

PŘEDSTAVENÍ PROGNÓZY



30. DUBNA 2025

EKONOMICKÉ VÝHLEDY

CLA UKOUSNOU Z RŮSTU

Jan Vejmělek
Jana Steckerová
Martin Gürtler
Jaromír Gec
Kevin Tran Nguyen

Ekonomický a strategický výzkum

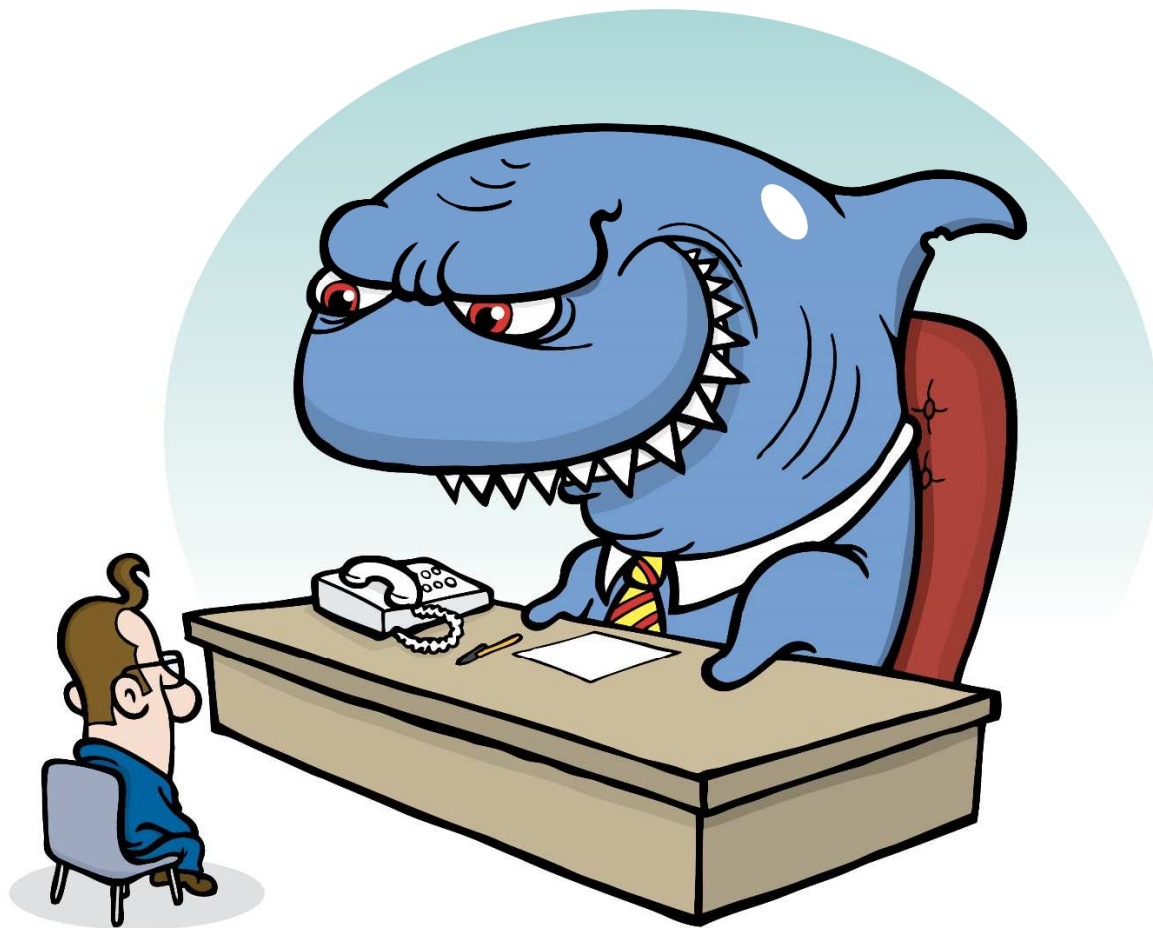
@researchKB

research@kb.cz



SOCIETE
GENERALE
GROUP

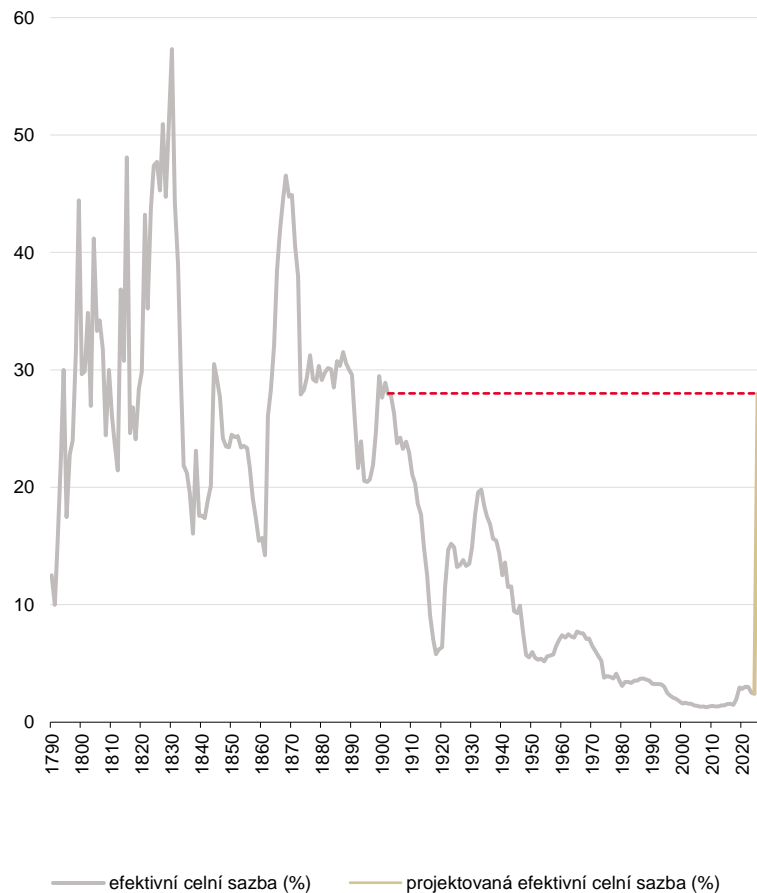
CLA UKOUSNOU Z RŮSTU



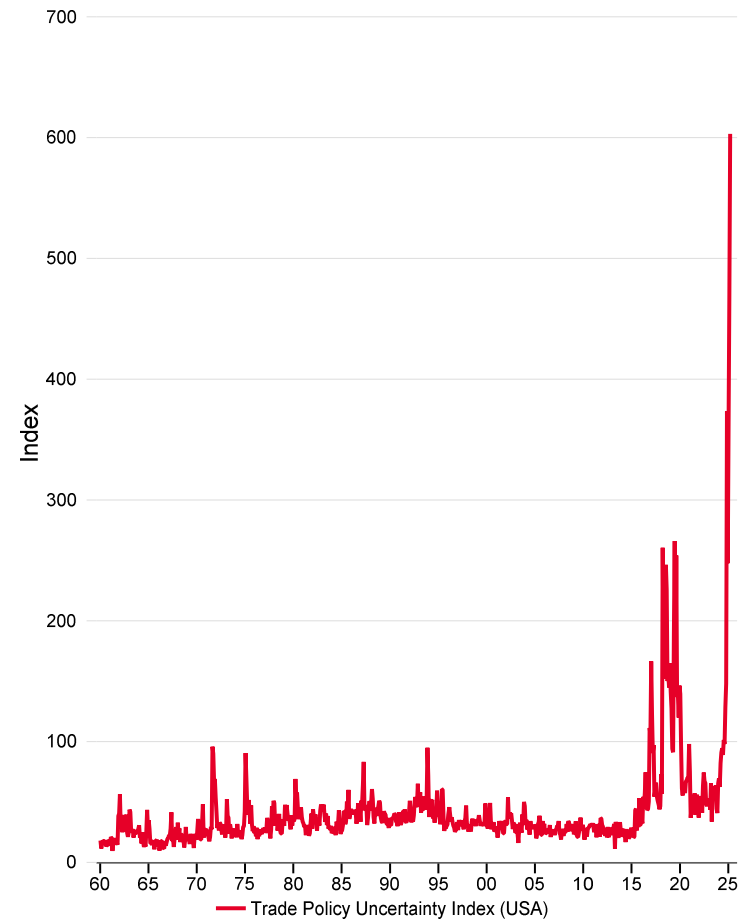
Zdroj: iStock

COVID, VÁLKA, ENERGIE... A TEŽ TRUMP

Celní politika Spojených států se zásadně mění



Index nejistoty v americkém zahraničním obchodě je rekordní



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

VYSOKÁ MÍRA NEJISTOTY JDE RUKU V RUCE S VOLATILITOU NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

Ekonomická nejistota ve světě atakuje historická maxima



USD/EUR



10letý výnos státního dluhopisu USA (%)



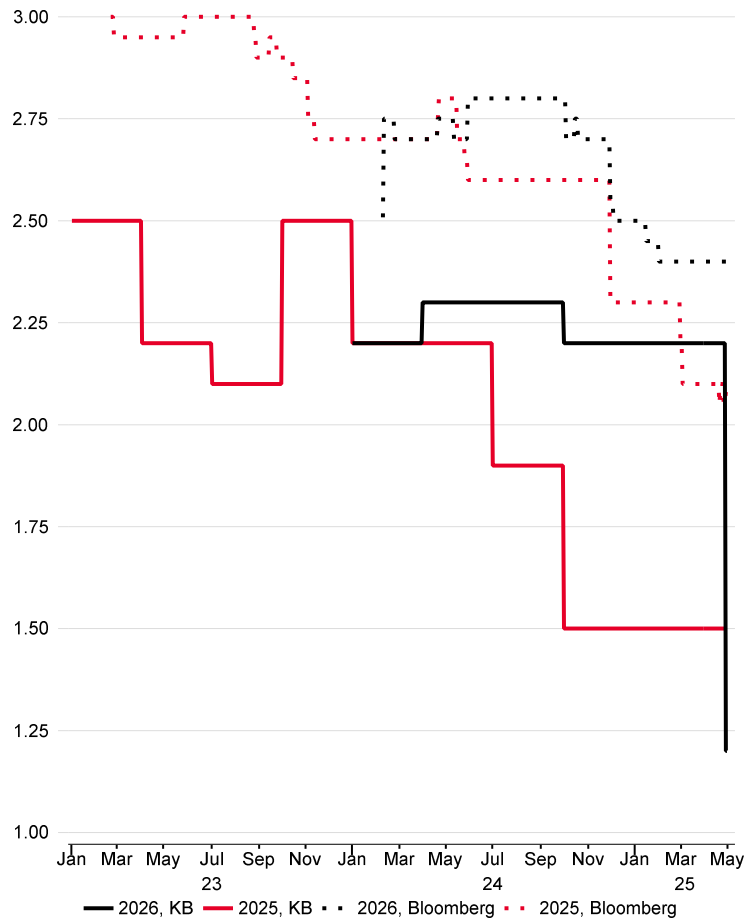
Akciový index S&P500 (body)



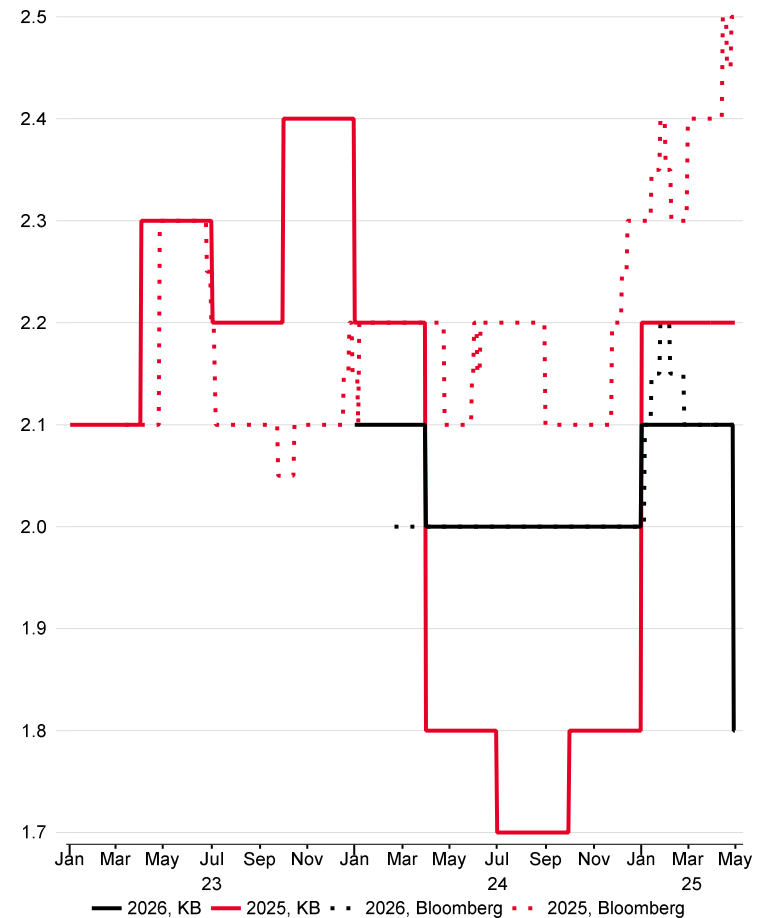
Zdroj: Macrobond, Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Svislá čára ukazuje počátek druhého funkčního období Donalda Trumpa

PROGNÓZY KB VERSUS KONSENSUS

Růstové vyhlídky české ekonomiky (HDP, %, y/y)



Inflační vyhlídky české ekonomiky (CPI, %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

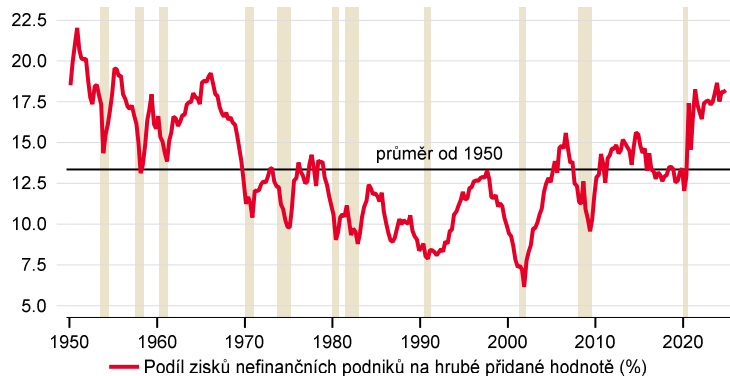
1

VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

O DALŠÍM VÝVOJI SVĚTOVÉ EKONOMIKY ROZHODNOU CLA

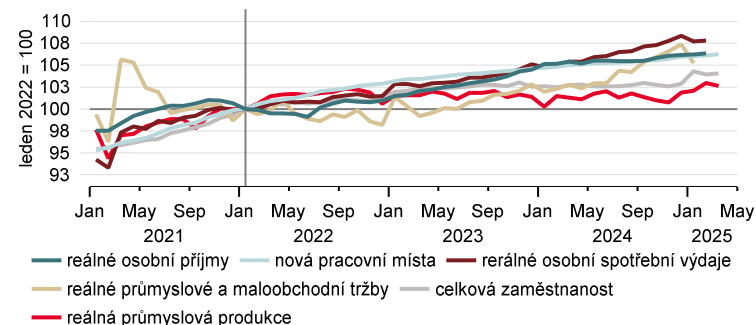
USA: DATA RECESI ZATÍM NENAZNAČUJÍ, VŠE ROZHODNU CLA

Ziskové marže recesi nenaznačují

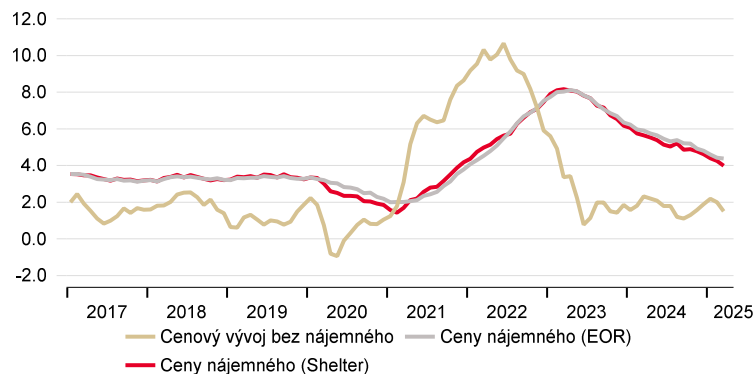


Ekonomika je zatím v dobré kondici

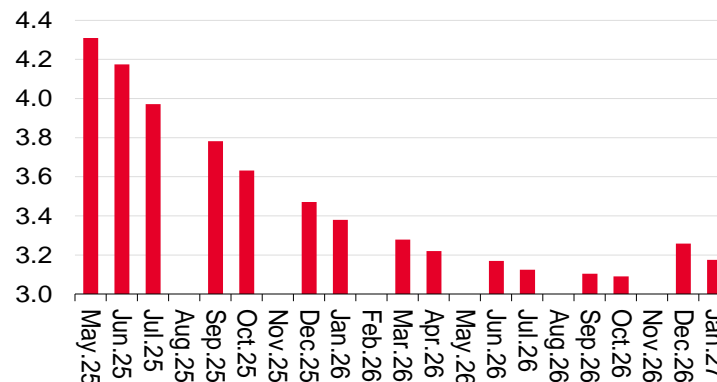
Recesní ukazatele podle NBER



Inflační tlaky slábnou

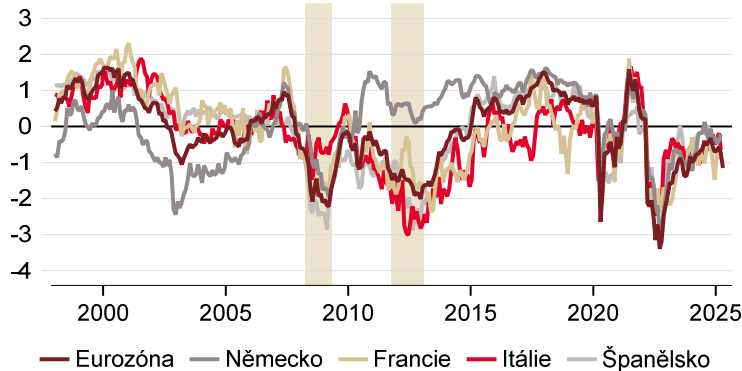


Fed sníží sazby opět v červnu

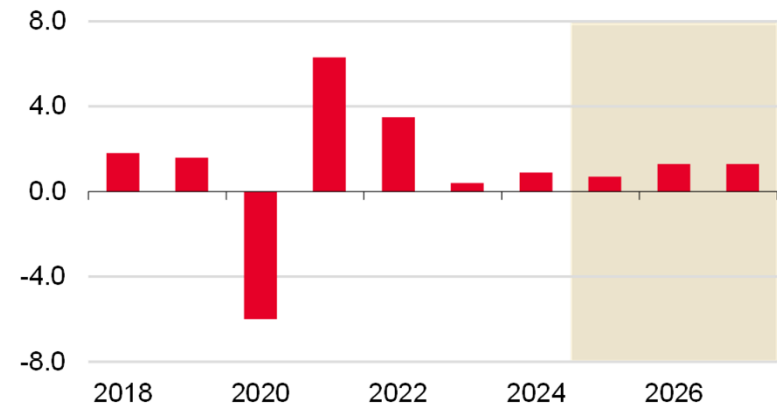


EUROZÓNA: ECB BUDE SE SNIŽOVÁNÍM SAZEB POKRAČOVAT

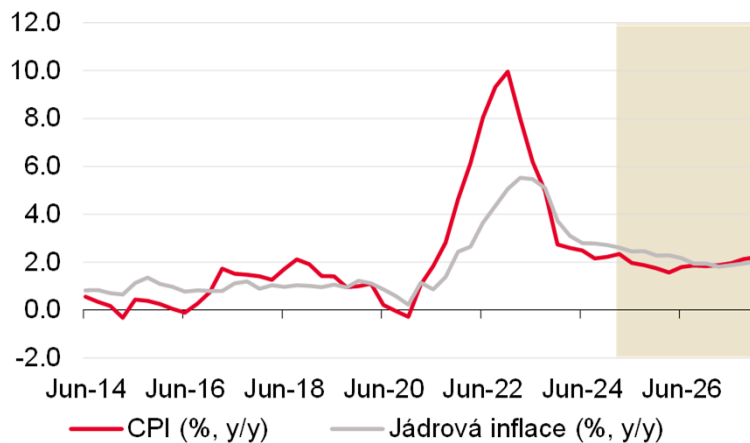
Celní války se odráží ve spotřebitelské důvěře (dlouh. průměr=0)



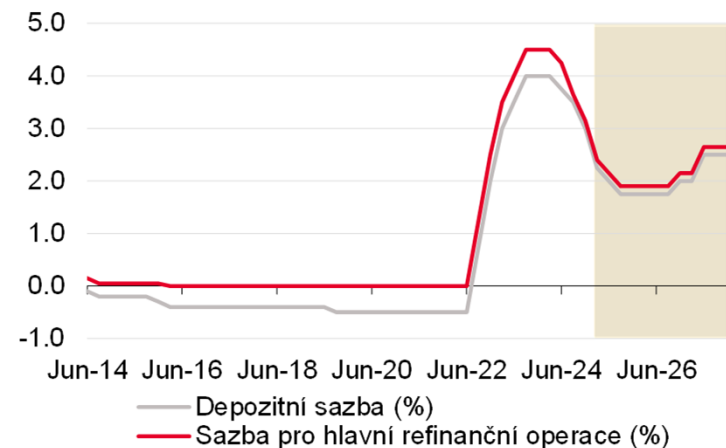
Tempo růstu HDP letos zpomalí, příští rok opět zrychlí (%)



Inflace v eurozóně na cíli



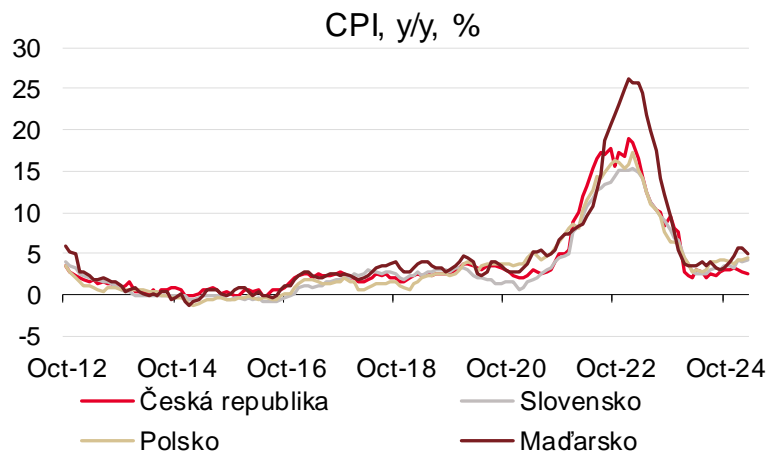
ECB dále sníží sazby



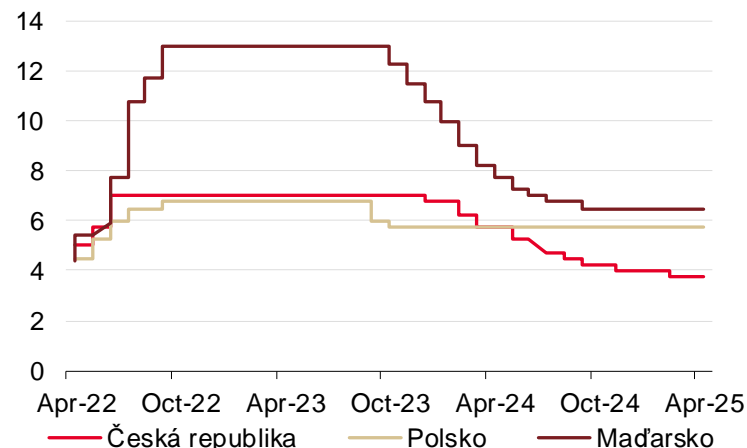
Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

STŘEDOEVROPSKÝ REGION: PAUZA SE SNIŽOVÁNÍM SAZEB

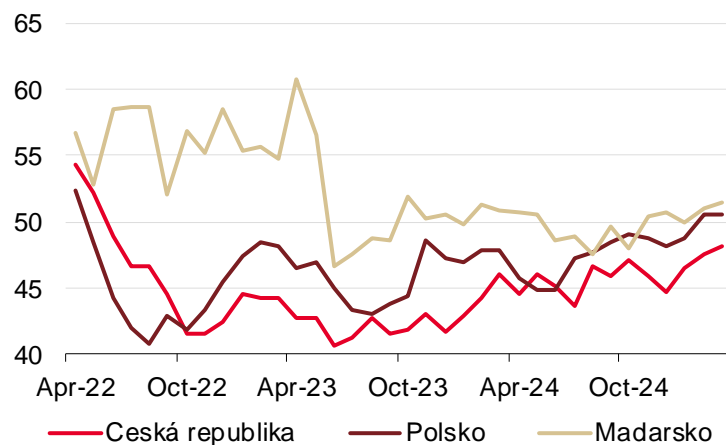
Inflace v regionu (% , y/y)



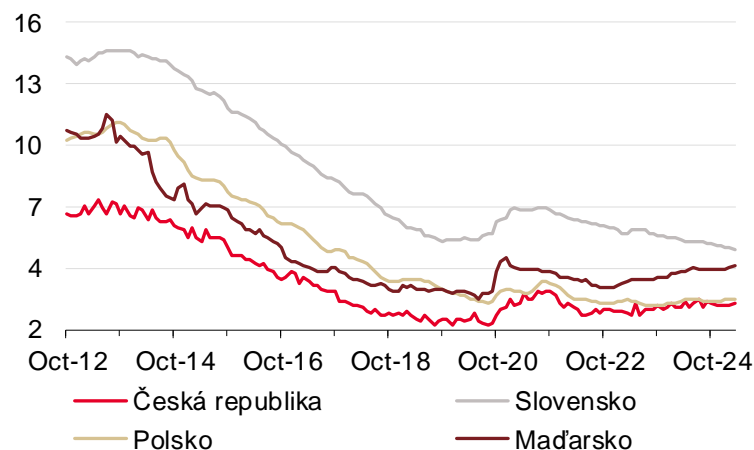
Centrální banky si daly pauzu (%)



Průmyslové PMI ožívají pomalu (b.)



Nezaměstnanost zůstává nízká (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

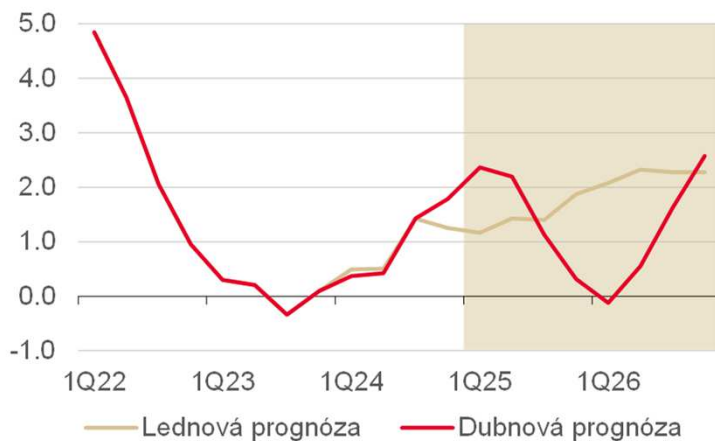
2

MAKROEKONOMICKÁ PROGNOZA ČR

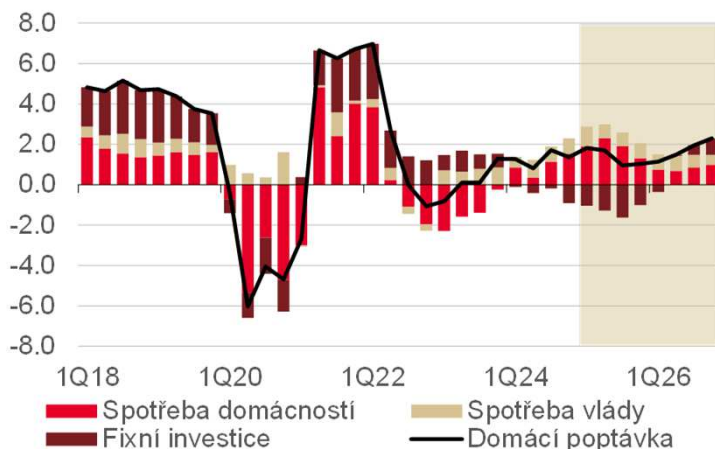
PŘEKÁŽKY OBCHODU, PŘEKÁŽKY RŮSTU

ČESKÁ EKONOMIKA VE DRUHÉM POLOLETÍ PROJDE MÍRNOU RECESÍ, ZA CELÝ ROK 2025 ALE VYKÁŽE RŮST O 1,5 %

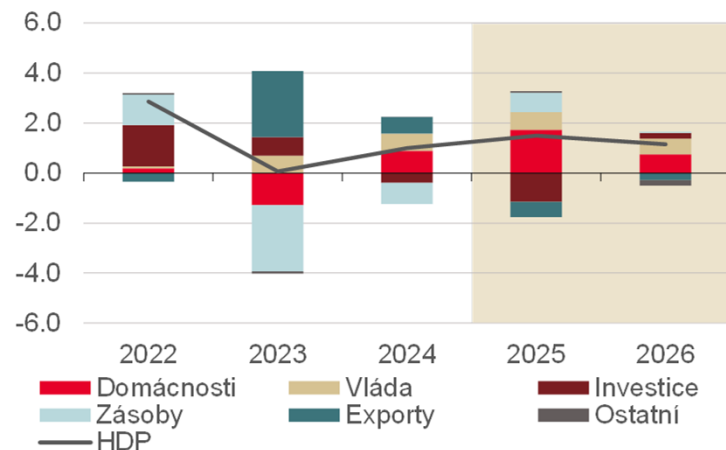
Odhad růstu ekonomiky pro rok 2026 jsme výrazně snížili z 2,2 % na 1,2 % (%, y/y)



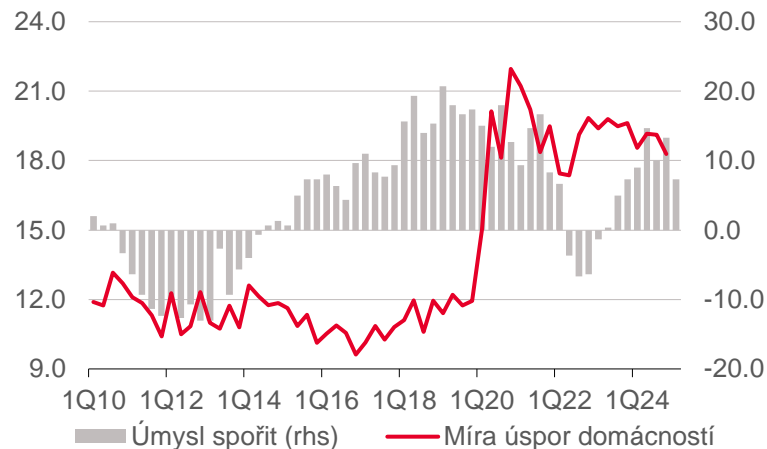
Ekonomiku podrží spotřeba domácností a vlády, tempo útrat ale zpomalí (%, pb, y/y)



Negativní vliv amerických cel bude patrný na investicích a vývozech (%, pb, y/y)



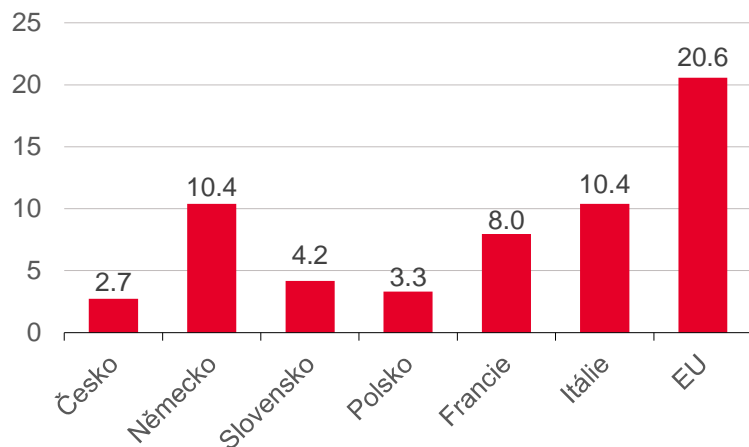
Vysoké úspory domácností by měly přispět k pokračujícímu růstu spotřeby (%)



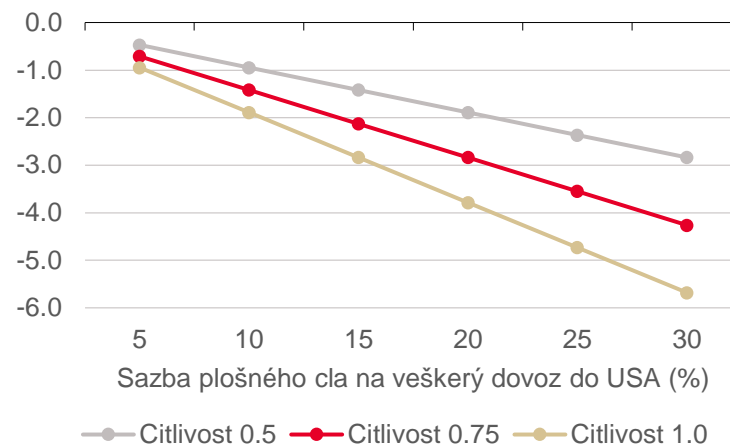
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČSÚ

V NAŠÍ PROGNÓZE PŘEDPOKLÁDÁME, ŽE AMERICKÁ CLA SNÍŽÍ VÝKON ČESKÉ EKONOMIKY O 1,0-1,5 %

ČR do USA vyváží necelá 3 % svého zboží,
zatímco EU více než 20 %



Námi odhadovaný pokles českého HDP
pro různé výše amerických cel (%)



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

Celní sazby na dovoz do USA pro uvedené skupiny zboží, implikovaná souhrnná efektivní sazba a odhadovaný dopad na český HDP

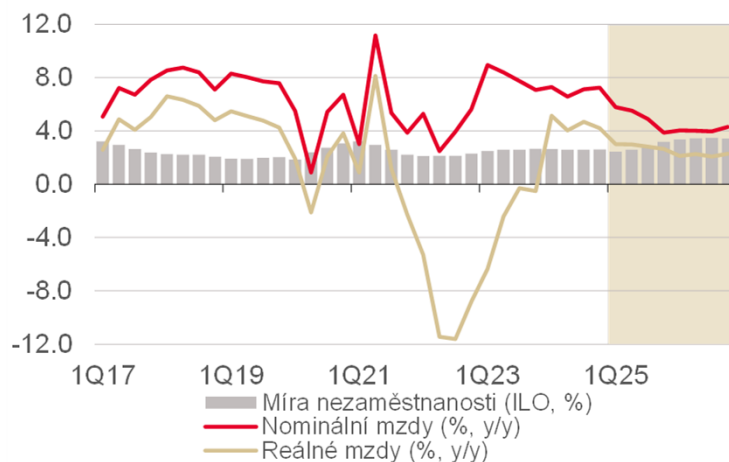
	Původní varianta	Moratorium	Moratorium + 10 % na farmacii	Moratorium + 25 % na farmacii
Farmaceutické výrobky	0 %	0 %	10 %	25 %
Motorová vozidla (včetně dílů)	25 %	25 %	25 %	25 %
Plošná sazba na ostatní zboží	20 %	10 %	10 %	10 %
Přibližná efektivní sazba pro EU	15 %	10 %	10 %	15 %
Odhadovaný pokles českého HDP	1,5-3,0 %	1,0-2,0 %	1,0-2,0 %	1,5-3,0 %

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

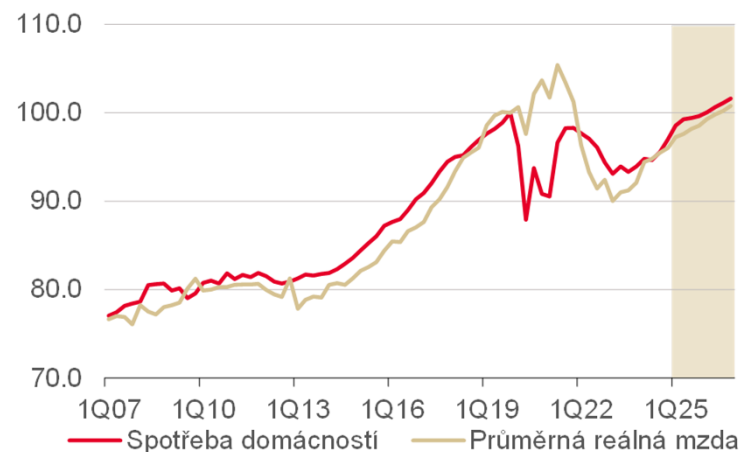
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Eurostat

ÚTLUM EKONOMIKY SE PODEPÍŠE NA MÍRNÉM ZVÝŠENÍ NEZAMĚSTNANOSTI A ZPOMALENÍ RŮSTU MEZD

Po loňských 7,1 % růst mezd letos zpomalí na 5,0 % a v roce 2026 na 4,1 %



Předpandemické úrovně reálné mzdy i spotřeba dosáhnou až v roce 2026 (4Q19=100)

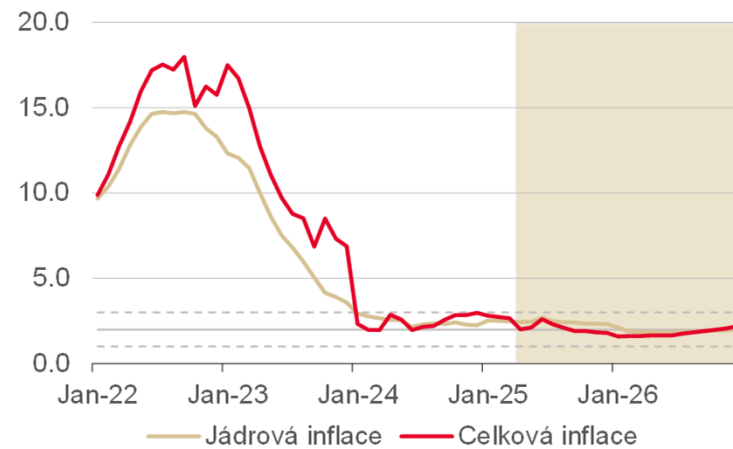


INFLACE ZŮSTANE V TOLERANČNÍM PÁSMU ČNB A POSTUPNĚ SE BUDE VRACET KE DVOUPROCENTNÍMU CÍLI

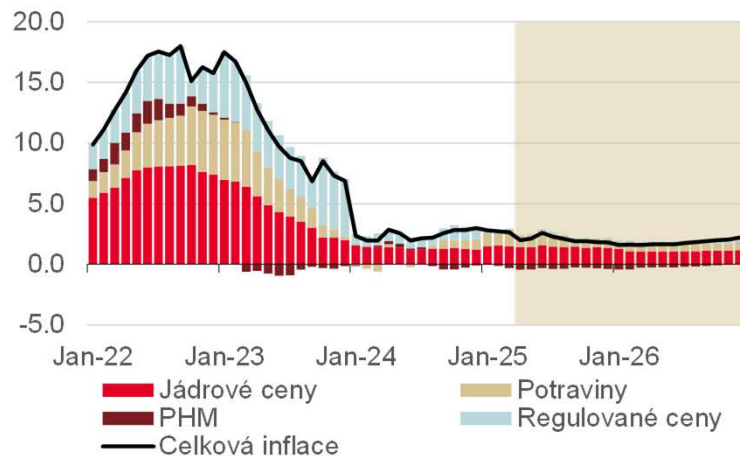
Odhad inflace pro rok 2025 neměníme (2,2 %),
pro rok 2026 ho snižujeme z 2,1 % na 1,8 %



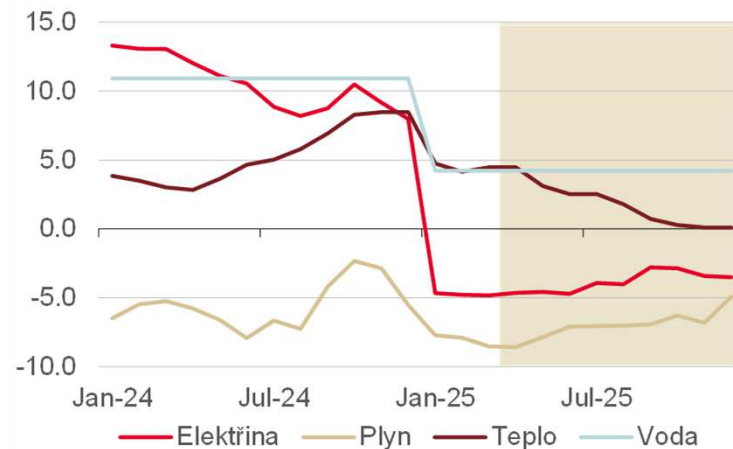
Dopady recese budou na cenovém vývoji
patrné hlavně v 1H26 (% , y/y)



Ceny potravin nadále porostou rychlejším
tempem (% , pb, y/y)



Ceny energií (včetně pohonných hmot)
přispějí ke snížení inflace (% , y/y)



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

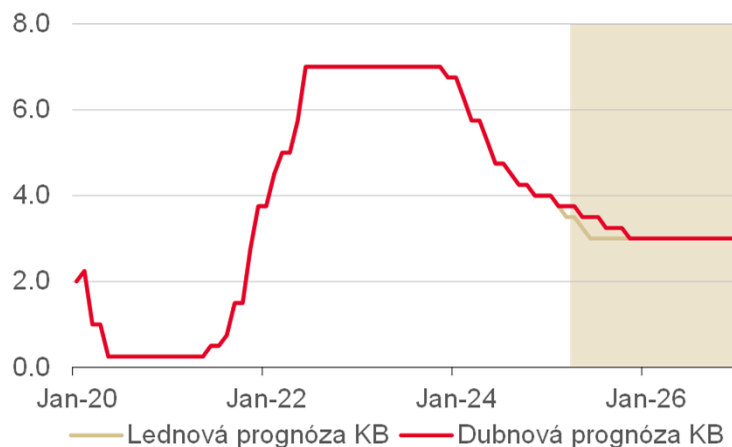
3

ČNB FOCUS

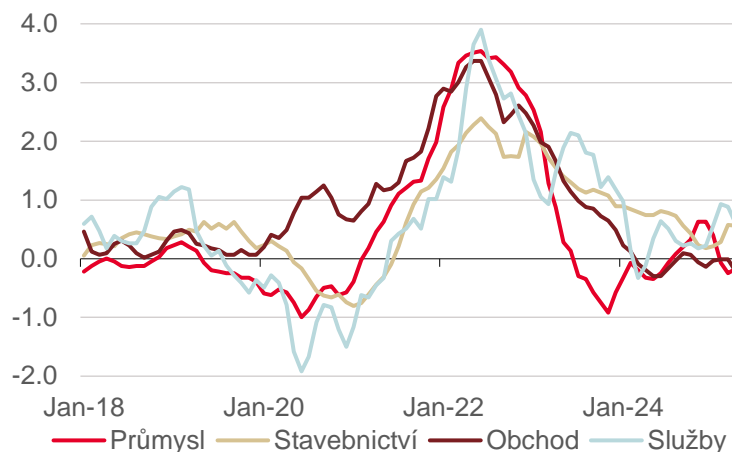
ČNB BUDE SNIŽOVAT SAZBY POD TLAKEM AMERICKÝCH CEL

SLABÁ EKONOMIKA A POKLES INFLACE BUDOU TLAČIT SAZBY DOLŮ, JEJICH SNIŽOVÁNÍ ALE BUDE POKRAČOVAT JEN POZVOLNÝM TEMPEM

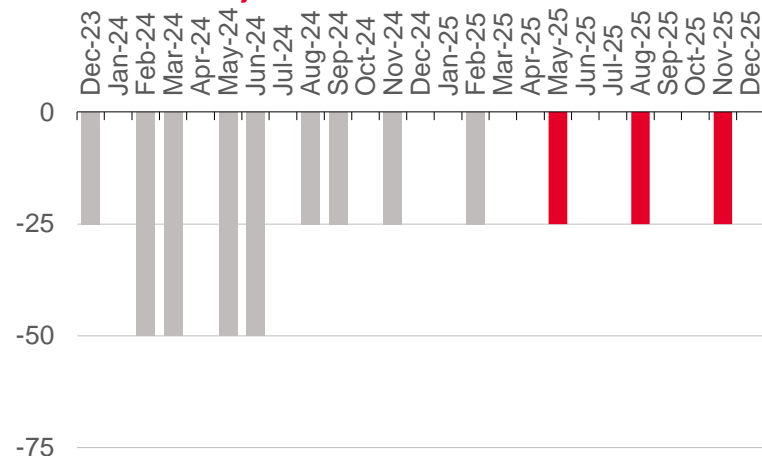
Repo sazba do konce roku klesne na 3 %



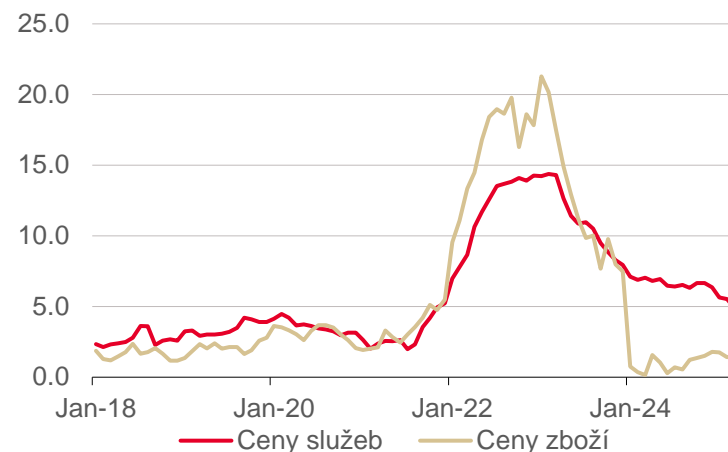
Inflační očekávání se liší napříč sektory (z-skóre, SA, 3MA)



Očekáváme snížení repo sazby o 25 bb jednou za čtvrtletí



Růst cen služeb zůstává zvýšený, u zboží se naopak nachází pod 2 % (HICP, %, y/y)



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

4

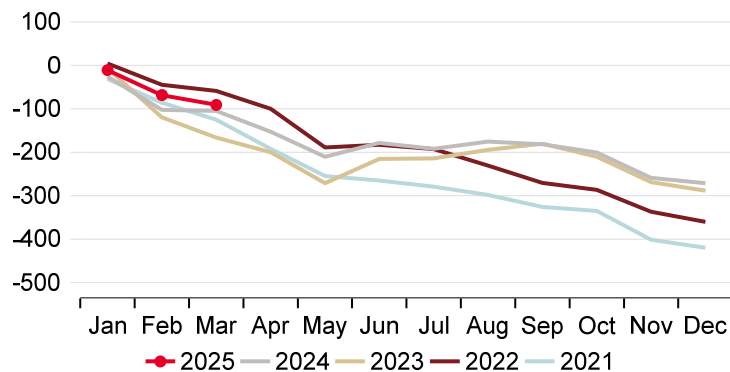


FISKÁLNÍ POLITIKA

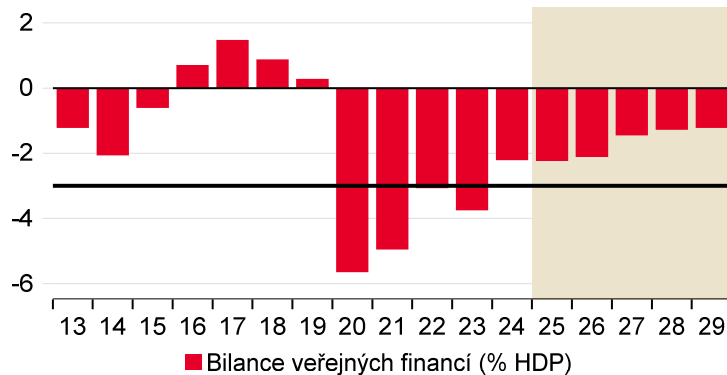
KONSOLIDACE UBÍRÁ NA TEMPU

KONSOLIDACE UBÍRÁ NA TEMPU

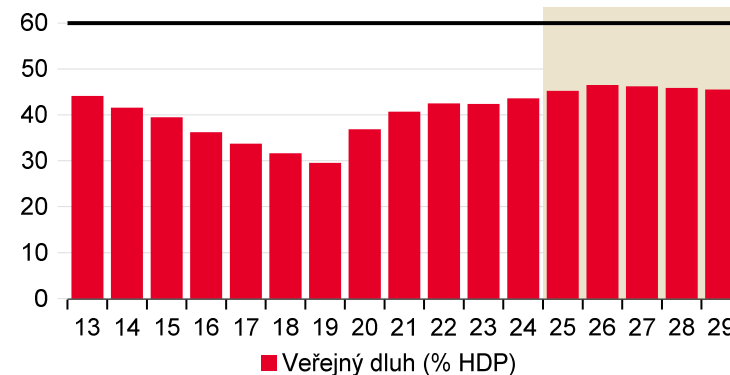
Bilance státního rozpočtu od začátku roku
(mld. CZK)



Bilance veřejných financí



Veřejný dluh



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

5

TRH ÚROKOVÝCH SAZEB A DLUHOPISŮ

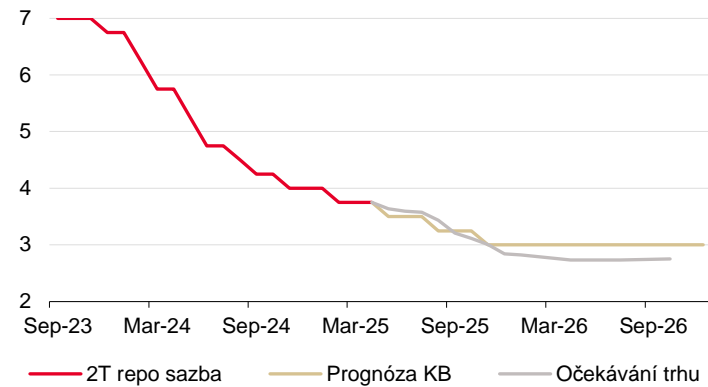
MÍRNÝ POKLES SAZEB A VÝNOSŮ

MÍRNÝ POKLES SAZEB A VÝNOSŮ

Prognóza IRS (%)



Očekávaný vývoj základní úrokové sazby ČNB



Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

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

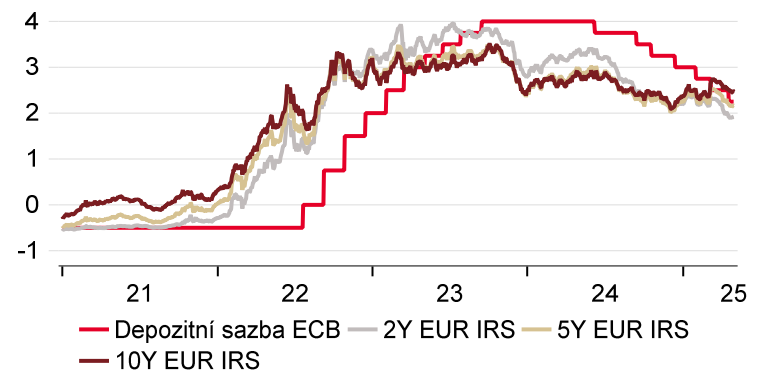
Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; očekávání trhu k 29. 4. 2025

MÍRNÝ POKLES SAZEB A VÝNOSŮ

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

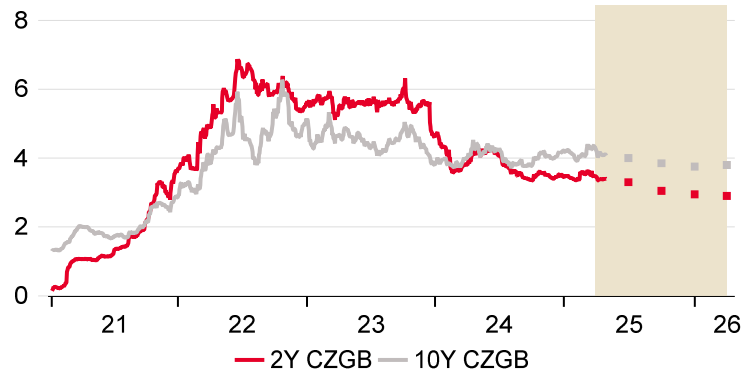
	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	3.38	3.20	3.19	3.25	3.51
3M	3.24	3.15	3.16	3.25	3.53
6M	3.09	3.10	3.13	3.25	3.54
9M	3.06	3.09	3.14	3.27	3.57
1Y	3.02	3.07	3.15	3.29	3.59
2Y	3.14	3.22	3.29	3.42	3.69
3Y	3.31	3.37	3.44	3.57	3.78

Eurové sazby (%)

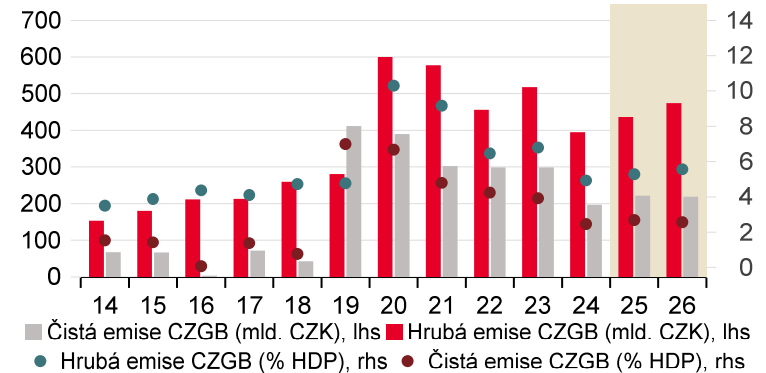


MÍRNÝ POKLES SAZEB A VÝNOSŮ

Výnosy CZGB (%)



Emise CZGB (mld. CZK)



Prognóza výnosů CZGB (konec období)

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

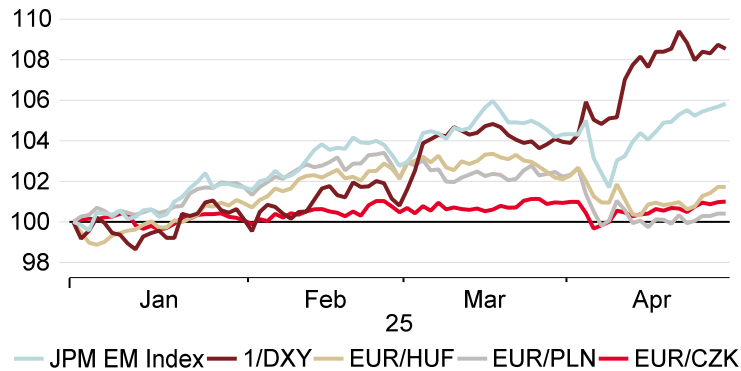
6

KORUNOVÝ DEVIZOVÝ TRH

POSÍLENÍ KORUNY SE ODKLÁDÁ

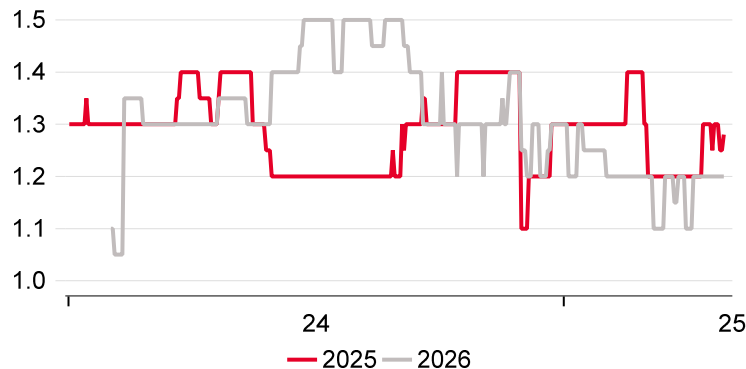
POSÍLENÍ KORUNY SE ODKLÁDÁ

Vývoj měn regionu (1.1.2025 = 100)

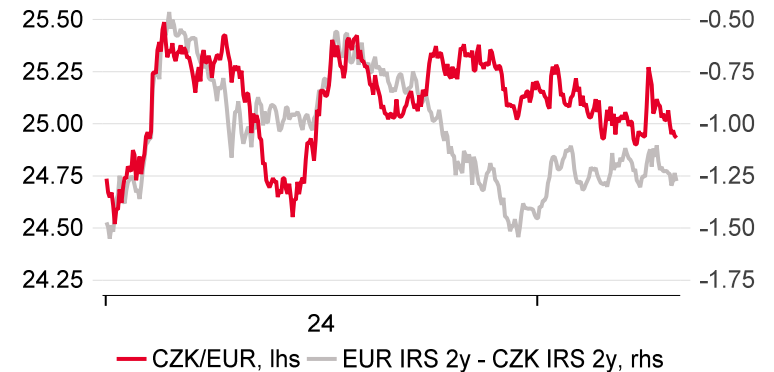


Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, PLN nebo HUF vůči EUR nebo indexu měn rozvíjejících se trhů (JPM-EM), respektive oslabení dolarového indexu (DXY) od 1. 1. 2025.

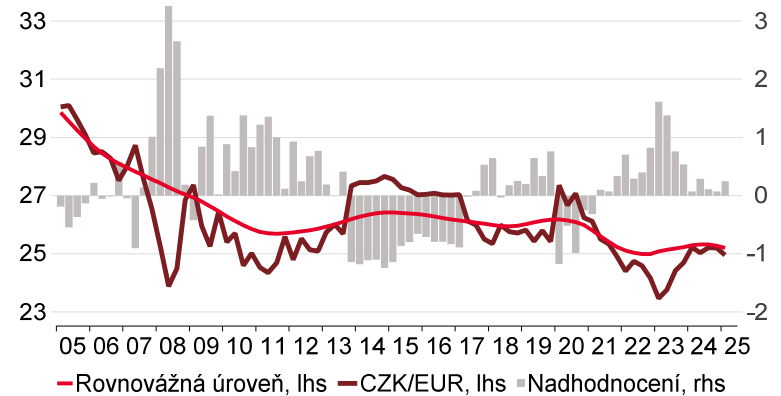
Očekávaný diferenciál růstu HDP mezi ČR a eurozónou – Bloomberg konsenzus (pb)



CZK/EUR a úrokový diferenciál



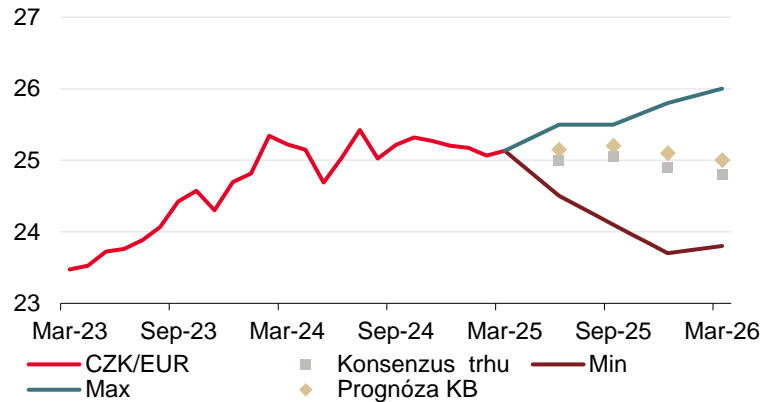
Rovnovážný kurz CZK/EUR



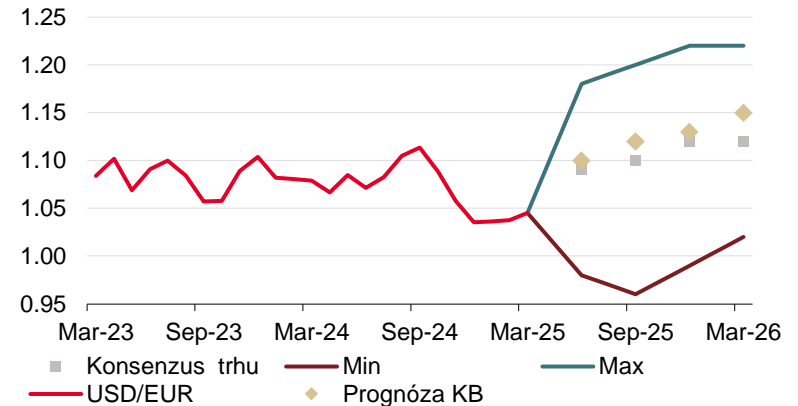
Pozn.: Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

POSÍLENÍ KORUNY SE ODKLÁDÁ

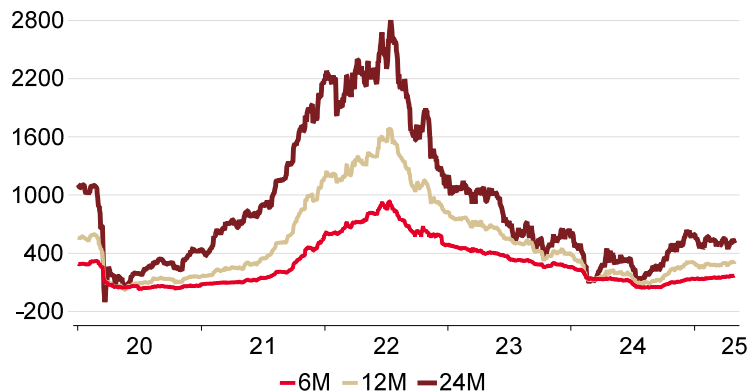
Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR



Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR

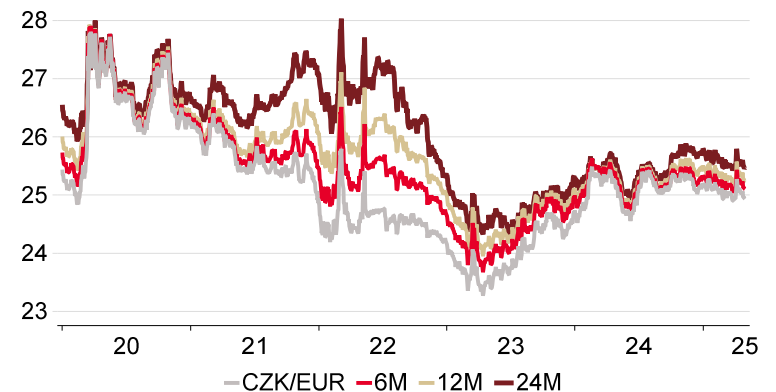


Forwardové body



Pozn.: Hypotetická rovnovážná hodnota vychází z modelové filtrace reálného bilaterálního kurzu vůči euru, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; tržní konsenzus k 29. 4. 2025

7

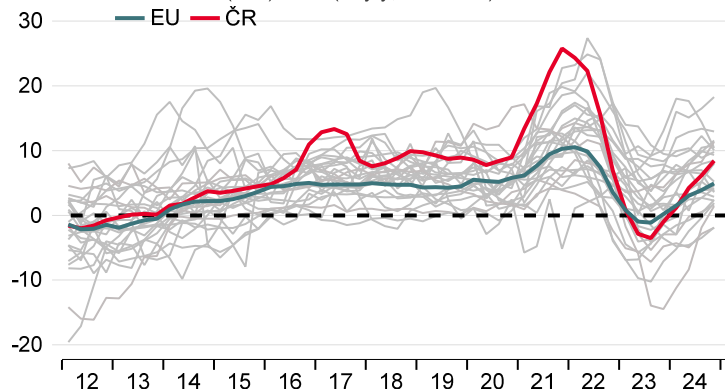
BANKOVNÍ SEKTOR

NEJISTOTA ULOŽÍ ÚVĚROVÝ IMPULS PRO EKONOMIKU K LEDU

NEMOVITOSTNÍ A HYPOTEČNÍ TRH V SILNÉ EXPANZI

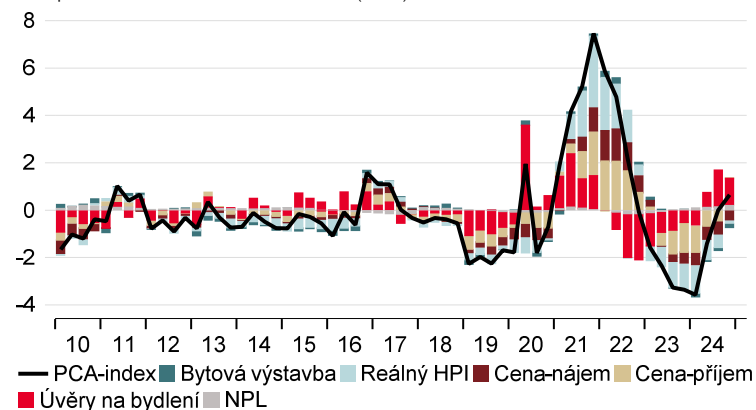
Ceny nemovitostí rostou napříč EU

Index cen nemovitostí (HPI) v EU (% y/y, ke Q4 24)

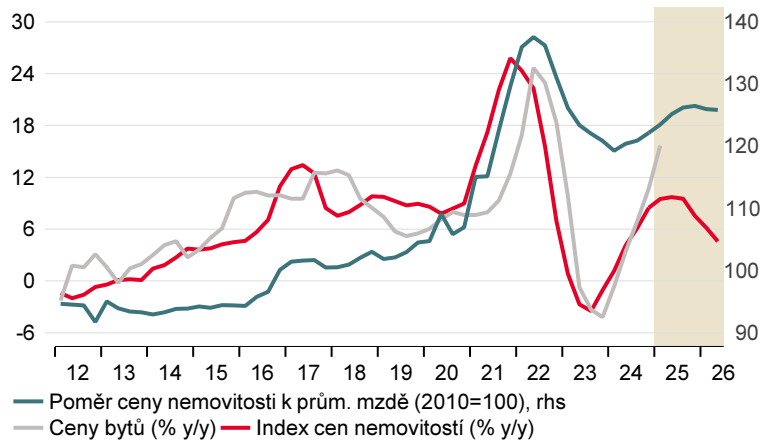


Oživují především poptávkové tlaky

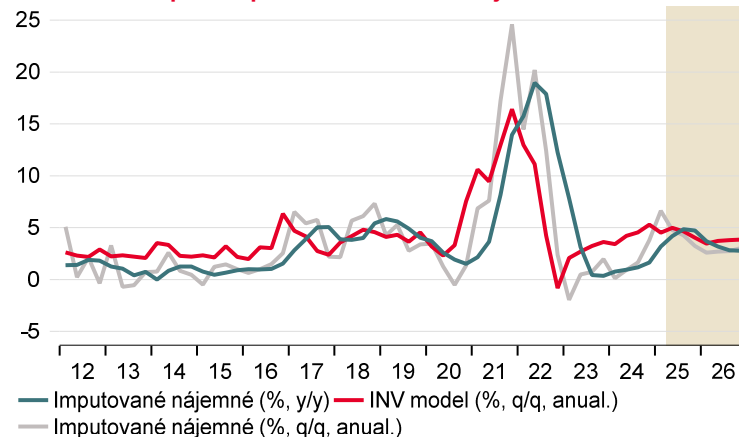
Kompozitní index nemovitostního trhu (PCA)



Růst cen nemovitostí přesáhne 9 %



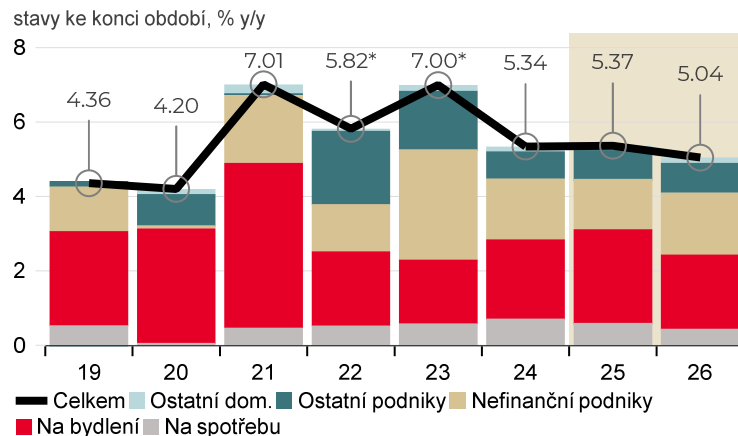
Modelový odhad dopadu do inflace, resp. imputovaného nájemného*



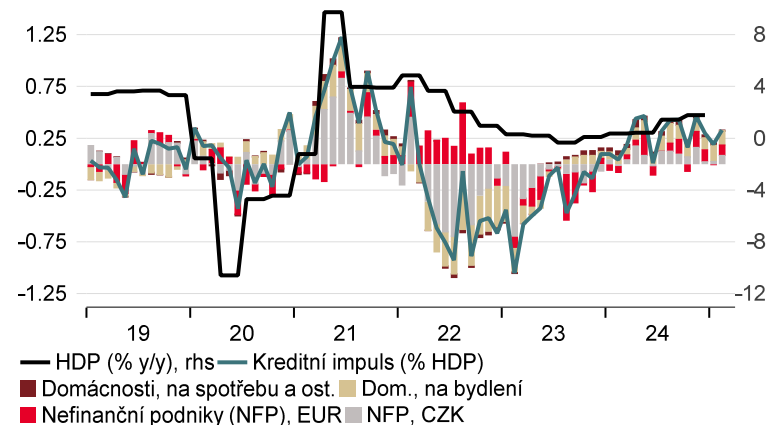
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, ČNB, ČSÚ, Eurostat, Macrobond, OECD; (*) přímé zastoupení cen nemovitostí v imputovaném nájemném je relativně malé, INV2 model

NEJISTOTA BUDE BRZDIT INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ

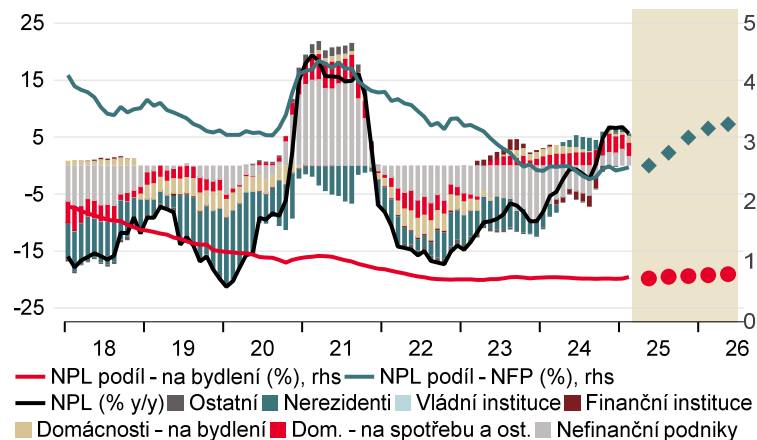
Růst bankovních úvěrů (% y/y, pb)



Ekonomika z kreditního impulsu dosud těžila

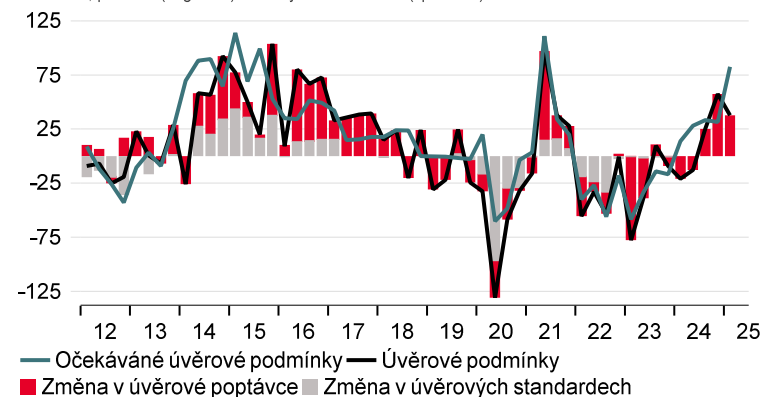


Růst kreditního rizika alarmy ještě nespouští



Očekávání ohledně nárůstu úvěrové poptávky zchladí cla

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



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

Pozn.: (*) ovlivněno vyřazením (znovu-zařazením) portfolia Sberbank v dubnu 2022 (2023); kreditní impuls je definován jako meziroční změna objemu nových úvěrů v poměru k ročnímu nominálnímu HDP

8



SHRNUTÍ

ČESKÁ REPUBLIKA: SHRNUÍ MAKROEKONOMICKÉ PROGNOZY

Hlavní ekonomické proměnné

	2024	2025	2026
HDP (reálný růst, y/y v %)	1,0	1,5	1,2
Spotřeba domácností (reálný růst, y/y v %)	2,0	3,9	1,7
Fixní investice (reálný růst, y/y v %)	-1,4	-4,3	0,9
Zahraniční obchod (mld CZK) (*)	227,1	192,4	176,4
Průmyslová výroba (reálný růst, y/y)	-1,0	-0,9	1,1
Maloobchod bez aut (reálný růst, y/y v %)	4,4	2,6	1,5
Mzdy nominální růst, y/y v %)	7,1	5,0	4,1
Míra nezaměstnanosti (MPSV, v %)	3,8	4,4	5,1
Inflace (y/y, v %)	2,4	2,2	1,8
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,1	0,2	0,1
Jádrová inflace (y/y, v %) (**)	2,5	2,4	1,9
Ceny potravin (y/y, v %) (**)	0,7	3,4	2,2
Ceny pohonných hmot (y/y, v %) (**)	-0,9	-8,4	-5,4
Regulované ceny (y/y, v %) (**)	6,3	0,7	1,7
3M PRIBOR (průměr)	5,0	3,5	3,3
2W Repo (průměr)	5,1	3,5	3,0
CZK/EUR (průměr)	25,1	25,1	24,9

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Poznámka: (*) zahraniční obchod dle národní metodiky (SA);

(**) složky inflace jsou očištěny o primární dopad daňových změn

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, data k 29. dubnu 2025

PRÁVNÍ 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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje 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 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 investičních doporučení, 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 investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení 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>.

AKTUÁLNÍ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#2 OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INTEREST RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 EXCHANGE RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 FISCAL BALANCE FORECASTER - SLOVAKIA

HISTORICKÁ OCENĚNÍ EKONOMICKÉHO A STRATEGICKÉHO VÝZKUMU KB



#1 POLICY RATE FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 INFLATION FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#3 BEST INFLATION FORECASTER - SLOVAKIA



#1 GDP FORECASTER - CZECH REPUBLIC



#2 BEST OVERALL FORECASTER - SLOVAKIA



#3 BEST OVERALL FORECASTER - CZECH REPUBLIC

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2014 Slovakia

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner

2013 Czech Republic

OCENĚNÍ PRO SG CROSS ASSET RESEARCH



All-Europe Research Team

Macro

- #1 Index Research
- #2 Multi Asset Research
- #2 Investment Grade Strategy – Europe*
- #4 Quantitative Research
- #4 Derivatives Research
- #9 in Equity Strategy



Cross-commodity research
Research in oil
Research in base metals
Climate and transition research



Individual Rankings – All-Europe Research Team

- #2 Andrew Lapthorne (*Quant*)
- #2 Alain Bokobza (*Multi-Asset*)
- #2 Yohan Le Jalle (*Index*)
- #2 Juan Valencia (*Investment Grade Strategy*)*
- #4 Sandrine Ungari (*Quant*)
- #4 Sebastien Lemaire (*Index*)
- #6 Laure Genet (*Index*), Vincent Cassot (*Derivatives*)
- #7 Jitesh Kumar (*Derivatives*), Yii Yih Luu (*Index*)
- #8 Laura Tossan (*Index*)
- #9 Manish Kabra (*Multi-Asset*)
- #10 Arthur Van Slooten (*Multi-Asset*)

* From Institutional Investor Global Fixed Income Survey 2023



inducted into the Hall of Fame

**BUDOUCNOST
JSTE VY  KB**