilanci rizik z „mírně proinflační“ na „proinflační“. Zatímco ještě začátkem června tak instrumenty korunového peněžního trhu počítaly s tím, že ČNB sníží ještě letos repo sazbu na 3 %, nyní již pro zbytek roku zaceňují stabilitu klíčové sazby na současných 3,50 %. Terminální sazbu v současném cyklu pak aktuálně finanční trhy vidí v rozmezí 3,25-3,50 %. Obecně měnám rozvíjejících se trhů pomáhá i redukce dlouhých dolarových pozic.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



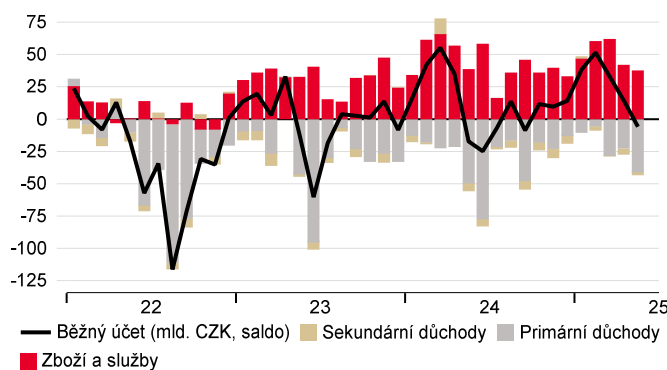
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Snížení sazeb ČNB by na podzim mohlo obnovit depreciační tlaky. Inflace podle našeho odhadu v červnu na 2,9 % y/y dosáhla svého vrcholu. Ve zbytku roku by ji měla kombinace efektu vysoké srovnávací základny druhé poloviny loňského roku, zpomalování ekonomiky v důsledku negativních dopadů cel a restriktivního působení měnových podmínek stlačovat směrem dolů. Přivření úrokového diferenciálu vlivem dalšího snížení sazeb ČNB by mohlo dostat korunu opět pod tlak. Ve stejném směru by měly působit i přeshraniční toky, když se ve zbytku roku pravděpodobně bude snižovat saldo tuzemského zahraničního obchodu, který byl podpořen i dočasným efektem předzásobením v USA. Mírné nadhodnocení koruny proti euru indikuje rovněž model rovnovážného kurzu.

Částečně by negativní faktory mohly kompenzovat vysoké devizové rezervy ČNB, kladný růstový diferenciál české ekonomiky vůči eurozóně a globálně slábnoucí dolar. Objem odprodeje výnosů z devizových rezerv ČNB od září 2023 dosahuje do 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci letošního června činil 137,5 mld. EUR. V poměru k velikosti ekonomiky devizové rezervy dosahují více než 40 % ročního nominálního HDP a jsou z tohoto pohledu stále jedny z největších na světě. Dynamika české ekonomiky

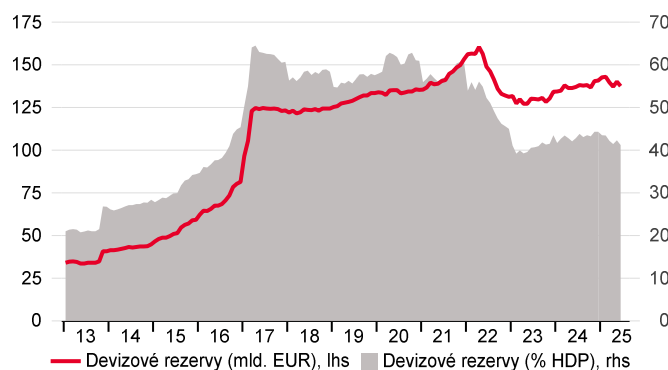
podle Bloomberg konsenzu překoná eurozónu na celoroční bázi o zhruba 1 pb v letošním i příštím roce. Z pohledu globálních devizových trhů by měnám rozvíjejících se trhů mělo hrát do karet rovněž pokračující oslabování amerického dolaru, v ročním horizontu k 1,20 USD/EUR.

Běžný účet platební bilance



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

Devizové rezervy ČNB

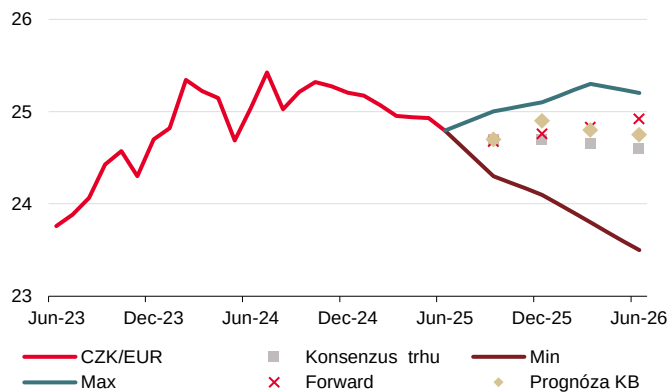


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali k mírně silnějším úrovním. Přispěla k tomu vyšší odolnost tuzemské ekonomiky a předpokládaný pozdější pokles sazeb ČNB.

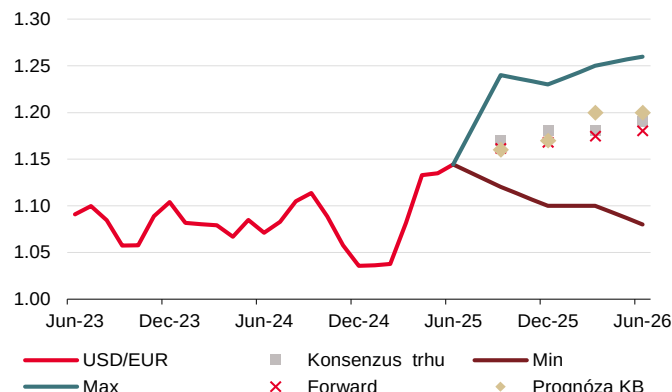
Celkově očekáváme, že koruna ve zbytku roku částečně zkoriguje svoje nedávné zhodnocení. Postupné zotavování evropských ekonomik a ústup rizikové averze by následně měly obnovit posilování koruny k euru až v příštím roce. To ale bude i s ohledem na nižší tempo růstu potenciálu tuzemské ekonomiky ve srovnání s předpandemickým obdobím, pravděpodobně jen pozvolné.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 7. 2025)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 7. 2025)



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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f	Q2 26f
CZK/EUR	24,70	24,90	24,80	24,75
CZK/USD	21,30	21,25	20,70	20,60
USD/EUR	1,16	1,17	1,20	1,20

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

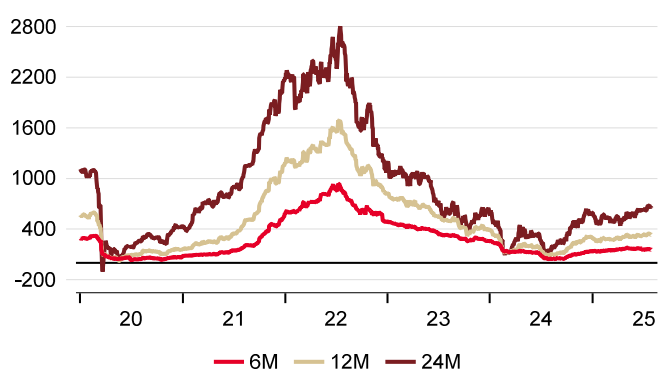
Další vývoj je stále spojen s výraznou nejistotou

Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná. Souvisí především s obecnou nejistotou ohledně konečné efektivní výše celních sazeb ve světovém obchodě a jejich dopadu 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.

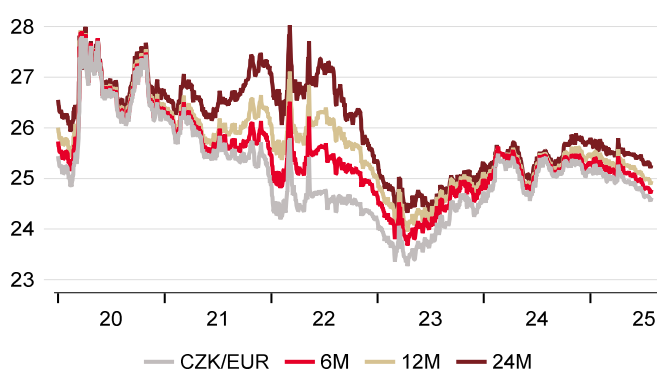
Trhy v nejbližších měsících neočekávají zásadní výkyvy kurzu koruny. Implikovaná volatilita stejně jako index volatility globálního devizového trhu se od svého dubnového vrcholu již normalizovaly. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí neměly podmínky pro zajištění s útlumem domácí ekonomické aktivity, návratem inflace k cíli a dalším uvolněním domácí měnové politiky, které vyústí v mírné oslabení spotového kurzu, v průběhu 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

Úvěrovému impulzu brání obchodní bariéry a nejistota

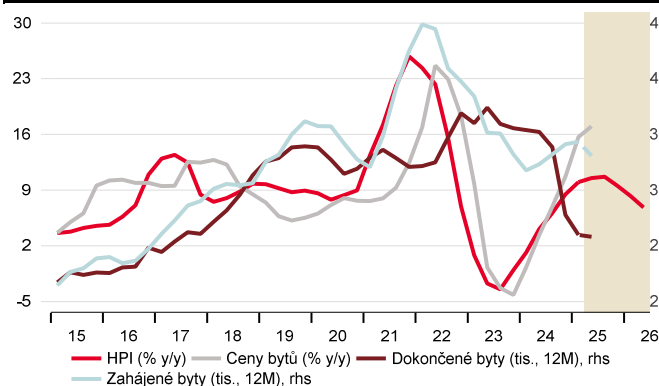
Nejistota a zpomalení domácí ekonomiky zchladí úvěrový impulz, který již od Q2 25 ekonomice příliš růstové energie nedodává. Úvěrová aktivita bude i nadále primárně těžit z retailového segmentu. Hypoteční a nemovitostní trh se pomalu dostávají do bodu přehřívání, jejich expanze by měla se zpožděním reagovat na ekonomickou situaci a postupně slábnout. Růst cen nemovitostí krátkodobě zřejmě zpomalí, zůstane ale na vysokých hodnotách snižujících cenovou dostupnost bydlení. Přetrvávající nejistota a zhoršený ekonomický výhled ztlumí podnikatelský úvěrový apetit. Navzdory uvolněnějším finančním podmínkám budou firemní investiční rozhodnutí odložena. Růst vkladů podpoří nejistota a přispěje k prohloubení převisu vkladů nad úvěry. Ochlazení ekonomiky se zřejmě podepíše na nárůstu kreditního rizika na bankovních portfoliích poté, co vloni klesalo. I přes mírné zhoršení ale nepředpokládáme výrazný nárůst rizika a úvěrových ztrát. Situace podle nás zůstává fundamentálně stabilní a nespátřujeme zásadní akumulaci kreditních rizik.

I přes slabou ekonomiku očekáváme, že hypoteční i nemovitostní trhy setrvají v silné expanzi. Přesto by ale s ohledem na zhoršující se ekonomickou situaci měly ztrácet růstovou dynamiku.

Nemovitostní a hypoteční trh se dostávají do fáze přehřívání

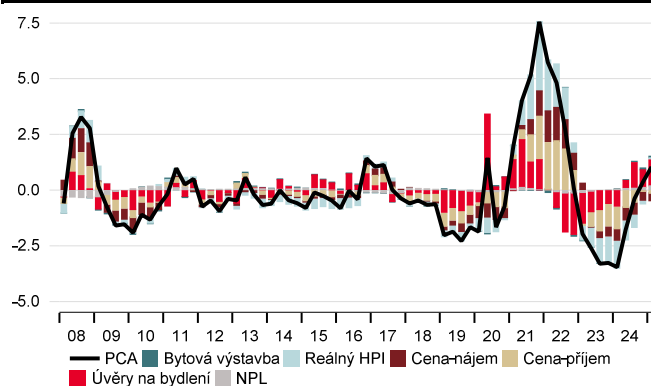
Expanze realitního trhu bude postupně zpomalovat, cenový růst ale zůstane obecně silný. Rychlý růst cen nemovitostí, který na začátku roku dosáhl 10 % y/y, dále zhoršuje cenovou dostupnost bydlení a zvyšuje jádrové cenové tlaky. Mezičtvrtletní růst indexu cen obytných nemovitostí (HPI) v Q1 25 sice zpomalil na 2,6 % z 3 % v Q4 24, zůstává ale vysoký. Od Q2 24 se drží na úrovni 2 % a výše. Nad ní zůstane i po většinu letošního roku, postupně ale zeslábně. Finanční cyklus na ten ekonomický reaguje se zpožděním. Ochlazení domácí ekonomiky, zpomalení mzdového růstu a zhoršení na trhu práce citelněji zpomalí růst cen nemovitostí v příštím roce. Meziroční dynamika bude podle nás vrcholit v Q3 25, v závěru roku pak klesne pod 10 %. Cenové indikátory, zejména v případě bytů, vykazují od začátku roku dynamičtější růst. Nabídkové ceny bytů byly v Q2 25 vyšší o 17 %, transakční ceny pražských prvoprodejů dle dat *Flat Zone* v Q2 zase o 13,2 % y/y (vs 13,9 % v Q1). Po loňském zvýšení cen nemovitostí v průměru o 5 %, pro letošek odhadujeme 10,2 %. I v příštím roce růst zřejmě překoná zvyšování mezd. Cenová dostupnost bydlení se tak bude dále mírně zhoršovat, a to i vlivem strukturálního nesouladu mezi poptávkou a nabídkou na trhu. Přes silný růst HPI se impuls ke zrychlování jádrové inflace podle nás již vyčerpává. Nemovitostnímu trhu v krátkodobém i střednědobém horizontu se věnuje *Box 1*.

Růst cen nemovitostí se zřejmě blíží vrcholu



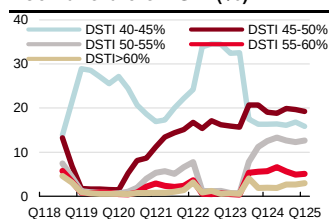
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (ke květnu 2025) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q2 25. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Realitní trh podporuje realizace dříve odložené poptávky



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 (%)

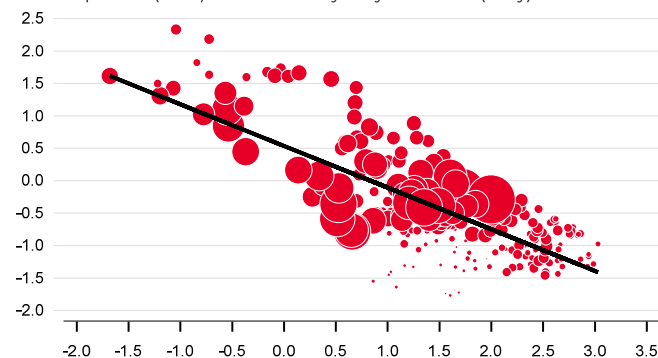


Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hypoteční trh zůstane hlavním motorem úvěrové aktivity. V úhrnu ke květnu je letošní objem (čistých) nových úvěrů na bydlení (133 mld. CZK) o 65 % vyšší ve srovnání se stejným obdobím vloni. Letos dosáhne úrovně kolem 300 mld. CZK (+25 % y/y) a zřejmě tak překoná naše původní očekávání nárůstu o 15-20 %. Předpokládáme, že trh poroste o 6,5 %.² I přes silnou expanzi hypotečního a nemovitostního trhu ČNB zatím nepřistoupila k zavedení limitů DSTI a DTI. Nad obavami kolem nadhodnocení nemovitostí a jejich proinflačního impulsu zřejmě stále převažují z hlediska finanční stability nadále příznivé kreditní ukazatele.

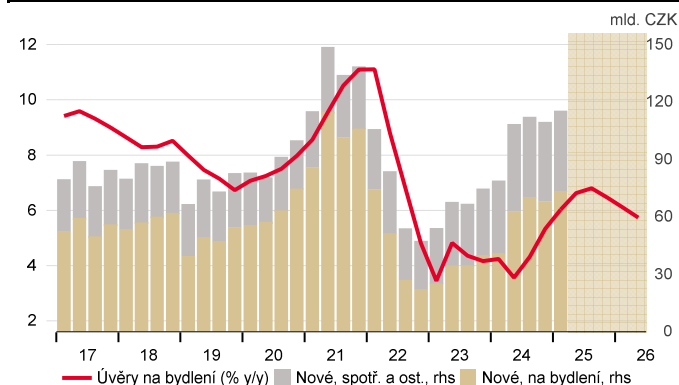
Vztah mezi kreditní přírůstkou a inverzí křivky CZK IRS (pb)

Kreditní přírůstek (osa x) vs rozdíl mezi 2y a 10y sazbou IRS (osa y)



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

Růst stavu úvěrů dohání růst nových úvěrů



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

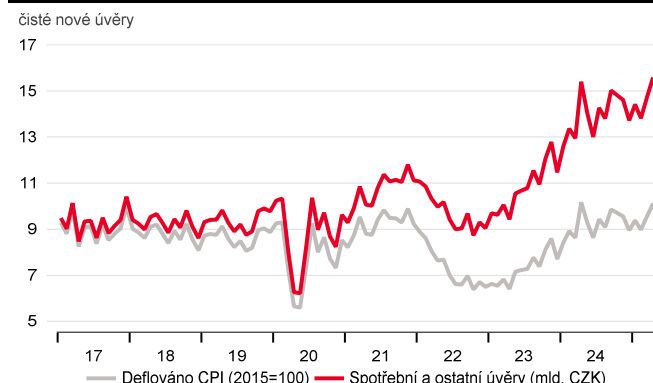
Prostor pro pokles hypotečních sazeb se vyčerpává. V průběhu Q2 25 hypoteční sazba klesla pod 4,7 %. Prostor pro pokles pod 4,5 % stále vidíme, nicméně vzhledem ke tvaru výnosové křivky a vyšším úrovním tržních sazeb, respektive sníženým kreditním přírůstkům je potenciál pro výraznější redukci omezený. Úrokové sazby na delších fixacích zůstávají nevýhodné, většina hypoteční aktivity se tak posunula ke zhruba 3letým fixacím, což zvyšuje efektivitu měnové politiky. Nicméně s ohledem na tenčící se rozdíl mezi úrokovými sazbami na nových a stávajících úvěrech a nižšímu objemu refinancování – tj. nedochází k tak výraznému zvýšení splátek vlivem vyšších sazeb oproti dřívějším nízkým hodnotám – je doznívající efekt utažené měnové politiky na domácnosti letos omezený.

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



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

Růst spotřebního financování zpomaluje



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

² Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období a značí meziroční růst.

Spotřebitelské financování zůstává solidní, ale jeho zlepšování ztrácí dech. Dále ho omezí zhoršený trh práce, nižší růst mezd a zpomalení útrat domácností.

Spotřebitelské financování zůstává solidní, výrazněji ale již zřejmě neposílí

Růst spotřebního financování postupně ztrácí dech a v dalších čtvrtletích ho omezí zpomalující spotřeba domácností a mzdový růst. Kreditní impulz domácností sice zůstává výrazně pozitivní, převážně díky hypotečnímu segmentu, a nadále značí odolnost spotřeby domácností, výraznější posílení spotřebního financování ale dále již nečekáme. Zatímco hypoteční segment zůstane silný, ochlazování trhu práce a omezení útrat domácností by se mělo primárně dotknout spotřebitelských úvěrů, jejichž růst v reálném vyjádření již citelně zpomalil. Odhadujeme, že růst spotřebního financování letos dosáhne 8 % a v příštím roce 6,8 %. Růst bankovních úvěrů bude celkově i nadále těžit hlavně z retailového segmentu. A to především z toho hypotečního, kdežto ostatní segmenty budou pravděpodobně více a rychleji ovlivněny ochlazením domácí ekonomiky.

Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Bankovní úvěry														
Celkem	5,3	4,9	6,1	6,6	5,9	5,9	5,1	5,4	6,1	5,9	5,6	6,4	6,1	5,4
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	5,3	6,0	6,6	6,8	6,5	6,1	5,7	5,7	4,4	6,5	5,8	5,6	5,9	5,1
Spotřebitelské úvěry domácnostem	9,6	9,2	8,7	8,2	8,0	7,2	7,0	6,7	8,7	8,5	6,9	6,9	6,8	6,1
Úvěry nefinančním podnikům	5,2	4,1	5,8	6,2	5,4	5,5	4,4	5,1	7,5	5,4	5,2	7,6	6,5	5,7
Bankovní vklady														
Celkem	7,8	4,1	5,2	5,3	5,4	7,8	7,9	6,7	7,4	5,0	6,9	5,5	4,8	4,7
Obyvatelstvo	7,1	5,8	5,4	5,6	5,9	6,4	6,2	5,9	8,0	5,7	6,0	5,1	5,0	4,7
Nefinanční podniky	8,7	2,0	3,4	6,0	4,2	8,4	8,3	5,8	5,4	3,9	6,9	4,4	4,0	4,4
Ostatní	8,2	2,9	6,0	4,5	5,4	9,7	10,5	8,7	8,0	4,7	8,5	6,9	5,1	4,8
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,0	56,9	57,2	57,7	57,7	58,1	58,4	59,2	57,0	57,4	58,7	59,9	60,6	61,2
Podíl vkladů na HDP	89,6	91,8	92,5	93,4	90,4	95,4	96,9	97,0	92,1	92,0	95,4	96,4	96,4	96,6
Podíl úvěrů na vkladech	63,5	62,0	61,8	61,8	63,9	60,9	60,2	61,0	61,9	62,4	61,6	62,1	62,9	63,4
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,7	4,7	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,3	5,0	4,6	4,3	4,3	4,4	4,5
Spotřebitelské úvěry	8,6	8,2	8,2	8,0	8,0	8,1	8,3	8,5	8,8	8,1	8,4	8,7	8,9	9,2
Úvěry nefinančním podnikům	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	4,8	4,9	5,0	6,3	5,3	4,9	5,0	5,0	5,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	0,7	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7
Spotřebitelské úvěry	4,1	4,2	4,2	4,5	5,0	5,3	5,5	5,8	4,2	4,5	5,7	7,0	7,6	8,3
Úvěry nefinančním podnikům	2,5	2,6	2,5	2,4	2,4	2,6	2,8	3,0	2,5	2,5	2,9	3,6	4,3	5,0

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

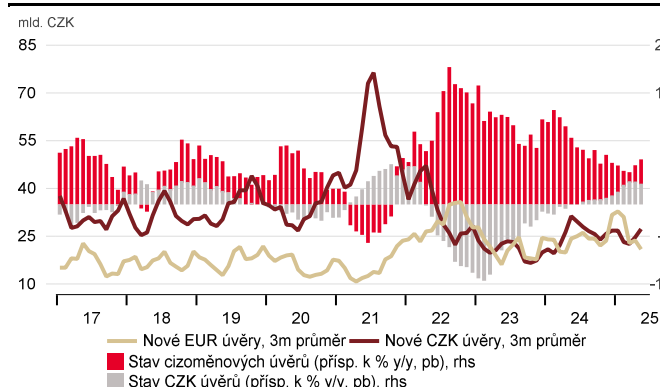
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Úvěrová poptávka sice mírně ožila, stále ale v poměru k HDP zůstává velmi utlumená. Zvýšená nejistota a ochlazení ekonomiky zamezí dalšímu posílení.

Investiční apetit zůstává slabý a obchodní bariéry zamezí jeho posílení

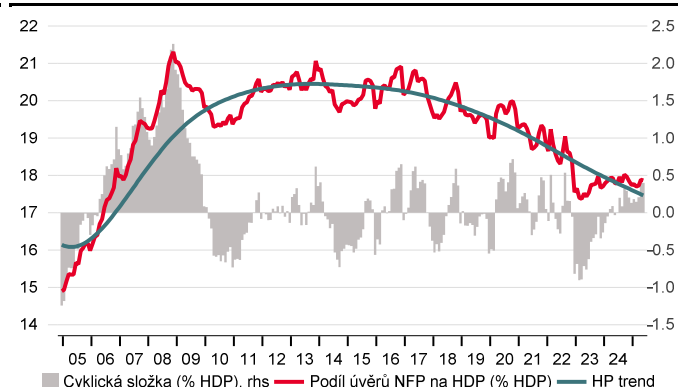
Cly zasažená ekonomika potlačí investiční rozhodnutí firem a opět tak ztlumí kreditní impulz a úvěrový apetit. Po loňském postupném zlepšování, kdy kreditní impulz nefinančních podniků (NFP) byl s pomocí nízké srovnávací základny pozitivní, jsou letošní objemy oproti loňsku nižší. V úhrnu ke květnu objem korunových a eurových úvěrů klesl shodně o zhruba 3,5 %. Po loňském mírném oživení se kreditní impulz NFP od letošního března pohybuje v negativním teritoriu a nedodává tak domácí ekonomice příliš energie. Objem úvěrování NFP od loňska sice vykazoval mírně rostoucí trend s převahou eurových úvěrů, ten se letos ale nepotvrdil. Přetrvávající nejistota a ochlazení domácí ekonomiky to nezvrátí. V poměru k HDP je objem (čistých) nových úvěrů i přes mírné zvýšení velmi nízko a oproti průměru z let 2014-19 je o zhruba 50-60 % nižší. Vliv na to může mít rostoucí role alternativních zdrojů a dluhopisového financování. Poměr bankovních úvěrů NFP k HDP víceméně stagnuje od H1 23. Určitou roli v tom hraje měnová restrikce. Nicméně dle *Šetření úvěrových podmínek bank* (ČNB, Q2 25) samotná úroveň úrokových sazeb již není tolik omezujícím faktorem pro úvěrování NFP.

Úvěrová aktivita NFP zůstává slabá i v nominálním vyjádření



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

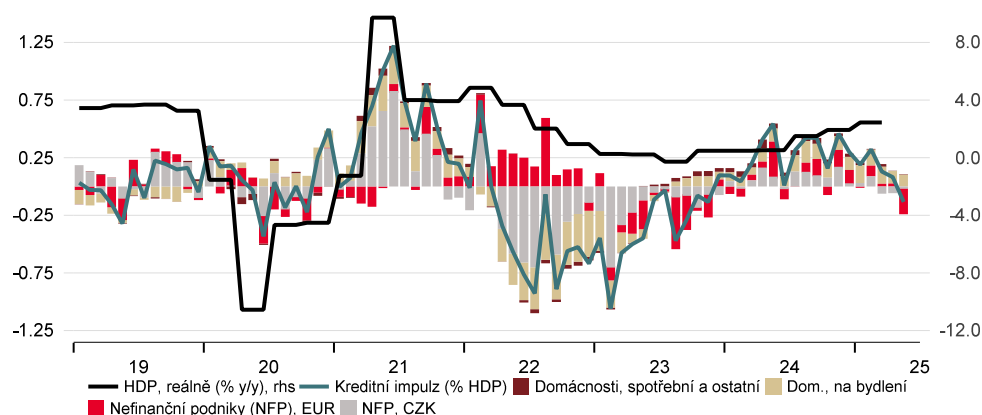
Podíl bankovních úvěrů NFP na HDP dlouhodobě klesal



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

Vývoj napříč sektory ale může být různorodý. Zpomalení domácí ekonomiky vlivem cel se podepíše v nižší poptávce po financování hlavně z exportně orientovaného průmyslu. Z uvolněnějších finančních podmínek ale zase mohou více těžit sektory s větší orientací na domácí poptávku, jako je rezidenční výstavba. S ohledem na náš výhled pro zpomalení domácí ekonomiky a s tím spojenou nejistotu odhadujeme, že růst úvěrů NFP letos dosáhne 5,4 % a v příštím roce mírně zrychlí na 5,9 %.

Kreditní impulz se dostává do negativního teritoria a ekonomiku tak příliš nepodporuje



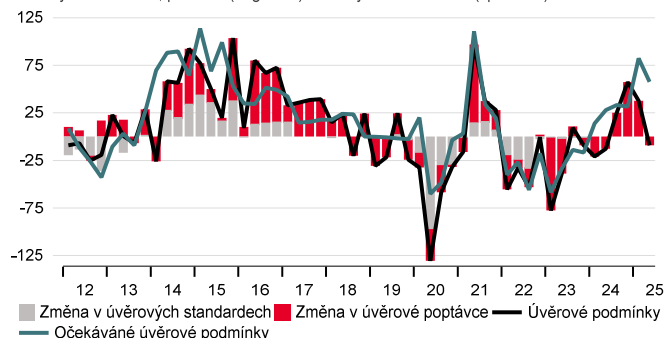
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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 (ke květnu 2025) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q1 25).

Finanční podmínky se sice od začátku Q2 25 vlivem nárůstu tržních IRS a jestřábí ČNB utáhly, banky ale do budoucna očekávají uvolnění úvěrových standardů. K utažení přispěla i silnější koruna. Atraktivita EUR financování ale setrvává, současný 3M PRIBOR-EURIBOR rozdíl se zřejmě ještě zúží, prostor k výraznějšímu zlevnění eurových úvěrů ale již víceméně vyprchal.

Úvěrové podmínky ukazují očekávaný nárůst poptávky

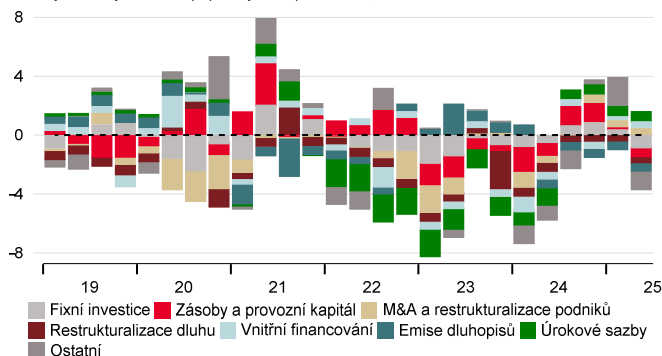
Úvěrové podmínky jsou rozdílem mezi (čistým) nárůstem poptávky a (čistým) zpřísněním úvěrových standardů, pozitivní (negativní) hodnoty značí uvolnění (zpřísnění)



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q2 25), úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vychází z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank

Faktory ovlivňující změnu poptávky NFP po úvěrech, standardizováno



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

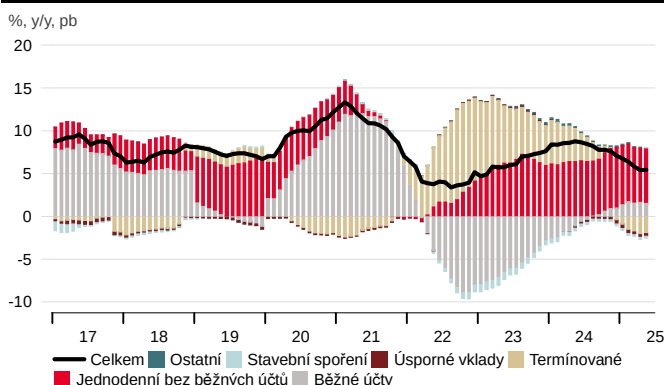
Růst vkladů posílí opatrnostní úspory.

Expanze vkladů zůstane relativně solidní vlivem zvýšených obav

Vklady porostou relativně solidním tempem navzdory nižším úrokovým sazbám.

Negativní vliv nižší úvěrové aktivity mohou kompenzovat opatrnostní úspory a omezení útrat, které podpoří růst depozit domácností. Převís vkladů nad úvěry by se tak od H2 25 mohl dále prohlubovat. Odklad investic a větší likvidita firem a vládních institucí budou zřejmě udržovat jejich vkladové bilance zvýšené, nicméně vlivem nižších úrokových sazeb může docházet k většímu odlivu prostředků z bankovního sektoru. V případě domácností neočekáváme výrazný odliv, ale přesun z úročených na neúročená depozita bude i nadále pomalý. Celkově by se báze financování bank měla dále rozšiřovat solidním tempem, růst úvěrové strany bude ale omezený. To by mohlo tlačit na vyšší absorpci dluhopisů. Vysoká likvidita v bankovním sektoru bude tlačit na pokles depozitních sazeb. Růst vkladů podle nás letos v průměru dosáhne 5,0 %, výhled je ale spojen se značnou nejistotou s ohledem na vysokou fluktuaci firemních depozit.

Růst vkladů domácností zpomaluje, obavy ho ale mohou posílit



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

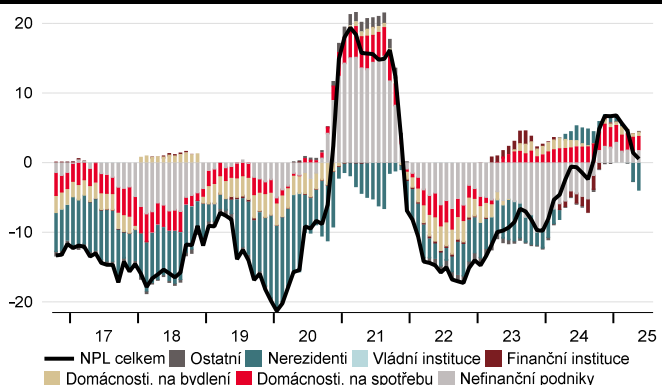
Sektorově specifická rizika mohou narůstat s ohledem na negativní dopad cel. Kreditní rizika by ale celkově měla zůstat relativně umírněná.

Negativní dopad cel zvýší kreditní rizika jen v omezené míře

Navzdory expandující fázi finančního cyklu zůstává míra rizik na bankovních portfolích relativně nízká.

Vývoj míry selhání, resp. podílu nesplacených úvěrů (NPL) zůstává velmi stabilní. Ochlazení domácí ekonomiky sice může vést k mírnému nárůstu, celkově by ale nemělo docházet k výraznému zvýšení úvěrových rizik. Dle posledního šetření úvěrových podmínek bank ČNB (Q2 25) více bank očekává mírný pokles úvěrových ztrát u domácností, a naopak mírný nárůst u podniků. Situace z pohledu kreditního rizika zůstává

Zvyšování objemu úvěrů v selhání výrazně zpomalilo (% y/y)



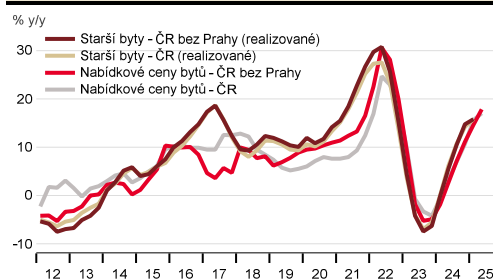
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

velice dobrá a ke konci loňského roku docházelo i k poklesu úvěrů ve *Stupni 2* (zvýšené úvěrové riziko oproti počátečnímu stavu). Ochlazení ekonomiky vlivem cel může přispět k nárůstu rizika, obecně by situace ale měla zůstat dobrá. Pod drobnohled regulátora se ale mohou dostat sektorově specifická rizika v závislosti na napojení na mezinárodní obchod.

Box 1: Jak moc mají ceny nemovitostí dominovat měnověpolitickou debatu?

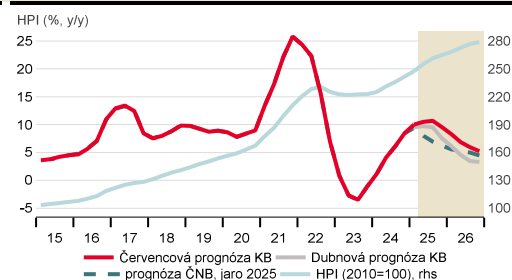
Rezidenční nemovitostní trh je důležitou veličinou v rozhodování českých domácností. Půjčky na bydlení tvoří více jak dvě pětiny všech bankovních úvěrů a zhruba 77 % celkových úvěrů domácnostem. Samotné nemovitosti navíc představují nemalou část bohatství, respektive čistého jmění domácností. Expanze a kontrakce realitního trhu tak mohou do značné míry ovlivňovat jejich spotřební chování. Podíl vlastnického bydlení je v kontextu EU nadprůměrný – téměř 75 % domácností žije ve vlastním bydlení (2024) – nemovitosti jsou zároveň také oblíbeným tuzemským investičním aktivem. Silnou poptávku po vlastním bydlení tak doplňuje i ta investiční. Rychlý růst cen nemovitostí současně nejen dále zhoršuje cenovou dostupnost bydlení, ale také přispívá k setrvání inflačních tlaků a je tak často terčem centrálních bankéřů. V tomto *Boxu* rozebíráme vývoj na nemovitostním trhu, jeho proinflační impuls a vývoj poptávky a nabídky na trhu.

Nabídkové a realizované ceny bytů



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

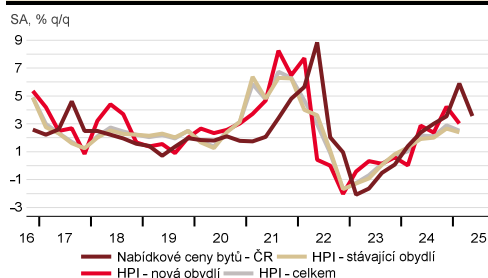
Prognóza růstu cen nemovitostí (% y/y)



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

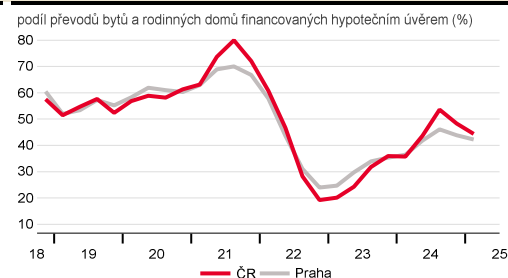
Silnou expanzi nemovitostního trhu dosvědčují prakticky všechny cenové indikátory, ty se ale ne zcela shodují na její míře. Index cen obytných nemovitostí (HPI) indikuje nárůst o 10 % y/y v Q1 25. To předčilo jak naše očekávání, tak i ČNB. Ceny bytů oproti ostatním nemovitostem rostou rychleji, jak ukazují realizované i nabídkové ceny. Ty nabídkové, které do určité míry předznamenávají budoucí vývoj, byly v Q2 25 meziročně vyšší o 17 %, jejich sezónně očištěná mezičtvrtletní dynamika ale zvolnila z téměř 6 % v Q1 25 na stále vysoká 3,6 %. Růst HPI v Q1 rovněž polevil na 2,6 % q/q z 3 % v Q4 24. Tempo zdražování nemovitostí ke konci roku pravděpodobně zmírní, růst ale zůstane obecně silný. V průměru by tak ceny nemovitostí podle nás letos přidaly dalších 10,2 % po loňských 5 %.

Cenové indikátory značí velmi dynamický růst



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

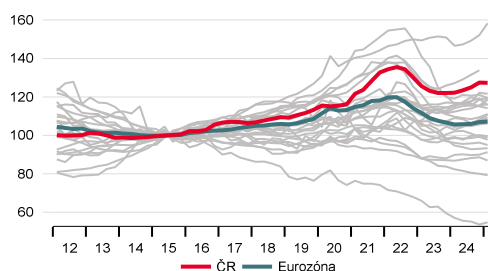
Vlastní prostředky hrají významnou roli



Zdroj: Zpráva o finanční stabilitě, jaro 2025 (ČNB), Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

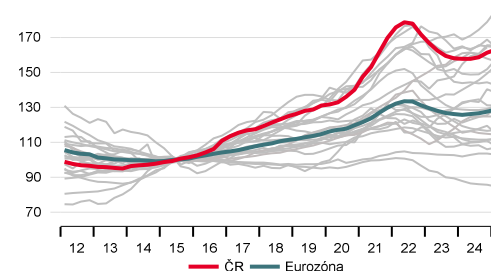
Krátkodobě tak čekáme, že se rychlý růst cen nemovitostí zčásti normalizuje. Cyklické faktory současně pohánějící poptávku po nemovitostech – nižší úrokové sazby, obnovená důvěra domácností, solidní růst mezd či vysoké úspory – budou slábnout. To bude reflektovat postupné nasycení odložené poptávky, ochlazení domácí ekonomiky, zpomalení mzdového růstu a s tím spojené zhoršení situace na trhu práce. Svižný cenový růst bude brzdit i nízká cenová dostupnost bydlení, která se opět zhoršuje. Přesto je ale více než polovina transakcí na nemovitostním trhu stále financována z vlastních prostředků. To může být i znakem investiční poptávky.

Poměr ceny nemovitosti k příjmu (2015=100)



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

Poměr ceny nemovitosti k nájmu (2015=100)

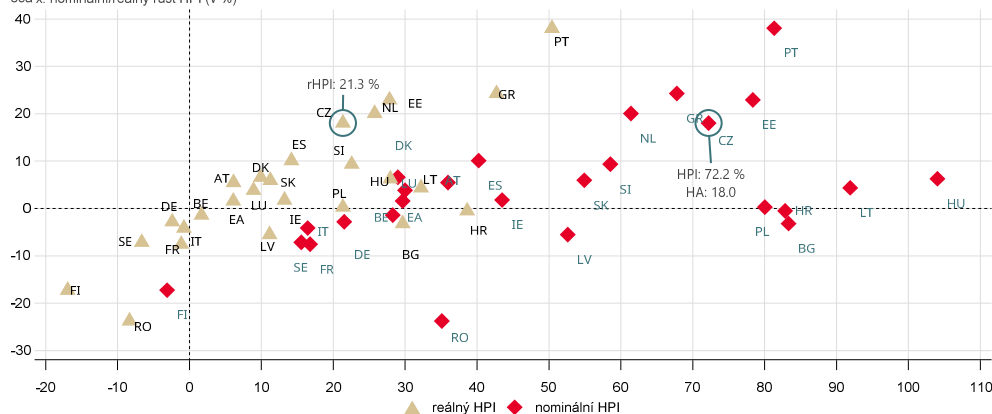


Zdroj: OECD, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ve střednědobém horizontu vidíme riziko výraznějšího snížení cenové dostupnosti vlastního bydlení vlivem pokračování rychlého růstu cen. A to zejména v prostředí stálého převisu poptávky nad omezenou nabídkou na realitním trhu a mimo jiné také relativní výhodností investičních nemovitostních aktiv. Růst by tak mohl opět konzistentně a viditelně předhánět mzdový růst i do budoucna a pohybovat se nad 4-5 %.

Růst cen nemovitostí a zhoršení cenové dostupnosti v ČR patří mezi nejvýraznější od roku 2019

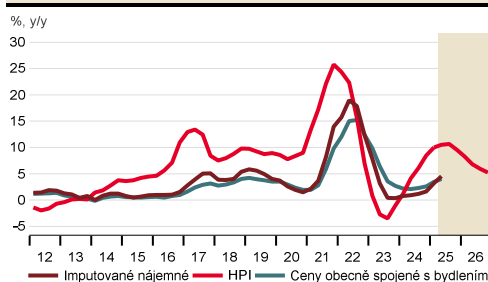
osa-y: poměr ceny ke příjmu (změna v b.)
osa-x: nominální/realný růst HPI (v %)



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

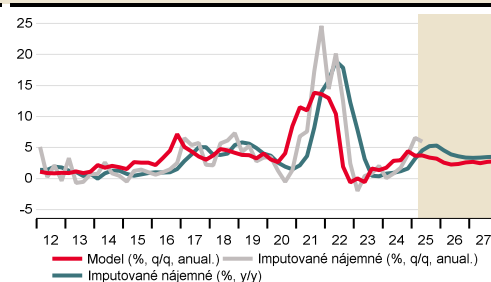
Střednědobý problém na nemovitostním trhu měnová politika příliš neovlivní. Tu ale trápí sílící růst cen spojených s bydlením, které přispívají ke zvýšené jádrové inflaci. Jejich proinflačnímu působení jsme se již věnovali na konci loňského roku ve speciálním [Boxu 3 v Ekonomických výhledech](#). Samotné ceny nemovitostí sice hrají zásadní roli, nejsou ale jedinou položkou imputovaného nájemného, které spolu s tržním nájemným tlačí jádrovou inflaci nahoru. I přes současný růst HPI převyšující 10 % je prostor pro výraznější zesílení jádrových cenových tlaků omezený. Vysoký růst cen nemovitostí může kompenzovat slabší dynamika ostatních položek imputovaného nájemného, které více odráží například stavební materiály či práce, jejichž růst nedosahuje takových hodnot jako ceny nemovitostí. Ty jsou navíc více odvislé od ekonomického cyklu, který podle nás bude zpomalovat. Imputované nájemné navíc zahrnuje pouze nové nemovitosti pro vlastní bydlení a vzhledem k nízké cenové dostupnosti bydlení a významnosti investiční poptávky může růst cen nemovitostí v tomto segmentu (pro vlastní užití) méně kopírovat vývoj HPI, který nerozlišuje na základě užití nemovitosti a navíc zahrnuje nové i stávající nemovitosti. Ostatní položky obecně související s bydlením ve spotřebitelském koši (mimo imputované a tržní nájemné) také nevykazují tak silné oživení růstové dynamiky jako v případě samotných nemovitostí.

Spotřebitelské ceny spojené s bydlením a HPI



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Ceny obecně spojené s bydlením kromě imputovaného a tržního nájemného zahrnují ostatní položky obecně spojené s bydlením.

Modelový odhad imputovaného nájemného

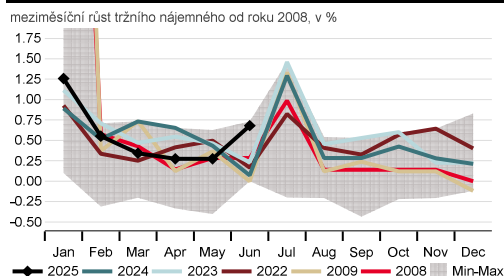


Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Vlastní výpočty. Sezónně očištěná data. Modelový výstup je založen na odhadech HPI, hypotečních úvěrů a PPI.

Nemovitosti často patří mezi výčet proinflačních rizik členů bankovní rady ČNB. Efektivita nastavení dvoutýdenní repo sazby je ovšem v tomto ohledu obecně omezená, byť ji mírně zvyšuje posun ke kratším fixacím hypoték. Zatímco signalizace ČNB ohledně omezeného prostoru pro uvolňování měnové politiky do jisté míry utahuje finanční podmínky na trhu, na druhou stranu to může představovat impuls pro domácnosti, které s koupí nemovitosti již nebudou tolik vyčkávat. Postupné zmírňování vysokého růstu cen nemovitostí dle našeho

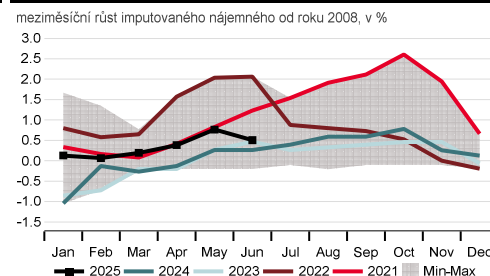
očekávání může ČNB částečně uklidnit. Vzhledem k nevyváženosti tuzemského nemovitostního trhu riziko pokračování silného růstu cen nemovitostí přetrvává, to ale ČNB plně adresovat nedokáže.

Skutečně placený nájem (% m/m)



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

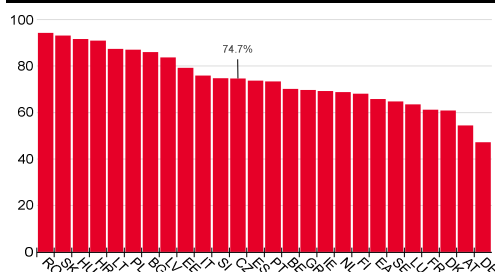
Imputované nájemné (% m/m)



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

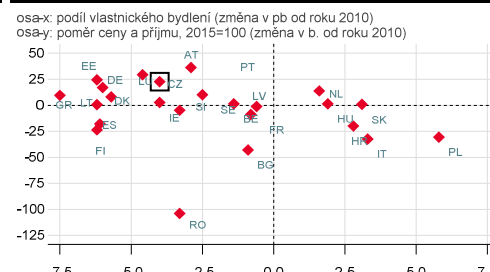
Hypoteční trh již nevykazuje příliš viditelné známky měnové restrikce, poptávka ale bude postupně narážet na sníženou cenovou dostupnost. Fundamentálně je prozatím tuzemská poptávka po vlastním bydlení silná. Podíl vlastnického bydlení je vůči ostatním evropským zemím nadprůměrný, ve srovnání se státy východní a střední Evropy je ale spíše nižší. Od roku 2020 navíc poklesl o více jak 4 pb na 74,7 % (2024). Snížená cenová dostupnost bude tímto směrem působit i nadále, podíl nájemního bydlení tak v souladu s vývojem ve více rozvinutých zemí dál poroste. Spolu s nižší výnosností nájmu (v poměru k vysokým pořizovacím cenám nemovitostí) to může tlačit na jejich růst.

Podíl vlastnického bydlení v EU (%)



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

Vlastnické bydlení a jeho dostupnost

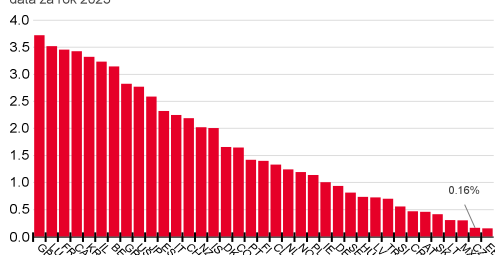


Zdroj: OECD, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory nižší výnosnosti nájmu je investiční poptávka relativně silná. Pravděpodobně tak sází na kapitálový výnos, což může reflektovat zvýšená inflační očekávání. **Investiční poptávku podporuje i výhodný daňový režim.** Výběr daně z majetku v poměru k HDP byl v ČR jeden z nejnižších ze zemí OECD dle dat z roku 2023. Loňské zvýšení daně z nemovitostí výběr sice vylepšuje, stále ale patří mezi nejnižší v mezinárodním srovnání.

Poměr příjmů z majetkových daní k HDP (%)

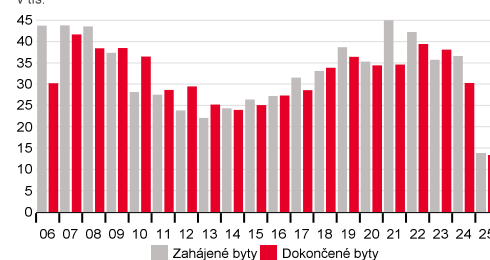
data za rok 2023



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

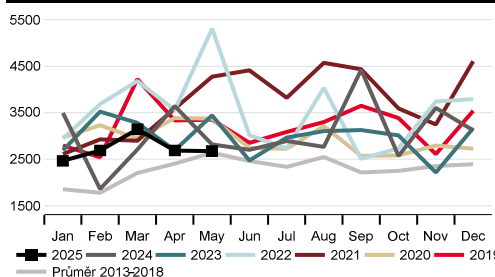
Zahájené a dokončené byty

v tis.

Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Data za rok 2025 jsou pouze v úhrnu ke květnu.

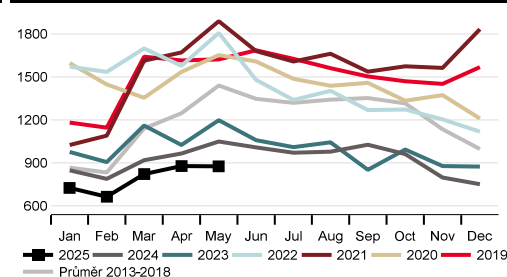
Druhou stranou mince je nedostatečná výstavba, která nestíhá pokrývat poptávku po bydlení ani obnovovat zastaralý bytový fond v ČR. Omezená výstavba z předchozích let tento problém pouze prohloubila a počty nových stavebních povolení na bytovou výstavbu stále neindikují výrazné oživení bytové výstavby, když zůstávají poblíž historických minim. Počet zahájených bytů v letošním roce indikuje zhruba 33 tis. nových bytů ročně, což by byla nejnižší hodnota od roku 2017. Výstavba zůstává limitována zdoluhavým procesem povolování staveb či rigidním územním plánováním.

Počet zahájených bytů



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

Počet stav. povolení na bytovou výstavbu



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

Krátkodobě se zpomalení domácí ekonomiky zřejmě podepíše na zmírnění silného růstu cen nemovitostí. Ceny bydlení, přestože se nyní významně podílí na zvýšené jádrové inflaci, mají omezený prostor k dalšímu stupňování inflačních tlaků. Ve střednědobém horizontu ale stále dominuje strukturální nevyváženost tuzemského trhu s bydlením, která ve výsledku může vést k pokračování zvýšeného tempa zdražování nemovitostí, které by opět překonávalo růst příjmů domácností a dále zhoršovalo cenovou dostupnost bydlení. Její nízká úroveň spolu s ostatními demografickými trendy postupně povede ke snižování podílu vlastnického bydlení. ČNB je sice schopná částečně ovlivnit měnovou politikou současný vysoký růst cen nemovitostí, nedokáže však adresovat klíčové strukturální problémy, které ho pohánějí.

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP	reálný, %	2,9	0,2	1,1	1,9	1,1	2,6	2,4	2,4
Inflace	průměr období, %	15,1	10,8	2,4	2,4	1,9	2,1	2,1	1,9
Běžný účet platební bilance	% HDP	-4,7	-0,1	1,8	0,5	0,3	0,5	0,6	0,7
3M PRIBOR	průměr, %	6,3	7,1	5,0	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2
CZK/EUR	průměr	24,6	24,0	25,1	24,9	24,8	24,6	24,5	24,2
CZK/USD	průměr	23,4	22,2	23,2	22,1	20,5	20,0	19,7	19,4

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		29-07-2025	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26
CZK/EUR	konec období	24,6	24,70	24,90	24,80	24,75	24,75
USD/EUR	konec období	1,16	1,16	1,17	1,20	1,20	1,21
CZK/USD	konec období	21,3	21,30	21,25	20,70	20,60	20,45
3M PRIBOR	konec období, %	3,49	3,45	3,20	3,20	3,20	3,20
10Y IRS	konec období, %	4,00	3,80	3,75	3,75	3,80	3,80

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		X-24	XI-24	XII-24	I-25	II-25	III-25	IV-25	V-25	VI-25
Inflace (CPI)	%, y/y	2,8	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7	1,8	2,4	2,9
Inflace (CPI)	%, m/m	0,3	0,1	-0,3	1,3	0,2	0,1	-0,1	0,5	0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	0,8	1,7	2,8	0,5	-0,1	-0,3	-1,3	-0,8	-0,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,1	0,4	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,8	-0,6	-0,2
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,3	4,3	4,2	4,2
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-1,6	-2,4	-2,7	-1,0	-1,5	4,6	-1,1	-0,9	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	0,8	0,5	0,0	0,8	-3,3	2,9	-2,0	-1,0	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-1,9	2,9	9,6	6,5	0,8	11,9	1,8	10,8	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	14,3	16,7	19,3	12,9	15,5	15,8	17,0	13,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	11,7	9,6	14,1	38,0	51,4	33,0	14,4	-5,8	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	43,7	-23,5	53,9	45,1	41,4	19,2	-5,3	-25,9	n.a.
M2	%, y/y	6,0	5,3	7,4	4,5	4,0	4,4	3,2	3,5	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-200,7	-259,2	-271,4	-11,2	-68,6	-91,2	-126,1	-170,5	-152,4
3M PRIBOR	%, průměr	4,13	3,95	3,91	3,88	3,76	3,72	3,68	3,53	3,51
CZK/EUR	průměr	25,3	25,3	25,1	25,2	25,1	25,0	25,0	24,9	24,8
CZK/USD	průměr	23,2	23,8	24,0	24,3	24,1	23,1	22,3	22,1	21,5

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

Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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

Ekonomové



Martin 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

Velká Británie



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

Čína



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

Německo/ECB



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

Latinská Amerika



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

Čína a okolí



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

Francie/ESG



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

Indie



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

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



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



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

Vedoucí strategie sazeb pro
USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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