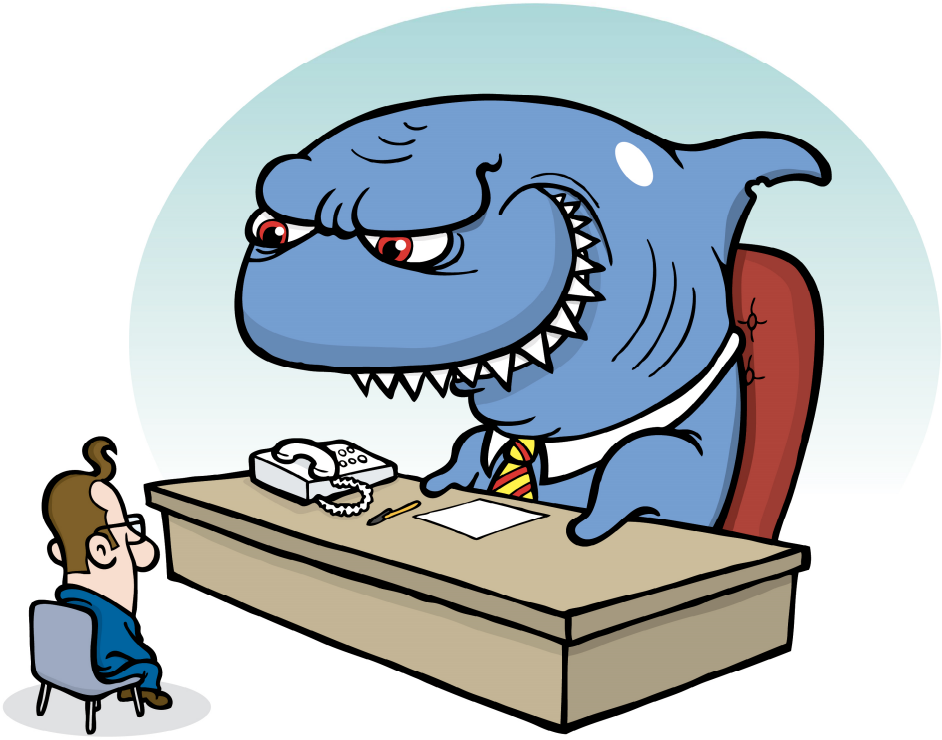
Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Cla ukousnou z růstu



©iStock

■ **Americká cla zbrzdí růst české ekonomiky** Očekáváme, že HDP letos vzroste o 1,5 % a příští rok jeho růst zpomalí na 1,2 %. V naší prognóze počítáme s tím, že americká cla sníží výkon tuzemské ekonomiky v souhrnu o 1,0-1,5 %. Ta v druhém letošním pololetí projde mírnou recesí. Negativní dopady budou viditelné na nižších fixních investicích a čistých vývozech, stejně tak i poklesu průmyslové produkce. Spotřeba domácností podle nás dále poroste, avšak výrazně pomalejším tempem.

■ **Útlum ekonomiky pomůže inflaci k cíli** Ta podle nás v roce 2025 dosáhne v průměru 2,2 % a v roce 2026 klesne na 1,8 %. K poklesu inflace přispějí nižší ceny komodit, včetně těch energetických, a pokračující slabá pozice průmyslového sektoru. Vyvažovat to bude růst cen potravin. Jádrovou inflaci letos odhadujeme v průměru na 2,4 % a příští rok její pokles na 1,9 %. Dosud zvýšený růst cen služeb by měl postupně zpomalit vlivem přísné měnové politiky a útlumu ekonomiky.

■ **Pozvolné snižování sazeb ČNB bude pokračovat** Předpovídáme snížení repo sazby o 25 bb jednou za čtvrtletí. Ta by tak na konci roku měla dosáhnout terminálních 3 %. Námi očekávané zhoršení ekonomiky bude vytvářet tlak na pokles sazeb, včetně těch tržních. O něco výrazněji než tržní sazby by se letos mohly snížit výnosy korunových státních dluhopisů, které podpoří rovněž relativně dobrá fiskální pozice ČR.

■ **Posílení koruny se odkládá** Averze k rizikovým aktivům a recese tuzemské ekonomiky podle nás nedovolí koruně výrazněji posílit. Částečně by to mohla kompenzovat nadále přísná politika ČNB. Celkově očekáváme, že koruna by se do konce roku mohla udržet v průměru nad 25 CZK/EUR.

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

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

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

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

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

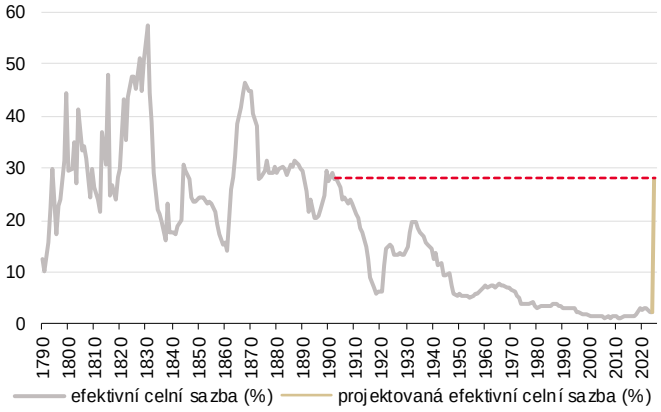
SOCIETE
GENERALE
GROUP

Covid, válka, energie… a teď Trump

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

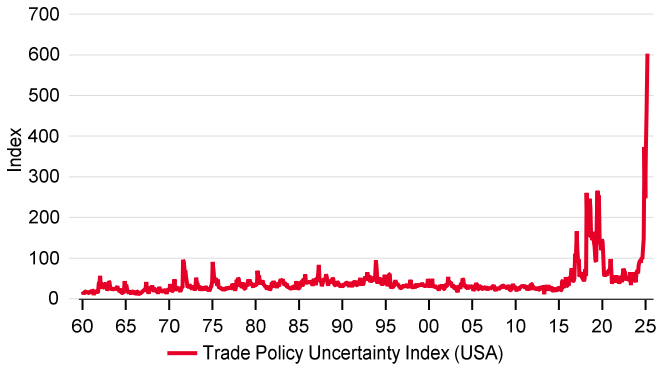
I když ještě nejsme ani v polovině této dekády, čelíme po pandemii koronaviru, válce na Ukrajině a následné energetické krizi, dalšímu výrazně turbulentnímu období. **Americký prezident Donald Trump totiž se svým nástupem do Oválné pracovny Bílého domu rozpoutal celní smršť.** Navyšování cel je Trumpův hlavní nástroj nejenom ve snaze eliminovat bilaterální schodky zahraničního obchodu, ale slouží i jako páka při dosahování jiných cílů, jako jsou například ty geopolitické. Je totiž jasné, že samotná ochranářská opatření neřeší základní fundamentální problém stojící za chronickým schodkem běžného účtu platební bilance – Američané zkrátka mají příliš málo úspor na realizaci svých investic. Ty tak za velkého přínosu pro USA financuje v podstatě zbytek světa.

Celní politika Spojených států se zásadně mění



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

Index nejistoty v americkém zahraničním obchodě je rekordní



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Zvýšení cel je opravdu razantní, efektivní sazba na dovozy do USA se vyšplhala na nejvyšší hodnotu od roku 1901. Podle propočtů *The Budget Lab at Yale* vzrostla na aktuálních 28 % (bez 90denního moratoria na reciproční cla), zatímco ještě v roce 2024 činila 2,4 %. **Očekávaný negativní dopad je navíc multiplikován chaosem při jejich zavádění**, kdy se situace měnila v podstatě každý den, a to jak pokud jde o výši celní sazby, tak zasažené země či produkty. Výsledkem byla vysoká volatilita finančních trhů.

USD/EUR

10letý výnos státního dluhopisu USA (%)

Akciový index S&P500 (body)

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Svislá čára ukazuje počátek druhého funkčního období Donalda Trumpa.

Investoři vkládali do prezidenta Trumpa poměrně velkou naději. To jsme viděli na finančních trzích prakticky od loňského podzimu, kdy americké akciové indexy rostly a atakovaly jedno historické maximum za druhým. Výrazně posílil dolar a směrem vzhůru se vydaly i výnosy státních dluhopisů v očekávání jednak rychlejšího hospodářského růstu podpořeného fiskálním stimulem, jednak vlivem vyšších inflačních očekávání. **Po více než dvou měsících úřadování amerického prezidenta je vše jinak** – dolar veškeré předchozí zisky odevzdal, americké akciové indexy jsou na rozdíl od evropských letos v mínusu a výnosy

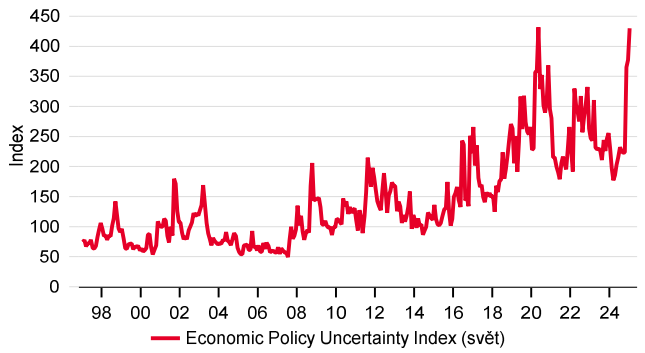
státních dluhopisů spadly. Nikoliv kvůli poklesu inflačních očekávání, ale v důsledku narůstajících obav ze snížení růstu americké ekonomiky.

Významným efektem dosavadní politiky Donalda Trumpa je změna v geopolitickém uvažování Evropy. Nárůst výdajů na posílení obranyschopnosti kontinentu je realitou, v Německu se po volbách rozvolnila pravidla ohledně dluhové brzdy a obecně to vypadá na uvolněnější fiskální politiku v nadcházejících letech. Přičemž je samozřejmě otázkou, zda budou vyšší veřejné výdaje efektivně využity k posílení potenciálu Evropy a jaký to bude mít dlouhodobější růstový a inflační dopad. Podrobněji se situaci německé fiskální politiky věnuje ve speciálním boxu Jana Steckerová.

Hrozbu v podstatě třetího šoku po covidu a energetické krizi musí řešit centrální bankéři. Opět čelí dilematu, jak na situaci reagovat. Pro reakci je důležité posoudit sílu poptávky a riziko, zda budou vyšší cla přenesena na spotřebitele, nebo je alespoň z části vezmou na sebe výrobci či dovozci. Zatímco pro USA je pro letošní rok opravdu hrozbou vyšší inflace při nižším růstu, u Evropy, včetně tuzemska, je podle nás hlavním scénářem nikoliv ten stagflační, ale recesní.

Je tedy zřejmé, že v situaci extrémní nejistoty, která vyplývá z vnějšího prostředí, včetně chaotického a nepředvídatelného chování Donalda Trumpa, je příprava jakékoliv makro prognózy složitá. Celosvětová ekonomická nejistota je dnes výrazně vyšší než v době napadení Ukrajiny i následné energetické krize a atakuje historicky nejvyšší úroveň od pandemie.

Ekonomická nejistota ve světě atakuje historická maxima

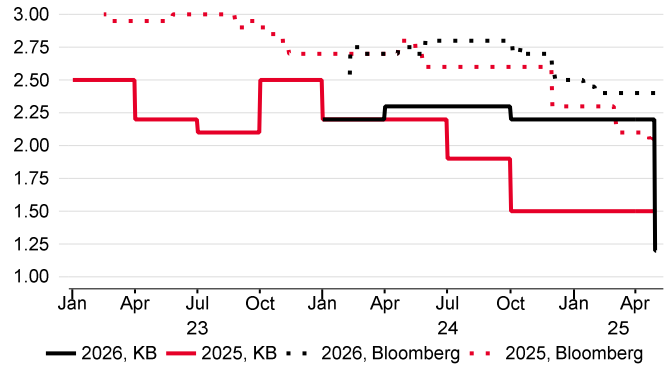


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomickou prognózu, kterou Vám přinášíme, je tedy třeba posuzovat s ohledem na námi stanovené předpoklady, na kterých je postavena. Ty se týkají zejména výše efektivní celní sazby, kterou aktuálně platná americká opatření vůči dovozům z EU implikují. Kvantifikací dopadů různě vysokých cel na českou ekonomiku se věnoval Martin Gürtler ve speciálním reportu (dostupné zde: https://bit.ly/US_tariffs_Czech_economy_CZ). Detailněji jsme se tedy tentokráte museli soustředit na identifikaci a diskusi jednotlivých rizik, kterými je prognóza zatížena.

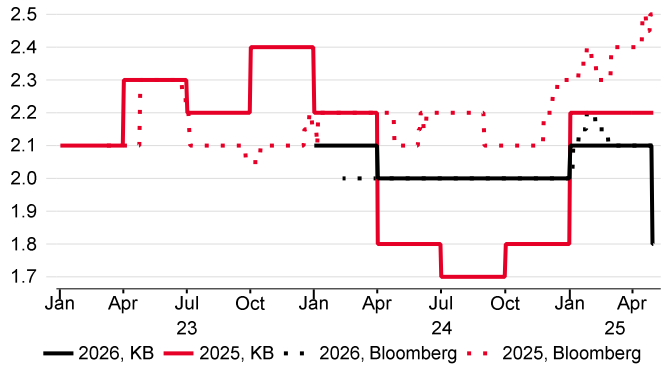
Výrazný nárůst globální ekonomické nejistoty se samozřejmě nemůže otevřené české ekonomiky nedotknout. Primárním kanálem podle nás budou exporty a investice; na produkční straně bude nadále trpět průmysl. Nejvýraznější negativní dopad na českou ekonomiku předpokládáme ve druhé polovině letošního roku. Nicméně vzhledem k silné loňské druhé polovině roku i letošnímu prvnímu čtvrtletí letošní celoroční růst HDP neměníme a držíme ho na 1,5 %. Výrazně slabší oproti naší minulé prognóze ale pravděpodobně bude příští rok, kdy jsme předpokládaný růst snížili z 2,2 % na 1,2 %. Podržet ekonomiku by měla spotřeba domácností, která díky inflaci poblíž inflačního cíle bude nadále podporována růstem reálných mezd. Tuzemská centrální banka by měla ve světle očekávané horší ekonomické výkonnosti pokračovat ve snižování úrokových sazeb. Nadále předpokládáme, že ke konci letošního roku bude měnověpolitická sazba na 3 %.

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

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

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy **6**

Box 1: Německo se odbrzdilo 8

Makroekonomická prognóza **13**

Měnová politika **18**

Fiskální politika **20**

Tabulka prognózy **24**

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy **25**

Korunový devizový trh **30**

Bankovní sektor **34**

Klíčové ekonomické ukazatele **40**

Upozornění **41**

Vnější prostředí a předpoklady prognózy

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

O dalším vývoji světové ekonomiky rozhodnou cla

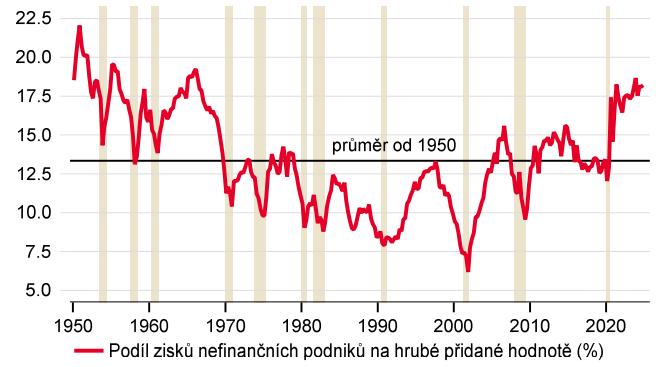
Americká ekonomika byla doposud v dobré kondici. Ziskové marže, které jsou považovány za jeden z klíčových ukazatelů blížící se recese, dosáhly v loňském roce nejvyšší hodnoty za poslední dekádu. Nástup recese nenaznačovala ani data z trhu práce či reálné ekonomiky. Další vývoj bude záležet na rozsahu zaváděných cel. Pokud by zůstala v platnosti pouze 10% univerzální cla, dáváme nástupu recese v USA 30% pravděpodobnost. V případě zavedení recipročních cel v plném rozsahu (tak jak byla oznámena 2. dubna) vidíme toto riziko jako 70%. V tuto chvíli se spíše přikláníme k tomu, že Donald Trump nebude chtít domácí ekonomiku uvrhnout do recese a opatření budou nakonec mírnější. V eurozóně očekáváme ekonomický vývoj ve tvaru J-křivky. Zatímco v letošním roce tempo růstu HDP dosáhne pouze 0,5-0,8 %, v následujících letech bude již svižnější. V krátkém horizontu budou v eurozóně dle našeho názoru převažovat obavy ze zpomalování hospodářského růstu i inflace nad obavami z jednorázového cenového šoku vlivem cel. ECB proto sníží sazby opět v červnu a červenci, přičemž riziko se vychyluje k ještě výraznějšímu uvolnění měnové politiky. V závěru příštího roku však již vzhledem k uvolněnější fiskální politice, vyšší inflaci i rychlejšímu hospodářskému růstu očekáváme opětovné zvýšení úrokových sazeb.

USA: data recesi zatím nenaznačují, vše rozhodnu cla

Snaha se předzásobit nyní tlačí americkou obchodní bilanci do hlubších deficitů.

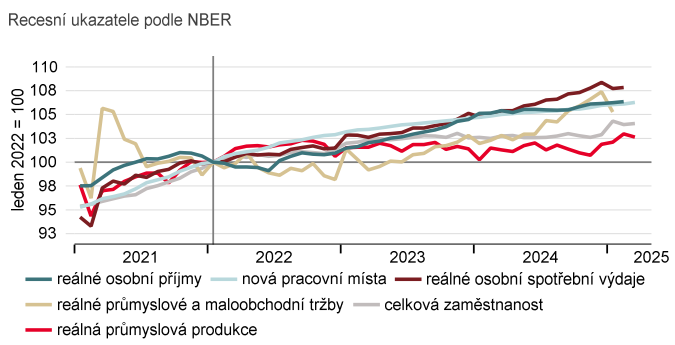
Americký prezident Donald Trump 2. dubna uvalil cla na téměř veškerý dovoz do USA, aby je o pár dní později na 90 dní pozastavil a dočasně snížil na 10 %. Výjimkou je Čína, kde dodatečná cla u většiny položek činila 125 %. Zároveň zůstala v platnosti 25% cla na hliník, ocel a automobily (včetně součástek od 3. května). Během 90denního moratoria budou probíhat vyjednávání mezi USA a jednotlivými zeměmi. Zároveň budou americké firmy pokračovat ve své snaze se předzásobit. Navíc, i přes uvalená cla, Spojené státy čínské výrobky stále potřebují. Téměř 30 % spotřebního zboží (v případě elektroniky dokonce 56 %) je dováženo právě z Číny. Čínští exportéři se tedy i přes zavedená cla budou snažit zboží dovážet, a to ideálně skrz jiné země, které cly nejsou tolik zatíženy. To by mělo alespoň v krátkém období zmírnit šok, který cla představují. Zároveň snaha předzásobit se vytváří značný tlak na americký zahraniční obchod. Jeho deficit byl za první dva měsíce letošního roku (253 mld. USD) ve srovnání se stejným obdobím toho předchozího téměř dvojnásobný. To se následně odrazí v dynamice HDP. Zatímco v závěrečném čtvrtletí loňského roku ekonomika USA rostla tempem 2,4 % q/q anualizovaně, v Q1 očekáváme růst 0,5 %.

Ziskové marže recesi nenaznačují



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, béžová barva = recese

Ekonomika je zatím v dobré kondici



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj ziskových marží ani situace na trhu práce recesi nenaznačují.

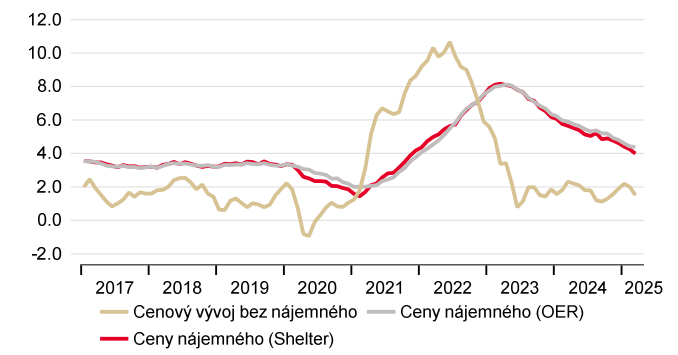
To, zda americkou ekonomiku čeká recese či nikoli, bude záviset na dalším vývoji celních válek. Pokud by byla zavedena reciproční cla v plném rozsahu (oznámená 2. dubna,

tj. cla na EU 20 %, Japonsko 24 %, Švýcarsko 31 %, atd.) odhadujeme její pravděpodobnost na 70 %. Podstatná budou především cla na dovoz automobilů a autodílů, na jejichž prodeje je americká ekonomika značně citlivá. V případě ponechání pouze 10% univerzálních cel se její riziko snižuje na 30-35 %. Významným ukazatelem blížící se recese v USA je vývoj ziskových marží. Ty byly v roce 2024 nejvyšší za poslední dekádu a riziko bezprostřední recese v závěru loňského roku nenaznačovaly. Neindikuje ji ani situace na trhu práce či vývoj příjmů a výdajů spotřebitelů. Počet týdenních žádostí o podporu v nezaměstnanosti zůstává relativně nízký, naopak tvorba nových pracovních míst v březnu překvapila počtem 228 tisíc. To se následně odráží v ochotě domácností utrácet, které se navíc nyní snaží předzásobit zbožím před zavedením tarifů. Pokud by mělo k recesi dojít, bylo by to výhradně v důsledku zaváděných cel.

Americká inflace umožní Fedu v červnu snížit sazby o dalších 25 bb.

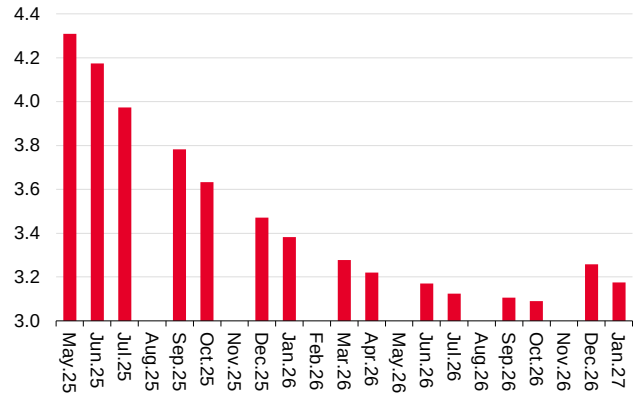
Americká inflace v březnu překvapila citelným zpomalením (z 2,8 % y/y v únoru na 2,4 % y/y v březnu). Zvolnila i její jádrová složka, a to z 3,1 % y/y na 2,8 % y/y. V rámci jádrových služeb o desetinu zrychlil meziměsíční růst váhově významného imputovaného nájemného (na 0,4 % m/m), to ale kompenzovaly utlumené cenové tlaky v ostatních okruzích (především pokles cen zboží). To by mělo umožnit americké centrální bance snížit v červnu úrokové sazby o dalších 25 bb. Další takovýto krok očekáváme v září. Riziko je vychýleno obecně směrem k výraznějšímu uvolnění měnových podmínek. Finanční trhy ve svých cenách nyní zahrnují pro letošní rok čtvero uvolnění měnových podmínek.

Inflace v USA výrazně ubrala na tempu (%, y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh očekává pokles sazeb ze strany Fedu téměř na 3 %



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Čína: ekonomice pomůže fiskální balíček

Růst HDP jsme revidovali směrem dolů.

Čínská ekonomika zatím zůstává jednou z nejvíce postižených zemí celními válkami. Exporty do Spojených států představují 3 % čínského HDP, přičemž do USA jich z celkového objemu vývozu směřuje 15 %. Pokud bychom brali v úvahu zavedení cel ve výši 100 % a více, znamená to de facto vyřazení čínských exportů ze hry. Je to už příliš mnoho na to, aby je byli schopni absorbovat importéři, spotřebitelé nebo oslabení domácí měny. Čína trendově roste tempem kolem 4 %. Pro letošní rok již byl oznámen fiskální impulz na úrovni 1,5 % HDP. Zavedení dodatečných cel ve výši 100 % by představovalo šok do HDP ve výši 3 %, takže na jeho vykompenzování by byl třeba ze strany vlády stimul na úrovni 2,5 % HDP, tedy 3,5 bilionu RMB. Vzhledem k zaváděným clům a vysoké míře nejistoty jsme náš odhad růstu HDP pro letošní a příští rok snížili ze 4,7 % a 4,5 % na 4,0 % v obou případech.

Fiskální impulz dosáhne 3,5 bilionu RMB.

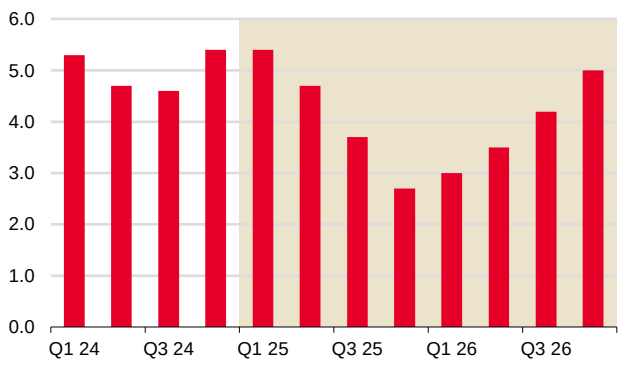
Jak vysoká cla nakonec budou, je nyní obtížné odhadovat. V každém případě lze očekávat, že se čínská vláda bude snažit domácí ekonomice pomoci. Fiskální impulz podle nás dosáhne 3,5 bilionu RMB. Na zaváděné tarify bude pravděpodobněji nejrychleji reagovat čínská centrální banka, a to snížením klíčové úrokové sazby i snížením sazby na povinné

minimální rezervy. Velmi brzo bude pravděpodobně představena i fiskální podpora. Hlavní prioritou bude jednoznačně domácí spotřeba. Ta bude podle našeho odhadu podporována navýšením dotací, které by se mohly rozšířit na více druhů zboží či dokonce na oblast služeb. Investice se budou pravděpodobně zaměřovat na lidský kapitál. Předpokládáme, že dojde k zavádění dotací na péči o děti, zřizování center péče o děti a seniory. Pokračovat budou i rozsáhlé investice do technologií, umělé inteligence či robotiky. Zároveň by mohlo dojít k urychlení řešení problémů na nemovitostním trhu (podpora dokončení a prodeje rozestavěných projektů). V neposlední řadě očekáváme cílenou podporu exportních firem. Ta by mohla zahrnovat větší daňové úlevy, dočasné prodloužení splatnosti úvěrů, pomoc při hledání nových odběratelů či školící programy, které by zabránily rozsáhlému propouštění.

Čína bude preferovat pouze postupné znehodnocování RMB.

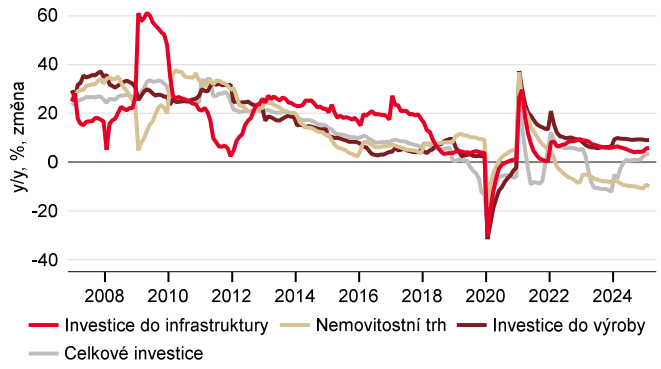
Vzhledem k šoku, který celní válka představuje, by mohla čínská centrální banka začít hrát větší roli při stabilizaci akciového trhu (prostřednictvím poskytování úvěrů státním podnikům) nebo prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů, aby zajistila dostatečnou likviditu pro jejich další emisi. Zároveň nepředpokládáme, že by Čína přistoupila k výraznému oslabení domácí měny, tak jak tomu bylo v roce 2015. Vzhledem k tomu, že je pro ni podstatná důvěra investorů v čínská aktiva a zároveň rozsah cel je již tak velký, že znehodnocení devizového kurzu příliš nepomůže k jeho kompenzaci, předpokládáme, že bude preferovat pouze mírné a postupné znehodnocování RMB.

Čínské HDP (%, y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Čínské investice: nemovitostní trh je stále zamrzlý



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 1: Německo se odbrzdilo

Z únorových předčasných voleb vzešla jako vítězná strana CDU/CSU. Té se však společně s SPD a Zelenými nepodařilo v německém parlamentu získat dvoutřetinovou většinu, která je nutná pro schvalování mimorozpočtových fondů či ustanovení týkajících se dluhové brzdy. Vládní strany se rozhodly situaci vyřešit tak, že tyto změny předložily parlamentu ještě před skončením jeho starého mandátu, a ten je v poměru 513 hlasů ku 207 schválil.

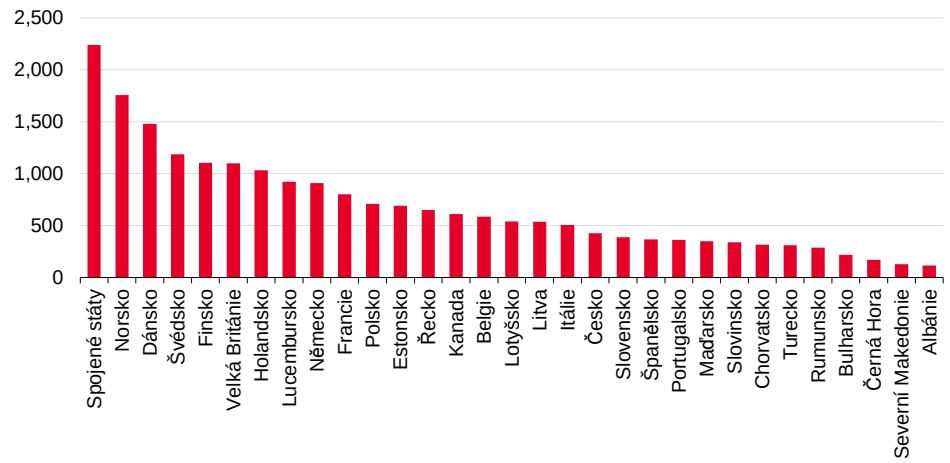
Co vše bylo schváleno:

Vyloučení výdajů na obranu nad 1 % HDP z pravidla dluhové brzdy, což de facto znamená, že výdaje na obranu mohou být neomezené. Změnila se i jejich definice, která nově zahrnuje i výdaje na civilní obranu, zpravodajské služby, kybernetickou bezpečnost a podporu Ukrajiny. Dále byl zřízen fond v hodnotě 500 miliard EUR, který by měl být využit během nadcházejících 12 let na investice do infrastruktury. Z této částky bude 100 mld. EUR vyčleněno na projekty v oblasti změny klimatu a dalších 100 mld. EUR bude směřovat do rozpočtů regionů a municipalit. Rozpočty šestnácti německých spolkových zemí navíc již nebudou muset být vyrovnané a budou moci dosahovat deficitu v maximální výši -0,35 % HDP.

Jaká jsou rizika a výzvy schváleného programu?

Prostředky z infrastrukturního fondu by měly být v ideálním případě vynaloženy na investice, které povedou ke zvýšení potenciálního růstu ekonomiky, tedy nikoli na záchranu nekonkurenceschopných průmyslových odvětví. V případě výdajů na obranu bude podstatné, zda budou investice realizovány v rámci EU či prostřednictvím dovozů ze Spojených států. V druhém případě by byl pozitivní dopad do reálné ekonomiky zhruba poloviční. Stále více se však ozývají hlasy, že by na zbrojních investicích měla co nejvíce participovat samotná Evropa, což by se následně mohlo odrazit v technologickém pokroku, inovacích a tím i vyšším potenciálním růstu, a to jak v Německu, tak v celé EU. Zároveň bude důležité, jak nová vláda naloží s prostředky, které byly doposud vyčleněny na investice v rámci běžného rozpočtu. Nejhorší variantou je, že by byly nahrazeny penězi ze schváleného fondu a ušetřené finance by byly použity na financování drahých předvolebních slibů (snížení daní, dotace na elektřinu, zvýšení minimální mzdy). Mezi další rizika patří nedostatek pracovní síly, který může realizaci investic brzdit. Není také jisté, zda středopravicová CDU/CSU nalezne se středolevicovou SPD při přípravě projektů shodu.

Výdaje na obranu na obyvatele (USD, stále ceny roku 2015)



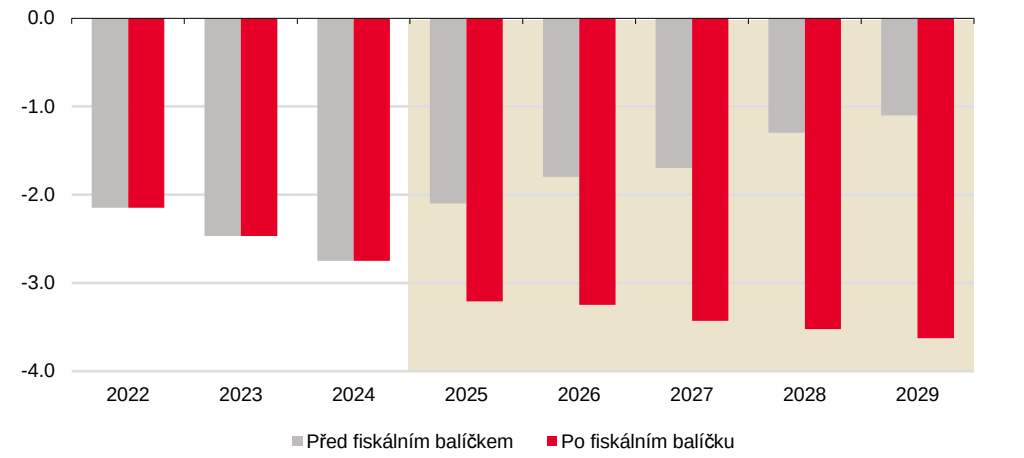
Zdroj: NATO, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jaké budou dopady do reálné ekonomiky?

Německá ekonomika v závěrečném čtvrtletí loňského roku poklesla mezičtvrtletně o 0,2 %. Za celý loňský rok to bylo o -0,2 % po -0,3 % v roce 2023. Dopad investičního balíčku do HDP bude jednoznačně pozitivní. Oproti němu však stojí negativní vliv zaváděných cel. Jejich vliv bude podle našeho odhadu nejsilnější v letošním třetím čtvrtletí, poté by měl postupně slábnout. Pokud by byla uvalena reciproční cla v původně plánované výši, tedy 20 %, upadla by německá ekonomika v letošním roce s největší pravděpodobností do recese. Od příštího roku však očekáváme, že dopad fiskálního balíčku bude již citelný a růst HDP se bude vracet směrem k 1 %. Kolem této úrovně by se měl pohybovat i v letech 2027-2029.

Infrastrukturní balíček a vyšší výdaje na obranu by pak měly přispět k vyššímu růstu potenciálního produktu. Ten je podle našeho odhadu v tuto chvíli nízký a nedosahuje ani 1 %. Pozitivně hodnotíme vyčlenění 100 mld. EUR na klimatickou změnu, které by mohlo pomoci Německu zvýšit efektivitu využití energetických zdrojů. Pokud jde o výdaje na obranu, předpokládáme, že budou postupně navyšovány ze stávajících 2 % HDP na 3 % HDP. Vyšší výdaje povedou k prohloubení schodku veřejných financí. Zatímco v roce 2024 činil rozpočtový schodek veřejných financí Německa 2,8 % HDP, v roce 2029 to podle našeho odhadu bude 3,6 % HDP. Dluh v poměru k HDP činí nyní 64 %, v roce 2029 to bude 70 %.

Deficit státního rozpočtu (% HDP)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

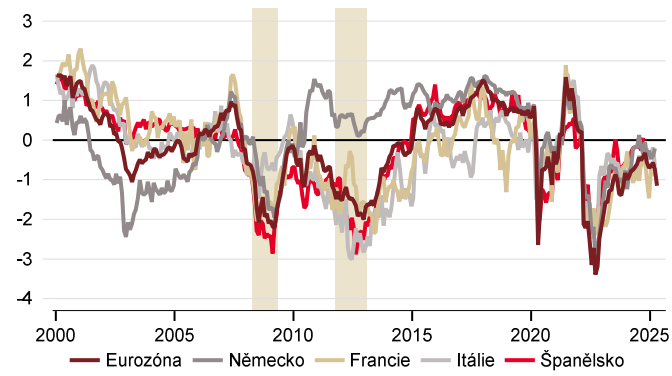
Jana Steckerová
+420 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Eurozóna: oživení ve tvaru J-křivky

Růst HDP dosáhne v letošním roce 0,5-0,8 %.

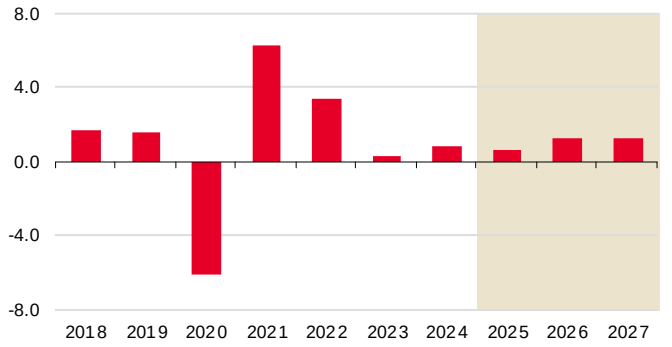
Z Evropské unie směřuje do Spojených států zboží v hodnotě 530 mld. EUR ročně. Pokud bychom vyloučili farmaceutické výrobky a polovodiče, na které se aktuálně cla nevztahují, týkají se reciproční tarify 72 % evropských vývozů do USA. To představuje zhruba 3,1 % HDP. Pokud bychom uvažovali scénář, že po 90denním odkladu nebudou cla zvýšena a ani Evropská unie nepřistoupí k žádným zásadním odvetným opatřením, pak by dopady do HDP pro letošní rok byly přibližně na úrovni 0,5–0,6 pb a pro příští rok 0,4 pb. Pokud vezmeme v úvahu celní války, jejich negativní dopad do spotřebitelské a podnikatelské důvěry, zároveň nižší ceny ropy, posilování společné evropské měny a vývoj veřejných financí, předpokládáme, že růst HDP eurozóny v letošním roce dosáhne 0,5-0,8 % a v příštím roce zrychlí nad 1 %.

Celní války se odráží ve spotřebitelské důvěře (dlouh. průměr=0)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tempo růstu HDP letos zpomalí, příští rok opět zrychlí (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V letech 2026-2027 očekáváme již svižnější růst.

Eurozónu tak podle naší prognózy čeká oživení ve tvaru J-křivky: tedy pomalejší růst v letošním roce (v závislosti na rozsahu zaváděných cel), následovaný svižnějším růstem v letech 2026-2027. Tato tempa růstu budou výrazně nad úrovní potenciálního produktu. Oživení ve tvaru J-křivky se pak odráží i v našem výhledu na vývoj mezd a inflace.

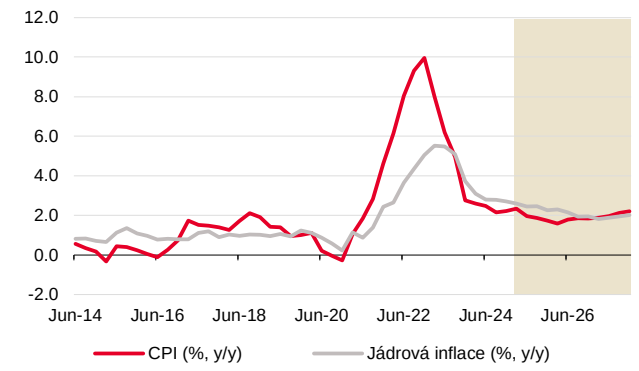
Inflace se do konce roku dostane pod 2 %.

Inflace v eurozóně zpomalila své tempo z únorových 2,3 % y/y na 2,2 % y/y v březnu. Jádrová inflace, která se po většinu loňského roku držela poblíž 3 %, zvolnila z 2,6 % y/y v únoru na 2,4 % y/y v březnu. Přibrzdila i inflace ve službách, a to na 3,4 % y/y. Vzhledem k horšímu spotřebitelskému sentimentu očekáváme, že cenový růst ve službách bude dále zpomalovat. Ve směru nižší inflace budou působit i ceny ropy, které se v průběhu dubna propadly o 10 dolarů za barel (na 65 USD/barel). Zároveň je zde riziko, že Čína přesměruje své zboží z USA do Evropy, což by také tlačilo ceny směrem dolů. V neposlední řadě protiinflační vliv zřejmě sehraje i celosvětově slabší hospodářský růst a silnější euro vůči americkému dolaru. Inflace tak na konci letošního roku podle našeho odhadu dosáhne 1,8 %.

V červnu a červenci očekáváme další snížení úrokových sazeb.

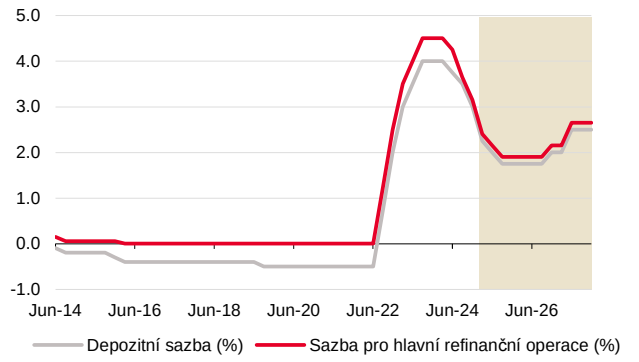
V nejbližších měsících bude podle našeho názoru převažovat hrozba nižšího hospodářského růstu a nižší inflace nad obavami z jednorázového zvýšení cenové hladiny v důsledku zaváděných cel. Proto jsme po dubnovém snížení úrokových sazeb ze strany ECB o 25 bb do našeho výhledu zařadili další dvě snížení úrokových sazeb o 25 bb, a to na červen a červenec. Riziko je vzhledem k nejistotě vyplývající z celních válek vychýleno směrem k ještě většímu uvolnění měnové politiky.

Inflace v eurozóně na cíli



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude se snižováním sazeb pokračovat



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

První zvýšení úrokových sazeb předpokládáme v závěru příštího roku.

Ve střednědobém horizontu však budou podle našeho názoru inflační tlaky sílit, a to v důsledku uvolněnější fiskální politiky, nedostatku pracovní síly a opadávání nejistoty spojené s celními válkami. Z těchto důvodů očekáváme v závěru příštího roku první zvýšení úrokových sazeb, přičemž další takovýto krok by měl následovat v polovině roku 2027. Změnu v nastavení kvantitativního utahování nyní nepředpokládáme. Jeho parametry by mohly být pozměněny, případně celý proces pozastaven, pouze v případě, že by se nervozita na finančních trzích prohlubovala.

Středoevropský region: v Polsku půjdou sazby výrazně dolů

Polská centrální banka v letošním roce razantně sníží úrokové sazby.

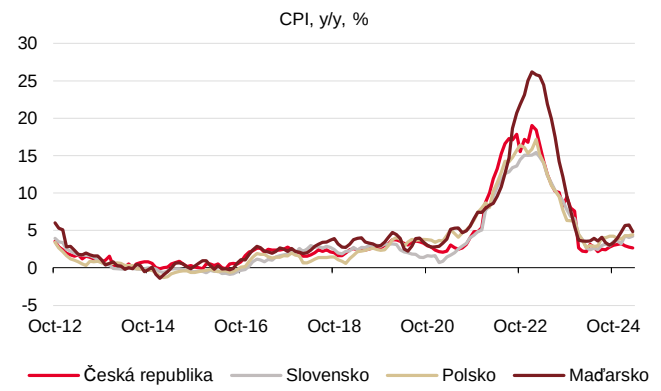
Guvernér polské centrální banky Glapinski, který ještě donedávna tvrdil, že snižování úrokových sazeb předpokládá až v roce 2026, v dubnu změnil rétoriku a prohlásil, že uvolnění měnové politiky může přijít již na květnovém zasedání. Jako důvody uvedl zpomalení inflace, slabý výsledek maloobchodních tržeb i průmyslové produkce a nižší očekávanou inflaci v důsledku změn vah ve spotřebním koši. Vzhledem k tomu, že dubnová inflace zřejmě dále výrazně ubere na tempu (náš odhad počítá se 4,3 % po 4,9 % v březnu), očekáváme na květnovém zasedání snížení úrokových sazeb o 50 bb. Vzhledem k silně holubičí rétorice guvernéra Glapinského jsme do naší prognózy přidali další 25bodový „cut“ na červen, 50bodový na červenec a dva 25bodové na září a listopad. Klíčová úroková sazba by se tak do konce roku měla dostat na 4 %. Polský zlotý na obrat v měnové politice reagoval výrazným oslabením (z úrovní okolo 4,17 na 4,30 PLN/EUR). V nadcházejícím období očekáváme jeho stabilizaci v pásmu 4,25-4,35 PLN/EUR. Výraznějšímu posílení bude bránit

uvolňování měnové politiky a případné verbální intervence, naopak před oslabením by polský zlotý měl chránit příliv peněz z fondů EU. V příštím roce očekáváme, že polská ekonomika bude benefitovat prostřednictvím vyšších exportů zboží a služeb a německého fiskálního balíčku. Centrální banka tak podle našeho názoru zareaguje zvýšením úrokových sazeb, a to o 25 bb v červenci a listopadu, čímž by se klíčová úroková sazba dostala na horní hranu intervalu, kde centrální banka odhaduje neutrální sazbu (4-4,50 %).

Prioritou pro maďarskou centrální banku je stabilita domácí měny.

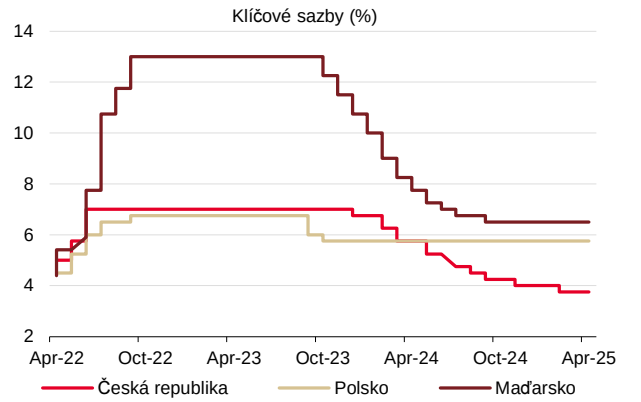
Inflace v Maďarsku zřejmě již dosáhla svého vrcholu (5,6 % y/y v únoru) a v následujících měsících bude její tempo zpomalovat. V dubnu by se měla dostat pod 4,5 % y/y. Přesto ale maďarská centrální banka bude podle našeho názoru udržovat měnové podmínky utažené. Pro centrální banku je stále klíčová stabilita 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. V dubnu se tak maďarský forint propadl na nejslabší úroveň od začátku letošního roku. Pod tlakem zřejmě zůstane i v nadcházejících měsících, ačkoli jestřábí rétorika by mohla pomoci měnu stabilizovat. I tak ale jeho kurz v letošním roce očekáváme převážně na hladině na 410 HUF/EUR. Změnu v nastavení úrokových sazeb v letošním roce nepředpokládáme.

Inflace v regionu (%, y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po dlouhém období stability polská centrální banka sníží sazby



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Makroekonomická prognóza

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

Překážky obchodu, překážky růstu

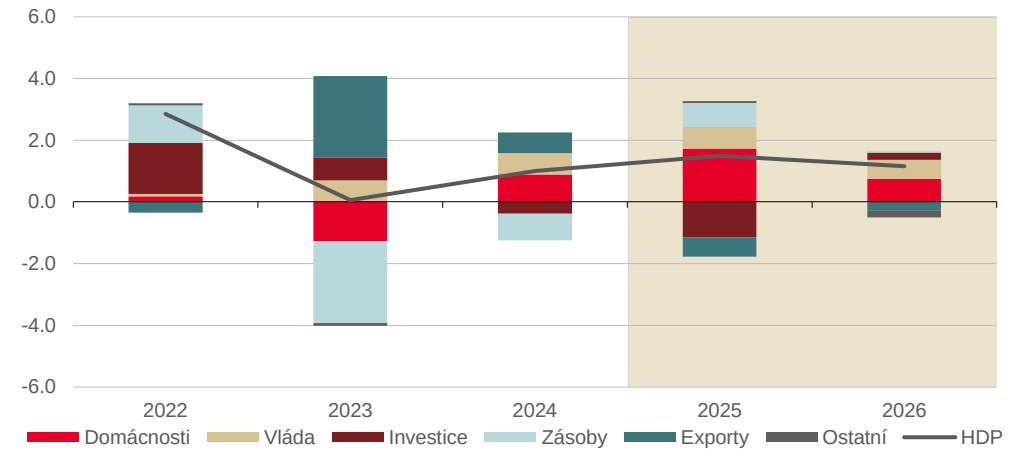
Česká ekonomika v posledních čtvrtletích silně rostla. Pomohlo jí oživení spotřeby domácností, která ale stále zaostává za svou předpandemickou úrovní. Na začátku letošního roku se k tomu podle nás přidal pozitivní vliv nárůstu průmyslové produkce, která po celý loňský rok klesala. Šlo však pravděpodobně pouze o dočasný efekt předzásobení amerických výrobců a spotřebitelů před zavedením dovozních cel. Očekáváme, že americká cla se na české ekonomice začnou negativně podepisovat již od druhého letošního čtvrtletí a pro druhou polovinu roku předpovídáme mírnou recesi. Za celý rok 2025 odhadujeme růst ekonomiky o 1,5 % a příští rok jeho zpomalení na 1,2 %. Slabá ekonomická výkonnost se podle nás odrazí ve vyšší nezaměstnanosti a nižším mzdovém růstu. Celkovou i jádrovou inflaci letos očekáváme mírně nad dvouprocentním cílem, v roce příštím naopak mírně pod ním.

Hlavní změny

HDP:
Odhad letošního růstu ekonomiky ve výši 1,5 % ponecháváme beze změny. Důvodem je silnější růst HDP na přelomu roku, než s jakým jsme počítali v lednové prognóze. Ten tudíž kompenzuje negativní působení mírné recese, kterou nově očekáváme pro H2 25. Ta se ovšem plně projeví na výsledku za rok 2026, kdy ekonomika podle nás poroste pouze o 1,2 %. V minulé prognóze jsme přitom očekávali růst o 2,2 %.

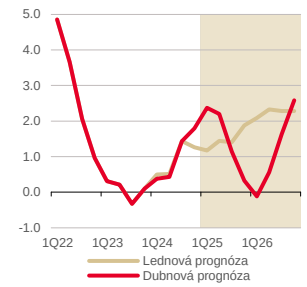
Inflace:
Stejně tak i odhad letošní inflace ve výši 2,2 % neměníme. Zvýšili jsme však odhad jádrové inflace, a to z původních 2,3 % na 2,4 %. Pro příští rok naopak očekáváme nižší cenový růst. Prognózu celkové inflace jsme pro rok 2026 snížili z 2,1 % na 1,8 % a té jádrové z 2,2 % na 1,9 %. Důvodem je vliv slabšího růstu ekonomiky a nižších cen komodit.

Růst ekonomiky v nejbližších dvou letech potáhne spotřeba domácností a vlády (%, pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (%, y/y)

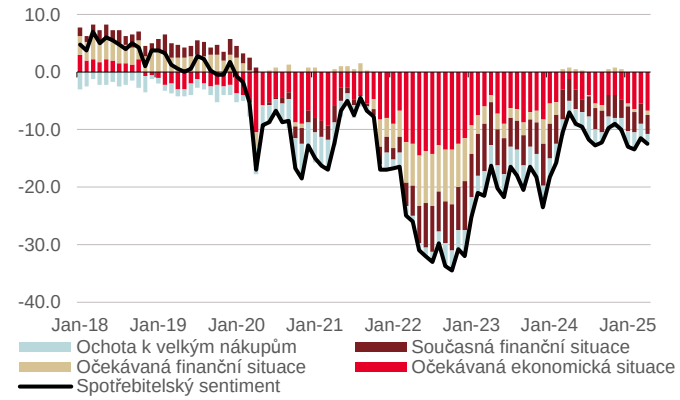
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst české ekonomiky letos i příští rok jen mírně přesáhne 1 %

Ekonomika ve druhé polovině loňského roku ožila a rostla překvapivě silným tempem. Mezičtvrtletní růst HDP v Q3 24 dosáhl 0,6 % a v Q4 24 mírně zrychlil na 0,7 % oproti námi očekávaným +0,1 %. V prvním pololetí se přitom jeho tempo pohybovalo v rozmezí 0,2-0,3 %. K oživení ekonomiky přispěla především spotřeba domácností, která mezičtvrtletně vzrostla o 0,9 % v Q3 24 a 1,5 % v Q4 24. Pozitivní vliv měl pokračující růst reálných mezd a zlepšení spotřebitelského sentimentu, jehož úroveň v Q4 24 zhruba odpovídala dlouhodobému průměru. Spotřeba domácností přesto v Q4 24 zaostávala o 3 % za svou předpandemickou úrovní z Q4 19. Rychle se zvyšovala také spotřeba vlády. Její svižný růst, který trvá již několik čtvrtletí, zřejmě odráží i vyšší výdaje státu na nákup vojenské munice. Investicím a čistému vývozu se naopak v H2 24 nedařilo. Po růstu o 0,7 % v Q3 24 zaznamenaly fixní investice v Q4 24 strmý mezičtvrtletní pokles o 2,4 %. Důvodem mohla být zvýšená politická nejistota, v té době související zejména s rozpadem německé vlády a nejasnostmi kolem dalšího vývoje tamní ekonomiky. Působila ale i špatná situace ve zpracovatelském průmyslu, jehož produkce v ČR klesala ve všech čtvrtletích loňského roku. Příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP byl v Q3 24 výrazně záporný (-0,9 pb) a v Q4 24 jen nepatrně kladný (+0,1 pb). Ukazatel hrubé přidané hodnoty potom ukazuje na pesimističtější vývoj ekonomiky jako celku. Ta podle něho v Q4 24 mezičtvrtletně vzrostla o 0,1 %, což bylo v souladu s naším očekáváním pouze slabého růstu. Obdobný rozdíl se týká celoročních údajů, když HDP v roce

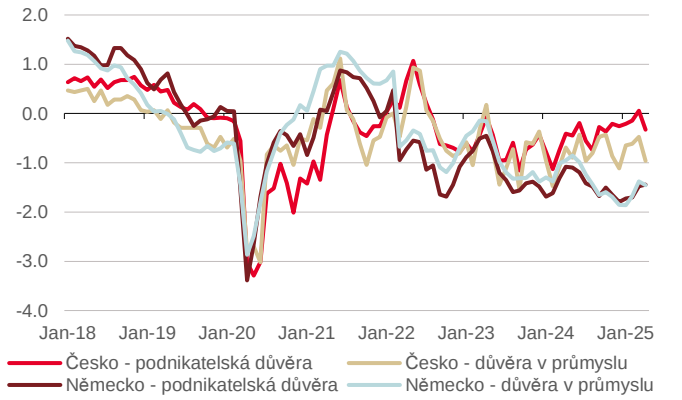
2024 vzrostl o 1,0 %, zatímco hrubá přidaná hodnota pouze o 0,3 %. Růst HDP pravděpodobně navyšoval vliv konce vládních dotací v energetické oblasti.

Spotřebitelský sentiment po nárůstu v závěru roku 2024 se letos opět zhoršil (saldo odpovědí v %, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Zatímco očekávaná ekonomická situace se týká výkonu celé ekonomiky, očekávána a současná finanční situace hodnotí stav financí dotazované domácnosti. Očekávání jsou vždy pro následujících 12 měsíců.

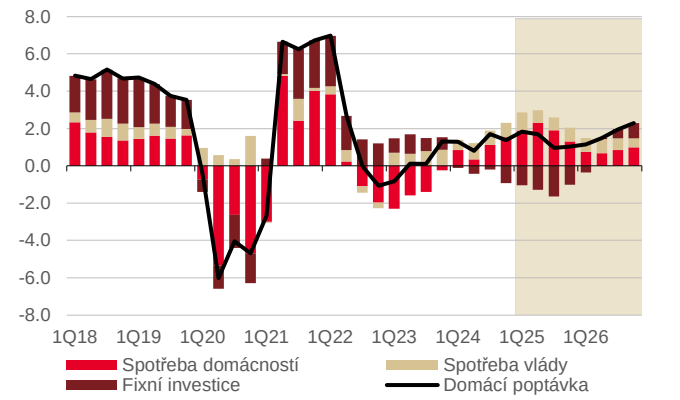
Německá podnikatelská důvěra zůstává setrvale nízká, ta česká se v dubnu výrazně zhoršila (z-skóre, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ifo, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Indikátory pro ČR vycházejí z konjunkturálního průzkumu ČSÚ, zatímco ty pro Německo jsou založeny na datech od Ifo institutu. Z-skóre jsou vypočtena na časových řadách od roku 2005.

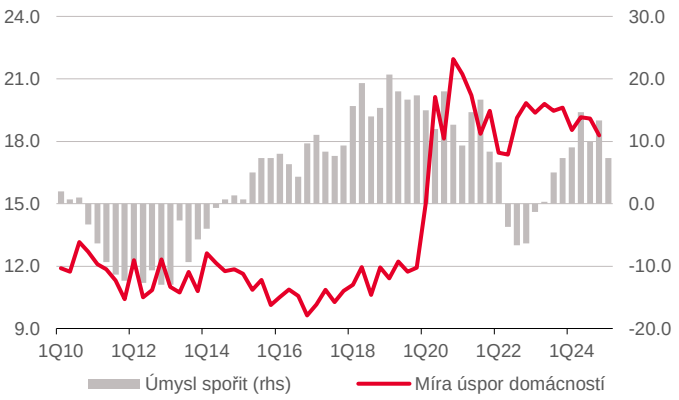
Efekt amerického předzásobení pravděpodobně poskytl tuzemské ekonomice dočasný růstový stimul. Ta podle našeho odhadu v prvním letošním čtvrtletí vzrostla mezičtvrtletně o silných 0,9 %. Důvodem dalšího zrychlení růstu HDP podle nás bylo hlavně oživení průmyslové produkce a s tím související vyšší čistý vývoz. Američtí výrobci a spotřebitelé se podle všeho snažili zrealizovat nákupy dováženého zboží ještě předtím, než prezidentem Trumpem zavedená cla výrazně zvýší jejich ceny. To podpořilo jinak strádající evropský průmysl, a zprostředkovaně pak i ten český. Očekáváme navíc, že spotřeba domácností v Q1 25 nadále rychle rostla, a to i přes opětovné zhoršení spotřebitelského sentimentu. Měsíční data tržeb z maloobchodu a služeb ale ukazují, že silný růst spotřebitelské poptávky se týkal zejména přelomu roku a v dalších měsících již mohl slábnout. Fixní investice naproti tomu nejspíše pokračovaly v sestupném trendu. Výsledek německých parlamentních voleb a brzká shoda nad plánem výrazného navýšení tamních vládních výdajů zprvu vedla k nárůstu optimismu ohledně výhledu německé a evropské ekonomiky. Ten však velmi rychle odezněl poté, co prezident Trump začátkem dubna rozhodl o uvalení cel na téměř všechen dovoz do USA. Nejistotu kolem ekonomických dopadů cel přitom ještě zesiluje chaotická komunikace amerického prezidenta, když rozsah i výše cel byly předmětem častých změn.

Růst domácí poptávky podpoří spotřeba domácností a vlády, zatímco fixní investice budou klesat (%, pb, y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Míra úspor i ochota domácností spořit zůstává na zvýšených úrovních (%, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Úmysl spořit v následujících 12 měsících je vyjádřen jako saldo odpovědí v %, které vychází z dotazníkového šetření ČSÚ (konjunkturální průzkum).

V naší prognóze předpokládáme, že americká cla sníží výkon české ekonomiky v souhrnu o 1,0-1,5 % a ta během letošního druhého pololetí spadne do mírné recese.

Současná podoba amerických opatření vůči dovozům z EU implikuje efektivní celní sazbu v rozmezí 10-15 %, což by podle našich odhadů vedlo k poklesu tuzemského HDP o 1-3 %. Původně ohlášená varianta zahrnující nulovou sazbu na dovozy farmaceutických výrobků, vyšší 25% sazbu na produkty automobilového průmyslu a 20% plošnou sazbu na většinu ostatního zboží by představovala souhrnnou efektivní celní sazbu ve výši přibližně 15 %. Ta by podle našich výpočtů způsobila pokles českého HDP o 1,5-3,0 %. V případě nižší 10% plošné sazby na ostatní zboží, která by měla platit během moratoria v délce 90 dnů, souhrnná efektivní sazba činí zhruba 10 % a rozsah možných dopadů na HDP se snižuje na 1,0-2,0 %. Kromě těchto dvou scénářů v níže uvedené tabulce uvažujeme ještě se cly na farmaceutické výrobky, jejichž zavedení prezident Trump rovněž zvažuje. Ty jsou před stroji a auty nejvýznamnější skupinou zboží, které EU do USA vyváží. Přitom zhruba 85 % námi odhadovaných dopadů amerických cel na českou ekonomiku je zprostředkovaných právě přes trh EU. Tam ČR vyváží 78 % svého zboží, zatímco přímo do USA jdou pouhá 3 %. Podíl USA na vývozech EU je však násobně vyšší, když v roce 2024 činil 20,6 %. Podrobněji se kvantifikaci dopadů různě vysokých amerických cel na českou ekonomiku věnujeme ve speciálním reportu: https://bit.ly/US_tariffs_Czech_economy_CZ.

Efektivní celní sazba na evropské dovozy do USA a dopad na český HDP pro různé scénáře

Celní sazby na dovoz do USA pro uvedené skupiny zboží, implikovaná souhrnná efektivní sazba a odhadovaný dopad na český HDP	Původní varianta	Moratorium	Moratorium + 10 % na farmacii	Moratorium + 25 % na farmacii
Farmaceutické výrobky	0 %	0 %	10 %	25 %
Motorová vozidla (včetně dílů)	25 %	25 %	25 %	25 %
Plošná sazba na ostatní zboží	20 %	10 %	10 %	10 %
Přibližná efektivní sazba pro EU	15 %	10 %	10 %	15 %
Odhadovaný pokles českého HDP	1,5-3,0 %	1,0-2,0 %	1,0-2,0 %	1,5-3,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že česká ekonomika ve druhé polovině letošního roku projde mělkou recesí a za roky 2025 i 2026 vykáže růst jen mírně přesahující 1 %. Naše prognóza je postavena na předpokladu, že americká cla způsobí pokles tuzemského HDP v souhrnu o 1,0-1,5 %. To je konzistentní s efektivní celní sazbou na dovozy z EU ve výši 10-15 %, kterou implikují současná americká opatření. V rámci intervalu námi odhadnutých dopadů vyplývajících z výše uvedené tabulky (1-3 %), se ale držíme poblíž jeho spodní hranice. Očekáváme, že ekonomika bude v Q2 25 mezičtvrtletně stagnovat a poté klesne o 0,4 % q/q v Q3 25 a o 0,2 % q/q v Q4 25. K poklesu HDP bude přispívat i samotné odeznívání efektu předzásobení ze začátku roku. Navzdory mírné recesi ve druhém letošním pololetí předpovídáme růst ekonomiky v roce 2025 o 1,5 %, tedy stejně jako v lednové prognóze. Důvodem je výrazně silnější růst ekonomiky na přelomu roku, než s jakým jsme původně počítali. Vliv recese v H2 25 se ovšem plně projeví na výsledku ekonomiky za rok 2026, pro který nyní očekáváme růst HDP pouze o 1,2 % oproti 2,2 % v naší minulé prognóze. Z hlediska mezičtvrtletního vývoje HDP ale předpokládáme, že v roce 2026 již bude docházet k postupnému obnovení jeho růstu. Hlavním kanálem negativních dopadů amerických cel na ekonomiku podle nás budou nižší fixní investice a čisté vývozy. Z hlediska odvětví bude zasažen především průmysl, pro který letos očekáváme třetí rok v řadě pokles. Růst spotřeby domácností by podle nás měl sice pokračovat, avšak jeho tempo by v H2 25 mělo vlivem recese ekonomiky výrazně zpomalit. Pokračující růst spotřeby domácností by měla podpořit vysoká úroveň nahromaděných úspor i dohánění předpandemické úrovně. Té by podle naší prognózy měla spotřeba domácností dosáhnout až v Q1 26.

Nejistota naší prognózy je značná. Její platnost je podmíněna zejména naplněním našich předpokladů o výši amerických cel na dovoz z EU. Významnější odchýlení se od efektivní sazby ve výši 10-15 % či úplné zrušení cel by pravděpodobně prognózu do velké míry

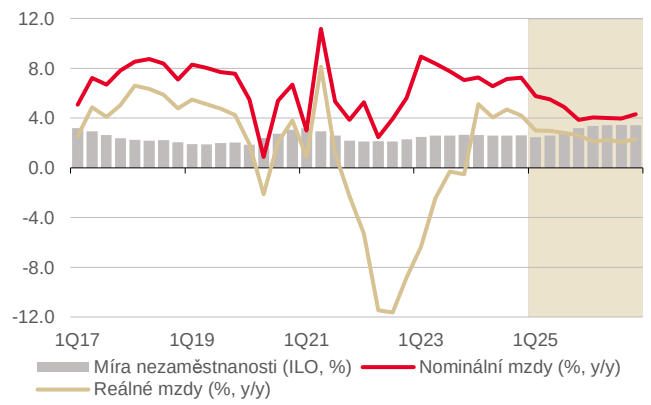
zneplatnilo. Na druhou stranu si ale myslíme, že i samotná nejistota týkající se zavedení cel, bez ohledu na to, zda ta nakonec přetrvají či nikoliv, bude mít negativní dopady na ekonomický růst. Působení enormní nejistoty a strmý nárůst celní zátěže je důvod, proč očekáváme nástup negativních dopadů poměrně rychle. Rychlý nástup hospodářského útlumu je rovněž součástí vnějších předpokladů naší prognózy, a to jak v případě Německa, tak i celé eurozóny. Tyto předpoklady zároveň berou v úvahu pozitivní vliv očekávaných vyšších vládních investic do infrastruktury a obrany, které částečně kompenzují negativní působení amerických cel. To přispívá k naší prognóze, že recese bude pouze mělké povahy.

Vyšší nezaměstnanost zbrzdí růst mezd

Útlum ekonomiky bude důvodem mírného ochlazení na trhu práce, který ale zůstane napjatý.

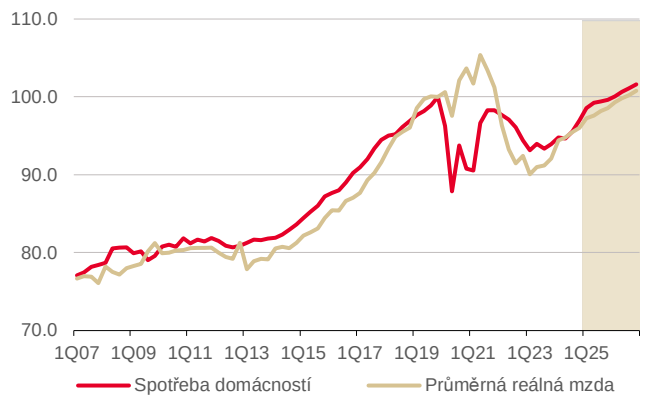
Po loňských 7,1 % v letošním roce očekáváme zpomalení růstu nominálních mezd na 5,0 % a v roce 2026 na 4,1 %. To je v obou letech nižší růst, než jaký jsme odhadovali v naší lednové prognóze (5,4 %, resp. 4,6 %). Důvodem tohoto zhoršení je pesimističtější výhled pro ekonomiku jako celek. V reálném vyjádření podle nás mzdy letos porostou o 2,9 % a v příštím roce o 2,2 %, své předpandemické úrovně ovšem dosáhnou až koncem roku 2026. Snaha zaměstnanců o kompenzaci předchozího propadu reálných mezd by tak měla držet mzdovou dynamiku na zvýšených úrovních, a to i přes očekávané ochlazení na trhu práce. Obecná míra nezaměstnanosti podle naší prognózy vzroste z loňských 2,6 % na 2,8 % v roce 2025 a 3,4 % v roce 2026. Vliv recese v H2 25 podobně jako u ostatních makroekonomických proměnných bude tudíž více patrný na celoročních statistikách za rok 2026. V souladu s pouze mírnou recesí tedy předpovídáme jen mírný nárůst nezaměstnanosti a tuzemský trh práce by tak měl zůstat napjatý. I tato skutečnost by měla přispívat k dalšímu zvyšování mezd a spotřeby domácností. V případě zaměstnanosti letos očekáváme výrazný nárůst o 1,7 %, který indikují již pozorovaná měsíční data ze začátku roku. Jde pravděpodobně o do jisté míry technický vliv pokračujícího postupného zohledňování pracovníků z Ukrajiny ve statistikách trhu práce.

Růst mezd bude zpomalovat pod tlakem slabé ekonomiky a vyšší nezaměstnanosti



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K obnovení předpandemické úrovně reálných mezd a spotřeby domácností dojde až v roce 2026 (Q4 19=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ochlazení ekonomiky a nižší ceny komodit pomůžou inflaci k cíli

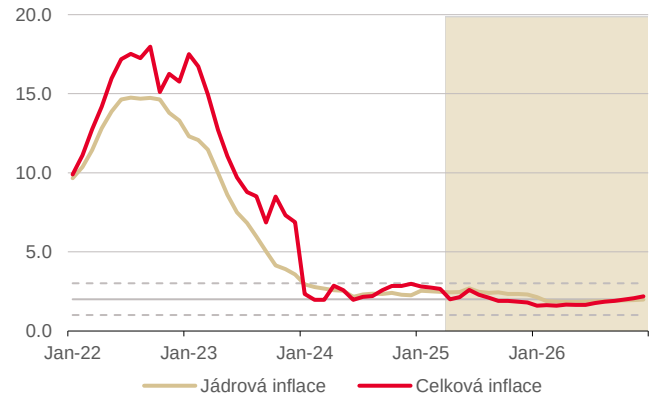
Pokles inflace byl na začátku letošního roku pomalejší, než jsme čekali. Meziroční inflace klesla z průměrných 2,9 % v Q4 24 na 2,7 % v Q1 25, zatímco my jsme očekávali 2,5 %. Vyšší byla zejména dynamika regulovaných cen, a to z důvodu pozvolnějšího poklesu cen energií pro domácnosti. Překvapila i jádrová inflace, která v meziročním vyjádření zrychlila z 2,3 % v Q4 24 na 2,5 % v Q1 25 oproti námi očekávané stagnaci. Na vyšší růst spotřebitelských cen působil také silnější dopad vyšších spotřebních daní na tabákové výrobky a alkohol, než s jakým jsme počítali. Proti tomu naopak působilo rychlejší snižování cen pohonných hmot (-4,4 % y/y v Q1 25). Růst cen potravin (včetně nápojů a tabáku) ve výši 4,2 % y/y v Q1 25 pak zhruba odpovídal naší lednové prognóze.

Celková a jádrová inflace se v letošním i příštím roce budou držet poblíž dvouprocentního cíle centrální banky či dokonce mírně pod ním.

Letošní inflace bude podle nás v průměru činit 2,2 % a v příštím roce klesne na 1,8 %. Ve srovnání s naší minulou prognózou je odhad pro letošní rok stejný, zatímco ten pro příští rok je oproti původním 2,1 % mírně nižší. Po více volatilní meziroční inflaci v první polovině letošního roku, která by ale měla zůstat uvnitř tolerančního pásma ČNB, očekáváme její ustálení poblíž dvouprocentního cíle či mírně pod ním v druhém pololetí. Důsledky recese by se v cenovém vývoji měly podle nás projevit zejména v první polovině příštího roku, kdy očekáváme meziroční inflaci výrazněji pod 2 %. Dynamika cen zboží by měla nadále zůstat utlumená, a to v souladu s celosvětově slabým výkonem průmyslu. Pozitivně by měl působit také nedávný pokles cen komodit na světových trzích vlivem zhoršeného výhledu pro růst světové ekonomiky. Ten se týká i energetických komodit, včetně výrazně levnější ropy. Naše prognóza tak v letošním i příštím roce předpokládá výrazný pokles cen pohonných hmot a jen mírný růst regulovaných cen. Na nižší ceny části dováženého zboží by pak měl rovněž působit trend oslabujícího dolaru vůči euru. Ceny některých agrárních komodit však setrvávají na vyšších úrovních. Ceny potravin tak nejspíše zůstanou proinflačním faktorem. V letošním roce očekáváme jejich růst v průměru o 3,4 % a v roce příštím o 2,2 %.

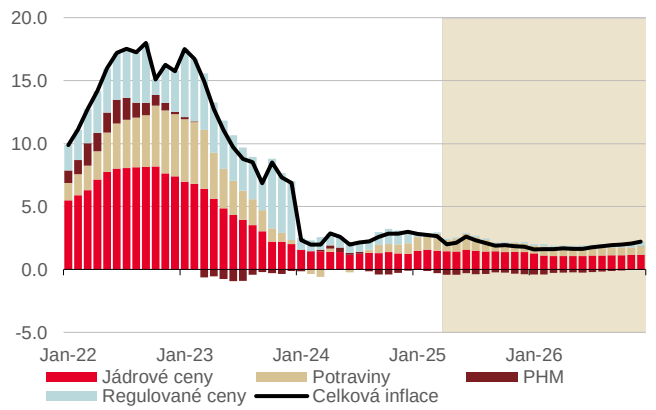
Jádrovou inflaci v letošním roce očekáváme na 2,4 % a příští rok její zpomalení na 1,9 %. To je v letošním roce více a v tom příštím naopak méně, než jsme předpovídali v naší lednové prognóze (2,3 % a 2,2 %). Nad dvouprocentním cílem budou jádrovou inflaci letos držet ceny služeb, včetně imputovaného a skutečně placeného nájemného. Růst cen bydlení bude odrážet silné oživení na nemovitostním trhu v prostředí omezené nabídky bytů a domů na prodej. Přestože růst cen služeb pravděpodobně zůstane ještě nějakou dobu zvýšený, mělo by i tak docházet k jeho postupnému zpomalování v důsledku zpožděného vlivu přísné měnové politiky a útlumu ekonomiky. Zvýšenou dynamiku cen služeb budou navíc vyvažovat již zmíněné ceny zboží. Rizikem ve směru vyšší jádrové i celkové inflace jsou případná odvetná cla ze strany EU, která by zdražila dovozy. Na nižší celkovou i jádrovou inflaci by naopak působil možný silnější průsak hospodářského útlumu do mezd a spotřeby domácností, než s jakým v naší prognóze počítáme. Přesměrování čínských vývozů z USA do Evropy by pak rovněž vytvářeno silný tlak na nižší inflaci.

Inflace zůstane uvnitř tolerančního pásma ČNB a v příštím roce klesne mírně pod dvouprocentní cíl (%, y/y)



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

Růst cen potravin a služeb zůstane zvýšený, ceny energií a zboží budou naopak inflaci brzdit (%, pb, y/y)



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

Měnová politika

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

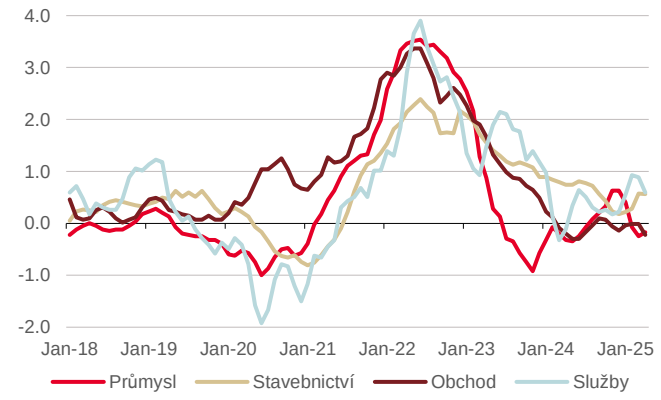
ČNB bude snižovat sazby pod tlakem amerických cel

Dosavadní kroky i komunikace centrální banky potvrzují opatrný postoj bankovní rady k uvolňování měnové politiky. To odráží naše prognóza úrokových sazeb, která očekává, že ČNB bude snižovat repo sazbu o 25 bb jednou za čtvrtletí. Ta by tak na konci roku měla dosáhnout 3 %. Přispívat k tomu bude zhoršování ekonomiky zapříčiněné působením amerických cel i návrat inflace ke dvouprocentnímu cíli. Rizika naší prognózy přitom po delší době hodnotíme jako vyrovnaná. Lze totiž předpokládat, že v případě výraznějších dopadů amerických cel bude centrální banka muset přejít k expanzivní měnové politice.

ČNB podle nás bude snižovat úrokové sazby jednou za kvartál o 25 bb a repo sazba tak na konci roku klesne na 3 %.

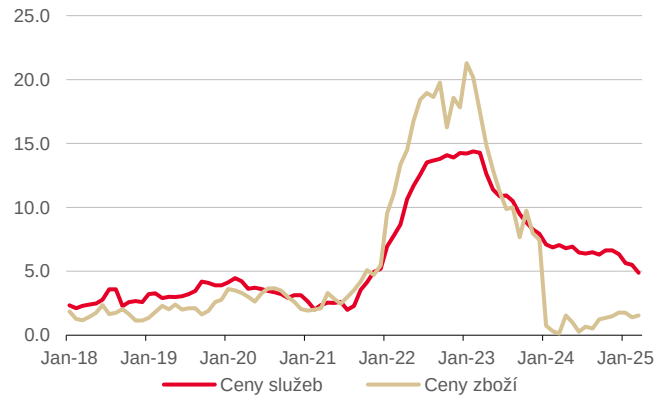
Česká národní banka pokračuje v pouze pozvolném snižování úrokových sazeb. Na únorovém zasedání sice snížila úrokové sazby o 25 bb, v březnu je ovšem již ponechala beze změny. V naší lednové prognóze jsme přitom očekávali snížení o 25 bb na obou zasedáních. Základní repo sazba tak nyní činí 3,75 %. K březnové stabilitě úrokových sazeb přispěla jednak zvýšená globální nejistota ve spojitosti s dopady amerických cel, stejně tak ale i proinflační rizika únorové prognózy ČNB. Ta se týkají hlavně silnějšího růstu ekonomiky. Centrální banka podobně jako my pro Q4 24 očekávala pouze slabý mezičtvrtletní růst HDP o 0,2 % oproti skutečným 0,7 %. Mzdový růst za Q4 24 ve výši 7,2 % y/y byl oproti prognóze ČNB (7,0 %) jen mírně vyšší. To samé platí o meziroční inflaci, která v Q1 25 v průměru dosáhla 2,7 %, zatímco centrální banka ji čekala na 2,6 %. Jádrová inflace však byla plně v souladu s prognózou ČNB čítající 2,5 % y/y. V rámci proinflačních rizik, na která bankovní rada upozorňuje, významnou roli nadále hraje zvýšený růst cen služeb. Ten v březnu podle dat CPI zpomalil z 4,7 % na 4,5 % y/y, podle dat HICP pak zvolnil z 5,5 % na 4,9 %.

Inflační očekávání ve službách a stavebnictví jsou zvýšená, v průmyslu a obchodu naopak utlumená (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.

Ceny služeb nadále rostou rychlým tempem, dynamika cen zboží naopak zůstává pod 2% cílem (HICP, %, y/y)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

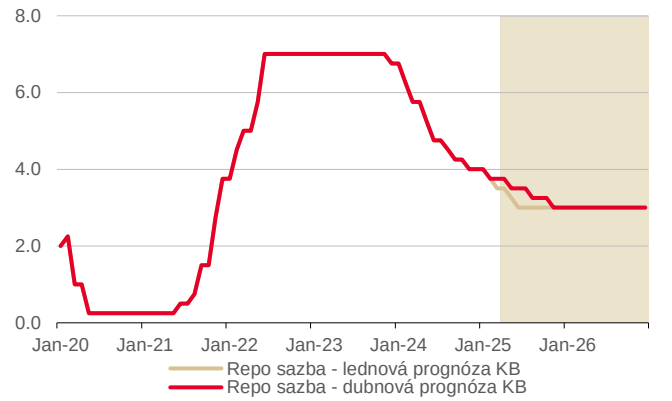
Na konci roku stále očekáváme repo sazbu na 3 %, její pokles ale pravděpodobně bude oproti naší lednové prognóze pozvolnější. Nyní předpovídáme snížení úrokových sazeb o 25 bb jednou za čtvrtletí, konkrétně na květnovém, srpnovém a listopadovém zasedání. V lednové prognóze jsme dosažení terminální úrovně 3 % předpokládali již v červnu. Ve směru pozvolnějšího poklesu úrokových sazeb působí přetrvávající opatrnost bankovní rady, která nadále klade důraz především na proinflační rizika. Oporu pro obezřetný přístup bankovní radě zřejmě poskytne také vysoká globální nejistota. Námi očekáváné snížení úrokových sazeb o 25 bb na nadcházejícím květnovém zasedání je podle nás spojeno s minimálním rizikem

měnověpolitické chyby, což by bankovní radu mělo k tomuto kroku přesvědčit. I po snížení repo sazby na 3,5 % by totiž měnová politika pravděpodobně zůstala mírně restriktivní. ČNB by zároveň byla více připravena reagovat na případnou materializaci výrazných rizik působících ve směru slabší ekonomiky. Jejich zhmotnění bude podle nás viditelné již na významném zhoršení mezičtvrtletní dynamiky HDP za Q2 25. To ČNB uvidí ve zveřejněných datech ještě před svým srpnovým zasedáním, na kterém z důvodu toho podle nás přistoupí k dalšímu snížení sazeb. Před listopadovým zasedáním pak budou zveřejněna data za Q3 25, která již podle naší prognózy ukáží na mezičtvrtletní pokles HDP a repo sazba tak klesne na terminální 3 %.

Komunikace bankovní rady sice zůstává jestřábí, americká cla jsou ovšem významným negativním rizikem pro ekonomiku.

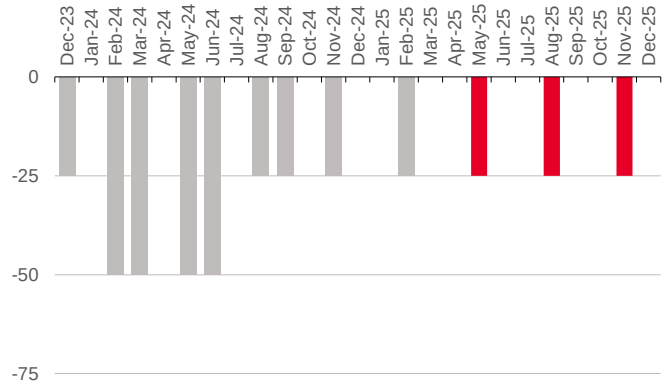
Rizika naší prognózy úrokových sazeb v současnosti vnímáme jako vyrovnaná. V několika předchozích prognózách jsme přitom bilanci rizik kvůli jestřábí komunikaci bankovní rady vždy hodnotili jako vychýlenou ve směru vyšších sazeb po delší dobu. Proti tomu ale nyní působí riziko útlumu ekonomiky kvůli vlivu amerických cel. V naší prognóze bereme v úvahu dopady amerických cel na spodní hranici našich odhadů. V případě, že by se naplňovaly spíše pesimistické scénáře, ČNB by pravděpodobně musela repo sazbu snížit pod 3 %. To bude záležet i na tom, jak moc bude zasažena spotřeba domácností. Ta podle naší prognózy zůstane odolná, což je důvod, proč inflace v roce 2026 neklesne výrazně pod 2 % a pokles repo sazby se zastaví na podle nás neutrálních 3 %. Otázkou však stále zůstává, jakou výši repo sazby za neutrální považuje bankovní rada. Ta se dosud spíše klonila k úrovni vyšší než 3 %. Pro některé centrální bankéře tak 3 % již mohou představovat mírně expanzivní působení měnové politiky.

Repo sazba se na konci roku dostane na terminální 3,0 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles repo sazby bude pokračovat tempem 25 bb za kvartál



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální politika

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

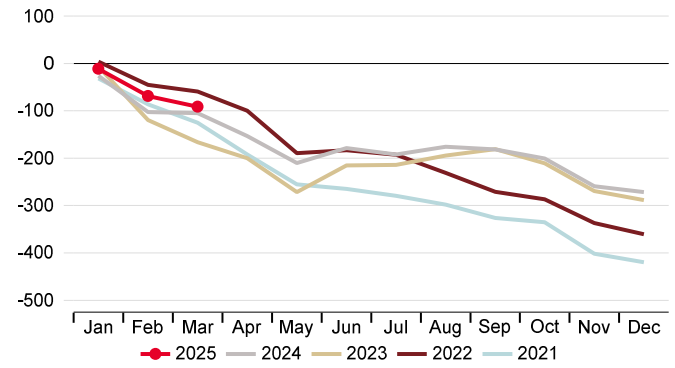
Konsolidace ubírá na tempu

Na dodatečné obranné výdaje by se v následujících letech nově měla vztahovat výjimka z tuzemských rozpočtových pravidel. Předpokládáme proto o něco pomalejší tempo konsolidace než v minulé prognóze. I tak by ale podle nás mělo Česko nadále plnit Maastrichtská kritéria deficitu veřejných financí i výše dluhu. Schodek státního rozpočtu by se letos měl zmírnit z loňských 271,4 mld. CZK na 240 mld. CZK. V poměru k HDP letos podle nás deficit veřejných financí setrvá poblíž loňských 2,2 %. Působení fiskální politiky na ekonomiku by v letošním roce podle našeho odhadu mělo být zhruba neutrální. Vzhledem k trendu rozvolňování fiskálních pravidel v Evropě a stále relativně nízkému celkovému dluhu ČR ovšem vnímáme střednědobě riziko, že by nakonec mohlo dojít k ještě výraznější revizi tuzemských pravidel směrem k uvolněnější fiskální politice. K více deficitnímu hospodaření vychyluje riziko i rostoucí pravděpodobnost výraznějšího ekonomického útlumu spojeného s nárůstem celních bariér ve světovém obchodě.

Plnění rozpočtu naznačuje pokračující oživování české ekonomiky

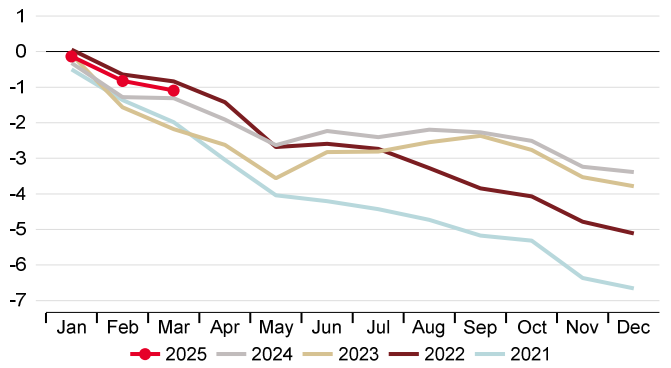
Hotovostní schodek státního rozpočtu v letošním prvním čtvrtletí dosáhl 91,2 mld. CZK. Obecně podle nás dosavadní data o plnění státního rozpočtu nesignalizují dodatečné riziko nesplnění plánovaného salda ve výši -241 mld. CZK nad rámec negativních faktorů, které podrobněji diskutujeme dále.

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



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

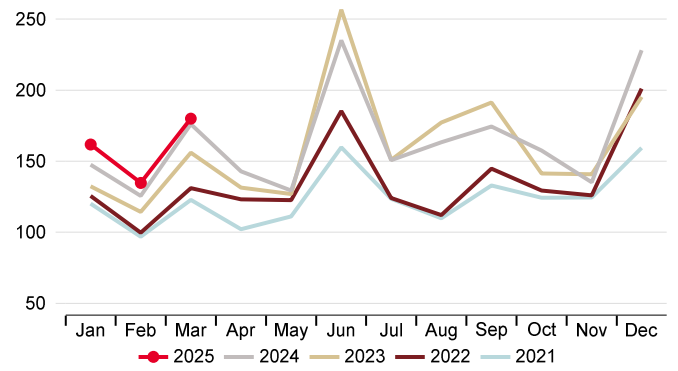
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



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

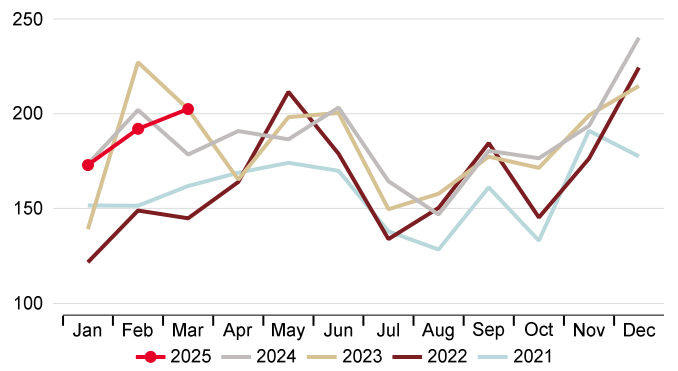
Výdaje byly za první tři měsíce letošního roku meziročně vyšší o 13,6 mld. CZK (+2,4 %). Oproti loňsku rostly hlavně transfery rozpočtům územní úrovně (+8,2 mld. CZK), zejména v souvislosti s financováním vzdělávání. Významně se zvýšily i výdaje na obsluhu státního dluhu (+5,1 mld. CZK). Patrný je též nárůst investičních transferů SFDI. Zvýšení výdajů (nejen) v těchto kapitolách částečně kompenzovaly meziročně nižší transfery podnikatelům, především v důsledku ukončení zastropování cen elektřiny. **Příjmy vzrostly do konce března meziročně o 27,4 mld. CZK (+6,1 %).** Z jednotlivých položek k tomu nejvíce přispělo pojistné (+13,3 mld. CZK) a DPH (+6,1 mld. CZK). Dynamika obou položek naznačuje, že zřejmě pokračuje solidní růst mezd, který se odráží v oživování 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

V letošním roce by se měl deficit státního rozpočtu zmírnit k 240 mld. CZK

Růst příjmové strany státního rozpočtu letos oproti loňské skutečnosti podle nás potáhne hlavně pojistné, ale i vyšší inkasa DPFO a DPH. V tom by se měl odrazit pokračující solidní růst nominálních mezd i spotřeby, a v případě DPFO i některé legislativní změny přijaté v rámci konsolidačního balíčku s platností od počátku roku 2025. K nárůstu výdajů letos pravděpodobně nejvýrazněji přispějí investice, znatelné by ale mělo být i navýšení objemu vyplacených sociálních dávek, zejména starobních důchodů. Na zvýšených úrovních zůstanou rovněž náklady na obsluhu státního dluhu, které letos dále vzrostou a dosáhnou okolo 100 mld. CZK. V následujících letech by se měl deficit státního rozpočtu podle našich předpokladů postupně zmírňovat ke 170 mld. CZK v roce 2029.

Riziko pro státní rozpočet je na celém horizontu vychýleno spíše směrem k horšímu hospodaření. V letošním roce tímto směrem ukazuje kromě nejasností ohledně některých položek (příjmy z emisních povolenek, výdaje na školství a OZE) i růst ekonomiky, který bude podle našeho odhadu výrazně nižší, než s čím počítala srpnová prognóza MF, na které byl rozpočet sestaven (MF: 2,7 %, KB: 1,5 %). V dalších letech působí stejným směrem kromě rostoucího rizika výraznějšího útlumu světové ekonomiky v souvislosti s nárůstem celních bariér i případné rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel nad rámec (v základním scénáři obsaženého) postupného navyšování výdajů na obranu tempem 0,2 pb počínaje rokem 2026. Rozpočtová pravidla EU jsou totiž ve srovnání s českou legislativou méně přísná, když vyžadují „pouze“ deficit veřejných financí do 3 % HDP. V posledních měsících je navíc v kontextu navyšování výdajů na obranu patrná tendence fiskální pravidla EU dále rozvolnit. Směrem k vyššímu deficitu by mohlo působit i případné poskytnutí návratné finanční výpomoci na stavbu jaderných bloků ze strany státu. Rizikem, které by mohlo tyto faktory kompenzovat v opačném směru, je naopak případné využití jiných zdrojů financování (úspory v jiných kapitolách, zvýšení daňových příjmů či využití prostředků z EU).

Schodek veřejných financí bezpečně pod 3 % HDP

Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí stejně jako loni s deficitem ve výši 2,2 % HDP.

Letos očekáváme setrvání deficitu veřejných financí na 2,2 % HDP. Loňský deficit v akruální metodice ESA oproti signálům z hotovostního plnění nakonec pozitivně překvapil. Důvodem by mohl být růst výdajů na obranu koncem loňského roku. V akruálních statistikách se totiž tyto výdaje mohou projevit až s určitým časovým odstupem. Oproti ústředním vládním institucím, respektive státnímu rozpočtu, byl deficit veřejných financí jako celku snižován kladným saldem hospodaření územních samospráv, které je přebytkové již od roku 2013. S tím pokračovala i kumulace zůstatků na jejich bankovních účtech. Ke konci loňského roku měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 527,4 mld. CZK (+9,9 % y/y), zatímco jejich dluh činil 89,5 mld. CZK (-0,6 % y/y). Deficit veřejných financí by

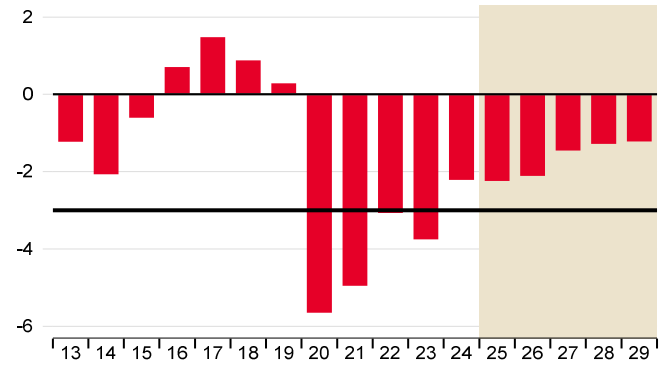
měl být oproti státnímu rozpočtu v poměru k HDP nižší i na výhledu, když předpokládáme pokračování přebytkového hospodaření municipalit. Za zmírněním deficitu v roce 2027 je tak primárně snížení deficitu státního rozpočtu v souladu se zákonem. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2025-2029 poroste v průměru o 0,4 pb ročně, aby v roce 2029 dosáhl 45,5 % HDP. Česká republika tak pravděpodobně zůstane mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU.

Dynamika veřejných financí

	2024	2025f	2026f	2027f	2028f	2029f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,2	-2,2	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,0
Veřejný dluh (mld. CZK)	3 491,9	3 731,9	3 961,9	4 136,9	4301,9	4471,9
Veřejný dluh (% HDP)	43,6	45,2	46,5	46,2	45,9	45,5

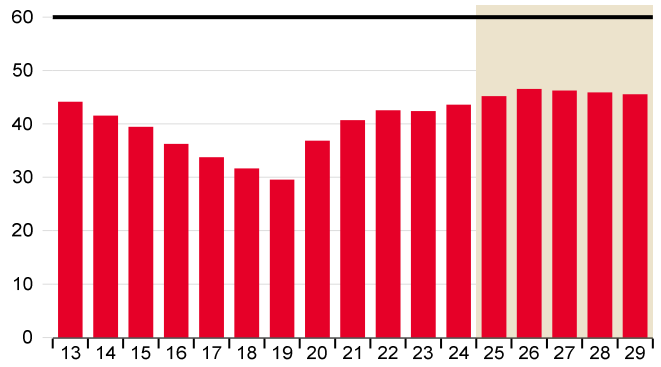
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

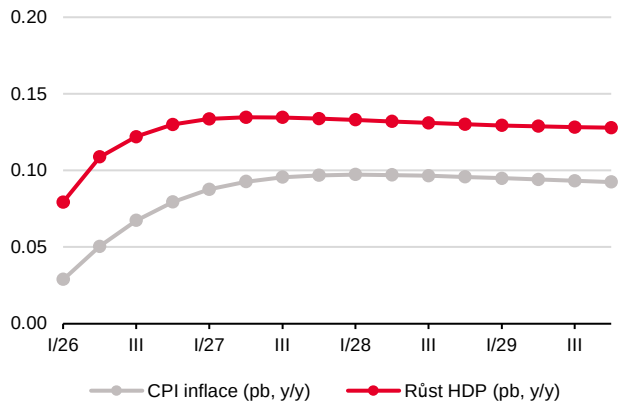
Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

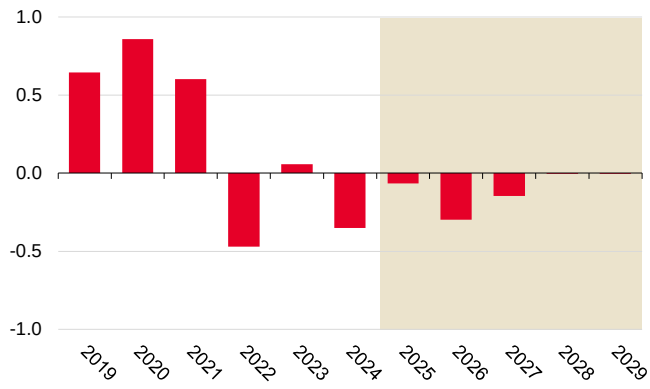
Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku by mělo být v letošním roce zhruba neutrální. Po viditelném zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v loňském roce, ke kterému přispěl mimo jiné tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem letos zcela odezní. Mírné restriktivní působení fiskální politiky na hospodářský růst se poté obnoví v letech 2026-2027 v souvislosti s konsolidační trajektorií danou zákonem, byť to bude částečně tlumeno naopak vyššími výdaji na obranu. Ty by se měly zvyšovat tempem 0,2 pb za rok až na cílová 3 % HDP v roce 2030. Dílčí dopad obecného navýšení veřejných výdajů v tomto rozsahu je podle našeho odhadu v průměru kolem +0,1 pb do růstové dynamiky HDP i inflace za rok na celém horizontu prognózy. Nejedná se tedy o příliš významnou změnu fiskálních předpokladů naší makroekonomické prognózy.

Dopad postupného zvyšování veřejných výdajů tempem 0,2 pb HDP ročně v letech 2026-2029



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Odhad dopadů nárůstu veřejných výdajů na základě BVAR modelu do růstu HDP a cenové hladiny. Strukturální šoky do poměru příjmů a výdajů sektoru vládních institucí k HDP byly identifikovány na základě znaménkových restrikcí.

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.

Tabulka prognózy

	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	1,4	1,8	2,4	2,2	1,1	0,3	-0,1	0,6	1,0	1,5	1,2	2,8	2,5	2,4
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,4	3,2	4,0	4,9	4,0	2,7	1,5	1,4	2,0	3,9	1,7	2,3	2,4	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	3,4	3,3	4,2	2,9	2,9	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	2,8	1,7	1,8	1,6
Fixní investice (reálně, y/y, %)	-0,6	-3,1	-3,5	-4,4	-5,6	-3,5	-1,3	0,2	-1,4	-4,3	0,9	3,9	3,5	3,3
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	0,5	-1,1	-0,5	-0,7	-0,3	-0,9	-1,2	-0,7	0,7	-0,6	-0,3	0,2	0,2	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,7	1,6	1,1	1,2	0,5	0,3	0,3	0,1	-0,9	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	28,2	43,4	96,9	62,4	5,9	27,1	82,4	53,1	227,1	192,4	176,4	201,5	235,3	252,2
Vývozy (nominálně, y/y, %)	10,5	4,6	6,0	2,2	3,5	-1,2	-0,5	1,5	4,7	2,6	3,1	6,2	5,4	5,5
Dovozy (nominálně, y/y, %)	7,6	5,1	5,2	3,1	5,6	0,1	0,8	2,4	2,4	3,5	3,6	5,9	4,9	5,4
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	0,7	-2,2	0,4	-0,2	-1,9	-1,8	-2,7	-0,6	-1,0	-0,9	1,1	4,0	2,6	2,7
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	0,3	3,1	0,0	4,5	4,0	-0,4	-0,2	0,0	-1,6	2,0	0,7	4,9	3,5	3,1
Maloobchod (reálně, y/y, %)	4,9	4,8	3,2	3,2	2,4	1,7	1,4	1,4	4,4	2,6	1,5	2,5	2,7	2,2
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,1	7,2	5,8	5,5	4,9	3,9	4,0	4,0	7,1	5,0	4,1	4,4	4,6	4,3
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,7	4,2	3,0	3,0	2,8	2,6	2,1	2,3	4,5	2,9	2,2	2,3	2,5	2,2
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	3,8	3,9	4,3	4,1	4,4	4,8	5,2	4,9	3,8	4,4	5,1	4,8	4,6	4,5
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,9	3,1	3,5	3,4	2,6	2,8	3,4	3,2	3,0	2,9
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	2,3	2,3	1,7	2,2	1,8	1,3	-0,8	-0,6	2,6	1,7	-0,4	0,6	0,5	0,3
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,3	2,9	2,7	2,2	2,1	1,8	1,6	1,6	2,4	2,2	1,8	2,1	2,0	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,3	2,3	2,5	2,5	2,4	2,3	1,9	1,8	2,5	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
Ceny potravin (y/y, %) (*)	1,1	2,8	4,2	3,9	3,1	2,5	2,3	2,1	0,7	3,4	2,2	2,1	1,9	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-3,9	-7,4	-4,4	-11,1	-9,4	-8,9	-10,3	-6,9	-0,9	-8,4	-5,4	0,3	0,6	0,6
Regulované ceny (y/y, %)	5,8	7,4	1,2	0,5	0,7	0,4	1,1	1,6	6,3	0,7	1,7	2,1	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	1,2	1,8	0,0	-0,6	-1,3	-2,3	-0,5	0,6	0,8	-1,0	0,7	1,7	1,8	1,8
Finanční proměnné														
2T Repo (%, průměr)	4,6	4,1	3,9	3,6	3,4	3,1	3,0	3,0	5,1	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
3M PRIBOR (%, průměr)	4,5	4,0	3,8	3,6	3,5	3,3	3,3	3,3	5,0	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3
CZK/EUR (průměr)	25,2	25,2	25,1	25,1	25,2	25,1	25,0	25,0	25,1	25,1	24,9	24,6	24,5	24,3
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,0	1,2	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	0,7	0,8	0,5	0,8	1,3	1,2	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1	0,8	-0,2	-0,3	0,9	1,2	1,0	1,1
CPI v EMU (y/y, %)	2,1	2,2	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6	1,8	2,4	2,0	1,8	2,0	2,0	2,1
Ropa Brent (USD/brl, průměr)	82,0	73,1	75,0	62,5	61,0	60,0	62,5	61,4	80,8	64,6	62,2	63,6	64,9	65,8
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,10	1,07	1,05	1,10	1,12	1,13	1,15	1,16	1,08	1,10	1,17	1,19	1,21	1,23

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MPSV, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Poznámka: (*) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy

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

Mírný pokles sazeb a výnosů

Ekonomický útlum vyvolaný zvýšením celních bariér ve světovém obchodě by měl v letošním roce postupně snižovat korunové tržní úrokové sazby. Kratší korunové IRS bude podle nás pouze dočasně chránit před výraznějším poklesem rezervovaný postoj ČNB k dalšímu snižování měnověpolitických úrokových sazeb. Mírná recese ekonomiky pravděpodobně přispěje v letošním roce také k postupnému zužování rozpětí mezi výnosy dluhopisů a tržními úrokovými sazbami. Hrubá emise korunových státních dluhopisů by letos i příští rok měla vzrůst především vlivem vyššího objemu maturujících instrumentů, který převáží nad zmírňováním deficitu státního rozpočtu. V čistém vyjádření ale bude v obou letech obdobná jako loni, když ji odhadujeme na 2,6-2,7 % HDP.

Trh českých sazeb IRS: ekonomický útlum bude tlačit na další pokles sazeb

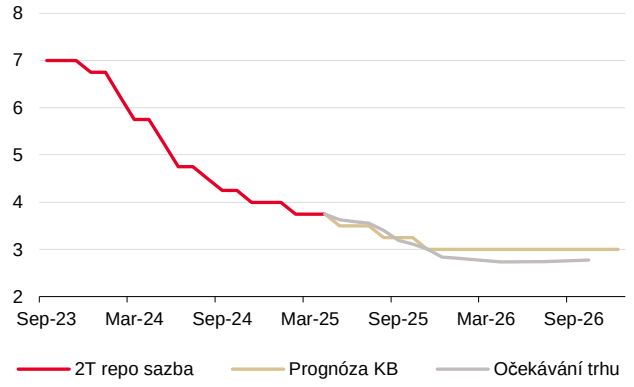
Ochlazení domácí ekonomiky v návaznosti na nárůst celních bariér by mělo přispět k letošnímu poklesu korunových tržních úrokových sazeb.

Pokles zahraničních tržních úrokových sazeb po oznámení nových amerických cel se odrazil i na korunové křivce. Zvýšené obavy o zpomalení dynamiky globální ekonomiky vedly k navýšení sázek trhů na uvolnění měnových politik, v případě eurozóny až do expanzivního teritoria. To se navzdory přetrvávajícímu jestřábímu postoji ČNB přelilo i do trhy očekávané trajektorie klíčové repo sazby, která by podle korunového peněžního trhu měla poklesnout ještě letos pod 3 %. My v základním scénáři nicméně tak výrazné uvolnění domácí měnové politiky nepředpokládáme. Očekáváme proto dočasnou stabilizaci kratšího konce korunové křivky. Napříč splatnostmi by se ale poté měla postupně začít projevovat slábnoucí domácí ekonomika, která podle nás v důsledku nárůstu protekcionistických opatření ve světovém obchodě letos projde mírnou recesí. Materializace rizika nárůstu celních bariér je současně hlavním důvodem přehodnocení naší prognózy korunových tržních úrokových sazeb směrem dolů.

Prognóza IRS (%)

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 29. 04. 2025 (%)



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

Výhled pro CZK IRS (%, konec období)

	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f
2Y	3,25	3,10	3,05	3,05
5Y	3,25	3,15	3,15	3,20
10Y	3,50	3,40	3,40	3,45

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Eurový trh stabilně nabízí nižší úroky

Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se s poklesem zahraničních sazeb mírně zlepšily napříč splatnostmi. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí nižší sazby

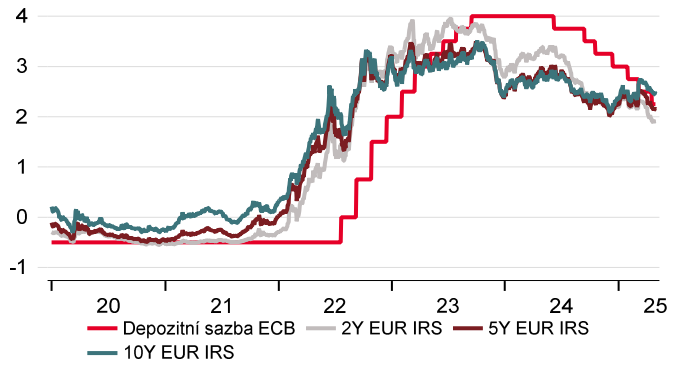
u kratších splatností. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.

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

Forward \ Maturita	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	3.38	3.21	3.20	3.26	3.52
3M	3.23	3.15	3.16	3.25	3.54
6M	3.09	3.10	3.14	3.25	3.55
9M	3.05	3.09	3.15	3.27	3.58
1Y	3.02	3.08	3.16	3.30	3.60
2Y	3.14	3.23	3.29	3.44	3.70
3Y	3.33	3.37	3.45	3.60	3.80

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 04. 2025

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hrubá emise státních dluhopisů letos viditelně vzroste, čistá mírněji

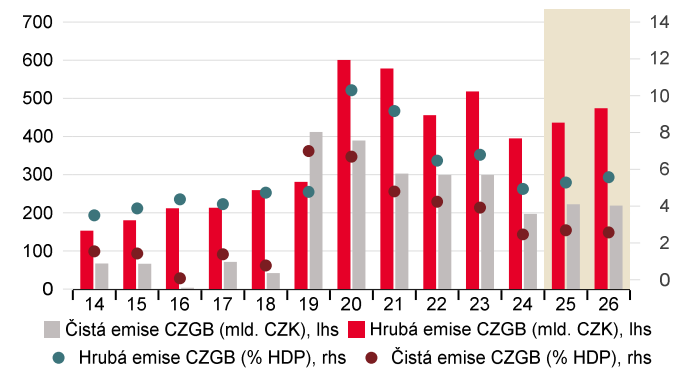
Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 240 mld. CZK po loňských 271,4 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 436,2 mld. CZK, a bude se tak nacházet v horní polovině intervalu indikovaném Ministerstvem financí (MF), které počítá s vydáním korunových státních dluhopisů v celkovém objemu 350-450 mld. CZK. Pro Q1 25 i Q2 25 MF stanovilo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů v primárních aukcích na 85,0 mld. CZK. Celkově za první čtyři kalendářní měsíce přitom vydalo na primárním trhu již dluhopisy za 130 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. **V příštím roce by čistá emise měla zůstat poblíž současné úrovně**, vyšší splátky maturujících dluhopisů by však měly způsobit meziroční nárůst objemu vydaných dluhopisů v hrubém vyjádření.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2025		2026	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	241,0	240,0	225,0	230,0
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 spořících dluhopisů	19,0	19,0	16,0	16,0
Splátky instrument peněžního trhu	81,3	81,3	0,0	70,0
Splátky pokladničních poukázek		81,3		60,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0		10,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6	26,5	26,5
Potřeba financování celkem	**563,5**	**562,5**	**525,1**	**600,0**
Nástroje peněžního trhu		70,0		60,0
Pokladniční poukázky		60,0		50,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		10,0		10,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		436,2		473,9
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		25,0		25,0
Hrubá emise spořících dluhopisů		1,3		1,1
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		15,0		20,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0		20,0
Zdroje financování celkem		**562,5**		**600,0**
Hrubá výpůjční potřeba		**547,5**		**580,0**
Čistá emise CZGB		**222,0**		**218,9**

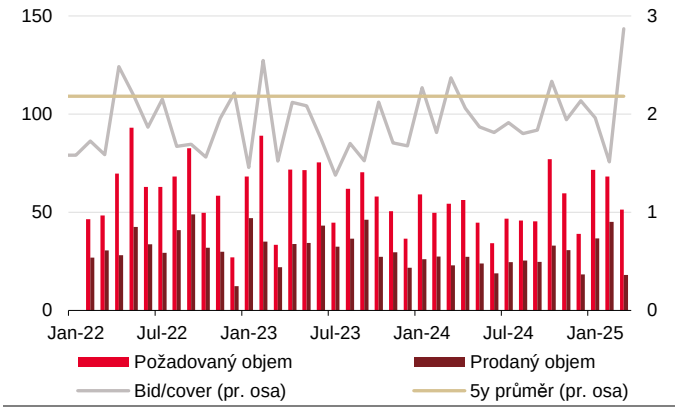
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)

	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,30	3,05	2,95	2,90
Výnos 5Y CZGB (%)	3,60	3,35	3,25	3,30
Výnos 10Y CZGB (%)	4,00	3,85	3,75	3,80
10Y CZGB ASW (bb)	50	40	40	30

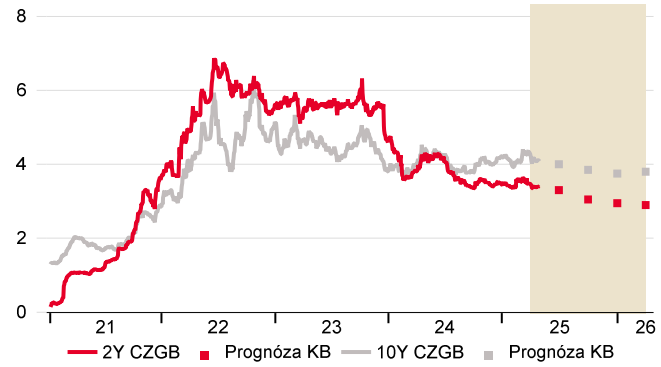
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj veřejných financí a ochlazení ekonomiky by dluhopisům mohlo prospět

Výnosy státních dluhopisů za nedávným poklesem IRS zaostávaly, došlo tak k rozevření ASW spreadů, a tedy jejich relativnímu zlevnění. To patrně odráželo silnou averzi k riziku, a tedy aktivům rozvíjejících se trhů. Deficit veřejných financí by však podle našeho odhadu letos měl setrvat na loňských 2,2 % HDP a domácí ekonomika současně dle

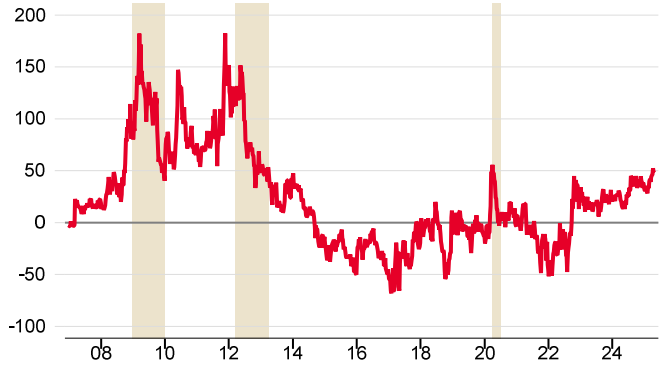
našich předpokladů letos projde mírnou recesí. Tato období byla přitom historicky spjata s poměrně silnou poptávkou po korunových dluhopisech, která se odrážela ve zužování rozpětí vůči tržním sazbám. Stejně jako v případě tržních úrokových sazeb celkově očekáváme, že by měly výnosy dluhopisů mít tendenci postupně klesat, což bude ještě zvýrazněno jejich relativním zdražováním vůči IRS.

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

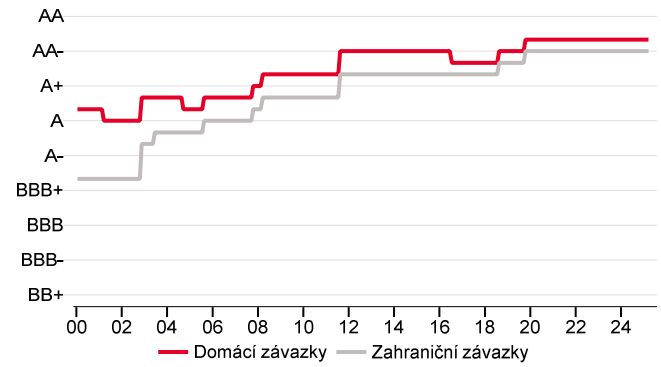
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nadále stabilní. K poslední změně došlo loni v únoru, kdy agentura Fitch, podobně jako v listopadu 2023 Moody's, zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Zhoršení výhledu agentury v roce 2022 spojovaly především s energetickou krizí, závislostí na energiích z Ruska a zhoršujícím se stavem veřejných financí, což jsou oblasti, ve kterých došlo od té doby ke zlepšení. 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

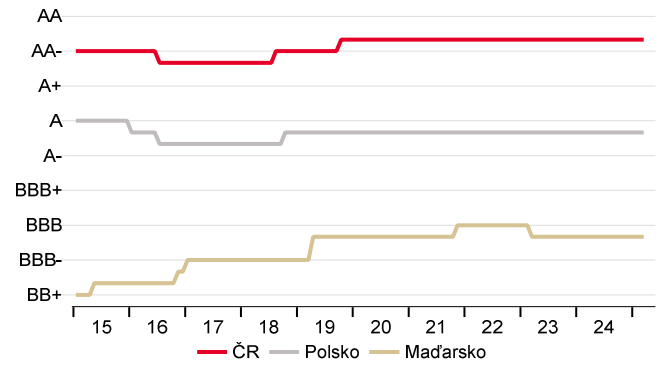
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)



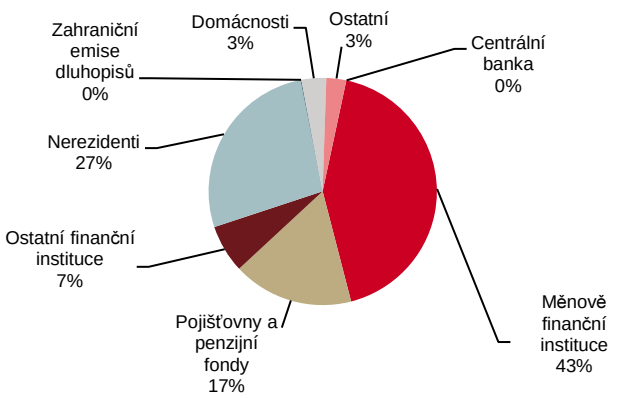
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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
2.40 Sep-25	0.4	0.0	85%	3.40	-2	-1	2.03	-21	-7	-3	-42		-15	0.8	23	-9.9	1	-55.2	24
6.00 Feb-26	0.8	0.0	71%	3.22	-6	-10	1.93	-23	0	10	-81		-12	1.0	21	8.3	23	-22.2	23
1.00 Jun-26	1.1	0.0	100%	3.33	1	5	2.07	-7	1	28	-33		-3	1.4	13	-2.4	10	-11.1	22
0.25 Feb-27	1.7	0.0	112%	3.33	1	-7	2.18	2	1	22	-15		11	0.8	24	-0.5	14	-5.8	21
2.50 Aug-28	3.1	0.0	94%	3.35	-2	-25	2.42	9	-3	10	-7		19	0.9	22	5.1	20	-1.8	20
5.50 Dec-28	3.2	10.3	81%	3.34	-1	-25	2.48	10	-2	11	-11		22	1.3	15	8.6	24	-1.3	19
5.75 Mar-29	3.5	0.0	123%	3.38	-2	-26	2.56	14	-3	9	-10		27	1.2	18	7.0	21	-0.7	18
2.75 Jul-29	3.8	0.0	100%	3.47	0	-24	2.63	18	-1	12	-6		31	1.0	19	0.3	16	0.3	16
0.05 Nov-29	4.4	0.0	62%	3.52	-1	-22	2.67	18	-2	13	-5		29	1.0	20	-1.4	13	1.0	15
0.95 May-30	4.8	0.0	100%	3.57	1	-24	2.75	23	-1	11	0		32	1.3	16	-2.8	8	1.5	13
5.00 Sep-30	4.6	0.0	101%	3.60	-2	-22	2.87	30	-2	13	-2		39	1.6	12	-1.9	12	1.8	12
1.20 Mar-31	5.5	0.0	100%	3.67	1	-23	2.84	27	-1	10	4		37	1.3	17	-4.4	3	2.3	11
6.20 Jun-31	4.9	4.9	100%	3.68	0	-23	2.98	38	-1	12	0		43	2.0	9	-2.4	9	2.4	10
1.75 Jun-32	6.4	0.0	100%	3.81	0	-23	2.98	33	-1	9	7		39	1.4	14	-4.2	5	3.1	9
4.50 Nov-32	6.2	21.5	95%	3.84	1	-23	3.11	42	-1	9	18		45	2.2	6	-3.3	6	3.2	6
3.00 Mar-33	6.8	11.2	55%	3.90	0	-23	3.10	40	-1	8	18		44	1.8	11	-5.0	2	3.4	4
2.00 Oct-33	7.4	0.0	100%	3.96	3	-16	3.10	39	0	10	17		42	1.8	10	-4.4	4	3.5	1
4.90 Apr-34	7.2	4.6	108%	3.95	0	-23	3.22	46	1	11	23		48	2.4	3	2.3	17	3.5	2
3.50 Jun-36	8.3	15.7	102%	4.04	-1	-22	3.24	44	1	8	22		48	2.1	7	4.6	19	3.5	3
3.60 Dec-36	8.7	0.0	32%	4.11	0	-20	3.34	46	0	7	24		49	2.3	4	7.8	22	3.3	5
4.20 Jul-37	8.9	5.8	100%	4.19	3	-18	3.45	55	2	10	25		55	2.6	2	3.8	18	3.2	7
1.95 Apr-40	10.2	4.1	60%	4.30	3	-14	3.39	48	2	11	26		49	2.2	5	-2.1	11	3.1	8
1.50 Apr-44	12.6	4.1	64%	4.41	0	-10	3.39	45	3	15	27		49	2.0	8	-2.9	7	1.4	14
4.00 Apr-44	12.8	4.1	10%	4.56	-1	-8	3.64	69	1	17	42		69	2.6	1	0.0	15	0.0	17

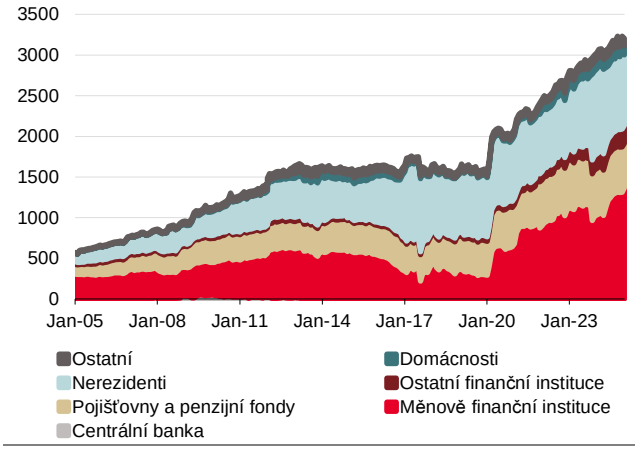
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Držba státních dluhopisů podle typu držitele (únor 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

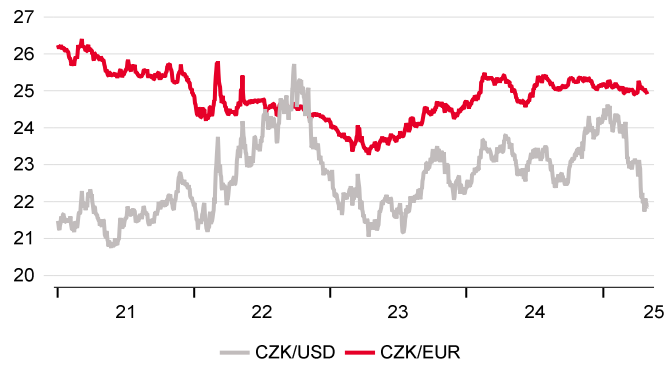
Posílení koruny se odkládá

Averze k rizikovým aktivům a útlum tuzemské ekonomiky v důsledku nárůstu celních bariér podle nás nedovolí koruně výrazněji posílit. Úrokový diferenciál na druhou stranu zůstává s podporou přetrvávající restriktivní politiky ČNB rozevřený a pokračovat by mohl i odliv kapitálu ze Spojených států. Ani to ale pravděpodobně nebude stačit na kompenzaci negativních faktorů. Celkově očekáváme, že koruna by se do konce roku mohla udržet v průměru nad 25 CZK/EUR. Nejistota však zůstává zvýšená, přičemž značná volatilita na globálních devizových trzích se prozatím na tuzemský trh nepromítla v plné výši.

Trhy začínají zpochybňovat dolar jako bezpečný přístav

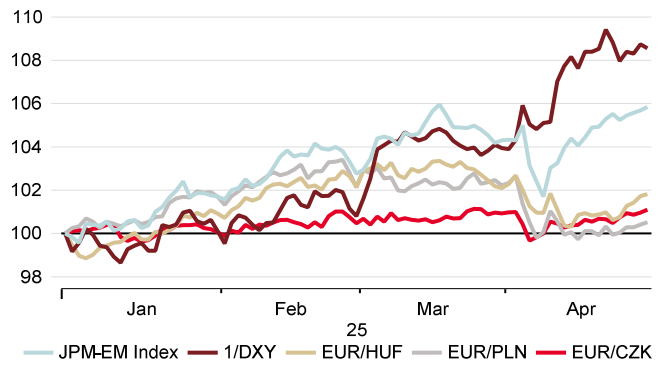
Koruna byla v dosavadním průběhu letošního roku v páru s eurem poměrně stabilní kolem 25 CZK/EUR. Zvýšená averze k rizikovým aktivům (a měnám EM) se zhruba kompenzovala s nadále rozšířeným úrokovým diferenciálem a výrazným přebytkem tuzemského zahraničního obchodu, respektive běžného účtu platební bilance, ve kterém se mohla odrazit i snaha o předzásobení před zavedením nových celních překážek. Vůči americkému dolaru pak koruna výrazně zpevnila. To bylo ovšem dáno primárně odlivem kapitálu ze zámořských aktiv doprovázeným oslabením amerického dolaru, jehož pozici coby tradičního bezpečného přístavu začínají trhy zpochybňovat. Rizika jsou podle nás navíc vychýlena k ještě výraznějšímu oslabení zelených bankovek než k hladině 1,15 USD/EUR v ročním horizontu, která je součástí vnějších předpokladů naší prognózy. Míra uvolnění měnové politiky Fedem by totiž mohla být výraznější, než předpokládáme v základním scénáři (více píšeme v kapitole *Vnější prostředí*).

Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

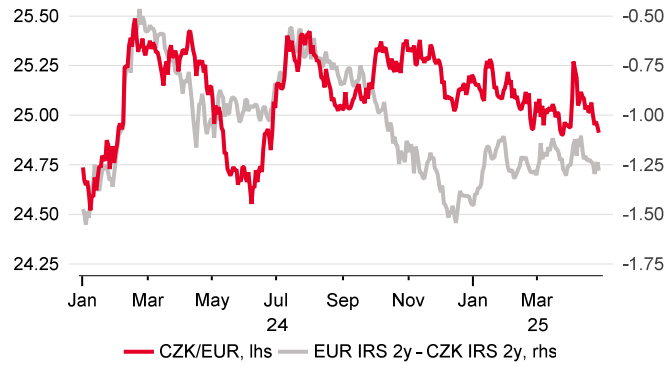
Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2025 = 100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2025.

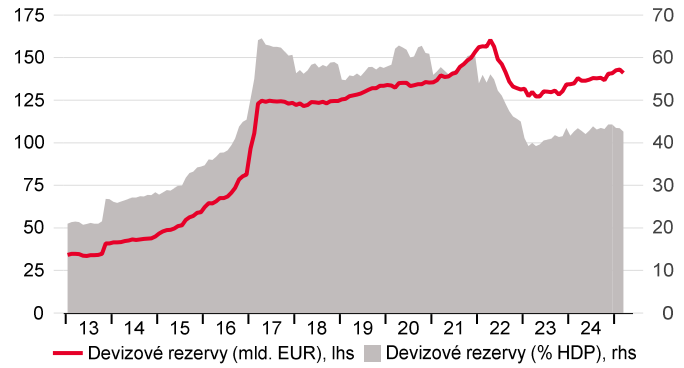
Chránit korunu před výraznějším oslabením by nadále měla ČNB. Opatrný přístup k dalšímu uvolňování měnové politiky (více v kapitole *Měnová politika*), které podle nás bude pravděpodobně mírnější, než co zaceňuje korunový peněžní trh, by měl udržet úrokový diferenciál korunových tržních úrokových sazeb relativně rozevřený. Stabilizační roli na kurz by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodejů výnosů z devizových rezerv ČNB, který se od září 2023 drží poblíž 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci letošního března činil 140,9 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.

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

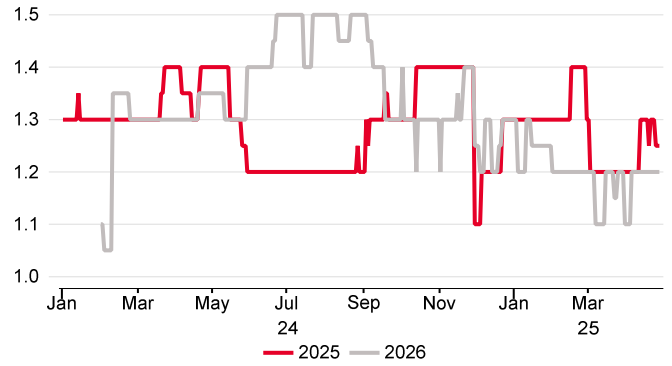
Devizové rezervy ČNB



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

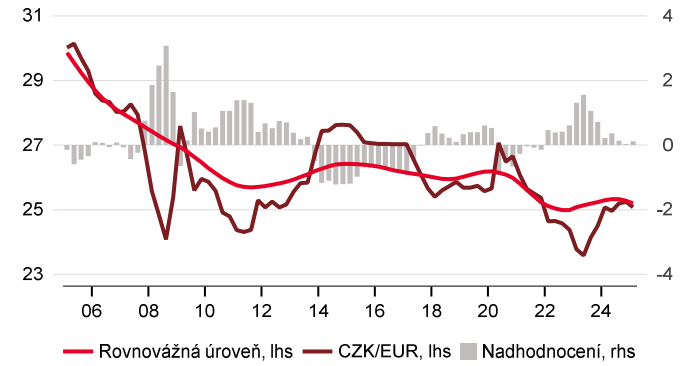
Ekonomická aktivita korunu podporovat na nejbližším horizontu nebude. Přestože se podle našeho odhadu nachází kurz poblíž své fundamentální rovnováhy, která je kolem 25 CZK/EUR, mírná recese vyvolaná nárůstem celních bariér ve světovém obchodě bude tlačit na oslabení koruny. Přetrvávat by sice měl kladný růstový diferenciál vůči eurozóně, ten by ale podle našich předpokladů měl být mnohem menší, než s čím počítá analytický konsenzus dle Bloomberg. Dopad na devizový kurz navíc tlumí fakt, že tahounem růstu by měla být domácí poptávka. Významnější obnovení reálné konvergence tuzemské ekonomiky k eurozóně by se podle našeho odhadu mělo obnovit až v roce 2027.

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rovnovážný kurz CZK/EUR

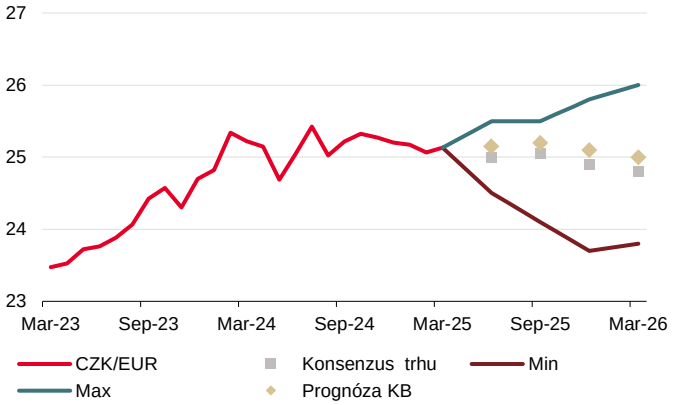


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konzistentního s vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali k mírně slabším úrovním. Přispěl k tomu hlavně zhoršený výhled dynamiky tuzemské ekonomiky v důsledku celních bariér.

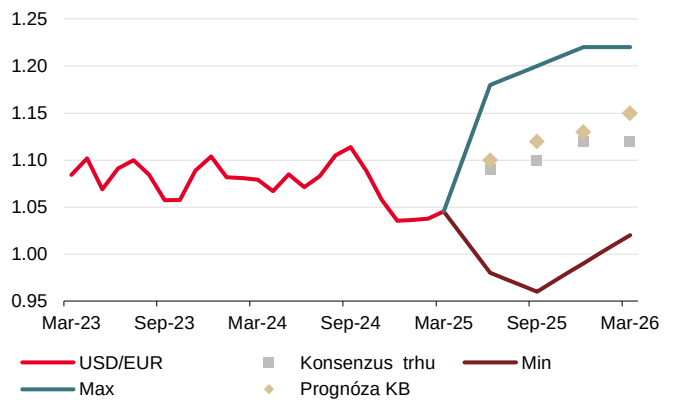
Celkově očekáváme, že se koruna udrží v průměru nad 25 CZK/EUR po celý zbytek letošního roku. Po počátečním oslabení by mohla část ztrát začít umazávat na přelomu roku, kdy by se již mělo projevovat postupné zotavování evropských ekonomik z počátečního celního šoku a ústup rizikové averze. I tak ale podle našich předpokladů bude následné posilování koruny pouze pozvolné, a to i s ohledem na – ve srovnání s předpandemickým obdobím – nižší tempo růstu potenciálu tuzemské ekonomiky.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 4. 2025)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 29. 4. 2025)



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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

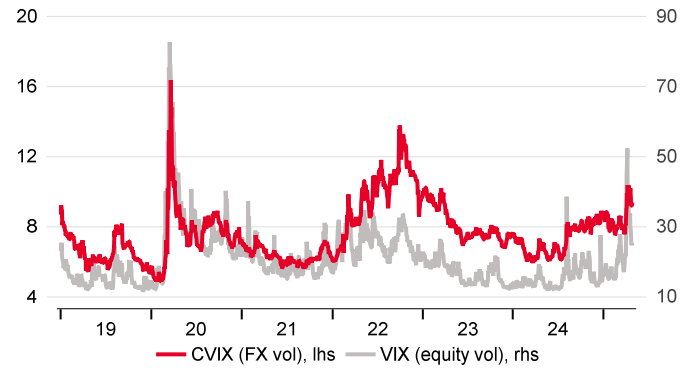
	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f	Q1 26f
CZK/EUR	25,15	25,20	25,10	25,00
CZK/USD	22,90	22,50	22,20	21,75
USD/EUR	1,10	1,12	1,13	1,15

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

Další vývoj je spojen s výraznou nejistotou

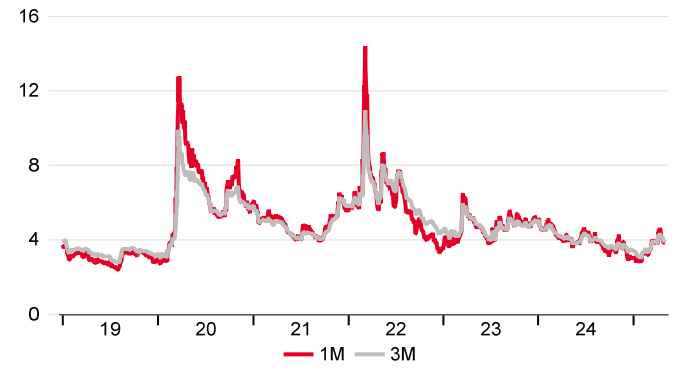
Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná. Souvisí to především s obecnou nejistotou ohledně konečné efektivní výše celních sazeb ve světovém obchodě a jejich dopadu na tuzemskou ekonomiku a eurozónu. Obecnou nejistotou s potenciálním dopadem do tržního vnímání všech středoevropských měn zůstává i další vývoj války na Ukrajině. Celkově se dosud přitom zdá, že zvýšená nervozita patrná na globálních devizových trzích (CVIX index) se na korunovém trhu zatím odrazila jen omezeně. Kromě relativně stabilního kurzu koruny proti euru v letošním roce se zásadně nezvýšila ani implikovaná volatilita, která se nachází poblíž loňských úrovní.

Implikovaná volatilita na globálním devizovém (CVIX) a americkém akciovém (VIX) trhu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Implikovaná volatilita CZK/EUR

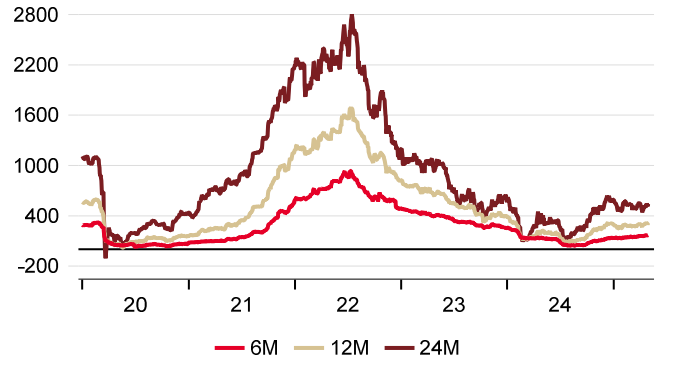


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Případné tržní výkyvy by mohly vytvářet atraktivní příležitosti k zajištění kurzu. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí měly podmínky

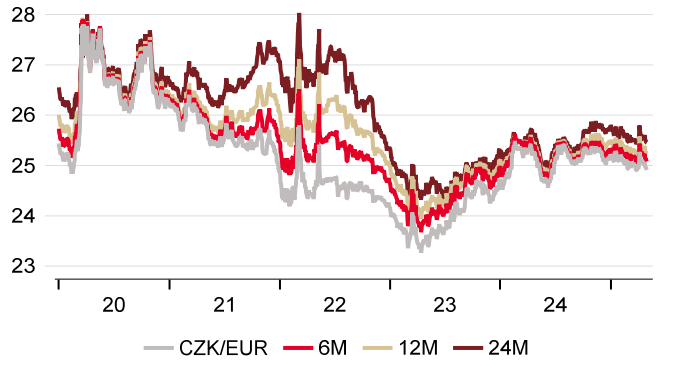
s útlumem domácí ekonomické aktivity a oslabením spotového kurzu v průběhu letošního roku dočasně mírně zlepšit.

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

Nejistota uloží úvěrový impuls pro ekonomiku k ledu

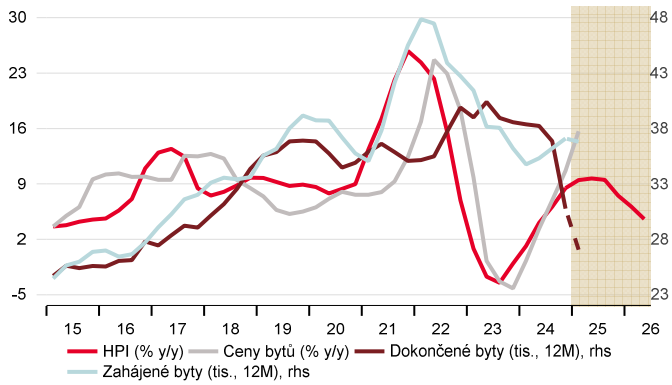
Pokles domácí ekonomiky pravděpodobně sebere silnému oživení kreditního impulsu domácností vítr z plachet. Hypoteční segment by měl být více odolný s podporou dobíhající silné expanze na nemovitostním trhu a nižších úrokových sazeb. Zvýšená nejistota a slabá ekonomika opět zbrzdí podnikatelský úvěrový apetit, který dosud narůstal jen pozvolna. I přes uvolněnější finanční podmínky firmy nejspíše zmrazí investiční rozhodnutí vlivem nejistoty. Expanze depozit by měla naopak posílit a těžit z vyšší nejistoty a obav o domácí ekonomiku. Opět zřejmě předčí růst úvěrové aktivity a prohloubí převis vkladů nad úvěry a posílí depozitní bázi bank. To by mělo působit ve směru rychlejšího poklesu sazeb u vkladů, hlavně u stabilnějších depozit domácností. Slabý výkon a recese české ekonomiky pravděpodobně zvýší riziko na bankovních portfoliích, zejména skrze nárůst úvěrů ve Stupni 2 (zvýšené úrokové riziko), přičemž sektorově specifická rizika v souvislosti s napojením na mezinárodní obchod se mohou dostat pod drobnohled regulátora.

Nemovitostní a hypoteční trh stále v silné expanzi, ta ale postupně zeslábne

Navzdory slabé ekonomice bude expanze realitního a hypotečního trhu pomalu doznívat. Přispějí k tomu nižší úrokové sazby a odložená poptávka. Ceny nemovitostí nadále představují významný proinflační faktor.

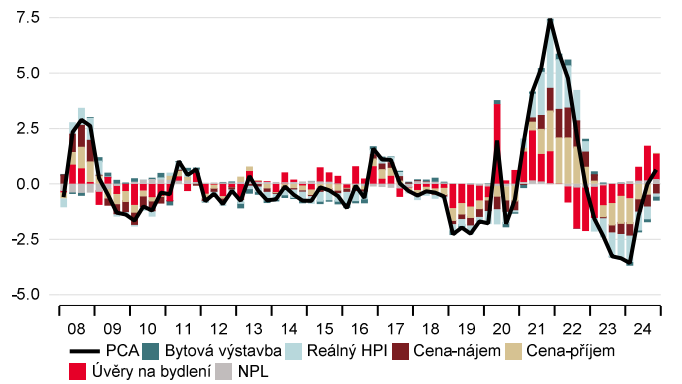
Rychlý růst cen nemovitostí bude letos pokračovat, postupně by ale měl slábnout. Stále ovšem bude představovat významný proinflační impuls. Ceny nemovitostí dle indexu cen nemovitostí (HPI) byly v Q4 24 vyšší o 8,5 % y/y, když mezičtvrtletní dynamika zrychlila z 2,1 % v Q3 24 na 2,9 % q/q. To mohlo zčásti odrážet vyšší transakční ceny pražských nemovitostí. Ostatní metriky z realitního trhu indikují pokračování svižného růstu. Nabídkové ceny bytů v Q1 25 vzrostly o 15,7 % y/y a podle dat *Flat Zone* transakční ceny prvoprodejů v Praze narostly o 13,9 % y/y. Po loňském růstu HPI v průměru o 5 % čekáme, že letos zrychlí na 9 %. Mezičtvrtletní dynamika by ale v H2 25 měla oslabit vzhledem k chřadnoucí ekonomice a nižší důvěře domácností. Zčásti to může kompenzovat poptávka podpořená nižšími úrokovými sazbami. Slabá ekonomika a zhoršení na trhu práce povedou ke zpomalení růstu HPI ke 4 % v příštím roce. Vnímáme ale rizika ve směru silnějšího růstu s ohledem na strukturální nesoulad mezi silnou poptávkou po vlastním bydlení (částečně vytlačovanou tou investiční) a nedostatečnou výstavbou. Zvýšený růst cen nemovitostí dále zhorší cenovou dostupnost bydlení v ČR, příští rok by ale měla následovat stabilizace. Přesto její nízká úroveň povede ve střednědobém období k většímu zájmu o nájemní bydlení, přičemž další výrazné zdražení nemovitostí navzdory slabé ekonomice v příštím roce by to jen utvrdilo.

Růst cen nemovitostí zůstane letos zvýšený



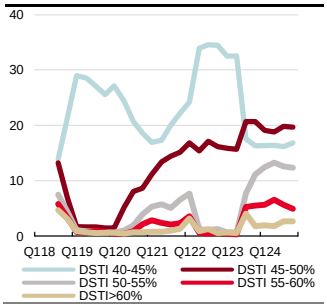
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k únoru 2025) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q1 25. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Realitní trh výrazně oživil díky poptávkovým tlakům



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

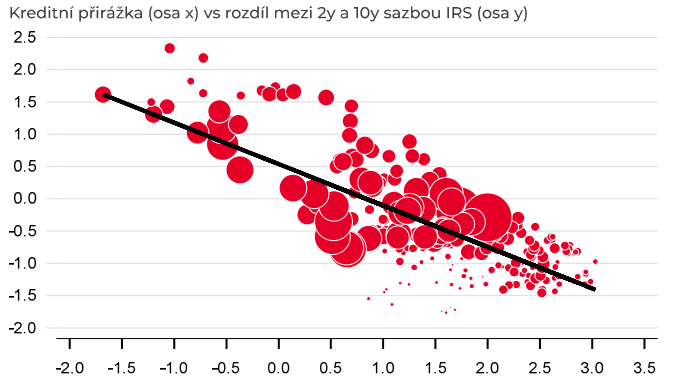
Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

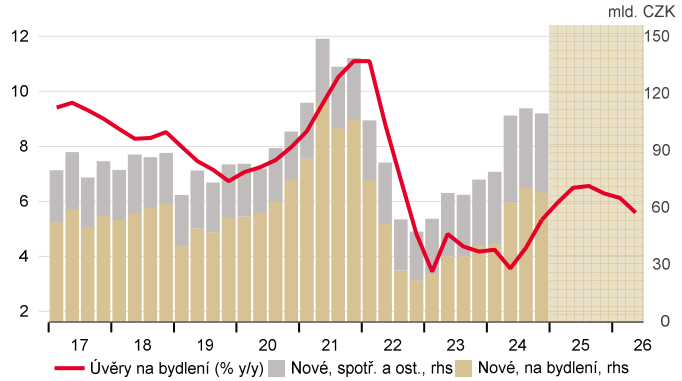
Hypoteční trh dále citelně poroste, prostor k výraznějšímu boomu je ale omezený. Oproti loňskému celoročnímu objemu (čistých) nových úvěrů na bydlení (241 mld. CZK) očekáváme nárůst o 15-20 %. Letošní objem by se tak mohl přehoupnout přes 280 mld. CZK. Za letošní leden a únor činil objem celkově 52 mld. CZK, což je o 83 % více ve srovnání se stejným obdobím vloni. Na základě našich předpokladů odhadujeme růst trhu o 6,3 %.[1] Sílící realitní a hypoteční aktivita zvyšuje riziko znovuzavedení limitů DSTI a DTI. Obavy kolem nadhodnocení nemovitostí a jejich proinflačního působení ovšem může vyvážit z hlediska finanční stability nízká akumulace úvěrových rizik. Limity by navíc mohly zesílit útlum finančního cyklu v důsledku poklesu ekonomiky. Znovuzavedení DSTI ve výši 50 % by současně ovlivnilo 20 % všech úvěrů na bydlení a hypoteční trh z velké části ochromilo.

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



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

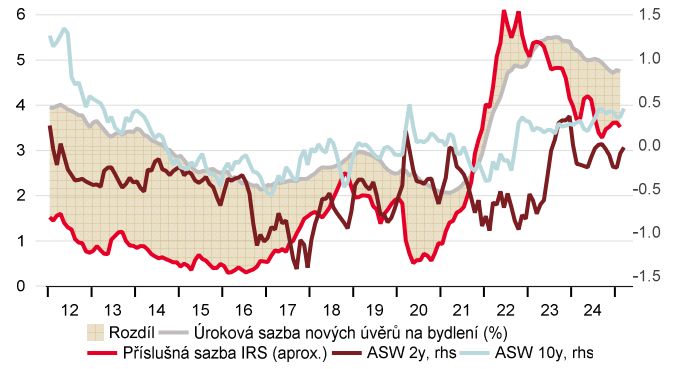
Růst stavu úvěrů pomalu reflektuje dříve uzavřené hypotéky



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

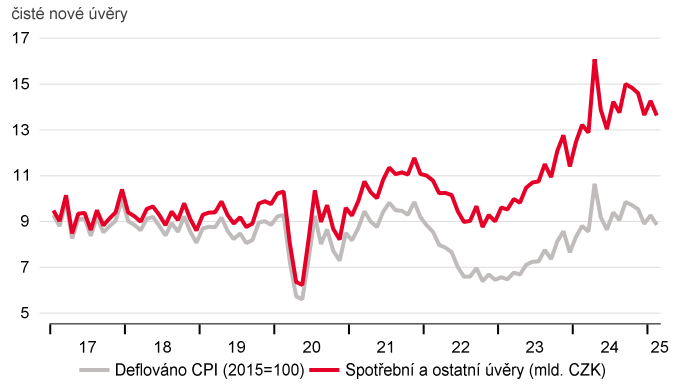
Hypoteční sazby se dále pozvolně sníží. Během Q1 25 klesly na 4,7 % a prostor ke snížení pod 4,5 % blíže ke 4 % podle nás nyní otevírá i ostrý propad tržních sazeb IRS, který na delších splatnostech může pokračovat. Vzhledem k tvaru výnosové křivky IRS a nepříznivému vývoji ekonomiky (vyšší riziko) ale pokles výrazněji pod 4 % nepředpokládáme. Obavy bank z refinancování navíc udrží rozdíl mezi sazbami hypoték s kratší a delší fixací nízké. Vyšší míra přeceňování hypotečního portfolia kvůli přesunu ke kratším fixacím obecně přispívá k urychlení transmise měnové politiky.

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (%, pb)



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

Vyšší objemy spotřebního úvěrování reflektují předchozí inflaci



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

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

Obavy o ekonomiku zchladí poptávku po spotřebitelském financování

Zpomalující růst mezd a ochlazující trh práce sníží růst spotřebního financování. Přesto by ale retailový segment měl růst rychleji ve srovnání s tím podnikatelským.

Spotřební financování omezí zpomalující růst spotřeby domácností a mezd. Kreditní impuls domácností předznamenával posílení spotřeby domácností, které se postupně realizovalo. Mimo hypoteční segment se ale zvýšená nejistota, ochlazování trhu práce a omezení útrat domácností dotkne hlavně spotřebitelských úvěrů, když domácnosti některé velké nákupy odloží. Snížili jsme tak náš odhad na růst spotřebního financování pro letošní a příští rok o 1-1,5 pb. na 7,7 %, respektive 5,6 %. Zhoršení domácí ekonomiky se zřejmě propíše i do vyšší míry selhání spotřebitelských úvěrů, která v Q1 25 dosáhla 4,2 % (+0,13 pb y/y). Míra zadluženosti domácností vyjádřená poměrem objemu úvěrů domácnostem k nominálnímu HDP by měla postupně růst a dosáhnout 29,4 % HDP ke konci roku (+1 pb y/y), což je stále pod vrcholem z roku 2021 (30,9 % HDP). Nadále očekáváme, že růst úvěrové strany v bankovním sektoru zajistí hlavně retailový segment, a především ten hypoteční, zatímco ten spotřební bude silněji a rychleji reagovat na slabou ekonomiku.

Bankovní úvěry a depozita (%, y/y)

	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Bankovní úvěry														
Celkem	5,5	5,3	5,1	5,7	6,0	5,4	5,3	5,0	6,1	5,5	5,1	5,5	5,7	5,5
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	4,3	5,3	5,9	6,5	6,6	6,3	6,1	5,6	4,4	6,3	5,5	4,8	5,1	4,8
Spotřebitelské úvěry domácnostem	8,8	9,6	8,6	8,8	8,2	7,7	7,2	6,1	8,7	8,3	6,1	6,6	6,8	6,1
Úvěry nefinančním podnikům	6,8	5,2	4,3	4,9	5,3	4,4	4,3	4,4	7,5	4,7	4,8	6,3	6,2	5,9
Bankovní vklady														
Celkem	6,8	7,8	5,4	7,1	6,2	5,5	7,9	7,0	7,4	6,0	6,7	4,9	4,7	4,7
Obyvatelstvo	7,8	7,1	6,3	5,8	6,0	6,3	6,5	6,7	8,0	6,1	6,4	5,2	4,7	4,6
Nefinanční podniky	6,3	8,7	3,1	5,6	6,3	4,0	7,5	6,1	5,4	4,8	6,0	4,1	4,2	4,1
Ostatní	5,7	8,2	5,5	10,4	6,3	5,0	10,5	8,2	8,0	6,8	7,6	4,9	5,1	5,2
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,3	57,3	57,5	57,7	58,4	58,6	59,1	59,3	57,3	58,0	59,5	59,9	60,4	60,8
Podíl vkladů na HDP	93,7	90,2	93,7	95,4	95,8	92,3	98,6	100,0	92,6	94,3	98,1	98,3	98,1	98,0
Podíl úvěrů na vkladech	61,1	63,5	61,4	60,5	61,0	63,5	59,9	59,3	61,9	61,6	60,7	61,0	61,6	62,1
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,9	4,7	4,7	4,6	4,5	4,3	4,2	4,2	5,0	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1
Spotřebitelské úvěry	8,7	8,6	8,3	8,1	7,9	8,0	8,2	8,5	8,8	8,1	8,5	8,8	8,8	9,0
Úvěry nefinančním podnikům	6,0	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	5,0	5,1	6,3	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	0,7	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7
Spotřebitelské úvěry	4,2	4,1	4,2	4,5	4,9	5,4	5,7	5,8	4,2	4,8	6,1	7,3	7,7	8,1
Úvěry nefinančním podnikům	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,8	3,1	3,4	2,5	2,7	3,5	4,2	4,5	4,9

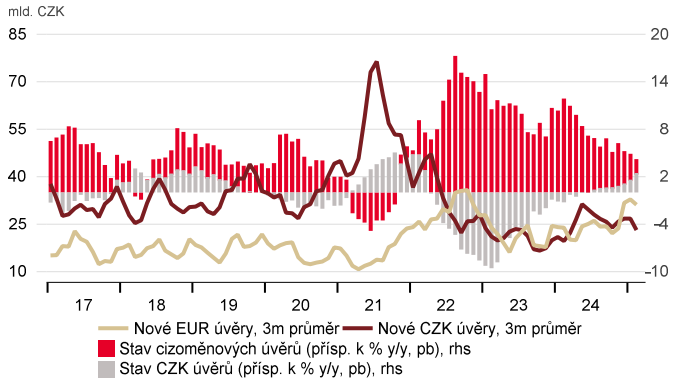
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Posílení investičního apetitu firem se odkládá vlivem obchodních válek

Zvýšená nejistota donutí firmy přehodnotit investiční rozhodnutí a omezí tak úvěrovou poptávku. I přes nižší úrokové sazby bude kreditní impuls pro domácí ekonomiku zřejmě slabý.

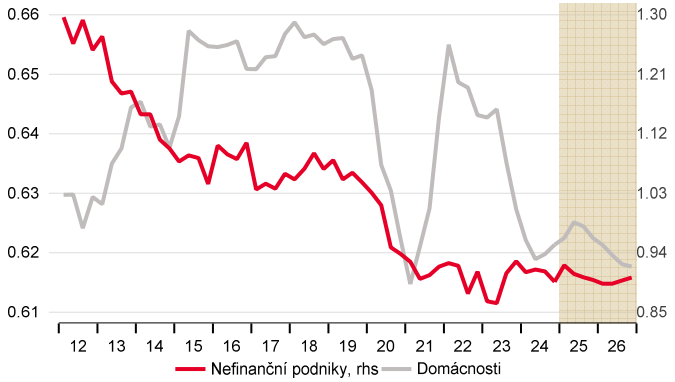
Negativní dopad cel a především zvýšená nejistota pošle firemní investiční rozhodnutí k ledu. To omezí jejich úvěrový apetit. Po předchozím postupném nárůstu úvěrové poptávky nefinančních podniků (NFP) díky zlepšujícím se vyhlídkám pro domácí ekonomiku a nižším úrokovým sazbám tak dojde k opětovnému zhoršení. Podíl nových eurových (EUR) a korunových (CZK) úvěrů osciluje kolem 50 %. Zatímco poptávka po EUR úvěrech je oproti období před rokem 2022 zvýšená a vloni byl trend posilování patrný, tak objem CZK úvěrů zůstává ve srovnání utlumený, a to i bez ohledu na zvýšenou cenovou hladinu. Za leden a únor byl objem nových EUR úvěrů NFP v úhrnu vyšší o 17 % a ve stejném období objem CZK úvěrů narostl o 23 % y/y.

Úvěrová aktivita NFP posilovala jen pozvolna



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

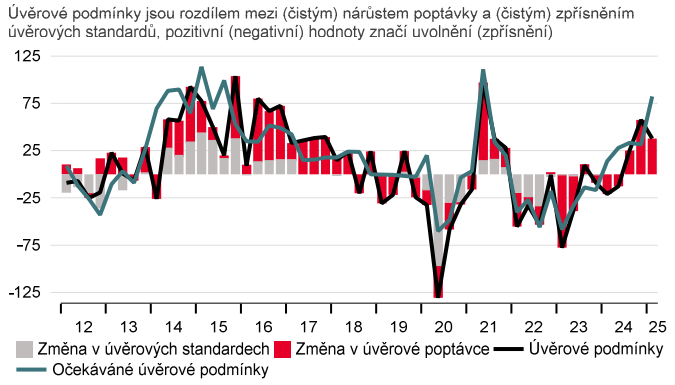
Poměr bankovních úvěrů a vkladů



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

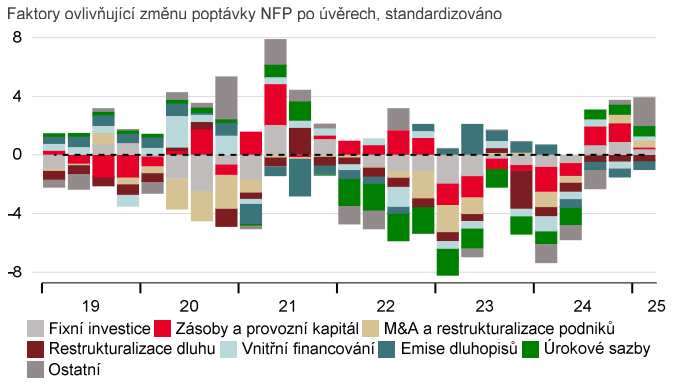
Recese domácí ekonomiky se projeví v nižší poptávce po financování z průmyslu a exportně zaměřených odvětví. Na druhou stranu z uvolněnějších finančních podmínek mohou těžit sektory s větším zaměřením na domácí poptávku, zejména ty s vyšší finanční pákou, jako je rezidenční výstavba, která dohání manko z předchozích let vlivem omezené výstavby a nyní silné poptávky. Kanál úvěrového financování ale zřejmě omezí vyšší zájem o dluhopisové financování a rostoucí role domácích investičních fondů ve financování realitního sektoru. S ohledem na zhoršení ekonomického výhledu a zvýšenou nejistotu ochromující investiční rozhodnutí revidujeme odhad růstu úvěrů NFP v letošním a příštím roce o 1,2 a 0,8 pb dolů na 4,4 % v letošním roce, respektive 5,4 % v tom příštím.

Úvěrové podmínky ukazují očekávaný nárůst poptávky



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q1 25), úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vychází z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

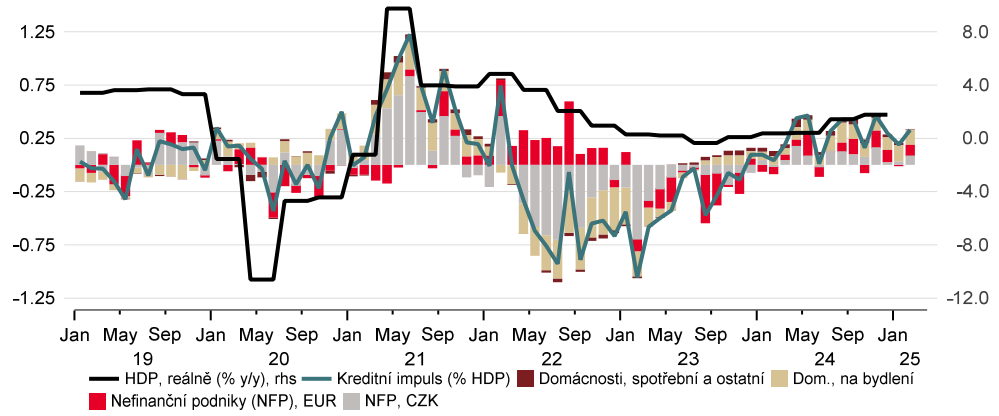
Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank



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

Pokles tržních IRS a stupňování sázek na uvolnění měnové politiky ČNB přispělo k uvolnění finančních podmínek. K tomu navíc banky předpokládají uvolnění úvěrových standardů, byť v případě nepříznivé ekonomické situace k tomu podle nás nemusí dojít. Vzhledem k opatrnějšímu přístupu ČNB by se současný PRIBOR-EURIBOR rozdíl mohl mírně rozšířit ze současných 145 bb na 160 bb v ročním horizontu a zvýšit tak atraktivitu EUR financování, kterou ale může snižovat vidina slabší koruny.

Kreditní impuls zůstává pozitivní, ekonomice ale zatím nedodává tolik energie



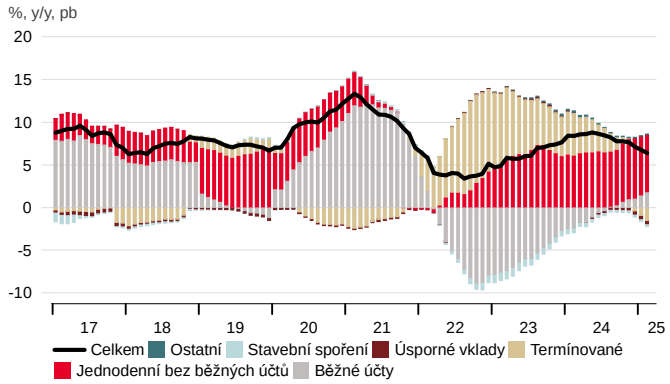
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (k únoru 2025) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q4 24).

Růst vkladů potáhne hromadění úspor a odklad investic

Růst vkladů podpoří vyšší úspory a zmrazení investičních rozhodnutí. To by mělo také prohloubit převis vkladů nad úvěry.

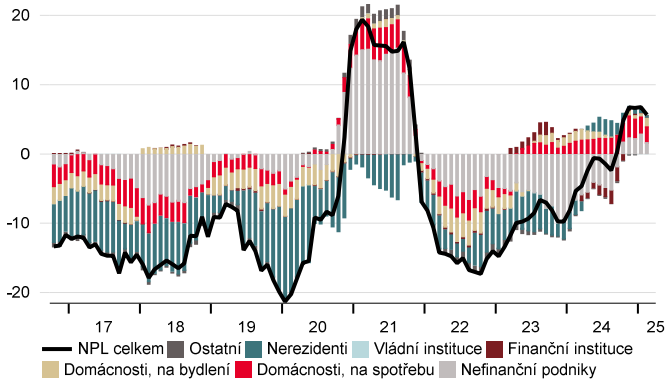
Navzdory nižším úrokovým sazbám bude akumulace vkladů pokračovat s ohledem na rostoucí obavy o domácí ekonomiku. Negativní vliv nižší kreditní aktivity budou kompenzovat vyšší úspory, převážně opatrnostní, vzhledem k nižším úrokovým sazbám. Převis vkladů nad úvěry by se tak od H2 25 mohl dále prohlubovat. Omezená spotřeba domácností a vyšší úspory se odrazí v silnějším růstu vkladů domácností. Větší likvidita firem a odkládání investic udrží jejich vkladové bilance také zvýšené. Podobně bude působit i akumulace prostředků vládních institucí (resp. územních samospráv). Báze financování bank by se tak měla dále rozšířit, zatímco možnosti pro úvěry budou omezené. To by se mohlo projevit ve vyšší absorpci dluhopisů rezidenty. Uvolnění měnové politiky a vysoká přebytečná likvidita v bankovním sektoru budou dále tlačit na pokles úrokových sazeb na vkladech domácností, které od loňského února klesly o 0,3 pb u netermínovaných depozit a 2,4 pb u těch termínovaných. Růst vkladů podle nás letos v průměru dosáhne 6,0 %. Výhled je ale spojen se značnou nejistotou v souvislosti s vysokou fluktuací firemních depozit, které kvůli vysoké citlivosti na pokles CZK sazeb mohou mířit mimo bankovní sektor.

Růst vkladů domácností zpomalil, obavy ho ale zase posílí



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

Vyšší objem úvěrů v selhání nevyvolal přílišnou obavu (%, y/y)



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

Zhoršení ekonomické situace se zřejmě projeví ve vyšší míře rizika na bankovních portfoliích. Velkou vlnu úvěrových selhání ovšem nečekáme. Sektorově specifická rizika ale budou narůstat.

Zhoršení ekonomické situace navýší rizika na bankovních portfoliích

I přes expandující finanční cyklus zůstává akumulace rizik na bankovních portfoliích umírněná. Úvěrová rizika sice narostla, ale platební morálka zůstává robustní. Nicméně další negativní šok v podobě obchodních válek pravděpodobně povede k nárůstu podílu úvěrů v selhání (NPL) a vyšší tvorbě opravných položek. V určité míře míra selhání již rostla u spotřebního financování. Naproti tomu ale hypoteční segment nevykazuje známky zhoršování. Situace zůstává nadměrně dobrá i u firem, zejména u velkých podniků, zatímco malé a střední podniky budou zřejmě více doplácet na utaženou měnovou politiku. Vzhledem ke zhoršení ekonomické situace vlivem obchodních válek budou sektorově specifická rizika pravděpodobně narůstat, a to i v závislosti na napojení na mezinárodní obchod. Expozice na jednotlivé sektory se tak mohou dostat pod drobnohled regulátora.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
HDP	reálný, %	2,9	0,1	1,0	1,5	1,2	2,8	2,5	2,4
Inflace	průměr období, %	15,1	10,8	2,4	2,2	1,8	2,1	2,0	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-4,7	-0,1	1,8	0,4	0,2	0,4	0,5	0,6
3M PRIBOR	průměr, %	6,3	7,1	5,0	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3
CZK/EUR	průměr	24,6	24,0	25,1	25,1	24,9	24,6	24,5	24,3
CZK/USD	průměr	23,4	22,2	23,2	22,8	21,4	20,7	20,2	19,8

Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		28-04-2025	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26	Jun.26
CZK/EUR	konec období	24,9	25,15	25,20	25,10	25,00	24,95
USD/EUR	konec období	1,14	1,10	1,12	1,13	1,15	1,16
CZK/USD	konec období	21,9	22,90	22,50	22,20	21,75	21,50
3M PRIBOR	konec období, %	3,64	3,55	3,45	3,20	3,25	3,25
10Y IRS	konec období, %	3,53	3,50	3,40	3,40	3,45	3,55

Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Economic Research
Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		VII-24	VIII-24	IX-24	X-24	XI-24	XII-24	I-25	II-25	III-25
Inflace (CPI)	%, y/y	2,2	2,2	2,6	2,8	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7
Inflace (CPI)	%, m/m	0,7	0,3	-0,4	0,3	0,1	-0,3	1,3	0,2	0,1
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,7	1,1	0,6	0,8	1,7	2,8	0,5	-0,1	-0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,4	0,6	0,2	-0,1	-0,3
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,3
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	7,6	-1,1	5,0	-1,6	-2,4	-2,7	-0,8	-1,4	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	9,7	2,2	7,5	0,8	0,5	0,0	1,0	-3,2	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	1,5	0,3	-5,6	-1,9	2,8	9,3	7,2	0,7	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	11,6	37,8	19,5	15,5	18,0	21,9	15,8	20,0	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-6,9	13,8	-8,7	13,0	30,0	14,1	34,1	43,8	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	-31,5	14,7	4,9	43,7	-23,5	53,9	24,2	20,9	n.a.
M2	%, y/y	5,3	5,8	5,4	6,0	5,3	7,4	4,5	4,0	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-192,3	-175,8	-181,8	-200,7	-259,2	-271,4	-11,2	-68,6	-91,2
3M PRIBOR	%, průměr	4,61	4,41	4,30	4,13	3,95	3,91	3,88	3,76	3,72
CZK/EUR	průměr	25,3	25,2	25,1	25,3	25,3	25,1	25,2	25,1	25,0
CZK/USD	průměr	23,3	22,8	22,6	23,2	23,8	24,0	24,3	24,1	23,1

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 případě, 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 vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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 Vejmělek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

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

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

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

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

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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky
Klaus Baader
(44) 20 7762 4714
klaus.baader@sgcib.com

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

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

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

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

Severní Amerika
Stephen Gallagher
(1) 212 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

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

Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com

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

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

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

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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu
Kokou Agbo Bloua
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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