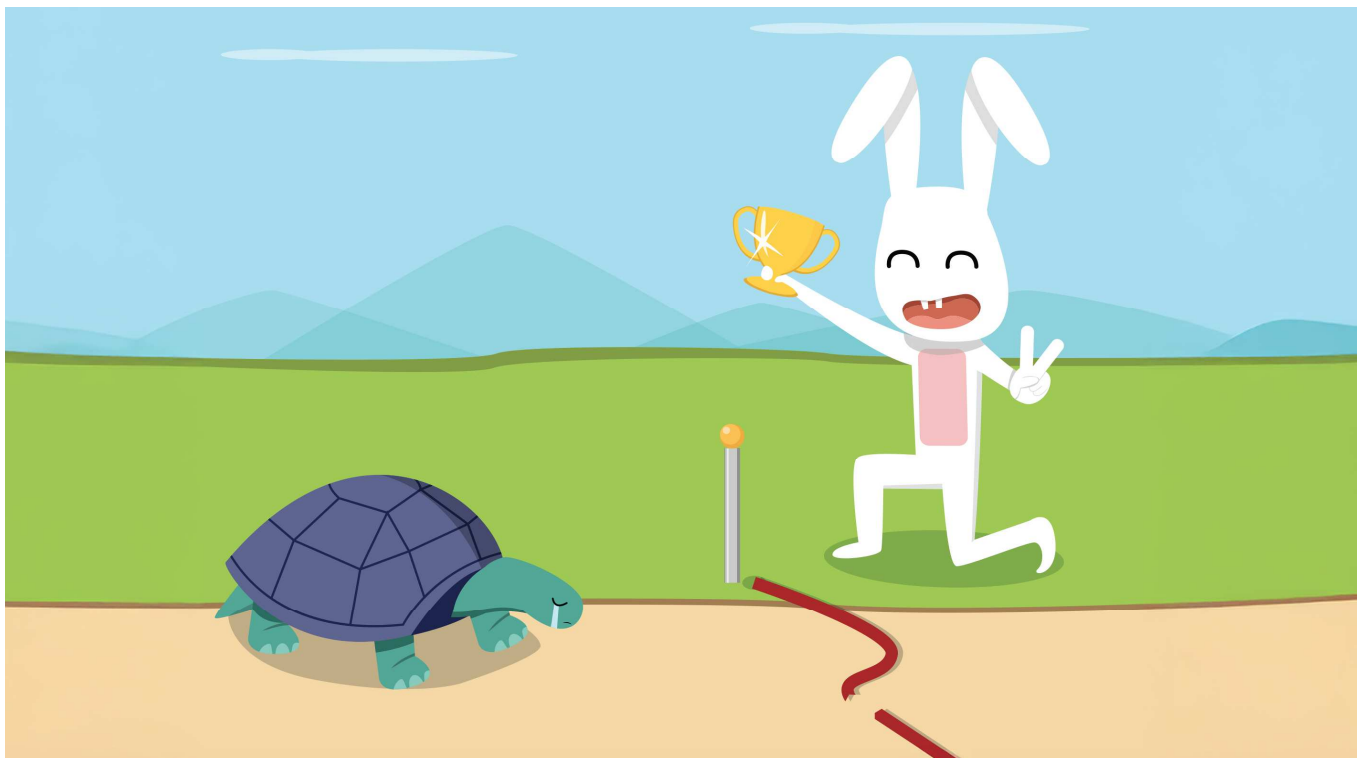


Čtvrtletní zpráva

# Ekonomické výhledy

## Inflace v cíli, ekonomika kulhá



©iStock

■ **Růst české ekonomiky bude i letos poměrně slabý** Zatímco pro loňský rok odhadujeme nárůst HDP o 0,9 %, pro ten letošní očekáváme jeho zrychlení na 1,5 %. Jediným zdrojem letošního růstu ekonomiky podle nás bude domácí poptávka podpořená hlavně pokračujícím oživením spotřeby domácností. Průmysl naopak třetí rok v řadě zaznamená pokles a s ním dojde ke zhoršení exportního výkonu ekonomiky.

■ **Inflace se ve druhé polovině roku ustálí poblíž 2% cíle** První polovina roku může být ve znamení vyšší volatility, i tak by se ale inflace měla bezpečně držet v tolerančním pásmu ČNB. Za celý rok 2025 očekáváme inflaci ve výši 2,2 % a v roce 2026 její pokles na 2,1 %. K nižší inflaci pomohou levnější energie, utlumená spotřebitelská poptávka a slabý výkon průmyslu. Výrazněji naopak porostou ceny potravin a bydlení.

■ **ČNB letos obnoví snižování úrokových sazeb** Působit na to bude příznivý vývoj inflace a slabá ekonomika. Očekáváme snížení sazeb o 25 bb na každém zasedání od února do června, kdy by měla repo sazba dosáhnout terminálních 3 %.

■ **Tržní sazby blízko normálu** Korunové sazby s kratší splatností by s dalším uvolněním měnové politiky ČNB ještě mohly mírně klesnout. Delší konec křivky by se měl zhruba stabilizovat poblíž současných úrovní.

■ **Koruna mezi silným dolarem a oživující ekonomikou** Pomalý rozjezd tuzemské ekonomiky, zužující se úrokový diferencál a silný americký dolar odsunou viditelné posílení tuzemské měny vůči euru až do druhé poloviny letošního roku. Poté by korunu měl podpořit zejména vývoj na globálních devizových trzích a postupné zesílení růstu české ekonomiky.



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



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



**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



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



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

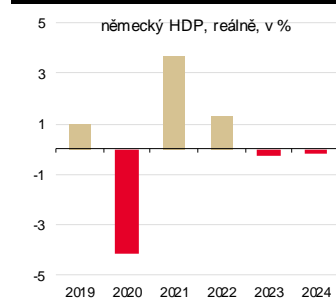
## Nelze sázet na Německo, musíme se postarat sami



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

Do rukou, či spíše na Vaše monitory a jiná čtecí zařízení, se Vám dostává první letošní vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky. Co očekávat od roku 2025, jehož většina bude u nás lemována kampaní před podzimními parlamentními volbami? Přes přetrvávající nejistoty, kterým čelí v podstatě celý svět, ukazuje naše prognóza, že **rok 2025 by měl být pro tuzemské hospodářství v mnoha ohledech o něco lepší než ten uplynulý.**

### Německá ekonomika v posledních dvou letech klesala



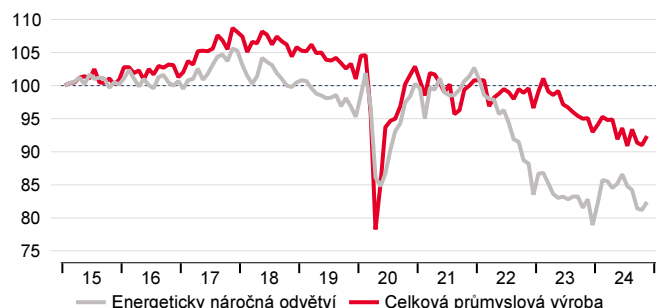
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Spoléhat se ovšem pravděpodobně nebudeme moci na zahraniční poptávku.** Náš nejvýznamnější obchodní partner, Německo, se totiž potýká s vážnými potížemi vyplývajícími z nahromaděných a neřešených strukturálních problémů. Mezi ty patří vysoká energetická náročnost a nákladná energetická tranzice v situaci, kdy se Německo rozhodlo jít cestou odklonu od jaderné energetiky a útlumu výroby elektřiny z fosilních paliv směrem k obnovitelným zdrojům. K tomu přidejme tlaky na elektrifikaci v klíčovém automobilovém odvětví spolu se ztrátou tržních podílů v dalších odvětvích vlivem podinvestovanosti a zvýšených tlaků na růst mezd. Kvůli snížené konkurenceschopnosti trpí zejména tamní průmysl. Jeho produkce za poslední téměř dekádu reálně klesla o téměř desetinu, v případě energeticky náročného průmyslu je pokles dokonce téměř pětinný. Německá ekonomika jako celek již druhý rok v řadě zaznamenala pokles reálného HDP, a v podstatě poslední tři roky zhruba stagnuje na předpandemické úrovni konce roku 2019. Situace má i své politické vyústění, kdy Německo koncem února čekají předčasné volby, kterým se z pohledu šancí jednotlivých stran včetně klíčových programových otázek v *Boxu 1* věnuje Jana Steckerová.

### Německá průmyslová produkce v posledních letech výrazně utrpěla, zejména ta energeticky náročná

#### Německý průmysl

index, 2015 = 100

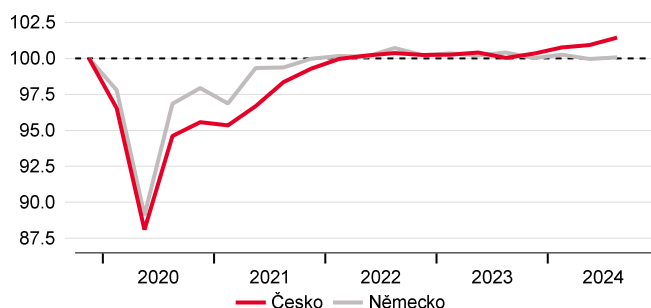


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Německo se stále nemůže odpoutat od předpandemické úrovně, nám se to již vloni začalo dařit

#### Úroveň reálného HDP v Česku a Německu

index, Q4 2019 = 100



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

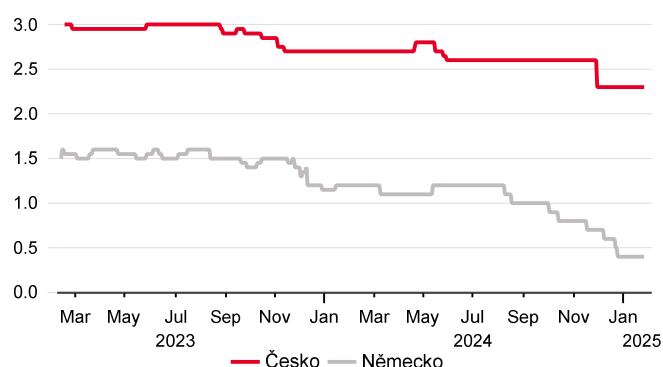
**Vyhledky růstu německé ekonomiky se pro letošní rok postupně zhoršovaly.** Výraznější období revizí směrem k nižšímu růstu je patrné od loňského podzimu, kdy trhy začaly sázet na vítězství Donalda Trumpa v amerických prezidentských volbách, což se nakonec potvrdilo. Investoři i ekonomové se začali obávat zejména nárůstu ochrannářských opatření, což je opět další nepříznivá zpráva pro německý průmysl, a potažmo i český. Ten je totiž významným subdodavatelem, ale i vývozcem finální produkce na německý trh. Pro německé exportéry je pak trhem číslo jedna právě ten americký, a to zejména z pohledu vyvážené přidané hodnoty. Vzhledem ke zmíněné provázanosti je pro české průmyslníky situace v německém výrobním sektoru zásadní, proto se Kevin Tran Nguyen v *Boxu 2* na toto téma v detailu podíval. Je jasné, že zhoršující se růstová očekávání pro Německo primárně kvůli situaci v průmyslu se dotkla i nás, když jsou směrem k nižším hodnotám revidovány také výhledy pro českou ekonomiku. Nicméně v menším rozsahu, přičemž celkově se pro Česko předpokládá, že poroste o téměř dva procentní body rychleji než Německo. Prognóza z naší dílny je sice o něco pesimističtější, i tak ale předpokládáme znatelně rychlejší růst v tuzemsku (o 1,5 %) ve srovnání s Německem (+0,7 %).

### Než se Německo zotaví, musí si naše ekonomika primárně pomoci sama.

Kombinace slabé zahraniční poptávky a v loňském roce zvýšených vývozu předchází nedokončené produkce v automobilovém sektoru znamenají, že letošní příspěvek čistých exportů k růstu domácí ekonomiky bude podle nás výrazně negativní. Tuzemské hospodářství tak letos potáhne výlučně domácí poptávka. Vzhledem k jejímu

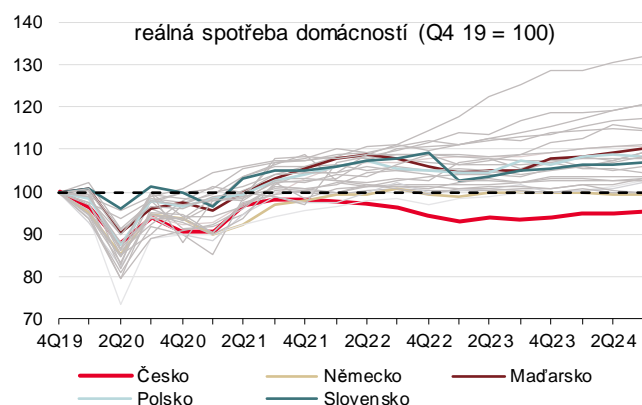
propadu, hlavně tedy spotřeby domácností v souvislosti s inflačním vzestupem let 2022 a 2023 a hlubokým poklesem reálných mezd, je prostor pro její zotavení zřetelný. Na produkční straně pak třetí rok v řadě klesající průmyslové odvětví budou muset kompenzovat sektory více spjaté s domácí poptávkou, jako je sektor obchodu a služeb.

Růstové vyhlídky pro letošní rok se pro Česko i Německo snižují, my však porosteme dle Bloomberg konsensu výrazně rychleji



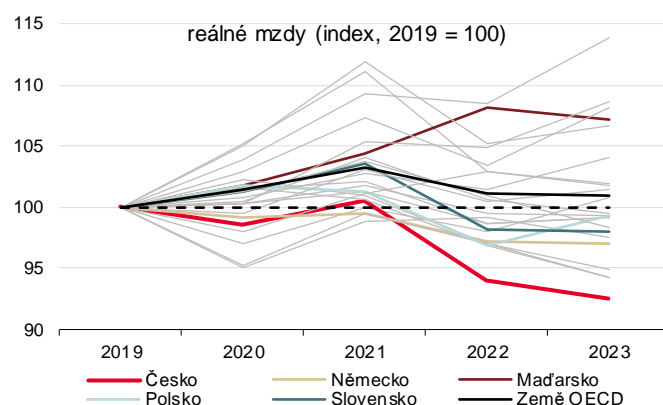
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Tuzemská spotřeba domácností zaznamenává v rámci EU nejhorší vývoj ve srovnání s předpandemickým obdobím



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Za zaostávající spotřebou českých domácností stojí zejména propad v reálných mzdách



Zdroj: OECD, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflace bude letos bezpečně v koridoru kolem dvouprocentního inflačního cíle.** I když zejména během první poloviny roku bude z meziročního pohledu poměrně volatilní kvůli efektu statistické základny. Měnověpolitická inflace bude letos i příští rok v podstatě na cíli. Naše prognóza je konzistentní s poklesem klíčové sazby ČNB (dvoutýdenní repo sazba) během první poloviny letošního roku o 100 bb tempem 25 bb na zasedání, a tím by tak měla dosáhnout 3% neutrální úrovně. Problém dnes není inflace, ale spíše slabý hospodářský růst.

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

## Obsah

<b>Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....</b>	<b>5</b>
Box 1: O dalším osudu Německa rozhodne dluhová brzda .....	8
<b>Makroekonomická prognóza.....</b>	<b>11</b>
Box 2: Český průmysl ve vleku průmyslového trápení sousedního Německa .....	17
<b>Měnová politika .....</b>	<b>22</b>
<b>Fiskální politika .....</b>	<b>24</b>
<b>Tabulka prognózy.....</b>	<b>28</b>
<b>Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy .....</b>	<b>29</b>
<b>Korunový devizový trh.....</b>	<b>34</b>
<b>Bankovní sektor .....</b>	<b>38</b>
<b>Klíčové ekonomické ukazatele.....</b>	<b>43</b>
<b>Upozornění.....</b>	<b>44</b>

## Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

### Klíčové ekonomiky budou pokračovat v růstu

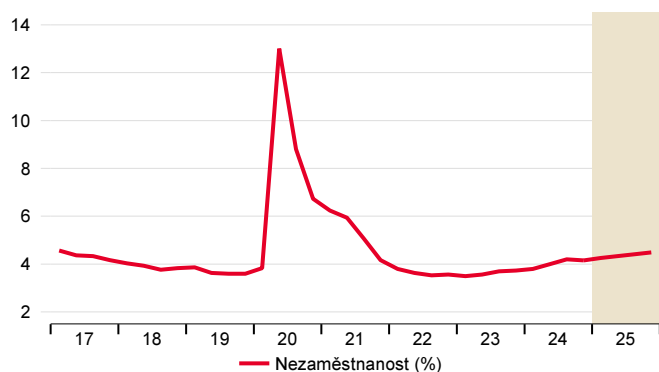
**Inflace na obou stranách Atlantiku zvolňuje. V eurozóně se po celý letošní rok bude podle našeho odhadu v průměru držet na dvouprocentním cíli Evropské centrální banky. Ta tak bude se snižováním úrokových sazeb podle naší prognózy pokračovat, a to až do doby než depozitní sazba dosáhne 2,25 %. Tam by měla doputovat v dubnu letošního roku. Očekáváme, že díky oživené spotřebě domácností ekonomika eurozóny mírně zrychlí tempo svého růstu. Rizikem zůstává geopolitická situace, zavádění cel ze strany USA a s tím spojené zhoršení sentimentu. Samotná cla by však měla mít dopad na HDP eurozóny minimální. V dobré kondici zůstává i ekonomika Spojených států. Znovuzvolení Donalda Trumpa přispělo ke zvýšení indikátorů důvěry, dobrá situace je i na trhu práce. To by však nemělo bránit tamní centrální bance v tom, aby dále snižovala úrokové sazby směrem k jejich neutrální úrovni. V březnu, a pak každé následující čtvrtletí, tak očekáváme další uvolnění měnových podmínek o 25 bb. Vzhledem k inflačním rizikům vyplývajícím ze zavádění cel se však rizika koncentrují ve směru pomalejšího uvolňování měnové politiky.**

### USA: Trumpova politika nahrává růstu, rizikem je vyšší inflace

Závěr roku se ekonomice USA vydařil.

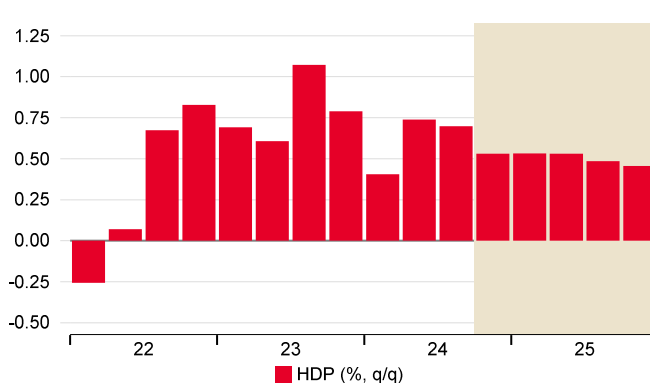
**Ekonomice Spojených států se v závěrečném čtvrtletí loňského roku dařilo.** Výsledky prezidentských voleb vedly k růstu důvěry jak mezi spotřebiteli, tak i podnikateli a průmyslníky. Index ISM z oblasti průmyslu v prosinci vyskočil na nejvyšší hodnotu od března loňského roku (49,3 bodu); tržní konsenzus předčil i ISM ve službách (54,1 bodu) a spotřebitelská důvěra (104,7 bodu). Zlepšení díky vyšší nabídce a nižším cenám zaznamenal i nemovitostní trh. Silné růsty vykazovaly i maloobchodní tržby (0,4 % m/m v prosinci, v kontrolní skupině důležité pro výpočet HDP dokonce 0,7 % m/m). Trh práce i nadále přinášel silnou tvorbu pracovních míst (256 tisíc v prosinci), přičemž míra nezaměstnanosti poklesla na 4,1 %. Zveřejněná data tak naznačují, že i v letošním roce ekonomika Spojených států poroste. Konkrétně by to podle našeho odhadu mělo být o 2,2 %, v příštím roce pak o 1,8 %.

Trh práce v USA je stále utažený (%)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Ekonomika zůstává odolná (HDP, %, q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Další snížení sazeb Fedu v březnu.

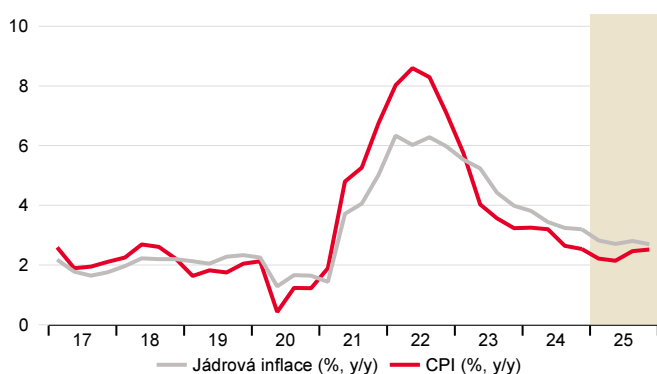
**Při hodnocení trhu práce je podle našeho názoru americká centrální banka asymetrická.** Zatímco v případě jeho ochlazení může reagovat snahou „předzásobit se“ snižováním úrokových sazeb, tak jak jsme tomu byli svědky vloni v září, silnější data z trhu práce, případně rychlejší tempo růstu HDP, nebude podle našeho názoru důvodem pro to, aby Fed se snižováním úrokových sazeb přestal. Do březnového zasedání budou zveřejněna ještě dvojí data z tamního trhu práce. Ta by měla rozhodnout, zda jsou tržní očekávání, že si Fed dá s uvolňováním měnových podmínek v první polovině letošního roku pauzu, opodstatněná. Náš

odhad zatím počítá se snížením úrokových sazeb na březnovém zasedání o dalších 25 bb s tím, že by Fed s takovými kroky měl pokračovat každé další čtvrtletí, dokud klíčová sazba nedosáhne neutrální úrovně 3,00-3,25 %.

Inflační rizika se vychylují ve směru nahoru

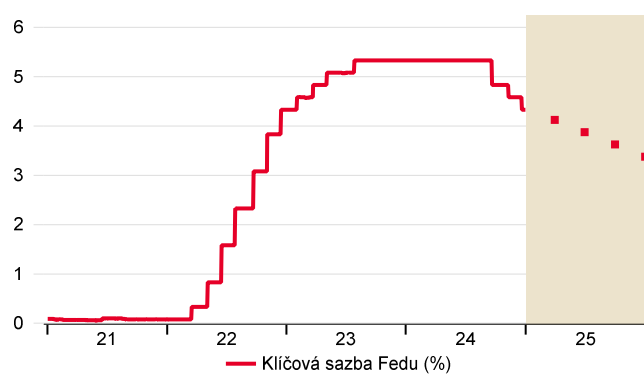
**To, jak rychle nebo naopak pomalu bude americká centrální banka nakonec úrokové sazby snižovat, bude záležet také na dalším inflačním vývoji.** Zde rizika spatřujeme ve směru vyšší inflace, a tím i nižšího počtu „cutů“. Inflace se v prosinci v meziročním vyjádření zvýšila a dosáhla 2,9 %. Její jádrová složka ale pozitivně překvapila nižším růstem o 3,2 % y/y a +0,2 % m/m oproti tržnímu očekávání ve výši 3,3 %, respektive 0,3 %. Podstatné je, že imputované nájemné, které tvoří 27 % spotřebního koše, v prosinci stoupl pouze o 0,3 % m/m po 0,2 % v listopadu (což bylo nejméně od ledna 2021, kdy ceny ovlivňovala pandemie koronaviru). Zpomalování růstu cen nájemného je pro dosažení cíle Fedu klíčové. To zatím sice v meziročním srovnání zůstává na vyšších úrovních (4,8 % y/y v prosinci), když pro dosažení 2% cíle by bylo zapotřebí tempa růstu okolo 3,5 %, ve srovnání s 8 % z jara 2023 se však již jedná o citelné zpomalení. V tuto chvíli očekáváme, že inflace ve Spojených státech v letošním roce dosáhne v průměru 2,3 %, v příštím roce pak 2,5 %. Zároveň ale zavádění cel a migrační politika nově zvoleného prezidenta Donalda Trumpa představují proinflační riziko.

Inflační tlaky v americké ekonomice polevují



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Fed sníží sazby opět v březnu



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

## Čína: ekonomice pomůže fiskální balíček

Růstový cíl byl loni dosažen, přebytek obchodní bilance byl rekordní.

**Čínská ekonomika překvapila v závěrečném čtvrtletí loňského roku výrazným zrychlením dynamiky HDP z 4,6 % y/y v Q3 na 5,4 % y/y.** V mezikvartálním srovnání přidala 1,6 %, po 1,3 % zaznamenaných v Q3. Za akcelerací stály především vyšší exporty, které byly motivovány snahou předzásobit se čínským zbožím před případným zavedením cel ze strany USA. V prosinci dosáhly exporty do Spojených států dokonce 30měsíčního maxima, když meziročně byly o téměř 16 % vyšší. Za celý loňský rok dosáhla čínská bilance zahraničního obchodu historicky nejvyššího přebytku vůbec (992 mld. USD). Dopomohly jí k tomu jednak nízké importy (1,1 % y/y), které vážnou v důsledku slabé domácí poptávky, především ale rychlejší tempo růstu exportů (5,9 % y/y). Vyšší exportní aktivita pak nakopla čínský průmysl.

Čína zřejmě v březnu představí fiskální balíček.

**Celkově je však stávající oživení čínské ekonomiky křehké.** Pokud vláda bude chtít zajistit stabilitu hospodářského růstu, bude muset v letošním roce přijít s výrazným fiskálním impulzem. Již v loňském roce se čínští představitelé dohodli na zvýšení rozpočtového deficitu na 4 %. Nyní se čeká na konkrétní detaily ohledně tohoto fiskálního balíčku, který by měl pomoci překročit hrozbu amerických cel, nastartovat nemovitostní trh a dosáhnout 5% růstového cíle. Podstatné pro další vývoj bude, jaká cla a v jakém tempu Spojené státy na Čínu nakonec uvalí. Náš základní scénář počítá s tím, že jejich zavádění bude postupné. V tom

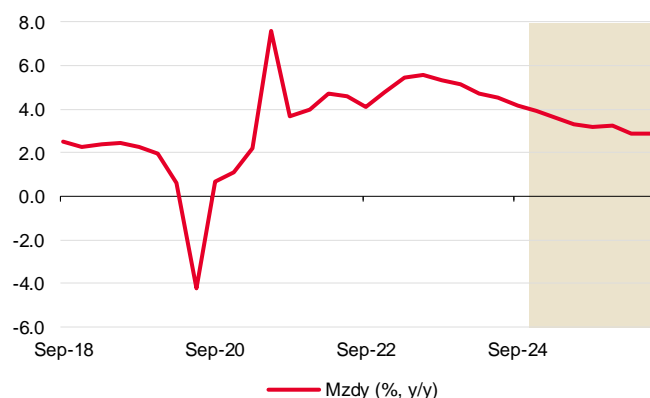
případě bude moci Čína oznamovat své fiskální plány ve svém vlastním tempu, přičemž centrální banka nebude mít potřebu usilovat o slabší juan. Pokud by Donald Trump postupoval razantně, Peking by pravděpodobně oznámil část svých fiskálních plánů ještě před 5. březnem, na kdy je naplánováno výroční zasedání parlamentu.

## Eurozóna: ECB bude se snižováním sazeb pokračovat

Růst HDP potáhne spotřeba domácností.

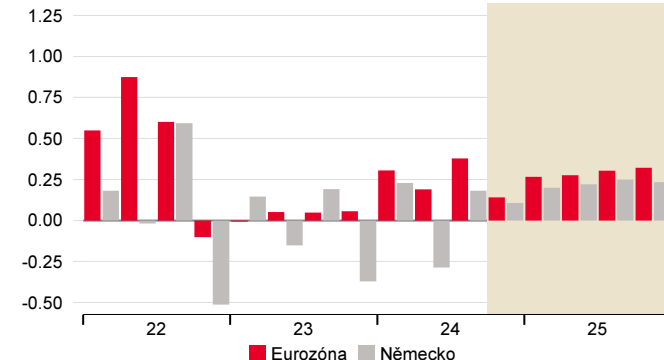
**V letošním roce očekáváme, že spotřeba domácností v eurozóně konečně nabere na tempu.** Míra úspor je stále zhruba o 3,1 pb vyšší, než byla v průměru v letech 2013-2019 (nicméně již neroste), přičemž nadměrné úspory dosahují okolo 8 % HDP. Reálné disponibilní příjmy domácností se zvyšují v důsledku robustního růstu mezd (odhad SG pro celý loňský rok činí 4,3 %, pro letošní 3,3 %) a zpomalující inflace. To vše by mělo vést k akceleraci spotřeby domácností, což začínají reflektovat i zveřejňovaná data. Maloobchodní tržby v loňském čtvrtém čtvrtletí solidně rostly, přičemž oživení zaznamenaly i registrace aut. Růst HDP by tak v letošním roce měl podle našeho odhadu dosáhnout 1,1 % (po loňských 0,8 %), zatímco v příštím roce by to mělo být 1,2 %.

Eurozóna: mzdový růst je na evropské poměry silný



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Hospodářský růst eurozóny potáhne spotřeba domácností (% q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Dopady zavedení cel na ekonomiku eurozóny by měly být minimální.

**Případné dopady zavedení 10% cel ze strany USA na eurozónu by podle našeho názoru byly minimální.** Výraznější mohou být v případě Německa či Švýcarska, které jsou na USA silně navázány. Dopad do HDP eurozóny jako celku by však podle našich odhadů neměl po jednom roce od zavedení v úhrnu přesáhnout 0,1 % HDP a po třech letech 0,3 % HDP. To je dáno tím, že široce uvalená cla by měla na relativní konkurenceschopnost EU pouze malý vliv. Zároveň by slabší euro vůči americkému dolaru mohlo mít pozitivní dopad do HDP eurozóny. Silnější domácí poptávka ve Spojených státech pak v konečném důsledku znamená i vyšší produkci eurozóny. To, co by hospodářský růst eurozóny mohlo ohrozit více než samotná cla, je nejistota, která se následně negativně odráží na ochotě domácností utrácet a firem investovat.

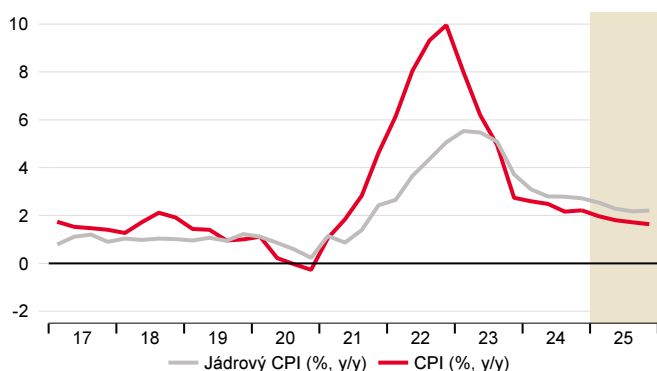
Inflace se bude držet poblíž dvouprocentního cíle.

**Inflace v eurozóně v prosinci zrychlila na 2,4 % y/y, zatímco její jádrová složka zůstala na 2,7 %.** Stále vysoko je inflace ve službách (4,0 % v prosinci). V letošním roce očekáváme, že se inflace vlivem vývoje cen energií bude držet poblíž 2% cíle, zatímco její jádrová složka na 2,4 %. Pomalejší mzdový růst by měl vést k nižšímu cenovému růstu ve službách (3,3 % v letošním roce po 4,3 % v roce 2024). Z těchto důvodů, a i vzhledem k námi očekávané mírné akceleraci růstu HDP v letošním roce, očekáváme, že by Evropská centrální banka měla se snižováním úrokových sazeb pokračovat. Depozitní sazba by se tak v dubnu letošního roku měla dostat na 2,25 %. Finanční trhy očekávají pokles až na 2 %, přičemž v závěru loňského roku to bylo dokonce na 1,5 %, tedy výrazně pod neutrální úroveň, kterou odhadujeme kolem



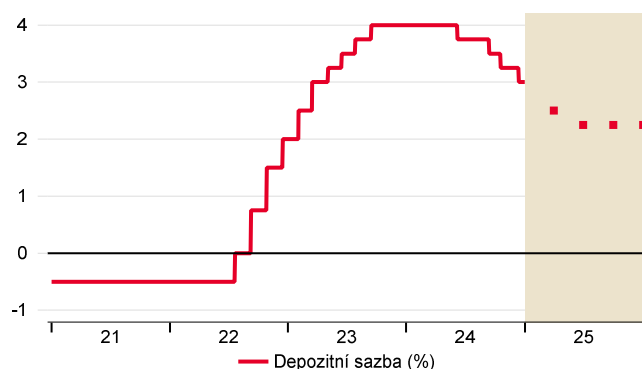
2,25 %. Aby ECB přistoupila k takto razantnímu snížení pod neutrální sazbu, muselo by podle našeho názoru dojít v Q1 25 k výraznému zhoršení na trhu práce a zpomalení mzdového růstu. To se ale zatím s nezaměstnaností na historických minimech (6,3 %) nejeví jako pravděpodobné.

Inflace v eurozóně na 2% cíli



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB bude se snižováním sazeb pokračovat

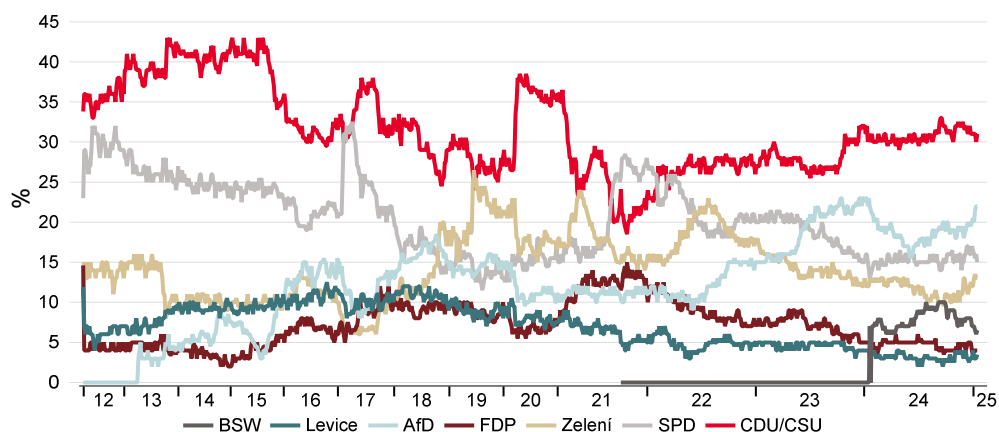


Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

### Box 1: O dalším osudu Německa rozhodne dluhová brzda

**Z hlediska dalšího vývoje německé ekonomiky budou podstatné výsledky předčasných voleb do spolkového sněmu, které byly svolány v důsledku rozpadu semaforové koalice stran SPD, Zelených a FDP.** Jejich termín byl stanoven na 23. února. Pokud by se volby konaly nyní (27.1.), zvítězila by podle průzkumu agentury INSA konzervativní unie CDU/CSU s 30 % hlasů, následovaná pravicově populistickou až krajně pravicovou Alternativou pro Německo (AfD) s 22 %, za ní by skončila SPD s 15,5 %, strana Zelených by získala 12,5 %. Nové levicově populistické Spojenectví Sahry Wagenknechtové (BSW) by získalo 6 %, přičemž FDP se pohybuje mírně pod 5% hranicí, která je nutná pro vstup do parlamentu.

Volební preference (%)



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

**Příčinou pádu koalice byly rozpory mezi jejími lídry, slábnoucí podpora, výsledky regionálních voleb a mimo jiné i postoj k dluhové brzdě.** Ta byla schválena v období globální finanční krize, kdy německý veřejný dluh stoupl na 70 % HDP. V platnost vešla v roce 2010, kdy dluh dosáhl 80 % HDP. Dluhová brzda omezuje roční strukturální rozpočtové schodky na 0,35 % HDP a od roku 2020 navíc zavazuje regionální vlády k vyrovnaným rozpočtům. Současný stav německé ekonomiky, její strukturální problémy, klesající

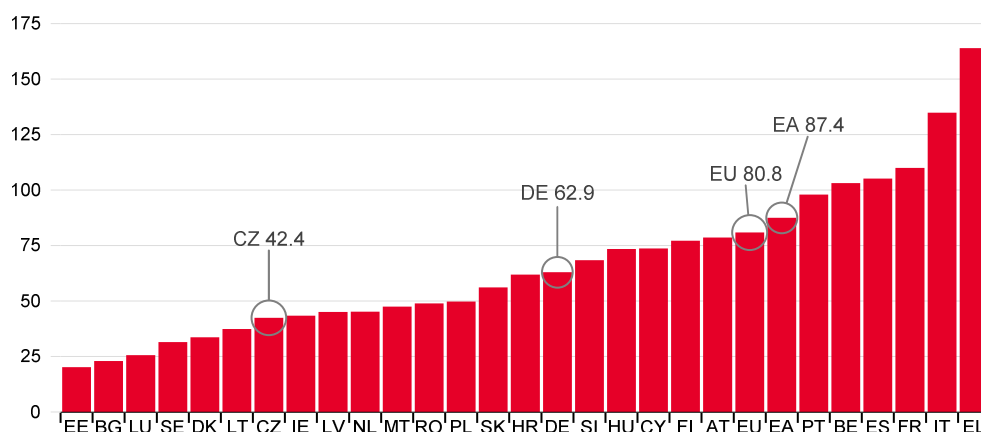


konkurenceschopnost však naznačují, že bez změn v nastavení dluhové brzdy nebude německá ekonomika schopna se vypořádat se strukturálními problémy a hospodářský růst udržitelněji nastartovat.

**Dvoutřetinová většina v obou komorách parlamentu bude třeba pro prosazení změn spojených s dluhovou brzdou či ke schválení dalšího mimorozpočtového fondu** (v roce 2021 byl schválen fond ve výši 100 mld. EUR na plnění cíle vojenských výdajů ve výši 2 % HDP, který bude vyčerpán v letech 2026-27). I když by CDU/CSU vyšla z únorových voleb jako vítězná, majoritu s největší pravděpodobností nezíská a bude si muset hledat silného koaličního partnera. Tím by se zřejmě stala SPD. Pro získání dvoutřetinové většiny bude CDU/CSU s SPD ale potřebovat podporu ještě třetí strany. Dle volebních průzkumů je druhou nejsilnější stranou AfD. Její volební program (opustit euro, rozšířit těžbu uhlí, vrátit se k ruskému plynu, opustit NATO, postavit hraniční kontroly a zastavit příliv migrantů) je však od programu CDU/CSU i SPD natolik odlišný, že jako koaliční partner nepřipadá v úvahu. Zároveň nadcházející volby budou spíše o ekonomických otázkách než o migrační politice, a tak AfD může v předvolebním boji ztrácet. Strana FDP je zodpovědná za rozpad stávající vlády. Navíc zatím není jisté, zda se do parlamentu vůbec dostane. Druhým nejpravděpodobnějším koaličním partnerem se tak zdají být Zelení, kteří se navíc v mnoha otázkách s SPD shodnou.

**Strana Zelených by změnu zákona o dluhové brzdě, kterou navrhuje SPD, s největší pravděpodobností podpořila.** Na druhou stranu CDU/CSU se zatím těmto krokům brání. Zároveň se ale domníváme, že vzhledem k tomu, že sama CDU/CSU plánuje značné daňové škrtky u nichž není jasné, z čeho by byly financovány (2 % HDP, 80 mld. EUR ročně), bude muset i ona nakonec svůj postoj přehodnotit. K uvolnění pravidel ji bude tlačit i budoucí značná potřeba vojenských výdajů ve výši zhruba 40 mld. EUR ročně (1 % HDP) a výdajů v oblasti infrastruktury (podle našeho odhadu 20 mld. EUR ročně). Ke změně pravidel tak podle našeho názoru nakonec dojde, jednání však mohou být zdlouhavá a protáhnout se až do roku 2026.

#### Podíl dluhu na HDP (%)



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

**Významnými strukturálními problémy trpí především německý průmysl.** Ten doplácí na svou vysokou energetickou náročnost, vysoké ceny energií, nákladný přechod k zelenějším energiím i klesající konkurenceschopnost. Z volebních plánů by mu mohla pomoci snaha CDU o zrušení zákazu prodeje nových benzinových a naftových automobilů v roce 2035, dále opětovné využívání jaderné energie, včetně podpory výzkumu malých reaktorů a jaderné fúze, popřípadě postupné snižování daně z příjmu právnických osob, a to z 30 % na 25 %. SPD pak

navrhuje zřízení „německého fondu“ ve výši 100 mld. EUR ze soukromých i veřejných prostředků, který by poskytoval půjčky na přechod k zelené energetice, investice do technologií a bydlení, dále investiční prémii ve výši 10 % pro investice v Německu a snížení cen průmyslové elektřiny. Podobnou investiční podporu, jakou navrhuje SPD („německý fond“), upřednostňující obnovitelné zdroje energie, dobíjecí stanice, železnice a kapitálovou podporu nových průmyslových kapacit, navrhuje i strana Zelených.

**Pozastavení některých investičních aktivit, ke kterému došlo v důsledku rozpadu vládní koalice, by mohlo vytvořit prostor pro vyšší výdaje, jakmile se nová vláda ujme moci.**

Tento fiskální stimul by mohl dosáhnout zhruba 10-15 mld. EUR. Pokud by bylo schváleno rozvolnění dluhové brzdy, mělo by Německo prostor pro investice výrazně větší. Německý dluh je ve srovnání s Francií na téměř poloviční úrovni, výrazně nižší je i ve srovnání s průměrem EU. K rozvolnění dluhové brzdy však bude třeba dohody mezi novými koaličními partnery, což může nějakou dobu trvat, přičemž nastartování investiční aktivity a vyřešení strukturálních problémů bude také vyžadovat čas. Z krátkodobého pohledu je dobrou zprávou, že německé domácnosti stále disponují nahromaděnými covidovými úsporami, přičemž v relativně dobré finanční kondici se nacházejí i firmy. Přestože německá ekonomika již dva roky vykazuje pokles (-0,3 % v roce 2023, -0,2 % v roce 2024), žádnou hlubokou recesi neočekáváme, naopak pro letošek počítáme s růstem o 0,7 %, v příštím roce pak o 0,9 %. Bez zásadních strukturálních reforem se ale německá ekonomika již neobejde.

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

## Středoevropský region: snižování úrokových sazeb se odkládá

První snížení polských měnověpolitických sazeb v září letošního roku.

**Polská centrální banka ponechala i v závěru loňského roku klíčovou úrokovou sazbu beze změny na 5,75 %.** Ta na stávající úrovni zřejmě zůstane i v nadcházejících měsících. Guvernér Glapinski, který v minulosti zastával výrazně holubičí postoj, v prosinci prohlásil (a v lednu potvrdil), že by výbor pro měnově politické otázky měl diskuzi o uvolňování měnové politiky posunout z března na říjen s tím, že snižování úrokových sazeb předpokládá až v roce 2026. Hlavním důvodem by měl být odklad rozmrazení cen energií až na závěrečné čtvrtletí letošního roku, což představuje významné inflační riziko. Vzhledem k tomu jsme i my posunuli očekávané snížení úrokových sazeb z dubna na září letošního roku s tím, že další takovýto krok by měl následovat v listopadu. V tomto období již dle našeho názoru bude mít polská centrální banka dostatek informací jak z politické scény (v Polsku se 18. května koná první kolo prezidentských voleb následované druhým 1. června), aby o uvolnění měnových podmínek mohla rozhodnout. Polský zlotý se podle našeho odhadu bude v průběhu letošního roku pohybovat v pásmu 4.30-4.35 PLN/EUR.

Maďarská centrální banka ponechá do května sazby beze změny.

**V loňském roce maďarská centrální banka snížila klíčovou tříměsíční depozitní sazbu celkem o 425 bb na stávajících 6,5 %.** V posledních měsících loňského roku však již měnovou politiku dále neuvolňovala, přičemž kladla důraz na stabilitu domácí měny. Ta ovšem v důsledku vývoje geopolitické situace, posilování amerického dolaru a růstu výnosů amerických vládních dluhopisů oslabil nejvíce za poslední dva roky (na 416 HUF/EUR v prosinci). Inflace se v prosinci navíc vrátila nad 4% úroveň a zde pravděpodobně v důsledku vlivu srovnávací základny i daňových změn zůstane i v prvních měsících letošního roku. Centrální banka tak podle našeho odhadu ponechá úrokové sazby beze změny, a to až do května, kdy očekáváme jejich snížení o 25 bb. Tímto tempem by měla pokračovat až do Q3 26, kdy klíčová úroková sazba dosáhne své neutrální úrovně (5 %). Maďarský forint bude podle našeho názoru vzhledem k očekávanému vývoji ve vnějším prostředí dále oslabovat. V polovině roku očekáváme jeho kurz na úrovni 420 HUF/EUR, na jeho konci na 430 HUF/EUR.

# Makroekonomická prognóza



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

## Hlavní změny

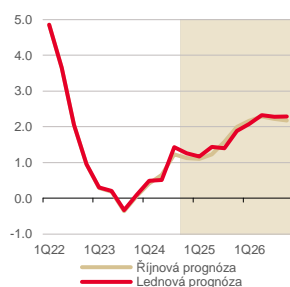
### HDP:

Oproti říjnové prognóze zůstává náš výhled vývoje české ekonomiky téměř beze změny. Nadále tak očekáváme sice zrychlující, avšak stále relativně slabý růst HDP. Ten by podle naší prognózy měl po loňských 0,9 % v letošním roce dosáhnout 1,5 % a v tom příštím 2,2 %. Ekonomiku letos podpoří výlučně postupně se oživující domácí poptávka. Naopak nižší exportní výkonnost v souvislosti s klesající průmyslovou produkcí bude růst ekonomiky brzdit.

### Inflace:

Naši prognózu letošní inflace jsme zvýšili z 1,8 % na 2,2 %. Důvodem je především přehodnocení výhledu pro ceny potravin a pohonných hmot směrem vzhůru. I tak by po celý rok 2025 měla meziroční inflace setrvat uvnitř tolerančního pásma ČNB a ve druhé polovině roku se ustálit poblíž 2% cíle. V roce 2026 očekáváme pokles inflace na 2,1 %. Ta měnověpolitická by pak měla dosáhnout rovných 2 %. Jádrová inflace bude podle nás letos činit 2,3 % a příští rok klesne na 2,2 %.

### Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Změna v prognóze inflace (% , y/y)

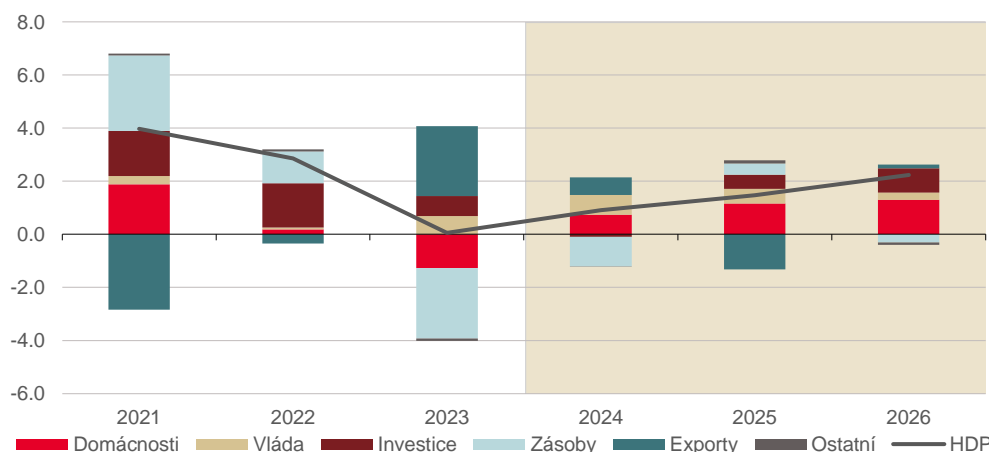


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Inflace zkrocena, čas začít se věnovat ekonomice

Růst české ekonomiky by měl podle naší prognózy v letošním i příštím roce pokračovat a jeho tempo by mělo postupně zrychlovat. I tak bude letošní hospodářský růst patřit k těm slabším. Jeho zdrojem podle nás bude výlučně domácí poptávka. Spotřeba domácností by se měla nadále zvyšovat na pozadí obnoveného růstu reálných mezd. Očekáváme však, že reálné příjmy a výdaje tuzemských domácností dosáhnou své předpandemické úrovně až v roce 2026. Ekonomiku naproti tomu letos zbrzdí slabší exportní výkonnost, která bude souviset se špatnou situací v průmyslu. Jeho produkce podle nás zaznamená již třetí rok v řadě pokles. To pravděpodobně zpomalí růst mezd a přispěje k mírnému nárůstu nezaměstnanosti. Inflace se po celý letošní rok bude držet v tolerančním pásmu centrální banky a v jeho druhé polovině se ustálí poblíž dvouprocentního cíle, kde setrvá i v roce 2026. Jádrová inflace zůstane mírně nad 2 %, a to navzdory jejímu pokračujícímu poklesu. Působit budou rostoucí ceny bydlení spojené se silným oživením na nemovitostním trhu.

### Domácí poptávka bude letos jediným zdrojem růstu ekonomiky (% , pb, y/y)



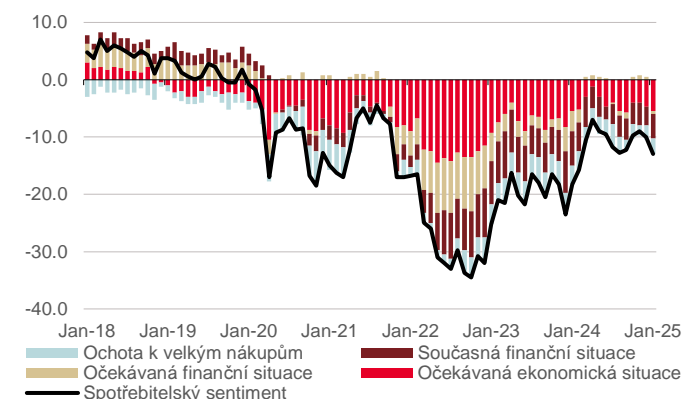
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Českou ekonomiku potáhne domácí poptávka, průmysl zůstane brzdou

**Ekonomika v loňském třetím čtvrtletí překvapila silným růstem HDP, jeho struktura ovšem nijak povzbudivá nebyla.** Podle posledních dostupných dat národních účtů za Q3 24 mezičtvrtletní růst tuzemského hospodářství zrychlil na 0,5 % po 0,2 % v Q2 24 a předčil tak naši prognózu z října. Ta pro Q3 24 očekávala zvýšení HDP o 0,2 % q/q. Pozitivní překvapení ale bylo do značné míry vyváжено sestupnou revizí dat za Q2 24, která původně ukazovala na silnější růst ekonomiky o 0,4 % q/q. Optimismus ohledně vývoje HDP v Q3 24 pak zcela rozptýlila jeho struktura. Mezičtvrtletní růst byl totiž tažen změnou stavu zásob, jejíž příspěvek činil +1,2 pb. Z fundamentálního hlediska mohlo jít o vliv nárůstu rozpracované produkce, když automobilový průmysl v loňském roce nadále čelil dílčím problémům s dodávkami výrobních součástí, k čemuž pravděpodobně přispěly i záříjové povodně. Působit mohl také zhoršený odbyt zboží v důsledku slabé poptávky. Zásoby jsou však zároveň volatilní položkou národních účtů, která je navíc často a významně revidována a pro předvídaní dalšího vývoje ekonomiky tedy není moc směrodatná. Z ostatních složek HDP k mezičtvrtletnímu růstu kladně přispěla už pouze spotřeba domácností (+0,3 pb). Ta se po stagnaci v Q2 24 opět vrátila k růstu, když v Q3 24 dosáhla +0,7 % q/q. Oproti předpandemickému Q4 19 přesto její úroveň stále zaostávala o výrazných 4,6 %. Záporný příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP v Q3 24 činil -0,7 pb a v případě fixních investic -0,3 pb. V tomto vývoji se zřejmě zrcadlila zejména špatná situace v průmyslu, a to jak u nás, tak v zahraničí. Celkově

data HDP za Q3 24 potvrdila trend jen velmi pozvolně se obnovující spotřebitelské poptávky a přetrvávajícího útlumu průmyslové produkce.

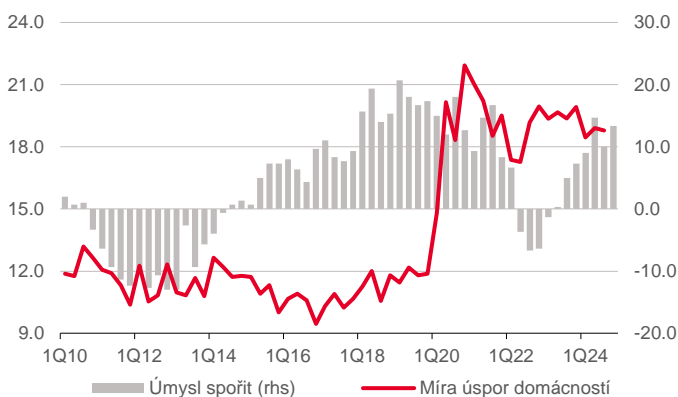
#### Spotřebitelský sentiment po mírném zlepšení v Q4 24 letos v lednu opět klesl (saldo odpovědí v %, SA)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Zatímco očekávaná ekonomická situace se týká výkonu celé ekonomiky, očekávaná a současná finanční situace hodnotí stav financí dotazované domácnosti. Očekávání jsou vždy pro následujících 12 měsíců.

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

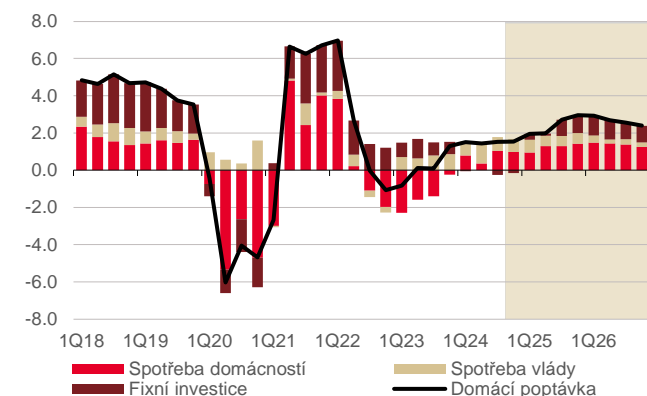


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Úmysl spořit v následujících 12 měsících je vyjádřen jako saldo odpovědí v %, které vychází z dotazníkového šetření ČSÚ (konjunkturální průzkum).

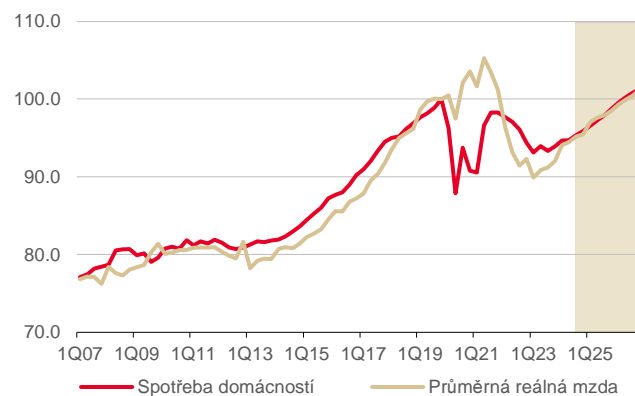
**V závěru loňského roku ekonomika podle našeho odhadu zaznamenala jen nepatrné zlepšení a za celý rok 2024 vzrostla o 0,9 %.** Pro Q4 24 odhadujeme růst HDP pouze o 0,1 % q/q. Z hlediska struktury by k němu měla přispět hlavně domácí poptávka. Spotřeba domácností se na pozadí obnoveného růstu reálných mezd a mírného zlepšení spotřebitelského sentimentu v Q4 24 podle nás zvýšila o 0,5 % q/q. Čekáme rovněž nárůst spotřeby vlády. Zde by se mohla promítnout pomoc zasaženým regionům po rozsáhlých zářijových povodních. Mírně mezičtvrtletně vyšší podle nás byly i fixní investice. Pozitivně mohly působit investice státu do dopravní infrastruktury a obecně investice do dopravních prostředků, jak naznačuje poslední vývoj tržeb za prodej automobilů. Příspěvek čistého vývozu na druhou stranu pravděpodobně zůstal záporný a mezičtvrtletní růst HDP brzdil. Situace ve zpracovatelském průmyslu se nezlepšila. Naopak v Q4 24 pravděpodobně došlo k urychlení mezičtvrtletního poklesu jeho produkce na více než -1 % po -0,2 % v Q3 24. Záporný příspěvek pak předpokládáme také pro změnu stavu zásob a mělo by tak dojít k částečné korekci výrazně kladného příspěvku z Q3 24. Další vývoj této položky je však těžké předvídat a nejistota kolem našeho odhadu HDP pro Q4 24 je tedy zvýšená. Námi očekávaný celoroční růst HDP v roce 2024 o 0,9 % by byl jen nepatrně lepší než ten obsažený v naší minulé prognóze (+0,8 %). Po zanedbatelném nárůstu o 0,1 % v roce 2023 tak výkon ekonomiky druhý rok v řadě zůstal podle nás slabý.

#### Růst domácí poptávky podpoří všechny její složky, nejvíce pak postupně oživující spotřeba domácností (% , pb, y/y)



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)

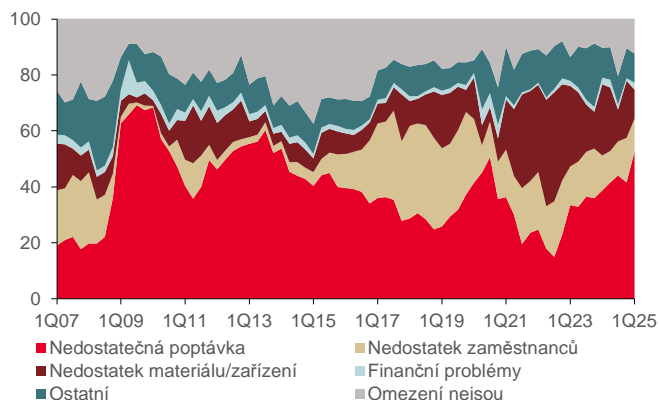


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Exportní výkonnost tuzemské ekonomiky letos zaznamená zhoršení kvůli problémům v průmyslu. Zdrojem růstu HDP tak bude výlučně domácí poptávka.

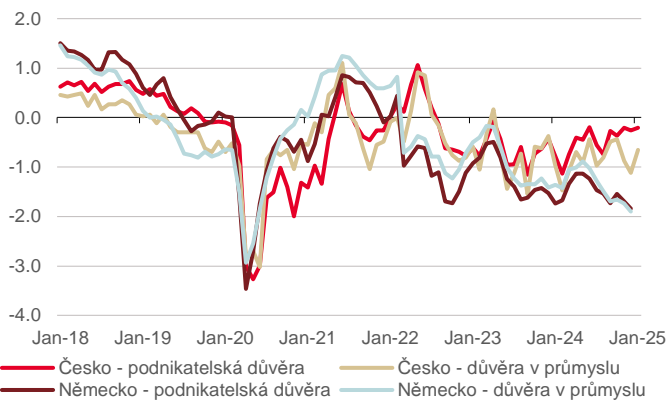
**Domácí poptávka by měla pokračovat v oživení a být jediným zdrojem letošního růstu české ekonomiky o 1,5 %.** Oproti říjnové prognóze jsme tak náš odhad stále poměrně slabého vývoje HDP v roce 2025 ponechali beze změny. Růst spotřeby domácností by měl zrychlit na 2,6 % poté, co vloni podle našeho odhadu došlo k nárůstu o 1,7 %. Navzdory tomu bude spotřeba domácností nadále zaostávat za svou předpandemickou úrovní z Q4 19. Té by měla podle nás dosáhnout až v roce 2026, tak jak jsme očekávali i v minulé prognóze. Lze předpokládat, že dynamiku spotřeby domácností bude tak jako doposud udávat zejména vývoj reálných mezd. Stejně jako propad spotřeby domácností odpovídal hloubce poklesu reálných mezd, očekáváme to samé v případě tempa jejich obnoveného růstu. To potvrzují dosavadní data, když reálné mzdy v Q3 24 za svou předpandemickou úrovní z Q4 19 zaostávaly o 4,5 %, tedy v podstatě ve shodné míře jako spotřeba. Jak píšeme níže, z důvodu obtížné situace v průmyslu, na horizontu prognózy očekáváme pouze umírněný růst reálných mezd. Zvyšování útrat domácností bude nejspíše brzdít i přetrvávající relativně nízký spotřebitelský sentiment. Domácnosti přitom disponují velkým objemem nahromaděných úspor, které však stále rychlým tempem zvyšují. Míra úspor domácností v Q3 24 dosahovala 18,8 % a oproti předpandemickému období tedy byla téměř dvojnásobná. Během let 1999-2019 v průměru činila 11,7 %. Vyšší sklon k úsporám může souviset se zvýšenou nejistotou a negativními riziky kolem dalšího vývoje ekonomiky. Vysoká úroveň úspor ale může být zároveň významným hybatelem probíhajícího oživení na trhu nemovitostí a urychlit růst jejich cen. Domácí poptávku by letos měla podpořit také spotřeba vlády, jejíž růst by měl podle nás pokračovat ve svižném tempu. Důvodem je politický cyklus spojený s podzimními parlamentními volbami.

**Nedostatečná poptávka je hlavní bariérou růstu produkce pro 53 % tuzemských průmyslových podniků (%)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Podnikatelská a průmyslová důvěra zůstává v ČR i Německu nízká, ta německá navíc vykazuje negativní trend (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.

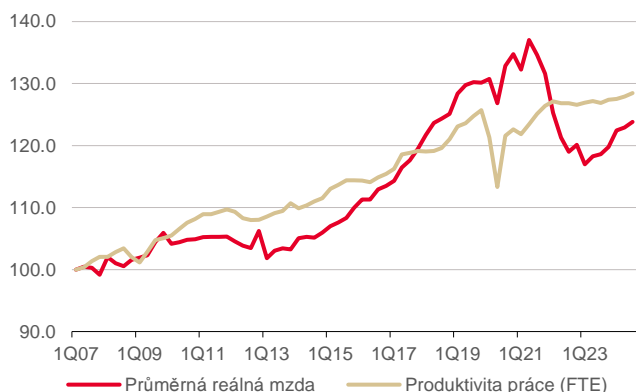
**Průmysl letos nejspíše zaznamená třetí rok v řadě pokles, což se podepíše na nižším exportním výkonu ekonomiky.** Zatímco v roce 2023 průmyslová produkce klesla o 0,8 %, v roce 2024 odhadujeme její pokles na 1,5 % a pro rok 2025 předpovídáme další snížení o 1,3 %. Příčiny jsou jak cyklické, tak i strukturální. Cyklickou příčinou je celosvětové oslabení poptávky po průmyslovém zboží v souvislosti s přísnějšími měnovými podmínkami a poklesem kupní síly domácností zapříčiněným vysokou inflací. Ze strukturálních příčin lze uvést vysoké ceny energií, závislost na nedostatkové a již relativně drahé pracovní síle, stejně tak i celkovou podinvestovanost českého průmyslu. Všechny tyto faktory snižující konkurenceschopnost se přitom v ještě větší míře týkají průmyslu v sousedním Německu, jehož trh je pro české podniky nejdůležitějším zahraničním odbytištěm. Předstihové indikátory prozatím moc nadějí na zlepšení evropského průmyslu nedávají. Očekáváme tak, že příspěvek čistého vývozu k letošnímu růstu tuzemské ekonomiky bude vysoce záporný. Působit bude nejen trvající



pokles průmyslové výroby, ale i nárůst dovozů podpořených oživením domácí poptávky a odeznění efektu vývozu dříve rozpracované produkce. Tento efekt byl podle nás hlavním důvodem toho, proč za celý rok 2024 čistý vývoz pravděpodobně vykáže kladný příspěvek k růstu HDP. Po utlumeném vývoji v loňském roce by v tom letošním měly růst fixní investice, které tak budou v pořadí třetím komponentem sílí domácí poptávky. Investiční aktivitu bude sice na jedné straně brzdít slabá podnikatelská důvěra a špatná situace v průmyslu, pro překonání strukturálních problémů ekonomiky však na straně druhé budou investice nezbytné, a to nejen ty soukromé ale i vládní. Česko totiž čelí investičnímu deficitu v řadě veřejných politik, příkladem může být dopravní infrastruktura či digitalizace, což dále snižuje potenciální růst ekonomiky. Ten nyní odhadujeme v rozsahu 2,0-2,5 %. Návrat růstu tuzemského HDP nad 2 % ale v naší prognóze očekáváme až od roku 2026. V růstu investic se mohou promítnout i investice domácností do nemovitostí spojené s oživením na trhu s domy a byty.

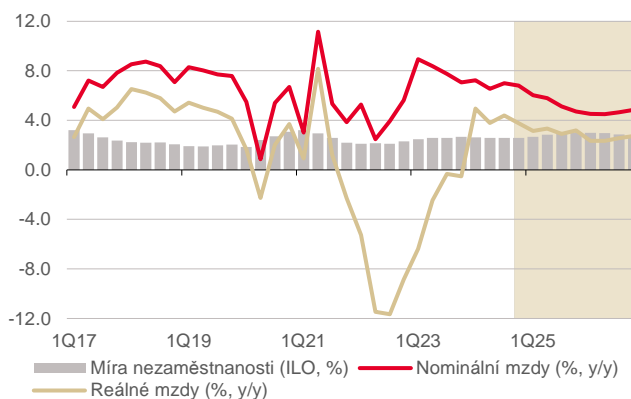
**Zavedení dovozních cel ze strany USA je hlavním rizikem naší prognózy HDP.** To by jen zhoršilo již tak špatnou pozici evropského průmyslu a pravděpodobně silně zasáhlo průmyslově a proexportně orientovanou českou ekonomiku.

Úroveň reálných mezd zaostává za stagnující produktivitou práce a jejich další růst tak nemusí být proinflační (Q1 07=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Produktivita práce jako podíl reálného HDP k počtu zaměstnanců přepočtenému na plné úvazky.

Růst mezd bude pokračovat umírněným tempem a k obnovení jejich předpandemické kupní síly dojde až v roce 2026



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

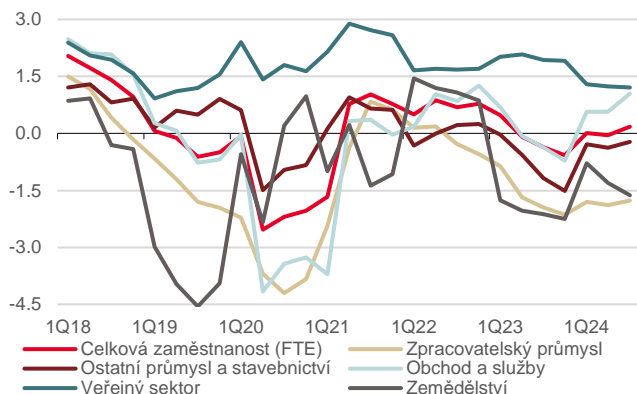
Špatná situace v průmyslu pravděpodobně přispěje k mírnému ochlazení trhu práce a zbrzdí tempo zvyšování mezd.

### Mzdy sice porostou, obnovení jejich kupní síly bude ale trvat

**Očekáváme, že růst nominálních mezd po loňských 6,9 % letos zpomalí na 5,4 %.** Náš odhad za rok 2024, pro který jsou dosud známa data pouze za první tři kvartály, jsme tak mírně zvýšili z původních 6,6 %. Prognózu pro rok 2025 jsme však naopak revidovali směrem dolů, a to z 5,8 % na 5,4 %. Důvodem je pesimistický výhled výrobního sektoru, který se podle posledních měsíčních dat začíná odrážet ve slabší dynamice průmyslových mezd. Ve zpracovatelském průmyslu zároveň dochází k poklesu zaměstnanosti, která je meziročně o zhruba dvě procenta nižší. K významnému nárůstu nezaměstnanosti na agregátní úrovni však prozatím nedošlo, když pracovníci opouštějící průmysl pravděpodobně nacházejí uplatnění v ostatních sektorech ekonomiky, kde zaměstnanost pokračuje v růstu. Tento charakter vývoje by měl přetrvávat i na horizontu prognózy, když očekáváme jen mírný nárůst obecné míry nezaměstnanosti ke 3 %. S ohledem na nejistotu ohledně vývoje průmyslu a s tím spojená negativní rizika však nelze výraznější nárůst nezaměstnanosti vyloučit. Zatímco v přechodných dvou letech zaměstnanost i vlivem přílivu ukrajinských uprchlíků svižně rostla, letos očekáváme její zhruba stagnaci. Pokračující zvyšování nominálních mezd a souběžný pokles inflace do blízkosti dvouprocentního cíle přispěje k dalšímu nárůstu kupní síly domácností. V průběhu loňského a letošního roku odhadujeme nárůst reálných mezd v souhrnu o více než 7 %. Ten ale bude následovat po poklesu o skoro 12 % během let 2022

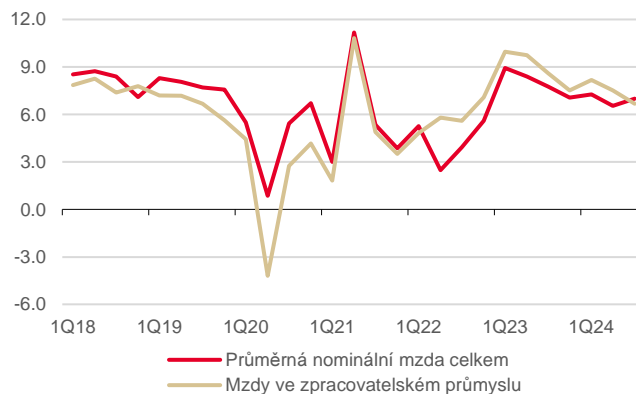
a 2023. Obnovení předpandemické úrovně reálných mezd tak nadále předpovídáme až v roce 2026.

**Zatímco ve zpracovatelském průmyslu zaměstnanost klesá, v obchodu, službách a veřejném sektoru roste (% , y/y)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Růst nominálních mezd ve zpracovatelském průmyslu pod tíhou klesající produkce zpomaluje (% , y/y)**

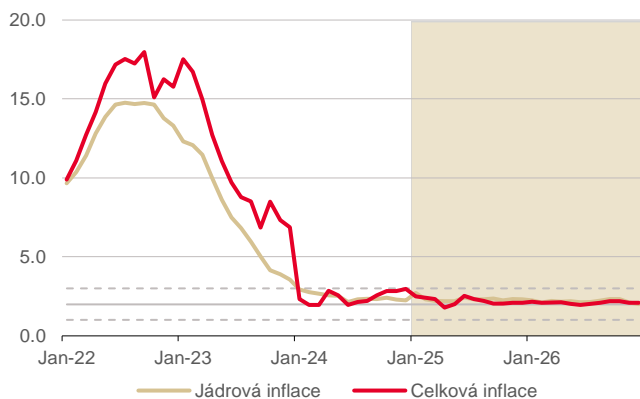


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflace se již letos bude pohybovat poblíž dvouprocentního cíle**

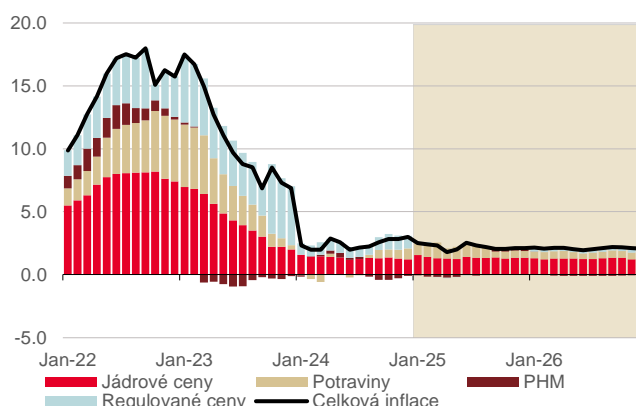
**Meziroční růst spotřebitelských cen koncem loňského roku zrychlil, když na něj působily vyšší ceny potravin a pohonných hmot v kombinaci s nižší srovnávací základnou.** Nižší srovnávací základna se týkala většiny položek spotřebního koše, neboť závěr roku 2023 byl již ve znamení ústupu inflačních tlaků. Ceny energií, potravin a pohonných hmot v té době klesaly. Zatímco ceny energií pro domácnosti pokračovaly v pozvolném sestupu, trend vývoje cen potravin a pohonných hmot se ve druhé polovině roku 2024 otočil, a ty začaly opět meziměsíčně růst. Vyšší dynamika cen potravin a pohonných hmot je důvodem toho, proč meziroční inflace byla v Q4 24 nakonec v průměru mírně vyšší oproti tomu, kde ji čekala naše říjnová prognóza (2,9 % vs 2,7 %). Jádrová inflace se naproti tomu vyvíjela v souladu s naší prognózou, když stejně jako v Q3 24 dosáhla v průměru 2,3 % y/y. Za celý rok 2024 celková inflace činila 2,4 % a zaznamenala tudíž výrazný pokles z 10,7 % v roce 2023. Ve všech měsících loňského roku se přitom meziroční inflace držela v rozmezí 2-3 %, tedy i v horní polovině tolerančního pásma centrální banky.

**Inflace zůstane uvnitř tolerančního pásma ČNB a ve druhé polovině letošního roku se stabilizuje poblíž 2% cíle (% , y/y)**



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

**Ceny potravin letos porostou o více než 2 %, regulované ceny budou díky levnějším energiím naopak stagnovat (% , pb, y/y)**



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

**Očekáváme, že meziroční inflace v lednu klesne do blízkosti 2,5 % a ve druhé polovině letošního roku se ustálí poblíž cíle ČNB.** První polovina roku 2025 však nejspíše bude ve znamení vyšší volatility. Zatímco v některých měsících se meziroční inflace může dostat

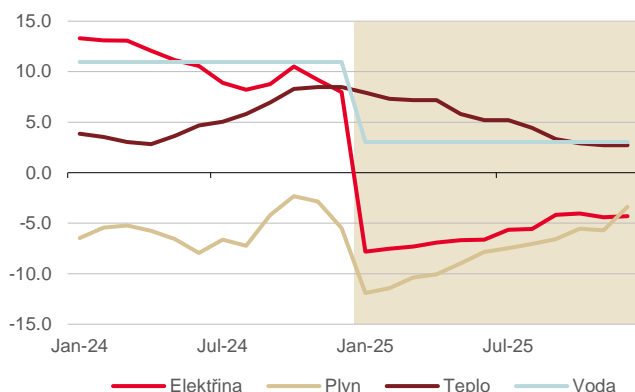


mírně pod 2 %, v jiných zase může vystoupat ke 2,5 %. Půjde hlavně o vliv volatilních složek inflace, jako jsou potraviny a pohonné hmoty. Navzdory vyšší volatilitě by ale meziroční inflace měla podle naší prognózy zůstat bezpečně uvnitř tolerančního pásma centrální banky. Pro druhou polovinu roku 2025 očekáváme ustálení celkové meziroční inflace mírně nad 2 %, po odečtení vlivu vyšších spotřebních daní pak v podstatě přímo na dvouprocentním cíli ČNB.

Celková a jádrová inflace se v letošním i příštím roce budou držet poblíž dvouprocentního cíle centrální banky.

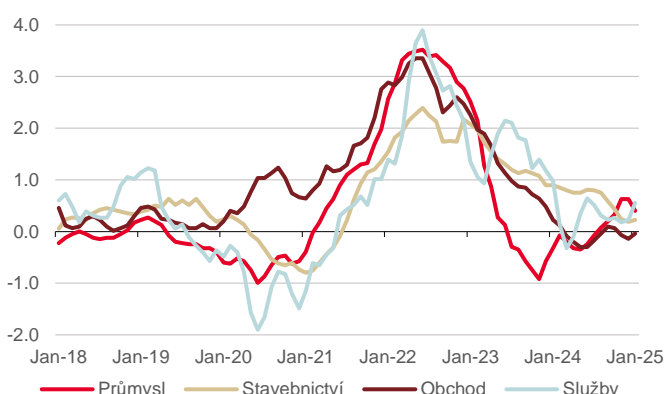
**Pro letošní rok očekáváme inflaci ve výši 2,2 % a příští rok její snížení na 2,1 %.** V naší minulé prognóze jsme pro rok 2025 předpovídali 1,8 % a pro rok 2026 pak 2,0 %. Důvodem vzestupné revize odhadu letošní inflace je odlišný výhled vývoje cen potravin a pohonných hmot. S vzestupným trendem cen potravin v důsledku dopadů změny klimatu na globální úrodu agrárních komodit jsme počítali, samotná intenzita jejich vzestupu však byla, jak již bylo zmíněno, vyšší. Přispět k tomu mohly také ničivé zářijové povodně v tuzemsku. Náš odhad letošního růstu cen potravin jsme tedy zvýšili z 2,5 % na 3,1 %. V případě pohonných hmot se také oproti naší říjnové prognóze mění intenzita, zatímco trend zůstává stejný. Nadále tedy předpokládáme, že pohonné hmoty letos zlevní, avšak v menším rozsahu, než jsme si původně mysleli. Ke klesajícímu trendu by měl přispět utlumený růst světové ekonomiky a postupný odklon od fosilních paliv. Rizikem ve směru rychlejšího poklesu cen pohonných hmot je pak možná vyšší těžba ropy ze strany USA. S ohledem na velkou geopolitickou nejistotu je ovšem pravděpodobné, že ceny pohonných hmot a potravin budou nadále vykazovat vyšší volatilitu a jejich výhled do budoucna může být předmětem častějších a významnějších změn.

**Zatímco konečné ceny elektřiny a plynu pro domácnosti letos klesnou, ceny dodávek tepla a vody podle nás vzrostou (% , y/y)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Inflační očekávání klesla a jsou blízko svých běžných úrovní (z-skóre, SA, 3MA)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

**Ceny energií pro domácnosti letos klesnou, naopak spotřební daně mírně porostou.**

V poklesu konečných cen energií pro domácnosti se budou se zpožděním promítat nižší ceny elektřiny a plynu na velkoobchodním trhu, které převáží mírný nárůst regulovaných složek cen energií. Odhadujeme, že celková cena elektřiny pro domácnosti letos v meziročním srovnání klesne v průměru o 5,9 %, v případě plynu pak o 8,0 %. To by měl naopak částečně kompenzovat nárůst cen za dodávky tepla a vody. Pokles konečných cen elektřiny a plynu pro domácnosti bude pravděpodobně vyvažovat i růst v rámci neenergetické části regulovaných cen jako celku, kam patří převážně služby spadající do oblasti zdravotnictví a školství, stejně tak i hromadná doprava. Tyto ceny v loňském roce rostly rychlým tempem a navzdory námi očekávanému zpomalení se v letošním roce jejich dynamika podle nás udrží nad 2 %. Celá skupina regulovaných cen by letos podle nás měla růst jen nepatrně o 0,2 % a tlumit celkovou inflaci. V minulé prognóze jsme odhadovali zvýšení celé skupiny regulovaných cen o 1,0 %. Z hlediska daňových změn bude v letošním roce pokračovat růst spotřebních daní na tabákové výrobky a alkohol, jejich dopad do celoroční inflace odhadujeme zhruba ve výši

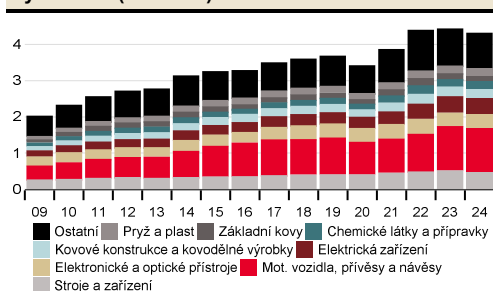
0,1 pb. Obdobný vliv lze očekávat rovněž v letech 2026 a 2027, pro které je již nárůst spotřebních daní také stanoven. Měnověpolitická inflace, tedy ta očištěná o vliv změn nepřímých daní, tak v roce 2025 bude podle naší prognózy činit 2,1 % a v roce 2026 klesne na 2,0 %.

**Jádrová inflace se v roce 2025 i 2026 udrží nad dvouprocentním cílem, když očekáváme vliv vyšších cen nemovitostí a nájmu.** Po loňských 2,5 % pro letošek předpokládáme zpomalení jádrové inflace na 2,3 % a v roce 2026 na 2,2 %. To je v podstatě stejná trajektorie jako v naší říjnové prognóze, která pro rok 2025 i 2026 očekávala 2,2 %. Dostupná data o vývoji nemovitostního trhu potvrdila jeho pokračující silné oživení projevující se ve zrychlení růstu cen nemovitostí. S ohledem na silný převis poptávky po nemovitostech nad jejich nabídkou v prostředí klesajících sazeb hypotečních úvěrů a vysokých úspor domácností očekáváme, že růst cen nemovitostí bude pokračovat. To se podle nás následně odrazí ve vyšší dynamice imputovaného nájemného a kvůli s tím spojené omezené dostupnosti vlastnického bydlení zřejmě půjdou vzhůru i ceny tržního nájemného. Celkově je pravděpodobné, že se růst cen služeb letos sice udrží nad 2 %, k jeho zpomalení by ovšem dojít mělo. Působit by na to měla slabá spotřebitelská poptávka, levnější energie pro podnikatele a předchozí zprůšňování měnové politiky. Dynamika cen zboží by se naopak v rámci jádrové inflace měla pohybovat pod cílem centrální banky, neboť očekáváme vliv globální nadprodukce výrobního sektoru v souvislosti s útlumem poptávky po průmyslovém zboží a silnou podporou čínské vlády směrem k tamnímu zpracovatelskému průmyslu.

## Box 2: Český průmysl ve vleku průmyslového trápení sousedního Německa

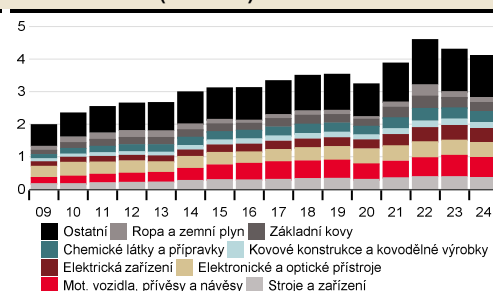
**Vzájemné propojení mezi českou a německou ekonomikou je jednou z klíčových charakteristik domácí ekonomiky.** Optikou finančních trhů je tak na česká aktiva často nahlíženo skrze sousední Německo. Vzhledem k průmyslové orientaci obou zemí není překvapením, že post-pandemické oživení obou ekonomik bylo v EU jedno z nejslabších. Zatímco ale ta německá pokračuje v trápení a dva roky po sobě již klesla, stejný osud minul tu českou. Růst domácí ekonomiky nicméně zůstává pochopitelně slabý. V tomto *Boxu* se věnujeme vazbě českého průmyslu na ten německý a jeho obecnou kondici v prostředí, kde se z německé ekonomiky stává významná brzda.

Vývoz ČR (bil. CZK)



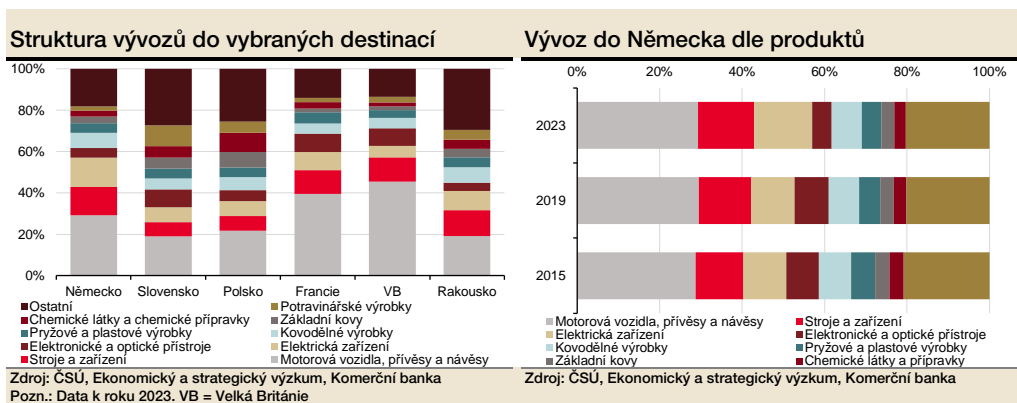
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Data za rok 2024 jsou pouze k listopadu.

Dovoz do ČR (bil. CZK)



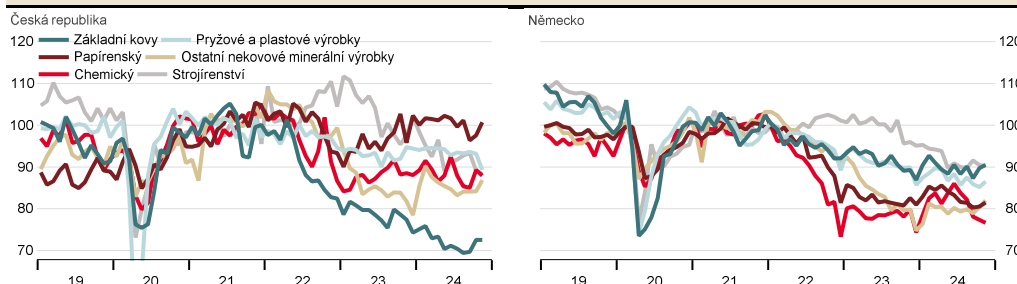
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Data za rok 2024 jsou pouze k listopadu.

**Německo je zdaleka největší odbytový trh pro český vývoz s podílem 30 %.** Vloni podle dat k listopadu jej následovalo Slovensko (9 %), Polsko (7,4 %) a Francie (4,9 %). Diverzifikace exportních destinací byla dosud jen velmi omezená. Podíl Německa na českém vývozu za posledních 10 let (5 let) klesl o 2,5 pb (1,4 pb), naopak podíl Polska narostl o 1 pb za stejné období. Lehce se změnila i struktura vývozu, která je více založená na konečných produktech než meziproduktech. To zřejmě znamená i vyšší přidanou hodnotu.



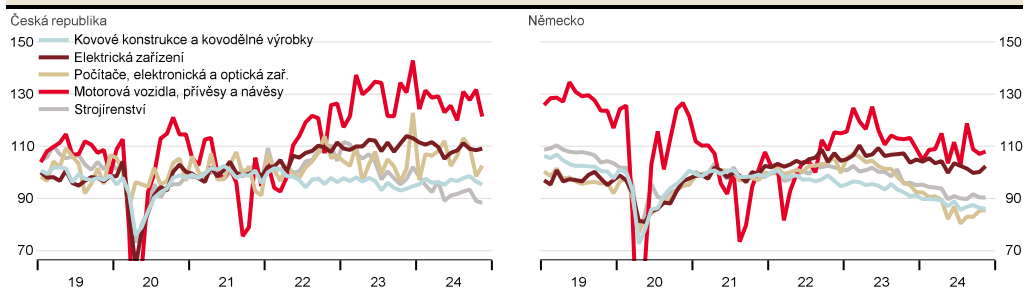
**Český a německý průmysl jsou neodmyslitelně navzájem propleteny**, a to nejen skrze dodavatelsko-odběratelské vztahy, ale také z hlediska vlastnictví. V posledních dvou letech ten německý ale daleko více poznamenaly vyšší ceny energií, pokles poptávky po průmyslovém zboží (zejména z Číny) či utažená měnová politika. Ve srovnání s Německem ale domácí průmysl čelil mírnějšímu poklesu. Není však sporu, že i vlivem zmíněných faktorů, závislosti na Německu a jiných strukturálních problémů, včetně energetické náročnosti produkce, konkurenceschopnost české výroby klesá.

#### Výroba v energeticky náročných odvětvích v ČR a Německu (2021=100)



**Podíl energeticky náročných odvětví v průmyslu je v Německu oproti Česku vyšší.** To částečně vysvětluje lepší výkon domácího průmyslu. Výroba v domácím klíčovém automobilovém sektoru navíc dokázala výrazněji kompenzovat slabost v ostatních odvětvích. To zčásti platilo i pro německý protějšek. Mimořádnou roli v obou případech ale hrály naplněné zakázkové knihy producentů aut kvůli delším dodacím lhůtám vlivem problémů v dodavatelských řetězcích. S jejich odezněním výroba citelně narostla, a i přes slabší tvorbu nových zakázek byly produkční a vývozní statistiky dobré. To tak působilo acyklicky, když ostatní odvětví výrazněji pocítila slabou poptávku, zvýšené ceny vstupů a utaženou měnovou politiku. Tento příznivý efekt ale již vyprchal a nižší aktivita se podepsala i na automobilovém průmyslu v obou zemích. Automobilky se na evropském trhu celkově navíc musí nově potýkat i se silnou čínskou konkurencí. Přičemž s ohledem na vysokou nadkapacitu čínského výrobního sektoru může dojít k přelití tamních deflačních tlaků do Evropy skrze tento posílený importní kanál.

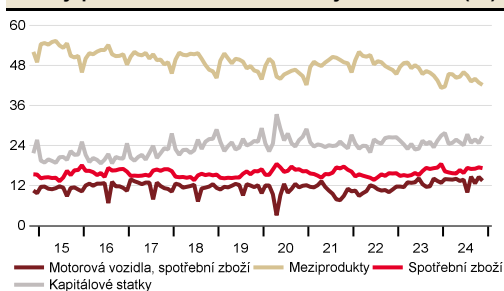
## Výroba ve vybraných průmyslových odvětvích v ČR a Německu (2021=100)



Zdroj: ČSÚ, Destatis, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Vybrané hodnoty nejsou zobrazeny v grafu pro lepší přehlednost.

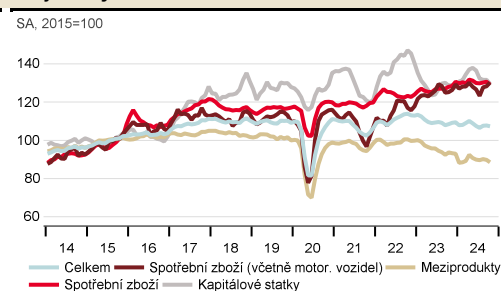
**Měsíční indikátory průmyslové produkce nicméně přeceňují slabost průmyslu v obou zemích.** Hrubá přidaná hodnota ve zpracovatelském průmyslu má sice klesající tendenci a dokresluje sektorové trápení, obrázek je však příznivější. Částečně se na tom zřejmě podílí výroba s vyšší přidanou hodnotou, což může implikovat nižší přidanou hodnotu energeticky náročných sektorů. V ČR to reflektuje i vyšší vývoz finálních produktů určených ke spotřebě na úkor meziproduktů, které jsou tradičně dominantním vývozem právě do Německa. V roce 2024 (data k listopadu) ve srovnání s roky 2014 a 2019 klesl podíl meziproduktů na celkovém vývozu (v nominálním vyjádření) o téměř 6 pb, respektive 1 pb, naopak podíl finálního spotřebního zboží vzrostl o 2 pb, respektive o 0,5 pb. Ještě výraznější byl nárůst podílu motorových vozidel o téměř 5 pb oproti 2014 a 2019.

## Podíly produktů na celkovém vývozu zboží (%)



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Dělení podle výrobní klasifikace BEC Rev. = Broad Economic Categories.4

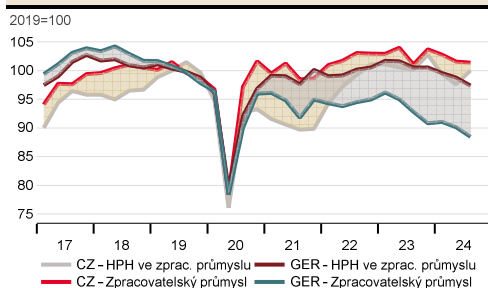
## Objem vývozu zboží dle BEC\*



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Reálný objem. \*BEC = Broad Economic Categories.4, výrobní klasifikace

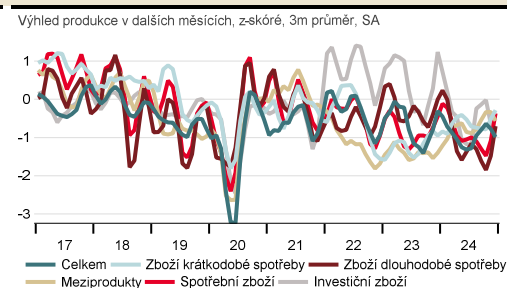
**Slabá produkce meziproduktů vzhledem k jejich postavení ve výrobní vertikále indikuje nízká očekávání pro brzké oživení v průmyslu,** čemuž ostatně napovídají i vyhlídky jednotlivých sektorů. Příliš optimismu pro průmysl nepřinášejí ani obavy ohledně zavedení cel na evropské produkty ze strany USA, pomalu se uvolňující finanční podmínky a zejména pro Německo a ČR zvýšené ceny energií. Ty se totiž zřejmě nevrátí na své předpandemické úrovně, a prakticky tak natrvalo do určité míry ochromují konkurenceschopnost průmyslu.

## HPH a index průmyslové produkce



Zdroj: ČSÚ, Destatis, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: HPH = hrubá přidaná hodnota. Index průmyslové produkce je měsíční indikátor.

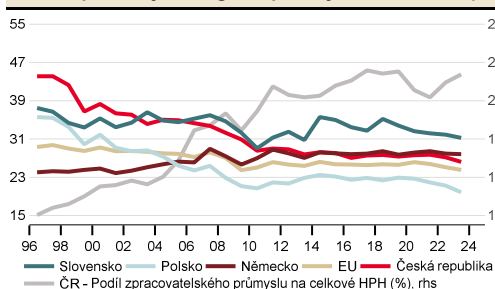
## Výhledy pro průmysl zůstávají v ČR utlumené



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

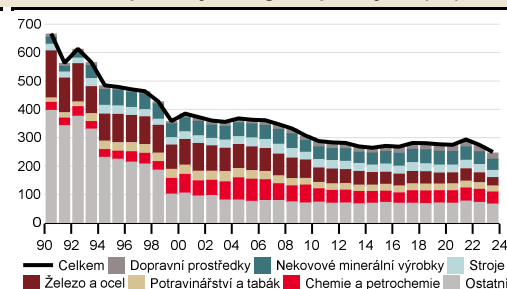
**Ke zlepšení by přispělo efektivnější využití energií.** Podíl průmyslu na celkové spotřebě energie v ČR za posledních 10 let pomalu klesal, zatímco se ekonomika více industrializovala, jak odráží zvyšující se podíl průmyslu na HPH v ekonomice. Pomoci mohou investice do udržitelnější produkce, ke kterým letos přispějí uvolněnější finanční podmínky. Ze sektorového hlediska klesl podíl na celkové HPH oproti roku 2019 nejvíce v automobilovém sektoru, strojírenství, výrobě pryžových a plastových výrobků či kovových konstrukcích a kovodělných výrobků.<sup>1</sup> Ostatní tradičně energeticky náročné sektory překvapivě nezaznamenaly výrazný pokles ziskovosti měřené poměrem hrubého provozního přebytku (HPP) na HPH. Vzhledem ke zhoršení konkurenceschopnosti vlivem vyšších cen energií by tak bylo vhodné tyto prostředky investovat do energeticky úspornější produkce.

## Podíl spotřeby energie v průmyslu na celku (%)



Zdroj: ČSÚ, Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: HPH = hrubá přidaná hodnota.

## Struktura spotřeby energie v průmyslu (PJ)

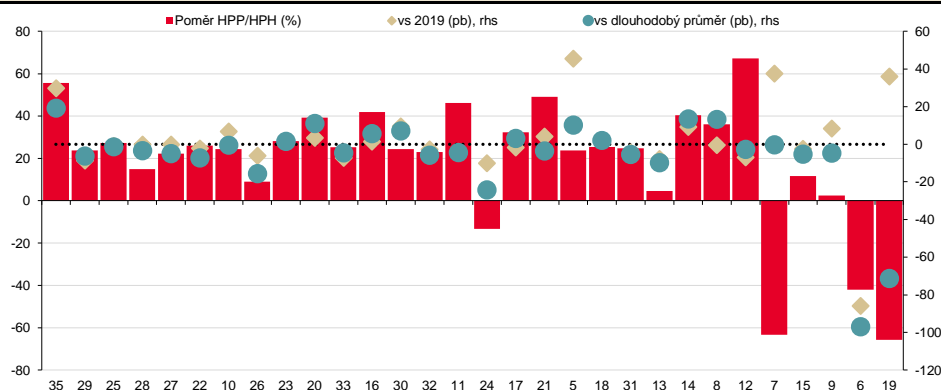


Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: PJ = petajouly.

**Slabost německé ekonomiky a zejména průmyslového sektoru je významnou brzdou pro tu českou.** Průmysl v obou zemích již nepodpoří acyklický vývoj v automobilovém sektoru. Závislost na odbytu na německém trhu zůstává v ČR dominantní, přestože malá diverzifikace z geografického a produktového hlediska pomohla zmírnit tlak na domácí ekonomiku. V Německu i u nás však ve významné části průmyslu, zejména toho energeticky náročného, klesla konkurenceschopnost. K alespoň částečné nápravě by v obou případech pomohly investice, například do udržitelnější produkce a v tuzemsku zejména další diverzifikace produktového portfolia, stejně jako posun výše ve výrobní vertikále.

<sup>1</sup> Data dle jednotlivých sektorů jsou k dispozici pouze na roční bázi a k roku 2023.

## Změny v pb v podílu hrubého provozního přebytku (HPP) na HPH v daném sektoru



Legenda (sektory jsou řazené sestupně dle podílu na celkové hrubé přidané hodnotě v ekonomice)

35 Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu	10 Výroba potravinářských výrobků	30 Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení	05 Těžba a úprava černého a hnědého uhlí	12 Výroba tabákových výrobků
29 Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů	26 Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení	32 Ostatní zpracovatelský průmysl	18 Tisk a rozmnožování nahraných nosičů	07 Těžba a úprava rud
25 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení	23 Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků	11 Výroba nápojů	31 Výroba nábytku	15 Výroba usní a souvisejících výrobků
28 Výroba strojů a zařízení j. n.	20 Výroba chemických látek a chemických přípravků	24 Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů; slévárnictví	13 Výroba textilií	09 Podpůrné činnosti při těžbě
27 Výroba elektrických zařízení	33 Opravy a instalace strojů a zařízení	17 Výroba papíru a výrobků z papíru	14 Výroba oděvů	06 Těžba ropy a zemního plynu
22 Výroba pryžových a plastových výrobků	16 Zpracování dřeva, výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku	21 Výroba základních farmaceutických výrobků a farmaceutických přípravků	08 Ostatní těžba a dobývání	19 Výroba koksů a rafinovaných ropných produktů

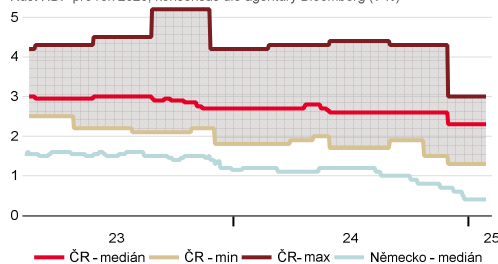
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: HPP = hrubý provozní přebytek, HPH = hrubá přidaná hodnota. Poslední údaj z roku 2023.

**Nadcházející volby v Německu více napoví ohledně směřování německé ekonomiky a potažmo průmyslu** (více v *Boxu 1*). Cyklické oživení poptávky po průmyslovém zboží, ale především adresování strukturálních problémů v průmyslu, budou vítané impulsy i pro českou ekonomiku. V brzké době ovšem budou nejspíše scházet, a i proto se domníváme, že průmysl toho letos pro růst české ekonomiky příliš nepřinese. Z velké části bude navíc tuzemské hospodářství taženo spotřebou domácností, která ovšem stále jen dohání předpandemickou úroveň. Ve srovnání vyšší domácí ekonomický růst tak nebude příliš vypovídat o její schopnosti se odpoutat od nerostoucí německé ekonomiky.

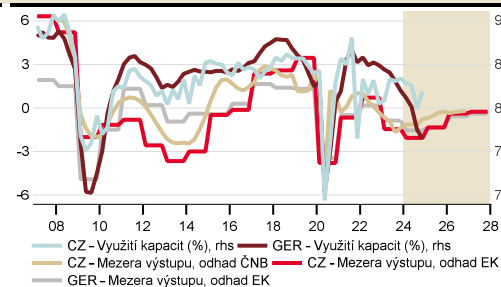
## Růstové vyhlídky se postupně snižovaly

Růst HDP pro rok 2025, konsensus dle agentury Bloomberg (v %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Konsensus k 27.01.2025.

## Mezera výstupu a využití kapacit v průmyslu



Zdroj: Eurostat, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Odhady EK jsou na roční bázi, ostatní jsou v kvartální frekvenci.

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

## Měnová politika



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

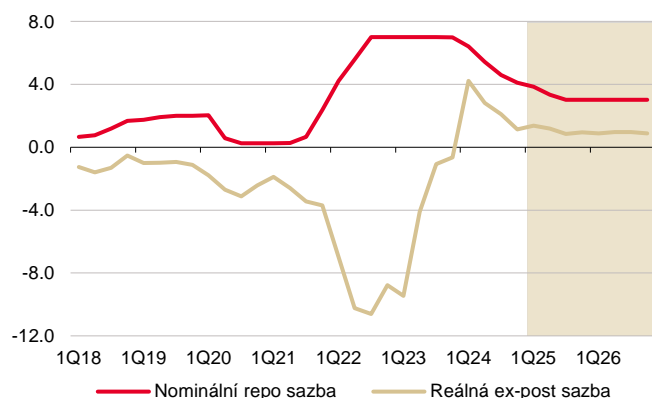
### Snižování sazeb ze strany ČNB by letos mělo být obnoveno

Po prosincové pauze očekáváme, že Česká národní banka v únoru obnoví proces snižování úrokových sazeb. Příspěť by k tomu měl pokles inflace, která se bude postupně navracet ke dvouprocentnímu cíli a celý letošní rok setrvá bezpečně uvnitř tolerančního pásma ČNB. Inflační tlaky bude navíc tlumit slabá ekonomika, pro kterou je restriktivní působení měnové politiky přítěží. Očekáváme tak, že ČNB bude od února snižovat úrokové sazby tempem 25 bb za zasedání, a to až do června, kdy repo sazba dosáhne své terminální úrovně ve výši 3 %. Rizika naší prognózy úrokových sazeb však nadále hodnotíme jako vychýlená ve směru jejich vyšší úrovně po delší dobu.

ČNB ve své prognóze očekává pro rok 2025 zrychlení inflace na 2,6 %. Podle nás však zpomalí na 2,2 %, tedy do blízkosti cíle centrální banky.

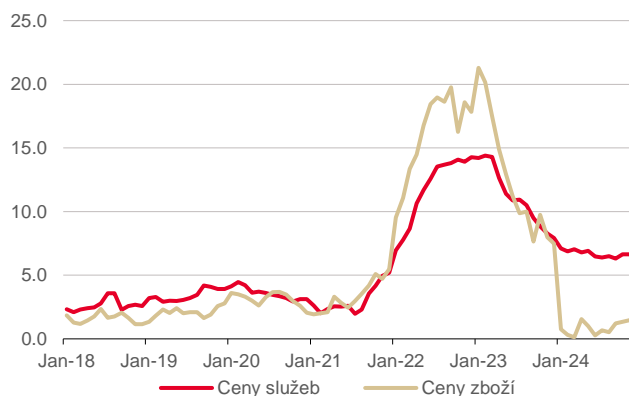
Česká národní banka v prosinci přerušila proces snižování úrokových sazeb. Základní repo sazba zůstala na 4,0 % poté, co v průběhu předchozích dvanácti měsíců centrální banka přistoupila k jejímu snížení o 300 bb. Hlavním důvodem prosincové pauzy pravděpodobně byly obavy bankovní rady ohledně vývoje inflace na přelomu roku. V době posledního měnověpolitického zasedání centrální bankéři ještě neznali hodnotu prosincové inflace, u které hrozilo, že přesáhne 3 % y/y a dostane se tak nad horní hranu tolerančního pásma ČNB. To by mohlo negativně ovlivnit i lednovou inflaci. Obavy z nadměrného prosincového růstu spotřebitelských cen se však nenaplnily a ten v meziročním vyjádření dosáhl rovných 3 %. Podobně jako na předchozích zasedáních bankovní rada svou opatrnost opodstatňovala také přetrvávajícím rychlým růstem cen služeb. Ten podle statistik CPI v prosinci dosahoval 5,0 % y/y, v případě dat HICP pak dokonce 6,4 %. Ceny zboží naproti tomu byly vyšší o 1,7 % y/y, respektive 1,8 %, a jejich dynamika se tak nacházela mírně pod dvouprocentním cílem ČNB.

Měnová politika byla v roce 2024 silně restriktivní, což přispěje k letošnímu poklesu inflace do blízkosti cíle (%)



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

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



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navzdory silnější ekonomice a mzdovému růstu v Q3 24 hodnotíme rizika poslední prognózy ČNB z listopadu jako vychýlená ve směru nižší inflace. Stejně jako nás mezičtvrtletní růst tuzemské ekonomiky v Q3 24 pozitivně překvapil také centrální banku, která odhadovala +0,3 % oproti dosaženým +0,5 %. Pokud jde ale o další čtvrtletí, tak naše očekávání jsou ve srovnání s prognózou ČNB výrazně pesimističtější. Centrální banka totiž hned od Q4 24 předpovídá zrychlení mezičtvrtletního růstu HDP na 0,7 %, na kterých by se měl udržet po celé první pololetí roku 2025. Ekonomika by tak podle prognózy ČNB měla za celý letošní rok vzrůst o 2,4 % oproti námi odhadovaným 1,5 %. Obdobně také mzdy za Q3 24 centrální banku překvapily vyšší dynamikou, když vzrostly o 7,0 % y/y, zatímco ČNB čekala 6,1 %. Ta pro celý rok 2025 předpovídá růst mezd o 5,7 %, což je nepatrně více než

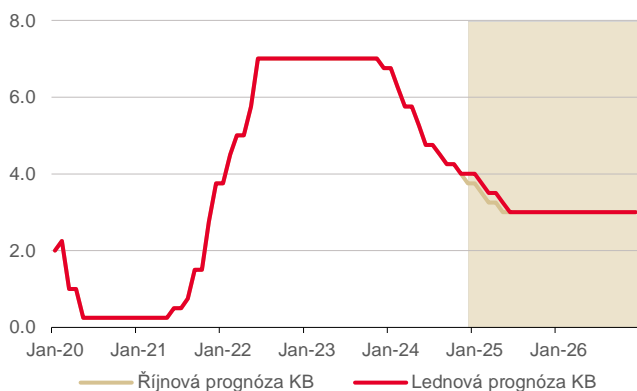


našich 5,4 %. Reálná ekonomika tedy podle nás bude letos slabší, než si centrální banka myslí. Tímto směrem podle nás ukazuje přetrvávající slabý vývoj měsíčních indikátorů, jako jsou tržby v oblasti maloobchodu a služeb, a ještě více pak pokračující pokles průmyslové produkce. Směrem dolů jsou navíc postupně revidována očekávání týkající se německé ekonomiky, kam směřuje zhruba 30 % českých vývozu. V souladu s tím si myslíme, že tuzemská inflace bude v následujících dvou letech pokračovat v poklesu. Po loňských 2,4 % ČNB pro letošní rok předpovídá zrychlení růstu spotřebitelských cen na 2,6 % a v příštím roce opětovné zpomalení na 2,2 %. My naproti tomu pro rok 2025 odhadujeme 2,2 % a pro rok 2026 pak 2,1 %. Ve směru nižší letošní inflace oproti listopadové prognóze ČNB by mohl působit i ohlášený růst regulovaných složek cen energií, který lze oproti původním předpokladům považovat za spíše konzervativní.

Návrat inflace do blízkosti 2 % a slabý vývoj ekonomiky by podle nás měly centrální banku přesvědčit k dalšímu snižování repo sazby, a to až na konečnou 3 % v červnu.

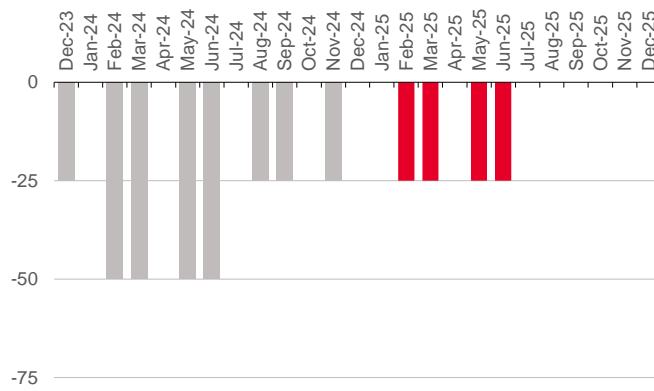
**Očekáváme, že ČNB od února začne opět snižovat úrokové sazby tempem 25 bb za zasedání, a to až do června, kdy repo sazba dosáhne terminální úrovně 3 %.** Oproti naší říjnové prognóze, která neočekávala stabilitu sazeb v prosinci, je tak trajektorie pouze posunuta o jedno zasedání vpřed. Listopadová prognóza ČNB dokonce indikuje ještě o něco rychlejší pokles repo sazby, a to navzdory očekávání silnějšího růstu ekonomiky a vyšší inflace. K obnovení procesu snižování úrokových sazeb by měl bankovní radu přesvědčit předběžný odhad lednové inflace, který bude zveřejněn ráno před začátkem únorového zasedání. My odhadujeme, že meziroční inflace v lednu klesne do blízkosti 2,5 % a bude tak bezpečně v tolerančním pásmu centrální banky. Obavy bankovní rady kolem dalšího vývoje inflace se nejspíše významně snížily, když ta podle viceguvernérky Evy Zamrazilové bude v lednu začínat dvojkou a za celý rok 2025 skončí v rozmezí 2-2,5 %. Společně s dalším členem bankovní rady Janem Procházkou tak vidí prostor pro snížení sazeb v únoru. Na dalších zasedáních se výše sazeb pravděpodobně bude odvíjet od nově zveřejněných dat. Ale i ta by podle nás měla podporu pro snižování úrokových sazeb poskytnout. Inflace sice bude v první polovině letošního roku zřejmě volatilnější, její trend by však měl jasně směřovat ke dvouprocentnímu cíli. Horizont měnové politiky se navíc nyní týká první poloviny roku 2026, kdy už by inflace měla podle naší prognózy být přesvědčivě ukotvena u dvouprocentního cíle. Přispět by k tomu měla i slabá ekonomika. Obdobným tempem jako v ČR by podle nás měly úrokové sazby klesat také v eurozóně a dopady měnové politiky na kurz koruny by tak nemusely být nikterak významné. S ohledem na přetrvávající opatrnost bankovní rady, zejména pokud jde o růst cen služeb, však rizika naší prognózy sazeb ČNB hodnotíme jako vychýlená se směrem jejich vyšší úrovně po delší dobu.

Repo sazba podle nás v červnu dosáhne terminálních 3,0 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pokles repo sazby bude pokračovat tempem 25 bb za zasedání



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Fiskální politika



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

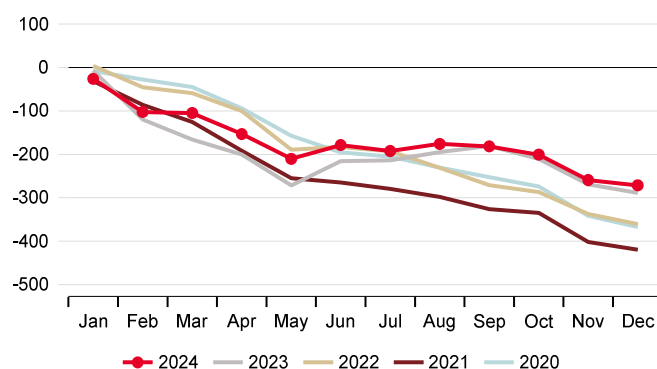
### Deficit se vrací bezpečně pod 3 %

Schodek státního rozpočtu by se letos měl zmírnit z loňských 271,4 mld. CZK na 240 mld. CZK. V poměru k HDP tak letos očekáváme zúžení schodku veřejných financí na 2,3 % po loňských 2,7 %. I nadále tedy bude hospodaření výrazně lepší než průměr EU. Působení fiskální politiky na ekonomiku bude v letošním roce podle našeho odhadu zhruba neutrální po loňské restrikci související s konsolidačním balíčkem. Očekáváme, že celkový veřejný dluh v poměru k nominálnímu HDP v příštích letech mírně vzroste, avšak postupně se bude stabilizovat. Platná zákonná úprava totiž zavazuje v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

### Loni stát hospodařil s nejmenším schodkem za posledních 5 let

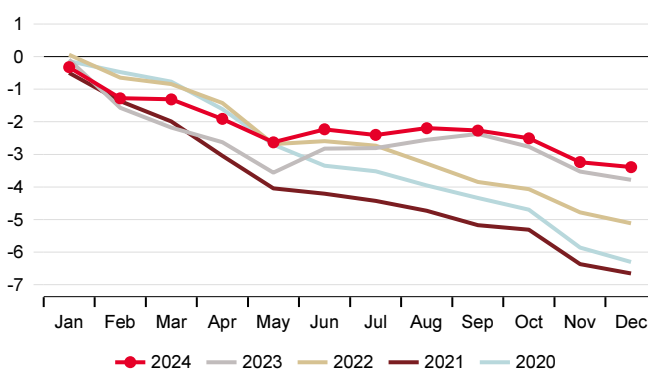
**Hotovostní schodek státního rozpočtu loni dosáhl 271,4 mld. CZK.** V meziročním srovnání byl o 17,1 mld. CZK mírnější a oproti schváleným 282 mld. CZK menší o 10,6 mld. CZK. Proti plánu lepší výsledek přitom souvisel mimo jiné s povodňovými výdaji, které nebyly vyčerpány v plném rozsahu. V poměru k HDP dosáhl deficit státního rozpočtu v hotovostním vyjádření loni 3,4 %, a byl tak nejnižší od roku 2019. V samotném závěru roku byla patrná především akcelerace výdajů na obranu s cílem dodržení aliančního závazku NATO (2 % HDP). Prosincový měsíční (nekumulovaný) schodek byl přesto vzhledem k současnému nárůstu příjmů dokonce o něco nižší než v roce 2023.

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



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

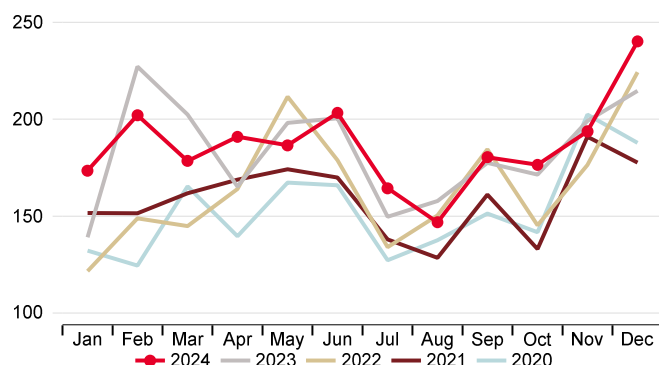
Bilance státního rozpočtu (% HDP, kumulace od začátku roku)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Nominální HDP za rok 2024 podle prognózy KB.

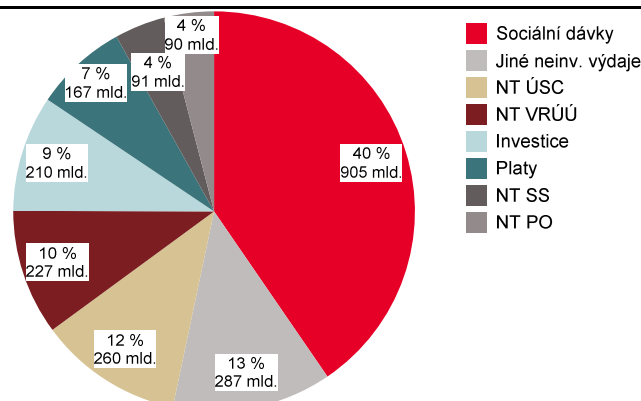
**Výdaje byly loni meziročně vyšší o 34,1 mld. CZK (+1,6 %).** Oproti roku 2023 rostly hlavně výdaje na sociální dávky (+36,6 mld. CZK), kde se promítla především řádná valorizace starobních důchodů. Meziročně významně vzrostly rovněž investice (+30,5 mld. CZK) a výdaje v kapitolách neinvestičních transferů státním fondům (+21,3 mld. CZK). O necelou třetinu vyšší byly oproti předložce výdaje na obsluhu státního dluhu (+20,1 mld. CZK). Z neinvestičních transferů podnikatelům (-71,2 mld. CZK) naopak vypadly předchozí kompenzace vysokých cen energií.

Výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulované)



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

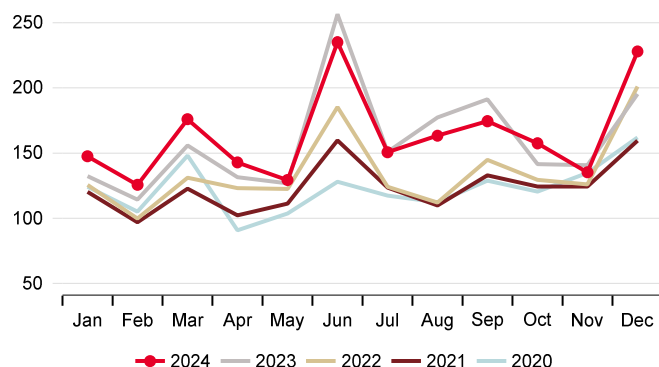
Výdaje st. rozpočtu v roce 2024



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 NT SS – neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům  
 NT VRÚÚ – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úrovně a státním fondům  
 NT ÚSC – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně  
 NT PO – neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

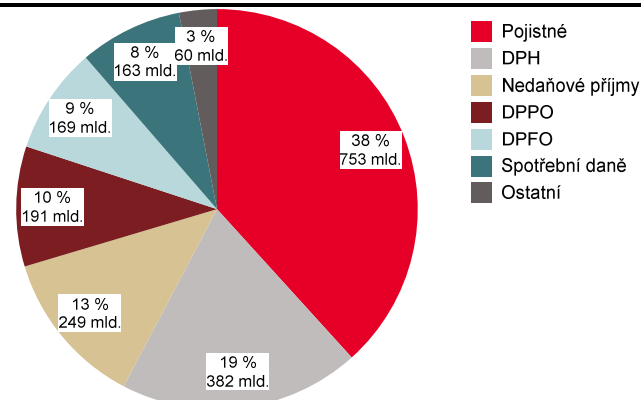
**Příjmy vzrostly loni meziročně o 51,3 mld. CZK (+2,7 %).** Z jednotlivých položek k tomu nejvíce přispělo pojistné (+63,4 mld. CZK), DPFO (+20 mld. CZK), DPH (+16,4 mld. CZK) a spotřební daně (+14,6 mld. CZK). To naopak kompenzovaly meziročně nižší příjmy z EU (-14,3 mld. CZK) a kapitola všeobecná pokladní správa (-26,7 mld. CZK). Pozitivní vývoj váhově nejvýznamnějšího pojistného na sociální zabezpečení (+9,2 % y/y) odráží jak solidní růst nominálních mezd, tak i daňové změny platné od začátku loňského roku. Důchodový systém byl přesto loni podle odhadu MF v deficitu ve výši 55 mld. CZK.

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulované)



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

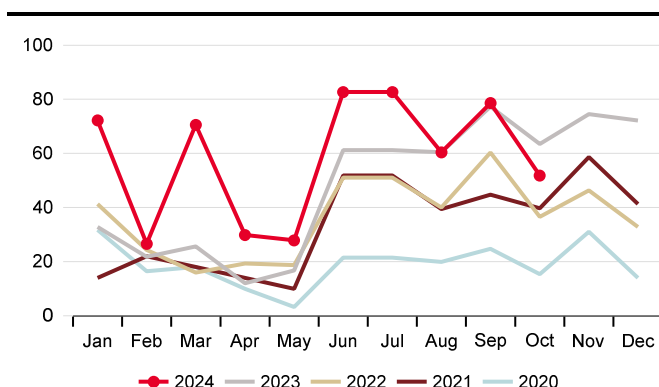
Příjmy st. rozpočtu v roce 2024



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Mezi nedaňové příjmy patří např. příjmy z EU.

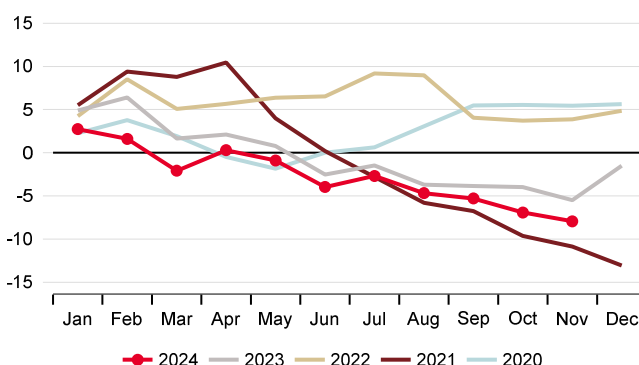
**Rozpočty územních samospráv hospodařily od začátku roku do konce loňského října s kumulovaným přebytkem ve výši 51,4 mld. CZK.** Meziročně vyšší příjmy (o 6,2 mld. CZK, +0,9 %) nedokázaly pokrýt nárůst výdajů (o 17,8 mld. CZK, 2,9 %), což vyústilo v meziroční snížení kladného salda hospodaření o 11,6 mld. CZK. Inkaso DPFO se meziročně navýšilo v důsledku růstu mezd, ale i opatření v rámci konsolidačního balíčku, výběr DPH se zlepšil z důvodu vyšší spotřeby domácností. U obcí došlo k významnému růstu příjmů z daně z nemovitých věcí. Loni také pokračovala kumulace prostředků územních samosprávných celků na bankovních účtech. Ke konci září měly podle dat Ministerstva financí obce a kraje na účtech celkem 551,1 mld. CZK, zatímco jejich dluh činil 86,5 mld. CZK.

Hospodaření municipalit (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

Hospodaření zdravotních pojišťoven (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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 by letos oproti loňské skutečnosti mělo táhnout hlavně pojistné, ale i vyšší inkaso 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 by letos měly nejvýrazněji přispět investice, znatelné by ale mělo být i navýšení objemu vyplacených sociálních dávek, zejména starobních důchodů. Samotný důchodový účet by dle rozpočtu měl dosáhnout pasiva ve výši 13,2 mld. CZK. Na zvýšených úrovních zůstanou rovněž náklady na obsluhu státního dluhu, které letos dále vzrostou a dosáhnou okolo 100 mld. CZK. V roce 2026 následně v souladu se střednědobým výhledem MF očekáváme saldo státního rozpočtu ve výši -225 mld. CZK a v roce 2027 pak -180 mld. CZK.

**Riziko pro státní rozpočet je na celém horizontu vychýleno směrem k horšímu hospodaření.** V letošním roce tímto směrem ukazuje především výhled růstu 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 vychyluje rizika stejným směrem případné rozvolnění tuzemských fiskálních pravidel. Rozpočtová pravidla EU jsou totiž ve srovnání s českou legislativou méně přísná, když vyžadují „pouze“ deficit veřejných financí do 3 % HDP.

#### Dynamika veřejných financí

	2022	2023	2024e	2025f	2026f	2027f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-3,1	-3,8	-2,7	-2,3	-1,8	-1,2
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,9	-0,4	0,4	0,2	0,5	0,5
Veřejný dluh (mld. CZK)	2 997,6	3 234,0	3 505,4	3 745,4	3 970,4	4 150,4
Veřejný dluh (% HDP)	42,5	42,4	43,8	45,0	45,6	45,7

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

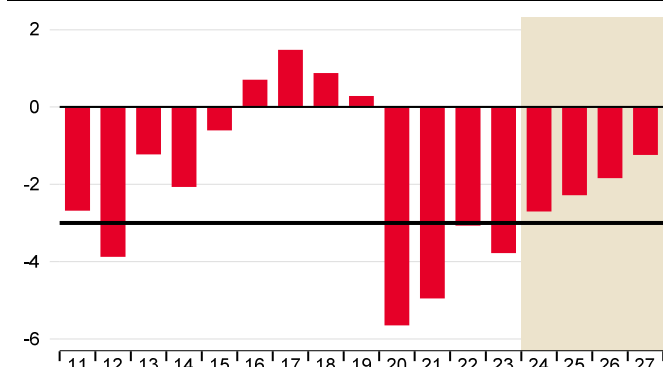
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

### Schodek veřejných financí setrvá pod 3 % HDP

**Letos očekáváme zmírnění deficitu veřejných financí na 2,3 % HDP po loňských 2,7 %.** Deficit veřejných financí jako celku by měl být oproti státnímu rozpočtu v poměru k HDP znovu nižší, když tradičně přebytkové zůstane hospodaření municipalit. Mediánový tržní odhad salda veřejných financí finančního trhu pro celou EU přitom aktuálně dosahuje -3,2 % HDP v roce 2024 a -3,0 % HDP v roce 2025. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2024-2027 poroste v průměru o 0,8 pb ročně, aby v roce 2027 dosáhl 45,7 % HDP.

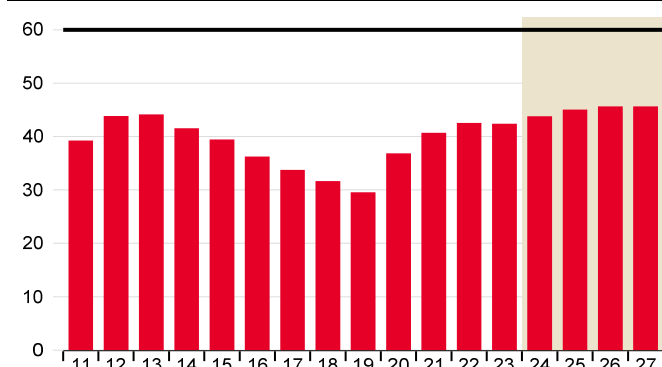
Letošní hospodaření veřejných financí podle nás skončí s deficitem ve výši 2,3 % HDP po loňských 2,7 % HDP.

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 již zhruba neutrální.** Po viditelném zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v loňském roce, ke kterému přispěl tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem letos ubere z růstu HDP tuzemské ekonomiky zanedbatelných 0,1 pb. Významnější restriktivní působení fiskální politiky na hospodářský růst se poté obnoví v letech 2026-2027 v souvislosti s konsolidační trajektorií danou zákonem.

**Strukturální nerovnováha veřejných financí přetrvává, zákon ke konsolidaci zavazuje i příští vládu.** Přestože konsolidační balíček zmírnil nesoulad mezi příjmy a výdaji veřejných financí, strukturální deficit letos podle našeho odhadu lehce přesáhne 2 % HDP. Zákonem<sup>2</sup> stanovené limity pro strukturální salda se však v následujících letech zpříšňují z výchozích 2,75 % pro rok 2024 až do roku 2027 ročně o 0,5 pb<sup>3</sup>. Příští vláda tedy podle platného znění zákona bude muset v konsolidaci veřejných financí pokračovat.

<sup>2</sup> Zákon č. 23/2017 Sb. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti

<sup>3</sup> V roce 2025 činí limit 2,25 % HDP, v roce 2026 1,75 % HDP a v roce 2027 1,25 %. Od roku 2028 pak 1 % HDP.

## Tabulka prognózy

	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>HDP a jeho struktura</b>														
<b>HDP (reálně, y/y, %)</b>	0,5	1,4	1,3	1,2	1,4	1,4	1,9	2,1	0,1	0,9	1,5	2,2	2,3	2,3
<b>Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)</b>	0,8	2,2	2,1	2,0	2,8	2,7	3,0	3,1	-2,8	1,7	2,6	2,9	2,3	2,1
<b>Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)</b>	4,5	3,3	3,1	3,0	2,4	2,4	2,4	1,7	3,4	3,6	2,6	1,2	1,8	2,0
<b>Fixní investice (reálně, y/y, %)</b>	0,2	-0,8	-0,5	1,1	0,4	3,0	3,3	3,6	2,7	-0,3	1,9	3,3	2,0	2,2
<b>Čisté exporty (příspěvek do y/y)</b>	1,2	0,6	-1,2	-1,2	-1,6	-1,2	-1,3	-0,8	2,6	0,7	-1,3	0,2	0,5	0,3
<b>Zásoby (příspěvek do y/y)</b>	-2,0	-0,6	1,0	0,4	1,0	0,0	0,3	0,1	-2,6	-1,1	0,4	-0,3	-0,1	0,1
<b>Měsíční data z reálné ekonomiky</b>														
<b>Zahraniční obchod (mld. CZK)</b>	71,2	28,2	42,7	71,4	47,7	0,8	6,6	64,5	122,5	225,2	126,5	153,4	196,8	227,2
<b>Vývozy (nominálně, y/y, %)</b>	4,7	10,6	4,3	3,2	1,1	6,9	2,0	4,7	0,8	4,8	3,3	5,7	6,1	5,5
<b>Dovozy (nominálně, y/y, %)</b>	1,7	7,7	4,8	4,5	3,2	9,6	5,3	5,6	-6,3	2,5	5,7	5,2	5,4	5,2
<b>Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)</b>	-2,1	0,3	-3,2	-2,6	-1,7	-1,3	0,5	1,6	-0,8	-1,5	-1,3	2,7	2,9	2,3
<b>Stavebnictví (reálně, y/y, %)</b>	-5,7	-0,9	0,0	-0,1	2,7	3,2	1,9	2,7	-2,6	-3,3	1,9	3,7	4,1	2,6
<b>Malooobchod (reálně, y/y, %)</b>	4,5	5,0	4,2	2,8	2,8	2,3	2,6	2,6	-4,5	4,3	2,6	2,8	2,6	2,1
<b>Trh práce</b>														
<b>Mzdy (nominálně, y/y, %)</b>	6,5	7,0	6,8	6,0	5,8	5,1	4,7	4,5	8,0	6,9	5,4	4,6	4,7	4,4
<b>Mzdy (reálně, y/y, %)</b>	3,8	4,4	3,8	3,1	3,4	2,9	3,2	2,3	-2,4	4,2	3,1	2,5	2,5	2,3
<b>Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)</b>	3,7	3,8	3,9	4,3	4,1	4,3	4,4	4,6	3,6	3,8	4,3	4,3	4,1	4,2
<b>Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)</b>	2,5	2,6	2,5	2,8	2,8	3,0	2,9	3,2	2,6	2,6	2,9	2,9	2,7	2,8
<b>Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)</b>	2,1	2,3	2,5	-0,4	0,4	0,2	0,1	0,2	1,5	2,7	0,1	0,4	0,6	0,1
<b>Spotřebitelské a výrobní ceny</b>														
<b>Inflace (y/y, %)</b>	2,6	2,5	3,0	2,5	2,2	2,2	2,1	2,1	10,7	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0
<b>Daně (příspěvek do y/y CPI)</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Jádrová inflace (y/y, %) (*)</b>	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	7,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0
<b>Ceny potravin (y/y, %) (*)</b>	0,0	1,1	2,8	4,1	3,7	2,8	2,0	2,0	10,0	0,7	3,1	1,9	2,1	2,4
<b>Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)</b>	7,3	-3,9	-7,4	-3,0	-4,2	0,5	3,0	-0,9	-12,4	-0,9	-0,9	-2,1	0,0	0,3
<b>Regulované ceny (y/y, %)</b>	5,9	5,8	7,4	0,0	-0,2	0,4	0,5	2,1	27,8	6,3	0,2	2,3	2,1	2,0
<b>Ceny v průmyslu (y/y, %)</b>	1,1	1,2	1,8	1,1	2,0	2,0	0,9	1,4	5,3	0,8	1,5	1,2	1,3	1,5
<b>Finanční proměnné</b>														
<b>2T Repo (% , průměr)</b>	5,4	4,6	4,1	3,8	3,3	3,0	3,0	3,0	7,0	5,1	3,3	3,0	3,0	3,0
<b>3M PRIBOR (% , průměr)</b>	5,3	4,5	4,0	3,8	3,3	3,2	3,2	3,3	7,1	5,0	3,4	3,3	3,3	3,3
<b>CZK/EUR (průměr)</b>	25,0	25,2	25,2	25,3	25,1	25,0	24,8	24,8	24,0	25,1	25,0	24,7	24,5	24,2
<b>Vnější prostředí</b>														
<b>HDP v EMU (reálně, y/y, %)</b>	0,6	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,2	1,2	0,5	0,8	1,1	1,2	1,1	1,0
<b>HDP v Německu (reálně, y/y, %)</b>	-0,2	-0,3	0,2	0,2	0,7	0,8	0,9	0,9	-0,1	-0,1	0,7	0,9	0,8	0,8
<b>CPI v EMU (y/y, %)</b>	2,5	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,8	5,5	2,4	1,8	1,8	1,9	2,0
<b>Ropa Brent (USD/bbl, průměr)</b>	85,6	82,0	73,1	78,0	76,8	77,3	77,0	76,5	82,5	80,8	77,3	75,8	74,4	74,0
<b>USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)</b>	1,08	1,10	1,07	1,02	1,03	1,04	1,06	1,08	1,08	1,08	1,04	1,10	1,13	1,15

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

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

## Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

### Blízko normálu

Korunové tržní úrokové sazby s kratší splatností by podle nás mohly v návaznosti na rychlejší než trhy očekávané uvolnění měnové politiky ČNB ještě mírně poklesnout. U delších splatností předpokládáme jejich stabilizaci poblíž současných hodnot. Hrubá emisní aktivita u korunových státních dluhopisů by letos měla vzrůst vlivem vyššího objemu maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, který převáží zmírnění deficitu státního rozpočtu. Zlepšující se globální sentiment v kombinaci s pokračující fiskální konsolidací by celkově měl u tuzemských státních dluhopisů přispět k mírnému zužování jejich rozpětí vůči tržním sazbám (IRS).

### Trh českých sazeb IRS: postupná stabilizace

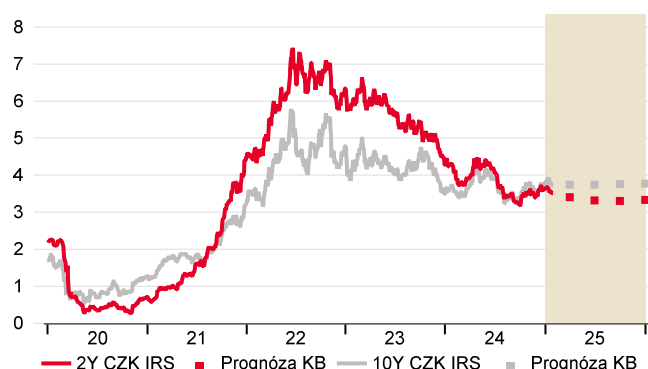
**Nedávný nárůst zahraničních tržních úrokových sazeb se odrazil i na korunové křivce.**

První vzestupná vlna v průběhu října souvisela se sázkami trhů na vítězství D. Trumpa, které bylo následně zpečetěno i ustavením republikánské nadvlády nad Kongresem. Nemažou měrou k tomu ale přispěla i nadále silná data z americké ekonomiky. Z domácích faktorů měla vliv na korunové úroky i ČNB, která pokračovala v opatrné rétorice a v prosinci dokonce přerušila proces snižování svých měnověpolitických sazeb. Prosincová inflace z tuzemska zveřejněná v polovině ledna však překvapila centrální banku i trhy směrem dolů, po čemž trhy zvýšily své sázky na další uvolnění měnové politiky ČNB.

Prostor pro snížení korunových tržních úrokových sazeb je podle nás omezený. Mírný pokles by dle naší prognózy mohly zaznamenat sazby s kratší splatností. Delší konec křivky by se měl zhruba stabilizovat poblíž současných úrovní.

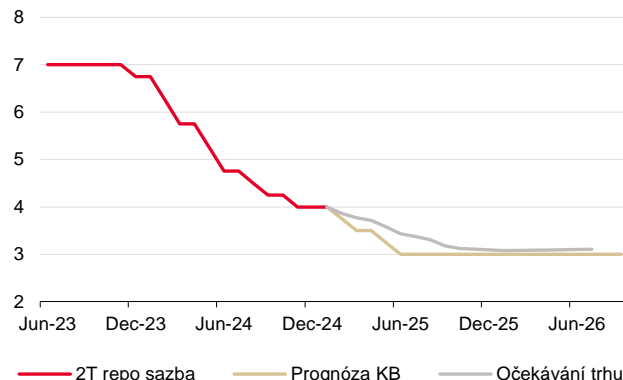
**V důsledku pokračujícího snižování sazeb ČNB by podle nás mohly kratší korunové tržní úrokové sazby ještě mírně klesnout.** Tržní instrumenty totiž aktuálně zaceňují oproti naší prognóze o něco pomalejší tempo uvolňování měnové politiky ČNB. **U delších splatností očekáváme stabilizaci korunových úrokových sazeb poblíž současných úrovní.** Trhem implikovaná terminální sazba ČNB je v blízkosti námi předpokládaných 3 %. Zvýšená nejistota ohledně její výše nejen u nás ale i v zahraničí, stejně jako ve střednědobém horizontu více nejistý vývoj globální inflace, mimo jiné v souvislosti s rizikem nárůstu protekcionistických opatření ve světovém obchodě, drží zvýšenou termínovou prémii. Oproti minulé prognóze jsme výhled korunových úrokových sazeb přehodnotili lehce nahoru. Na tom se podepsaly hlavně vnější předpoklady (vyšší zahraniční sazby).

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB k 28. 01. 2025 (%)



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



Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f
2Y	3,40	3,30	3,30	3,35
5Y	3,55	3,50	3,55	3,55
10Y	3,75	3,75	3,75	3,75

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Eurový trh stabilně nabízí nižší úroky

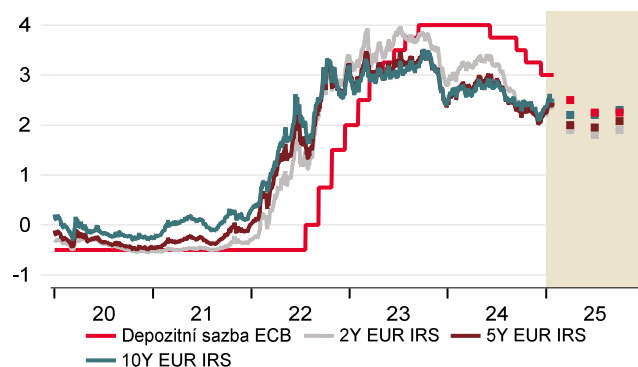
**Podmínky úrokového zajištění na korunovém trhu se s nárůstem zahraničních sazeb mírně zhoršily napříč splatnostmi.** Krátce po inauguraci D. Trumpa však část nedávného zvýšení opět korigovaly. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí většinou spíše vyšší sazby. **Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně.** Rozpětí mezi korunovými a eurovými sazbami sice zhruba od poloviny prosince opět klesá, stále však zůstává zvýšené.

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

		Maturita				
		1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Forward	Spot	3.61	3.51	3.51	3.55	3.72
	3M	3.51	3.48	3.49	3.54	3.72
	6M	3.42	3.45	3.47	3.54	3.72
	1Y	3.41	3.45	3.50	3.57	3.75
	2Y	3.48	3.55	3.57	3.66	3.81
	3Y	3.62	3.62	3.67	3.75	3.85

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 28. 01. 2025

Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

### Hrubá emise státních dluhopisů letos viditelně vzroste, čistá mírněji

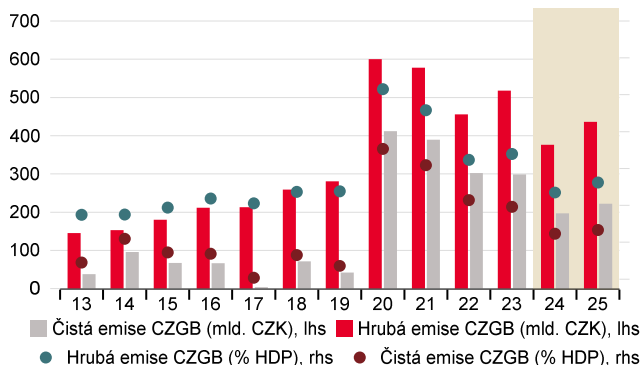
**Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat k 240 mld. CZK po loňských 271,4 mld. CZK.** V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů letos činit 436,2 mld. CZK, přičemž Ministerstvo financí (MF) počítá s vydáním korunových státních dluhopisů v celkovém objemu 350-450 mld. CZK. To odráží vyšší splátky bondů a poukázek, které více než kompenzují nižší schodek státního rozpočtu. Pro Q1 25 MF stanovilo indikativní objem nabízených korunových dluhopisů v primárních aukcích na 85,0 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.

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

	2025	
	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	241,0	240,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	7,4	7,4
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	214,2	214,2
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	19,0	19,0
Splátky instrument peněžního trhu	81,3	81,3
Splátky pokladničních poukázek		81,3
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu		0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,6	0,6
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>563,5</b>	<b>562,5</b>
Nástroje peněžního trhu		70,0
Pokladniční poukázky		60,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		10,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		436,2
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		25,0
Hrubá emise spořicí dluhopisů		1,3
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		15,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		15,0
<b>Zdroje financování celkem</b>		<b>562,5</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>		<b>547,5</b>
<b>Čistá emise CZGB</b>		<b>222,0</b>

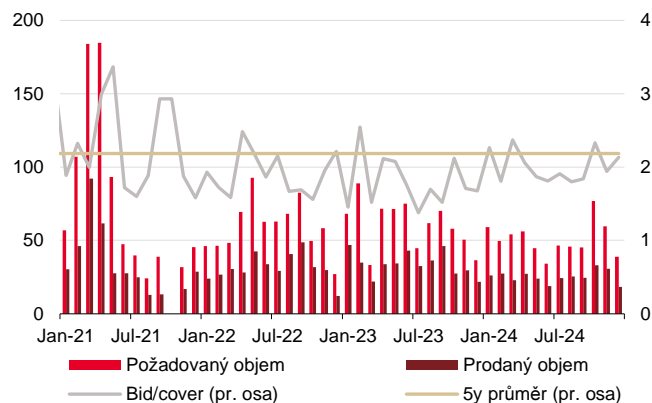
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

## Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,20	3,10	3,00	3,00
Výnos 5Y CZGB (%)	3,65	3,60	3,50	3,50
Výnos 10Y CZGB (%)	4,10	4,05	4,00	4,00
10Y CZGB ASW (bb)	35	30	25	25

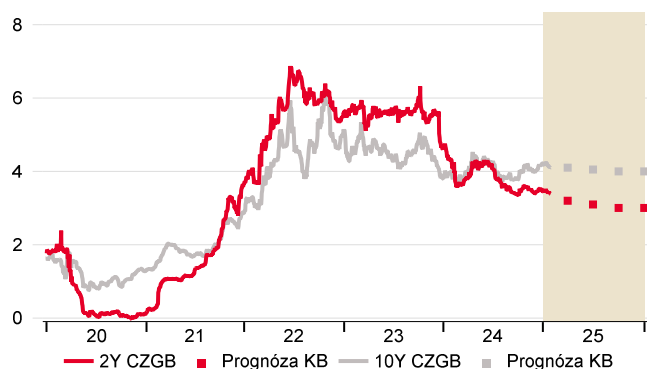
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Pokračující fiskální konsolidace udrží výnosy dluhopisů na uzdě

**Výnosy státních dluhopisů za růstem IRS zaostávaly, došlo tak k zúžení ASW spreadů, a tedy jejich relativnímu zdražení.** Vzhledem k tomu, že letos dojde podle našeho odhadu k dalšímu zmírnění deficitu veřejných financí z loňských 2,7 % HDP na 2,3 % HDP a v zákoně je zároveň ukotveno pokračování konsolidace i v následujících letech tak, aby strukturální

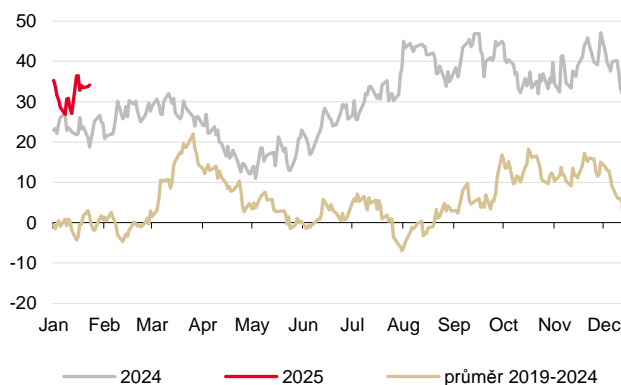
deficit veřejných financí v roce 2028 dosáhl 1 % HDP, věříme, že by se spready mezi tržními úrokovými sazbami a výnosy dluhopisů mohly postupně zužovat. Poptávku po korunových dluhopisech by letos mohl podpořit rovněž dílčí přeliv kapitálu z amerických aktiv do těch rizikovějších na pozadí pokračujícího snižování sazeb Fedu i růstu americké ekonomiky. Celkově by stejně jako v případě tržních úrokových sazeb měly výnosy s kratší splatností mít tendenci k mírnému poklesu, zatímco delší konec výnosové křivky by se podle nás měl zhruba stabilizovat lehce pod současnou úrovní.

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

10y CZGB ASW (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

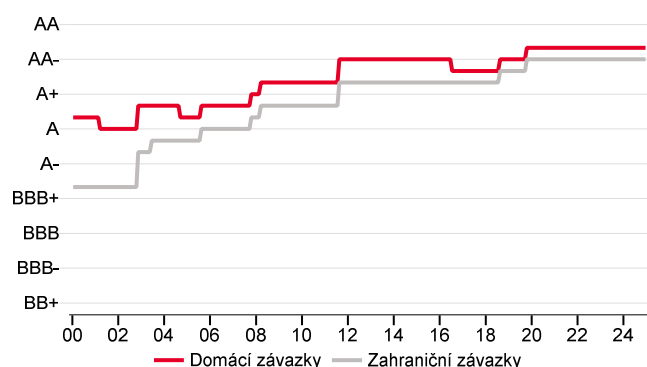
**Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno, výhled od všech klíčových agentur je nadále stabilní.** K poslední změně došlo loni v únoru, kdy agentura Fitch, podobně jako v listopadu 2023 Moody's, zlepšila výhled ratingu ČR z negativního na stabilní. Zhoršení výhledu agentury v roce 2022 spojovaly především s energetickou krizí a zhoršujícím se stavem veřejných financí. Fitch i Moody's ve svých posledních hodnoceních oceňovaly konsolidační úsilí české vlády a zmenšení závislosti na energiích z Ruska. Mezi pozitivní faktory ale Fitch řadil i odeznívající inflaci nebo absenci dopadů pandemického a energetického šoku na dlouhodobý růst tuzemské ekonomiky. 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

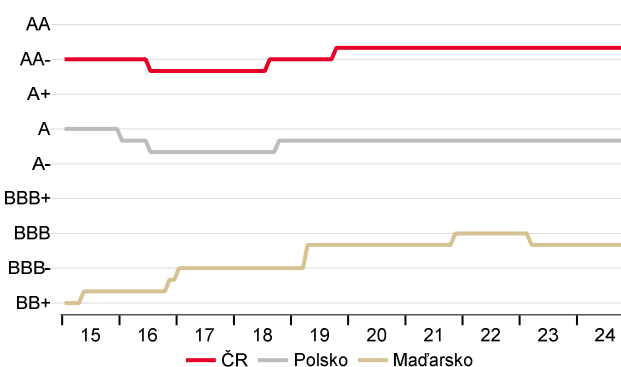
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



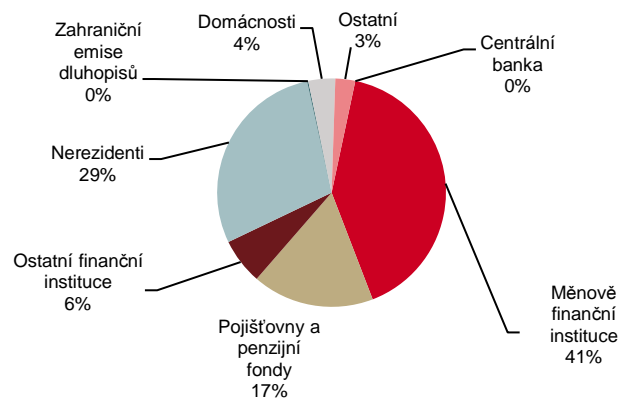
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview								Rich-cheap analysis											
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
2.40 Sep-25	0.6	0.0	85%	3.48	0	1	2.39	-25	1	16	-69		-24	1.9	1	-11.6	1	-28.1	24
6.00 Feb-26	1.0	0.0	71%	3.27	-4	-12	2.13	-40	1	6	-58		-15	-0.3	7	12.8	24	-19.5	23
1.00 Jun-26	1.3	0.0	100%	3.45	-5	-18	2.43	-18	-1	-7	-21		10	-1.5	20	-3.1	7	-9.1	22
0.25 Feb-27	2.0	0.0	112%	3.52	-10	-22	2.55	-7	-3	-4	-14		22	-1.3	18	-5.9	4	-4.2	21
2.50 Aug-28	3.3	0.0	94%	3.53	-10	-19	2.63	-6	-4	-5	-9		18	-1.6	21	4.2	20	-0.9	19
5.50 Dec-28	3.5	2.2	74%	3.50	-9	-17	2.63	-6	-4	-7	-13		11	-1.0	14	9.6	23	-1.4	20
5.75 Mar-29	3.5	0.0	123%	3.58	-9	-17	2.69	1	-3	-5	-9		63	-0.6	9	4.4	21	-0.7	18
2.75 Jul-29	4.1	0.0	100%	3.67	-8	-16	2.75	6	-3	-2	-1		19	-1.1	16	-1.9	10	0.2	17
0.05 Nov-29	4.7	5.6	62%	3.68	-8	-16	2.73	3	-2	-4	2		18	-2.0	24	-0.8	11	0.6	16
0.95 May-30	5.0	0.0	100%	3.68	-9	-17	2.73	3	-1	-4	1		51	-1.7	22	2.9	18	0.6	14
5.00 Sep-30	4.8	5.4	101%	3.72	-7	-14	2.82	11	0	-1	3		25	-0.5	8	1.9	15	0.8	13
1.20 Mar-31	5.6	0.0	100%	3.80	-8	-15	2.80	10	1	-1	8		24	-1.8	23	-2.1	9	1.3	11
6.20 Jun-31	5.2	18.3	100%	3.77	-5	-11	2.86	16	2	0	4		21	0.9	2	3.2	19	1.1	12
1.75 Jun-32	6.6	0.0	100%	3.89	-4	-8	2.85	13	2	2	7		26	-1.0	15	-0.5	12	1.8	9
4.50 Nov-32	6.4	4.0	78%	3.98	-3	-9	3.00	29	3	1	18		38	0.3	3	-7.2	2	2.1	8
3.00 Mar-33	6.8	4.2	42%	4.00	-6	-11	2.96	24	2	0	18		36	-0.8	11	-6.0	3	2.1	7
2.00 Oct-33	7.6	0.0	100%	4.03	-6	-10	2.93	22	1	0	17		35	-1.2	17	-4.5	6	2.2	5
4.90 Apr-34	7.1	10.4	108%	4.07	-4	-9	3.05	34	2	1	23		44	0.1	5	-4.8	5	2.3	2
3.50 May-35	8.3	5.4	86%	4.09	-4	-10	3.01	28	0	-2	22		41	-0.8	10	1.0	14	2.2	3
3.60 Jun-36	8.9	4.5	25%	4.15	-5	-12	3.07	31	0	-4	24		44	-0.9	12	2.3	17	2.2	4
4.20 Dec-36	9.1	0.0	100%	4.18	-5	-11	3.13	36	1	-2	25		46	0.1	4	1.9	16	2.3	1
1.95 Jul-37	10.4	2.3	60%	4.24	-6	-11	3.07	29	0	-2	21		43	-0.9	13	0.3	13	2.1	6
1.50 Apr-40	12.6	2.4	63%	4.30	-5	-9	3.09	27	-1	-2	21		44	-1.4	19	6.7	22	1.5	10
4.00 Apr-44	12.8	2.3	5%	4.44	-3	-4	3.30	51	0	3	36		69	0.0	6	-2.9	8	0.6	15

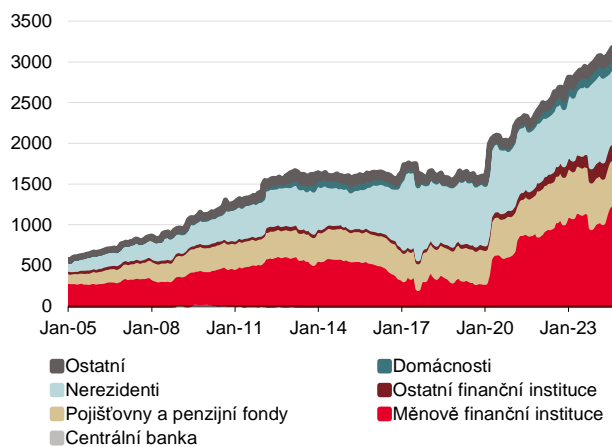
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

## Držba státních dluhopisů podle typu držitele (listopad 2024)



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

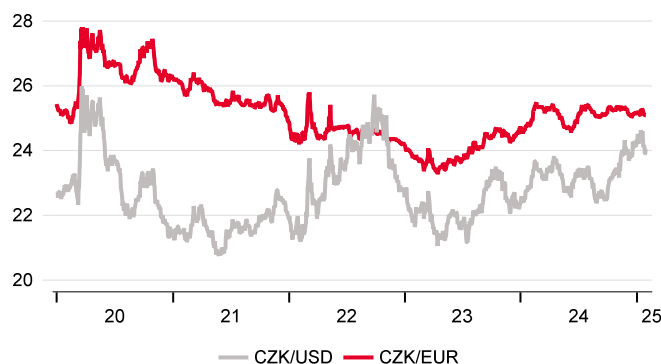
### Mezi silným dolarem a oživující ekonomikou

Pomalý rozjezd tuzemské ekonomiky, zužující se úrokový diferenciál a silný americký dolar odsunou viditelné posílení tuzemské měny až do druhé poloviny letošního roku. Poté by korunu měl podpořit zejména vývoj na globálních devizových trzích a postupné zesílení růstu české ekonomiky, který by měl znatelně překonat eurozónu. Měny rozvíjejících se trhů by měly v letošním roce obecně těžit z určitého ústupu rizikové averze a zpomalování hospodářského růstu i snižování úrokových sazeb ve Spojených státech, což bude podle nás doprovázeno mírnou redukcí dlouhých dolarových pozic. Celkově očekáváme, že koruna bude postupně posilovat k hladině 25 CZK/EUR a těsně pod ní se dostane do konce Q3 25.

### Devizovým trhům vládne americký dolar

K udržení koruny nad 25 CZK/EUR v uplynulém čtvrtletí přispěl vývoj na globálních devizových trzích. Rostoucí šance a nakonec i přesvědčivé vítězství D. Trumpa v amerických volbách podtržené silnými daty přicházejícími z tamní ekonomiky znamenalo pokračování přílivu kapitálu do dolarových aktiv, a to při současném tlaku na oslabení měn rozvíjejících se trhů (EM). Optimismus finančních trhů ohledně zelených bankovek by se podle nás již neměl dále významně stupňovat. V základním scénáři předpokládáme v průběhu letoška mírnou redukcí dlouhých dolarových pozic v podmínkách dalšího uvolňování měnové politiky Fedu, které by podle našich předpokladů mělo být výraznější, než zaceňuje dolarový peněžní trh (více v kapitole *Vnější prostředí*). To by mělo být dílčí pozitivní zprávou pro měny EM. Předpokládáme, že americký dolar do konce letošního roku v páru s eurem oslabí k 1,06 USD/EUR.

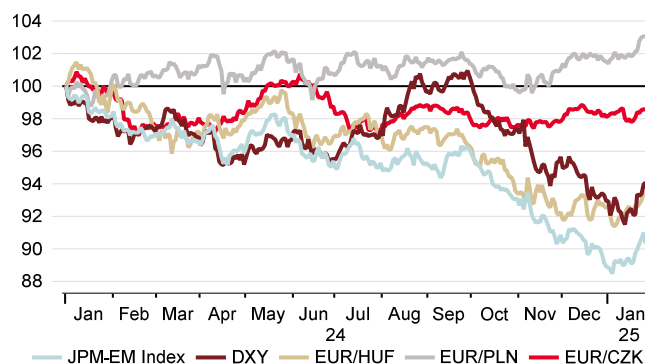
Vývoj kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognózu kurzu koruny k euru jsme revidovali na celém horizontu k mírně slabším úrovním. Dominantně k přehodnocení přispěl zhoršený globální sentiment vůči měnám EM.

Vývoj ve středoevropském regionu (1. 1. 2024 = 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. 2024.

**Rozšířený úrokový diferenciál chrání korunu před dalším oslabením.** Úrokové rozpětí mezi dvouletými korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami vrcholilo v prosinci poblíž ročních maxim, aby začátkem letošního roku zkorigovalo na stále výrazných zhruba 120 bb. Tento vývoj byl odrazem protichůdných tendencí na korunovém a eurovém trhu. Zatímco krátké korunové sazby s avizovanou pauzou ve snižování úrokových sazeb v prosinci nejprve rostly, aby po prosincové inflaci, která překvapila směrem dolů, zase poklesly. Eurové krátké sazby od začátku prosince až do poloviny ledna pouze rostly. Tato dodatečná podpora pro korunu by nicméně z našeho pohledu měla slábnout. Na horizontu prognózy totiž předpokládáme spíše zúžení úrokového diferenciálu v souvislosti s rychlejším – než trhy očekávaným – uvolňováním měnové politiky ČNB. Tržními kontrakty implikované budoucí

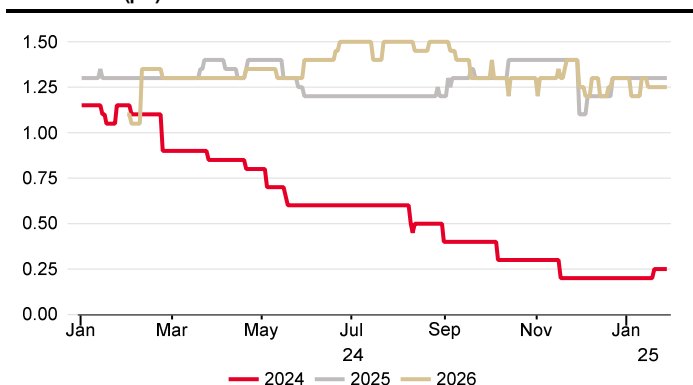
kroky ECB přitom krátkodobě zhruba odpovídají naší prognóze, avšak lehce vyšší než trh předpokládáme terminální depozitní sazbu (2,25 %).

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Rozjezd tuzemské ekonomiky je pomalý, v letošním i příštím roce by však její dynamika měla překonat eurozónu.** Oproti tržnímu konsenzu předpokládáme sice mírnější růst české ekonomiky, stále by ale mělo platit, že její oživení bude i vzhledem k nízké výchozí základně výraznější než v eurozóně. V našem základním scénáři očekáváme letos růstový diferenciál 0,5 pb, v roce 2026 pak 1 pb. Dopad na devizový kurz nicméně tlumí fakt, že tahounem růstu by měla být domácí poptávka. Rovnovážný kurz se podle našeho modelu v Q4 24 nacházel lehce nad 25 CZK/EUR. S obnovením konvergence české ekonomiky by se podle nás měl postupně snižovat. Stabilizační roli na kurz koruny by mohlo mít i případné navýšení objemu odprodeje výnosů z devizových rezerv ČNB, který se od září 2023 drží poblíž 300 mil. EUR za měsíc. Stav devizových rezerv centrální banky ke konci loňského září 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.

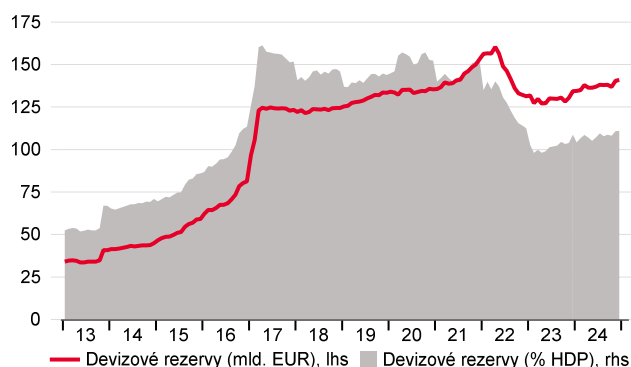
**Celkově očekáváme pozvolné posilování koruny.** Po celé první pololetí by se mohla tuzemská měna k euru pohybovat nad hladinou 25 CZK/EUR a v její blízkosti se vzhledem k pomalému rozjezdu domácí ekonomiky udržet také ve třetím čtvrtletí. K posílení pod tuto úroveň by podle nás mělo dojít v důsledku kombinace zlepšení globálního sentimentu a obnovování silnějšího růstu tuzemské ekonomiky spíše až koncem letošního roku.

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q1 25f	Q2 25f	Q3 25f	Q4 25f
CZK/EUR	25,20	25,10	24,95	24,80
CZK/USD	24,70	24,35	23,95	23,40
USD/EUR	1,02	1,03	1,04	1,06

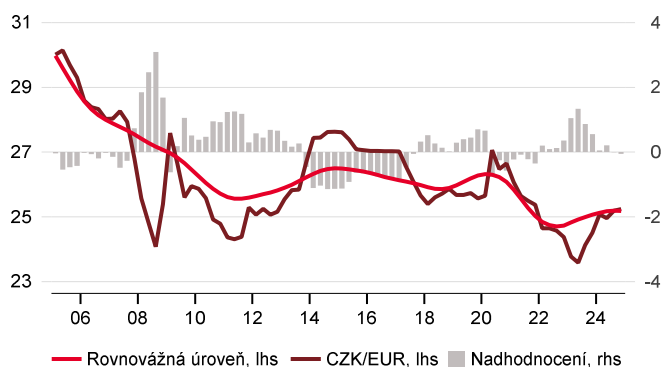
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Devizové rezervy ČNB



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

Rovnovážný kurz CZK/EUR



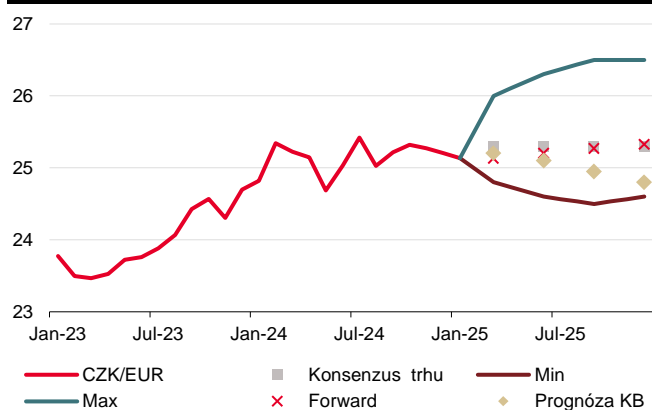
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Odhadovaný rovnovážný měnový kurz vychází z filtrace reálného bilaterálního kurzu konsistentního s vnitřní (produkční mezera) a vnější (mezera podílu čistého exportu na HDP) rovnováhou ekonomiky.

### Rizika vývoje kurzu koruny jsou vychýlena spíše ke slabším úrovním

**Rizika úrokového diferenciálu jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná.**

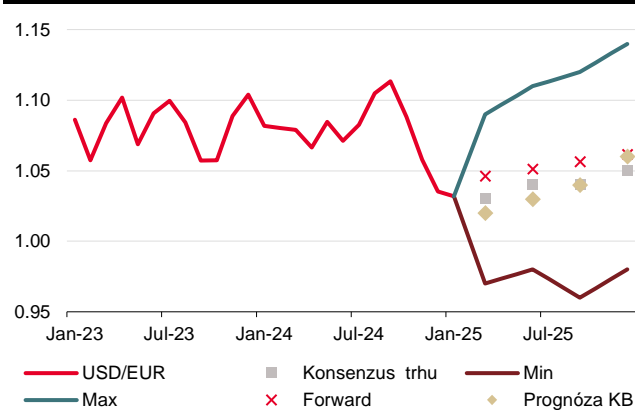
U našeho výhledu měnověpolitických sazeb ECB, kde očekáváme oproti trhu lehce vyšší terminální sazbu, vnímáme riziko výraznějšího uvolnění měnové politiky. U korunových sazeb krátkodobě naopak identifikujeme šanci na pomalejší snižování úrokových sazeb ČNB i vyšší terminální sazbu. **Ve směru slabší koruny působí riziko opětovného zesílení inverzního vztahu mezi vývojem kurzu koruny a zelenými bankovkami a také hrozba cel na vývoz z EU do USA.** Obecnou nejistotou zůstává rychlost oživení tuzemské ekonomiky v prostředí nadále nevýrazného výkonu německé ekonomiky a geopolitická situace.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 1. 2025)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsensus dle Bloomberg (k 28. 1. 2025)

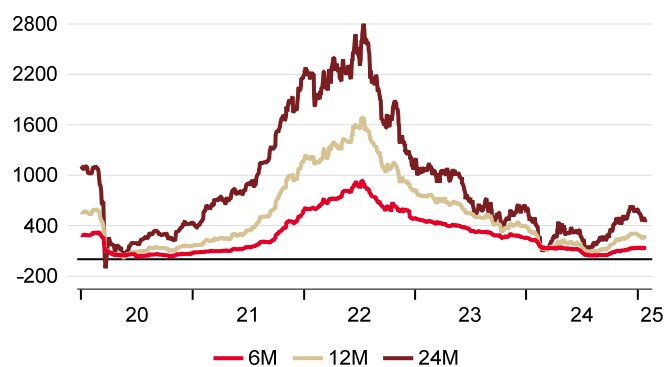


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

**Podmínky zajištění proti posílení koruny se budou spíše zhoršovat.** Jak uvádíme výše, spotový kurz by již podle nás dále oslabovat neměl, a naopak očekáváme postupné posilování koruny k euru. Z pohledu vývozců se nám tedy jeví dočasné tržní výkyvy forwardových kurzů na slabší úrovně jako relativně atraktivní pro případné zajištění proti kurzovému riziku, a to i vzhledem k očekávanému zúžení úrokového diferenciálu.

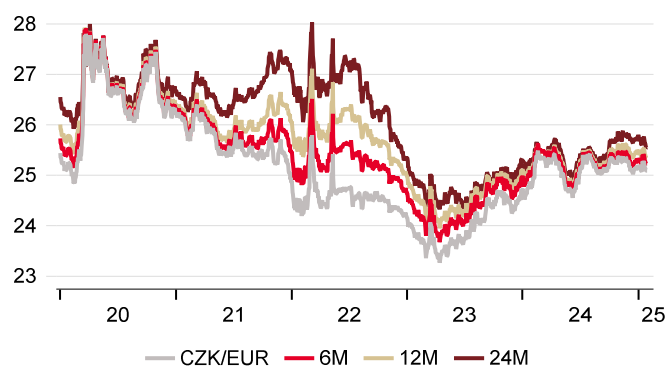


Forwardové body



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

### Úvěrový impuls dodá slabé ekonomice trochu energie

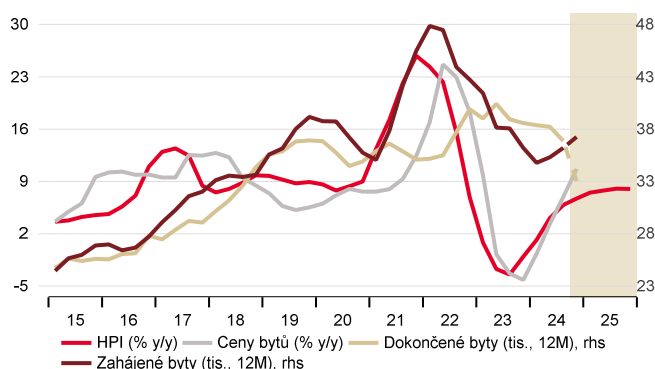
Vzhledem k charakteru růstu domácí ekonomiky i letos přetrvá kontrast v míře oživení kreditního impulsu mezi domácnostmi a podniky. Úvěrování domácností by mělo dále silně stoupat díky vyšší aktivitě na realitním trhu, obnově spotřebitelské důvěry, nižším sazbám a rostoucím výdělkům. Cyklické poptávkové faktory budou tlačit růst cen nemovitostí nahoru. Firemní úvěrový apetit bude růst jen pozvolně vzhledem k přetrvávající nejistotě v ekonomice. Silnější impuls dodá uvolnění domácí i zahraniční měnové politiky a obnova agregátní poptávky v H2 25. Objem depozit zůstává zvýšený díky úsporám domácností a dobré finanční situaci podniků. Růst ale postupně oslabí odliv prostředků vlivem nižších úrokových sazeb. Úvěrová rizika zůstávají v bankovním sektoru poměrně nízká, a navzdory silnému oživení v sektoru domácností nedochází k nadměrné akumulaci rizik na úvěrových portfoliích. Situace u podniků je obecně stále vysoce stabilní.

Nemovitostní a hypoteční trh dále podpoří pokles úrokových sazeb a realizace odložené poptávky. Ceny nemovitostí zůstávají strašákem pro inflaci v letošním roce.

### Expanze nemovitostního a hypotečního trhu letos dále posílí

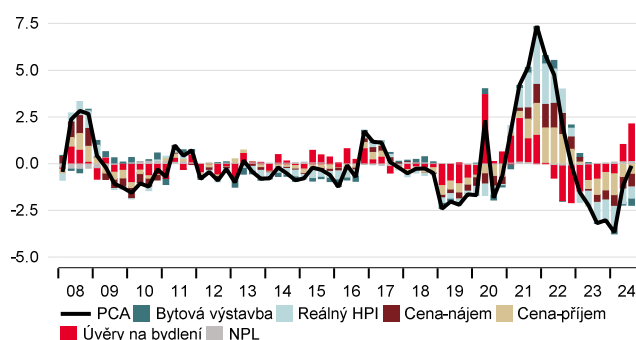
**Nemovitostní trh bude i letos pokračovat v solidní expanzi a přispěje k setrvání jádrové inflace nad 2 % cílem.** Ceny nemovitostí dle indexu cen nemovitostí (HPI) v Q3 24 vzrostly o 5,8 % y/y. Mezičtvrtletní dynamika v Q3 z předchozích 2 % lehce zpomalila na 1,7 % q/q, kde by měla setrvat i v Q4. Růst cen by podle nás pak na začátku letošního roku měl opět zrychlit nad 2 % q/q. Ostatní cenové metriky z realitního trhu rovněž indikují silný růst. Nabídkové ceny bytů byly v Q4 24 vyšší o 10,7 % y/y a měsíční data *Dataligence* (k listopadu) indikují nárůst cen bytů o 7,5-9,5 % y/y dle typu. Po loňském zvýšení cen nemovitostí v průměru o 4,5 %, to podle našeho odhadu letos bude v průměru o dalších 8,1 %. Přispěje k tomu pokles hypotečních sazeb, obnovená důvěra a realizace odložené poptávky s podporou nadměrných úspor a vyšších příjmů. Mimo zmíněné cyklické faktory bude také působit strukturální nesoulad mezi silnou poptávkou po vlastním bydlení (částečně vytlačována i tou investiční) a omezenou výstavbou. Ten navíc omezená výstavba v posledních letech zhoršila. Vyšší ceny nemovitostí dále sníží cenovou dostupnost bydlení v ČR, která se již tak řadí mezi jedny z nejhorších mezi zeměmi OECD. Nemovitostní trh může centrální bankě potrápit, když skrze imputované nájemné zřejmě přispěje k setrvání jádrové inflace nad 2 %, jak jsme diskutovali v podzimních *Ekonomických výhledech*.

Růst cen nemovitostí má dále prostor ke zrychlení



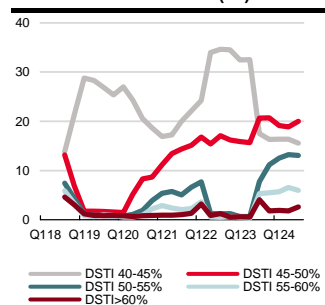
Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k listopadu 2024) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q4 24. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Realitní trh nabírá na síle, a to zejména na straně poptávky



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

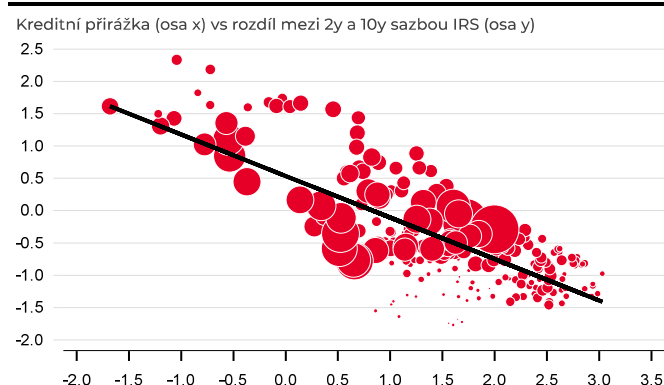
## Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

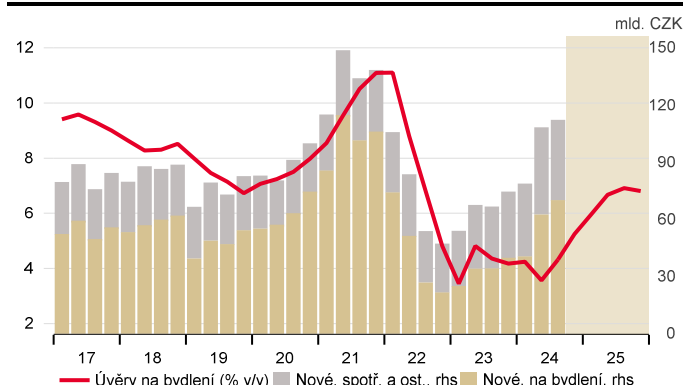
**Hypoteční trh vloni výrazně oživil a prostor pro ještě silnější růst je v letošním roce již omezený.** Celoroční objem na základě dat ČBA vloni zřejmě dosáhl kolem 240 mld. CZK (+80 % oproti 2023). Toto číslo ovšem zatím pravděpodobně plně nereflektovalo stav úvěrů na bydlení. Jejich čerpání se tak může více projevit až letos. Růst objemu nových úvěrů by letos podle nás mohl být kolem 15 % a dosáhnout 270-280 mld. CZK. To by podle našeho odhadu znamenalo nárůst trhu o 6,8 %.<sup>4</sup> S ohledem na akcelerující růst cen nemovitostí a silnou expanzi hypotečního trhu ale vidíme riziko znovuzavedení limitů DSTI a DTI ze strany ČNB. Obavy kolem nadhodnocení cen nemovitostí a dopadu do inflace mohou z hlediska finanční stability vyvažovat příznivé úvěrové ukazatele, které zatím neindikují vysokou akumulaci rizik. Podíl úvěrů přesahující limit DSTI ve výši 45 %, který ČNB v červenci 2023 deaktivovala, v Q3 24 činil 41,6 %, z toho 21,6 % bylo nad 50 % DSTI. Reaktivace limitu DSTI ve stejné výši by tak hypoteční trh výrazně ochromila.

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



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

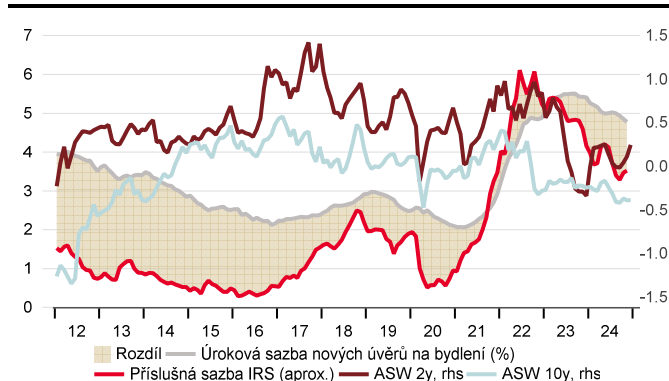
## Objem nových hypotečních úvěrů roste rychleji než jejich stav



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

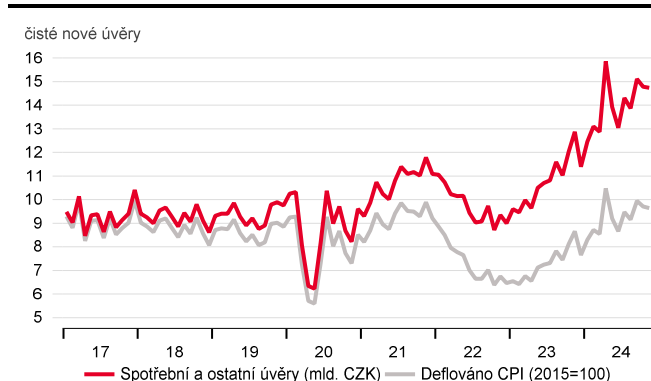
**Hypoteční sazby se v průběhu loňska snížily o 50 bb** a ze současné úrovně kolem 4,8 % podle nás pomalu klesnou těsně pod 4,5 %. Prostor pro výraznější snížení pod tuto úroveň ale vzhledem k úrovním IRS a tvaru křivky CZK IRS vidíme jako omezený. Obavy bank z refinancování udrží rozdíly mezi sazbami delších a kratších splatností i nadále nízké. Přesun ke kratším fixacím hypoték obecně přispěje k urychlení transmise měnové politiky.

## Normalizace rozdílu mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



Zdroj: ČNB, Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
Pozn.: ASW příslušných CZGBs.

## Spotřební úvěrování silně roste vlivem zvýšené cenové hladiny



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

<sup>4</sup> Pokud není uvedeno jinak, hodnoty se vztahují ke konci období a značí meziroční růst.

Spotřební úvěrování zůstává úzce spjato s hypotečním segmentem. Retailový segment by měl i nadále výrazně přispívat k nárůstu úvěrování.

## Silná úvěrová poptávka signalizuje pokračování oživení spotřeby domácností

**Spotřebitelské financování spolu s hypoteční aktivitou bude dále posilovat.** Silné oživení úvěrové poptávky domácností zůstává v kontrastu s jen pozvolným růstem spotřebitelské poptávky. Pozitivní kreditní impuls domácností indikuje další růst spotřeby domácností. Objem nových spotřebitelských úvěrů v reálném vyjádření již převyšuje úroveň z roku 2019. Vysoké úrokové sazby si ale vybírají daň na míře selhání spotřebitelských úvěrů. Ta minulý rok vzrostla o 0,2 pb na 4,1 % k listopadu, což je ale historicky stále nízko. Vyšší míra defaultů může omezit míru oživení spotřeby domácností. Růst spotřebních úvěrů vloni podle nás dosáhl 9,5 %, na čemž se podepisuje zvýšená cenová hladina. Pro letošní rok očekáváme podobně silný růst na úrovni 9,0 %. Míra zadluženosti domácností vyjádřená poměrem objemu úvěrů domácnostem k nominálnímu HDP podle nás dále vzroste na 29,3 % HDP (+0,9 pb y/y). To je ale stále pod vrcholem z roku 2021 (30 % HDP). Růst úvěrové strany bude zřejmě i letos především zásluhou sektoru domácností, což je v souladu s naším očekáváním ohledně charakteru růstu domácí ekonomiky.

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

	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Bankovní úvěry</b>														
<b>Celkem</b>	6,0	5,5	4,6	4,8	5,5	6,3	6,3	6,6	5,9	5,9	5,7	6,4	6,1	5,8
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	3,6	4,3	5,3	6,0	6,7	6,9	6,8	6,7	4,2	4,3	6,6	6,2	5,6	5,4
Spotřebitelské úvěry domácnostem	7,9	8,8	9,5	8,8	9,1	8,6	9,0	8,4	8,7	8,7	8,9	7,5	6,8	6,2
Úvěry nefinančním podnikům	7,2	6,8	4,0	3,3	3,9	5,1	5,6	6,4	6,0	7,2	4,5	6,4	6,1	5,8
<b>Bankovní vklady</b>														
<b>Celkem</b>	6,5	6,8	6,7	8,2	9,1	7,6	5,1	4,9	9,4	7,2	7,5	4,7	5,1	5,1
Obyvatelstvo	8,6	7,8	7,2	7,1	6,8	6,7	6,1	5,1	6,6	8,0	6,7	4,6	5,1	4,9
Nefinanční podniky	1,3	6,3	7,2	5,2	5,9	6,4	4,7	4,3	8,1	5,1	5,6	4,2	4,4	4,8
Ostatní	6,9	5,7	5,2	12,0	15,0	9,8	3,4	5,0	16,8	7,3	10,1	5,2	5,6	5,4
<b>Podíly na HDP</b>														
Podíl úvěrů na HDP	57,2	57,2	56,9	57,3	57,6	58,4	58,3	58,8	57,0	57,2	57,9	59,1	59,9	60,7
Podíl vkladů na HDP	93,3	93,7	89,3	96,2	97,3	96,8	90,3	97,1	91,0	92,4	95,2	95,5	96,0	96,6
Podíl úvěrů na vkladech	61,3	61,1	63,7	59,6	59,2	60,3	64,5	60,6	62,6	61,9	60,9	61,9	62,5	62,9
<b>Úrokové sazby</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	5,0	4,9	4,7	4,7	4,5	4,4	4,4	4,4	5,4	5,0	4,5	4,4	4,5	4,5
Spotřebitelské úvěry	8,9	8,7	8,5	8,0	7,9	7,6	7,6	7,7	9,4	8,7	7,8	7,9	8,1	8,4
Úvěry nefinančním podnikům	6,6	6,0	5,5	5,2	4,8	4,7	4,7	4,8	8,6	6,3	4,9	4,8	4,8	4,8
<b>Podíl úvěrů v selhání</b>														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	1,2	1,4
Spotřebitelské úvěry	4,2	4,2	4,2	4,6	4,9	5,2	5,4	5,6	3,9	4,2	5,0	6,1	6,9	7,3
Úvěry nefinančním podnikům	2,5	2,4	2,6	2,8	3,1	3,2	3,3	3,3	2,9	2,5	3,1	3,4	3,9	4,7

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

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

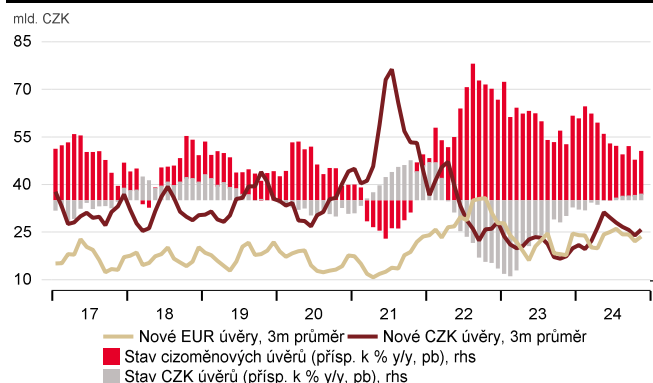
Přetrvávající nejistoty v ekonomice brzdí investiční apetit firem. Se silnějším růstem české ekonomiky a nižšími úrokovými sazbami by ale investiční aktivita měla v průběhu roku výrazněji posílit.

## Investiční apetit firem zůstává nízký postupně by měl citelněji posílit

**Úvěrový apetit nefinančních podniků (NFP) vloni narostl, stále ho však omezuje přísná měnová politika a přetrvávající nejistoty v domácí ekonomice.** Objem nových korunových (CZK) a eurových (EUR) úvěrů byl v úhrnu k listopadu meziročně sice vyšší o 32 % a 15 %, stav úvěrů NFP rostl ale jen velmi mírně, a to navíc hlavně díky úvěrům v cizí měně. Poměr nových CZK a EUR úvěrů osciluje kolem 50 %. Poptávka po těch korunových ale zůstává podprůměrná, zatímco ta eurová je zvýšená. Ke zlepšení úvěrového apetitu letos přispěje další uvolnění domácí a zahraniční měnové politiky a posílení růstu tuzemské ekonomiky v H2 25. Ze sektorového hlediska bude oživení realitního sektoru působit pozitivně, zatímco trápení v průmyslu úvěrovou poptávku omezí. Financování mimo bankovní sektor ale pravděpodobně celkově omezí bankovní úvěrování, včetně rostoucí role investičních nemovitostních fondů podílejících se na financování realitního sektoru. Kanál bankovního financování by ale měl primárně těžit z oživení poptávky středních a malých podniků, které na utaženou měnovou politiku dopláci nejvíce. Z agregátního hlediska zůstává míra zadlužení NFP nízko. S ohledem

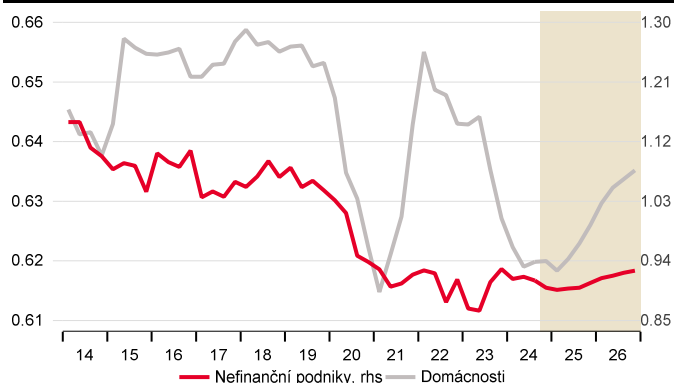
na nižší úrokové sazby očekáváme její mírný růst. Se silnějším růstem ekonomiky a lepší situací v průmyslu v H2 25 by mělo dojít také k většímu čerpání otevřených úvěrových linek. Odhadujeme, že růst úvěrů NFP letos dosáhne 5,6 % a 5,5 % v případě celkových podnikatelských úvěrů.

### Úvěrová aktivita NFP pomalu posiluje



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

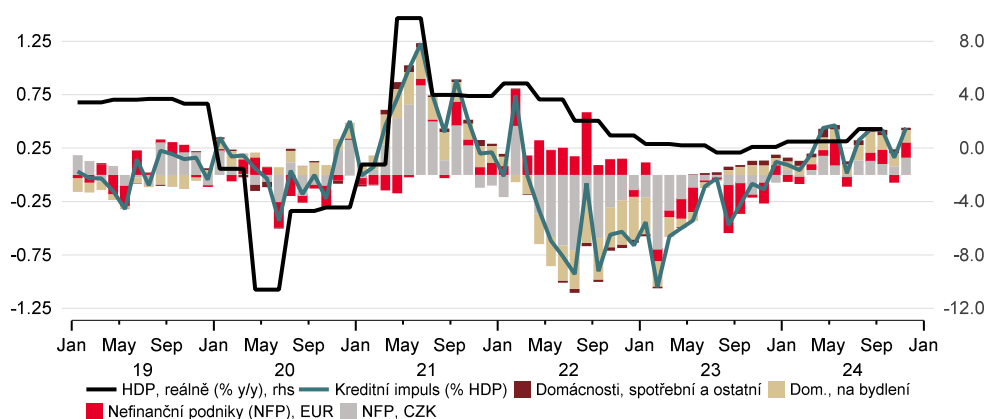
### Poměr bankovních úvěrů a vkladů



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

**Finanční podmínky se vlivem nárůstu tržních IRS a snížení očekávání ohledně uvolnění měnové politiky ČNB zhoršily.** Ve srovnání s CZK financováním se díky oslabení koruny a rozšířenému diferenciálu dvouletých IRS zlepšily podmínky pro eurové financování. Optikou krátkodobých sazeb očekáváme, že by se současný PRIBOR-EURIBOR rozdíl měl ze současných 120 bb redukovat na 75 bb v polovině letošního roku a snížit tak relativní výhodu EUR financování, k čemuž přispěje v H2 25 i obnovení posilování CZK.

### Kreditní impuls zatím nenaznačuje výrazné zrychlení růstu domácí ekonomiky



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

Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls zde vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (k listopadu 2024) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q3 24).

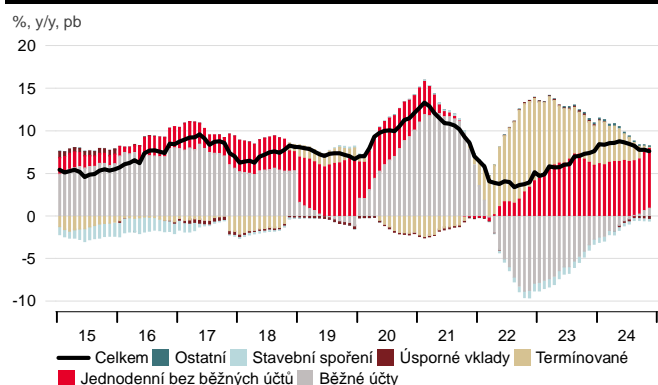
Převís vkladů nad úvěry zůstává nadále vysoký, postupně by se ale měl pomalu zmírňovat.

### Růst vkladů zůstává zvýšený, postupně by ale měl slábnout

**Převís vkladů nad úvěry zůstává zvýšený, atraktivita vkladů bude dále klesat.** Zvýšený objem depozit odráží vysokou míru úspor domácností, jak dokazuje silný příliv do termínovaných vkladů, a také vysoký objem vlastních prostředků firem, který omezuje potřebu úvěrování. Koncentrace vkladů domácností v úsporných produktech indikuje, že obnovení spotřeby domácností bude i nadále spíše pozvolné. Nižší úrokové sazby na vkladech zřejmě zesílí odliv do nebankovních řešení, a to i v případě méně fluktuujících

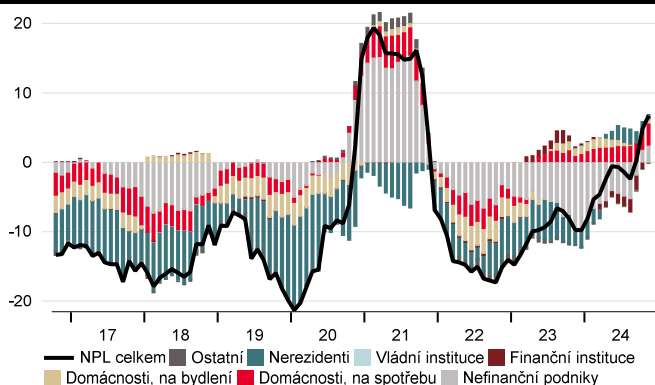
retailových depozit. Úrokové sazby na vkladech domácností jsou oproti svým vrcholům výrazně níže, v případě termínovaných vkladů o 2,8 pb na 3,3 % v listopadu 2024, u netermínovaných klesly sazby mírně o 0,5-0,8 pb. Další uvolnění měnové politiky a vysoký přebytek likvidity v bankovním sektoru budou dále tlačit na pokles sazeb retailových depozit. Vyšší úvěrová aktivita by se ale měla pozitivně odrazit ve stavu celkových depozit a stejně tak i úrokové výnosy z nasmlouvaných depozit. Odhadujeme, že růst vkladů letos dosáhne 5,1 %. Výhled je však spojen se značnou nejistotou v souvislosti s vysokou fluktuací firemních depozit, které mohou vlivem vysoké citlivosti na pokles korunových sazeb směřovat mimo bankovní sektor.

#### Vklady domácností se koncentrují ve spořicíh produktech



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

#### Růst úvěrů v selhání zatím nevyvolává přílišnou obavu (% y/y)



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

Stále nízká rizika v hypotečním segmentu netlačí ČNB do zpřísnění limitů na hypotéky. Míra selhání firemních úvěrů zůstává poblíž historických minim a svědčí o jejich dobré finanční situaci.

**Akumulace rizik na úvěrových portfoliích ještě nepředstavuje zásadní problém**  
**Míra selhání úvěrů setrvává na velmi nízkých úrovních. Úvěrová rizika se v bankovním sektoru však zvýšila, platební morálka nicméně zůstává robustní** a naznačuje solidní finanční postavení, a to zejména u firem. Rostoucí podíl nesplácených úvěrů (NPL) u spotřebního financování však indikuje horší situaci domácností, což může omezit míru oživení jejich spotřeby. Objemnější hypoteční segment nevykazuje známky zhoršování, což netlačí ČNB do zpřísnění hypotečních limitů. Ve firemní sféře je meziročně objem NPL mírně vyšší u NFP a nerezidentů. Podle poslední *Zprávy o finanční stabilitě* (ČNB, podzim 2024)<sup>5</sup> však v H1 24 podíl úvěrů ve *Stupni 2* (zvýšené úvěrové riziko oproti počátečnímu stavu) klesl. Akumulace rizik na bankovních portfoliích podle nás zatím i s expanzí finančního cyklu zůstává umírněná, sektorově specifická rizika ovšem mohou poutat pozornost regulátora.

<sup>5</sup> ČNB – *Zpráva o finanční stabilitě – podzim 2024*, <https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/publikace-o-financni-stabilitě/Zprava-o-financni-stabilitě-podzim-2024-00002/>

## Klíčové ekonomické ukazatele

### Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
HDP	reálný, %	4,0	2,9	0,1	0,9	1,5	2,2	2,3	2,3
Inflace	průměr období, %	3,8	15,1	10,7	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-2,0	-4,7	0,3	1,6	0,3	0,3	0,5	0,6
3M PRIBOR	průměr, %	1,1	6,3	7,1	5,0	3,4	3,3	3,3	3,3
CZK/EUR	průměr	25,6	24,6	24,0	25,1	25,0	24,7	24,5	24,2
CZK/USD	průměr	21,7	23,4	22,2	23,3	24,2	22,7	21,8	21,2

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měna a úrokové sazby – výhled

		28-01-2025	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
CZK/EUR	konec období	25,1	25,20	25,10	24,95	24,80	24,80
USD/EUR	konec období	1,04	1,02	1,03	1,04	1,06	1,08
CZK/USD	konec období	24,0	24,70	24,35	23,95	23,40	22,95
3M PRIBOR	konec období, %	3,84	3,45	3,05	3,20	3,20	3,25
10Y IRS	konec období, %	3,73	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

### Měsíční makroekonomická data

		IV-24	V-24	VI-24	VII-24	VIII-24	IX-24	X-24	XI-24	XII-24
Inflace (CPI)	%, y/y	2,9	2,6	2,0	2,2	2,2	2,6	2,8	2,8	3,0
Inflace (CPI)	%, m/m	0,7	0,0	-0,3	0,7	0,3	-0,4	0,3	0,1	-0,3
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	1,4	1,0	1,0	1,7	1,1	0,6	0,8	1,7	2,8
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,2	-1,2	-0,3	0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,4	0,6
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	3,7	3,6	3,6	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	4,1
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	9,3	-3,2	-9,0	7,1	-1,3	4,7	-2,1	-2,7	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	12,1	-2,7	-8,5	8,8	2,0	7,1	0,5	0,2	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-0,3	-7,3	-9,5	1,3	-1,1	-8,1	-3,6	2,5	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	29,7	11,3	30,2	-6,4	12,4	22,3	13,0	23,6	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	33,6	-16,8	-25,3	-15,3	13,6	-7,7	13,0	30,0	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	49,1	-17,4	10,0	-24,7	-2,8	0,0	31,0	-12,8	n.a.
M2	%, y/y	7,1	6,7	6,4	5,3	5,8	5,4	6,0	5,3	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-153,1	-210,4	-178,6	-192,3	-175,8	-181,8	-200,7	-259,2	-271,4
3M PRIBOR	%, průměr	5,55	5,17	5,03	4,61	4,41	4,30	4,13	3,95	3,91
CZK/EUR	průměr	25,3	24,8	24,8	25,3	25,2	25,1	25,3	25,3	25,1
CZK/USD	průměr	23,6	23,0	23,0	23,3	22,8	22,6	23,2	23,8	24,0

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



## Upozornění

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



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



**Ekonomové**  
**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



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



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



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



**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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



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



**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 Drímal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@sgcib.com