

Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

Motor běží, palivo zdražilo



Obrázek generován s využitím AI

■ **Výhled ekonomiky se zhoršil** Pro letošek očekáváme růst české ekonomiky o 1,7 % a příští rok jeho zrychlení na 2,3 %. To je vlivem slabšího prvního pololetí a pokračujícího konfliktu na Blízkém východě méně než v naší minulé prognóze. Přesto by měl růst ekonomiky zůstat odolný, a to zejména zásluhou domácí poptávky.

■ **Inflace v příštím roce vzroste na 3 %** Po 2,1 %, které odhadujeme pro letošní rok, by tak měl růst spotřebitelských cen výrazně zrychlit. Půjde hlavně o vliv dražších energií, pohonných hmot a potravin v důsledku blízkovýchodního konfliktu a nižší zemědělské úrody. Jádrová inflace zůstane zvýšená, přesto by ale měla zpomalit z letošních 2,9 % na 2,7 % v roce 2027.

■ **ČNB ještě jednou zvýší úrokové sazby** Nedávný nárůst jádrové inflace a zesílení vnějších cenových tlaků podle nás povedou k tomu, že centrální banka na listopadovém zasedání zvýší základní repo sazbu na 4 %. Ta by na této úrovni měla poté zůstat až do konce příštího roku. Její návrat na rovnovážná 3 % bude podle nás možný až v roce 2028.

■ **Globální faktory udrží tržní sazby vysoko** S pozvolným odezníváním energetického šoku v příštím roce očekáváme na pozadí nadále silné poptávky po dlouhodobém financování pouze mírný pokles delších korunových sazeb. Krátký konec křivky by o něco níže mělo tlačit také méně výrazné utažení tuzemské měnové politiky, než implikuje tržní zacenění.

■ **Korunu přibrzdí negativní sentiment i ČNB** České koruně by ve zbytku letoška měly scházet pozitivní impulzy. Její pozvolnou apreciaci v páru s eurem v příštím roce k úrovni 24 CZK/EUR očekáváme v souvislosti s vyšším růstem české ekonomiky ve srovnání s eurozónou, stabilizací úrokového diferenciálu i zmírňováním geopolitického napětí.



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

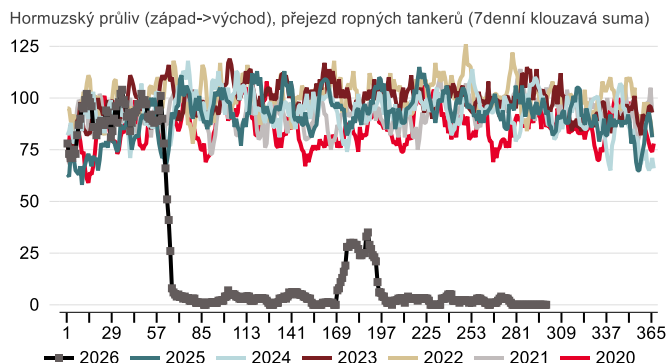
Energetický šok trvá příliš dlouho



Jan Vejmelek
+420 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

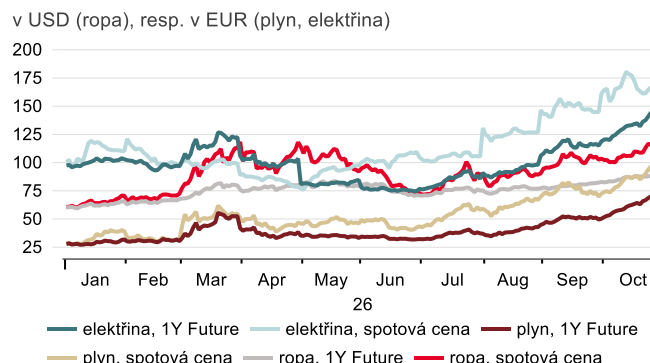
Konflikt na Blízkém východě trvá již téměř tři čtvrtiny roku a s tím celá globální ekonomika čelí energetickému nabídkovému šoku. Na konci června svítila naděje, že by tato epizoda mohla být ukončena. Tyto naděje však vzaly rychle za své, neboť doprava skrz Hormuzský průliv zůstává významně omezena, zejména ta oficiální. A vojenské operace zasahují další alternativní cesty. S prodlužující se délkou konfliktu se vyšší spotové ceny energetických komodit začínají stále více propisovat do ročních kontraktů.

Hormuzský průliv zůstává pro dopravu klíčových komodit v podstatě uzavřený



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

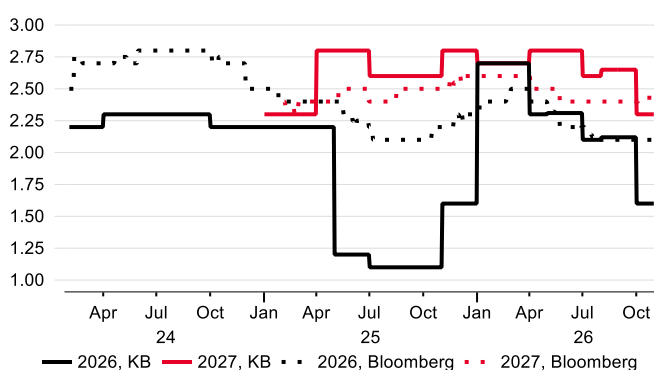
Výrazně dražší jsou dnes již roční kontrakty energetických komodit



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

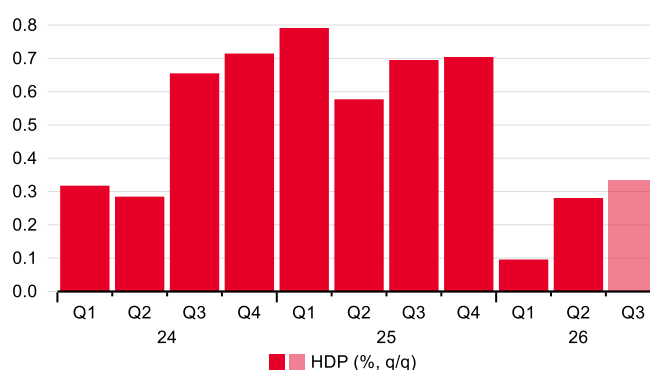
Energetický nákladový šok působí staglačním směrem. V jarním vydání *Ekonomických výhledů* simuloval v Boxu 3 Jaromír Gec dopad dočasného a trvalého ropného šoku do české ekonomiky¹, čímž bylo vymezeno pásmo pro řadu realističtějších scénářů.

Růstové výhledy české ekonomiky se pro letošek i příští rok zhoršují (HDP, %, y/y)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růstové momentum je letos v tuzemsku výrazně nižší (HDP, %, q/q, sezónně očištěno)



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

Je zřejmé, že vzhledem k pokračujícímu prodlužování energetického šoku se makroekonomické dopady stále více přibližují scénáři déletrvajícího ropného šoku, i když za naším přehodnocením růstové prognózy směrem dolů stála i řada dalších faktorů, jako byl

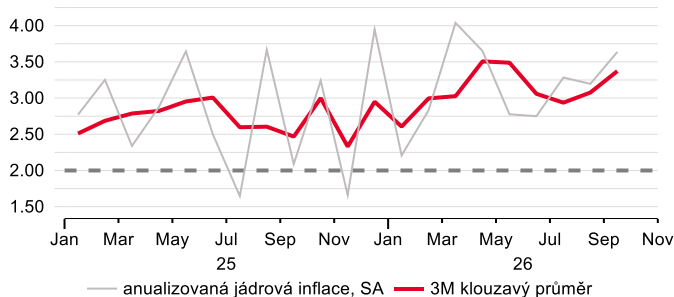
¹ Odezvy simulací krátkodobého a dlouhodobého šoku byly založené na empirickém BVAR modelu, který jsme podrobněji popsali ve speciálním reportu: https://bit.ly/Oil_shock_CZ. Krátkodobý šok je definován jako dočasné zvýšení průměrné ceny ropy trvající jedno čtvrtletí s následným návratem na výchozí úroveň. Dlouhodobým šokem rozumíme situaci, kdy cena ropy vzroste a na zvýšené úrovni setrvává.

slabší výkon v předešlých čtvrtletích, slabší růst poptávky a mezd či problémy v průmyslu kvůli odstávkám či vysokým teplotám.

Na dynamice reálné ekonomiky jsou **patrné negativní dopady přetrvávajícího zvýšeného geopolitického rizika, vysokých cen energetických komodit či vyšších nákladů na financování**. Celkový růst HDP za Q2 nás svou výší +0,3 % mezičtvrtletně zklamal, když jsme čekali +0,5 %, směrem dolů (na +0,1 % q/q) byl nakonec revidován i výsledek za Q1. Letní měsíce zejména tuzemským autoprůmyslníkům nevyšly, mimo jiného ale i kvůli přerušení výroby v souvislosti s rozšiřováním produkčních kapacit. Působily však také potíže v dodavatelských řetězcích. Prognózu letošního růstu reálného HDP jsme tak snížili z červencových 2,1 % na aktuálních 1,7 %. Příští rok růst zrychlí relativně mírně (na 2,3 %), a to navzdory významnému fiskálnímu stimulu.

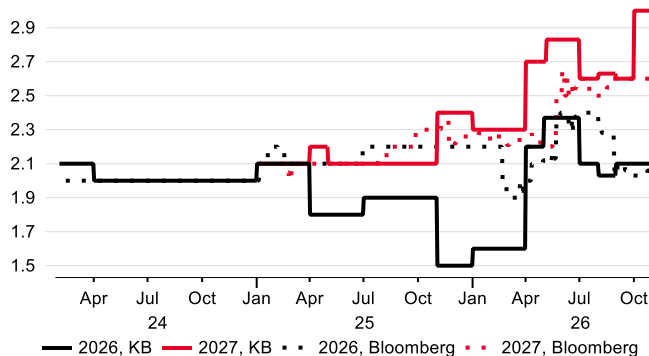
Momentum jádrové inflace letos zrychlilo výrazněji nad 2% cíl

Meziměsíční anualizovaná změna, sezónně očištěno (Census X-13),
tříměsíční klouzavý průměr



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

Očekávaná inflace pro příští rok v čase ztelně roste



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

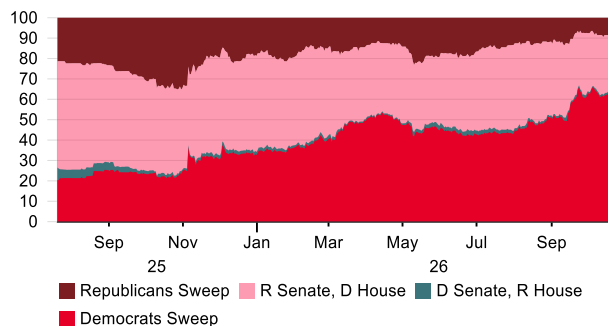
Zřejmý je proinflační dopad blízkovýchodního konfliktu skrze vyšší ceny pohonných hmot.

V situaci stále solidní domácí poptávky je navíc hrozbou přelití do dalších cen v ekonomice. Silná zůstává cenová dynamika ve službách, jádrová inflace se dokonce v září dostala nad toleranční pásmo centrální banky, když meziroční vzestup dosáhl 3,1 %. Zaslouhou pokračujícího poklesu cen potravin jsme ovšem nemuseli měnit červencovou prognózu letošní inflace, kterou nadále v průměru vidíme na 2,1 %. Příští rok podle nás inflace zrychlí na 3,0 % (oproti původně očekávaným 2,6 %). Nezbytné tak podle nás bude další zpřísnění tuzemské měnové politiky. Po červnovém zvýšení měnověpolitických sazeb přijde dle naší prognózy takovýto krok již na listopadovém zasedání.

Americké mid-term volby do Sněmovny reprezentantů a třetiny Senátu nejspíše zásadní změnu současné politické situace v USA nepřinesou. A to zřejmě ani v případě, kdy v jedné či dokonce obou komorách Kongresu získají většinu demokraté. Ti by samozřejmě další vládnutí republikánskému prezidentu Trumpovi značně zkomplikovali. Výsledkem by ale byla spíše celkově větší

Predikční trhy favorizují demokraty

pravděpodobnost jednotlivých variant výsledku amerických voleb (%)



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

nejistota, a to i pro finanční trhy, jak detailně rozebírá v *Boxu 1* Jana Steckerová. Významnou otázkou pro nadcházející čtvrtletí bude další vývoj investic do AI, kde pro příští rok předpokládáme zpomalení současné silné dynamiky. To se v kombinaci s nižšími fiskálními výdaji propíše i do pomalejšího růstu americké ekonomiky.

Tuzemská ekonomika se bude nadále spoléhat primárně na domácí poptávku. Tu bude navíc dále stimulovat fiskální politika. Podrobněji vládní návrh státního rozpočtu na rok 2027 rozebírá v *Boxu 2* Jaromír Gec. Expanzivní fiskální politika působící proinflačně není ale pouze příběhem tuzemska, jedná se v podstatě o globální fenomén tlačící úrokové sazby vzhůru, což se samozřejmě podepisuje na zdražujícím se financování států, firem i domácností. Restriktivnější podmínky se začínají odrážet na úvěrové dynamice a první známky ochlazování jsou patrné i na nemovitostním trhu. Tématem v bankovním sektoru, které analyzuje Kevin Tran Nguyen v *Boxu 3*, je pak kvantifikace možného přesunu vkladů municipalit a vyšších územně samosprávných celků na spořicí účty v ČNB.

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

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy	6
<i>Box 1: Listopadové volby v USA mohou přinést větší nejistotu</i>	7
Makroekonomická prognóza	13
Měnová politika	22
Fiskální politika	24
<i>Box 2: Rozpočet 2027: fiskální expanze sílí, a to navzdory solidnímu růstu ekonomiky</i>	25
Tabulka prognózy	30
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	31
Korunový devizový trh	36
Bankovní sektor	39
<i>Box 3: Potenciální odliv vkladů samospráv zintenzivňuje tlak na úročení bankovních depozit</i>	44
Klíčové ekonomické ukazatele	47

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Ekonomika USA i eurozóny zůstává odolná

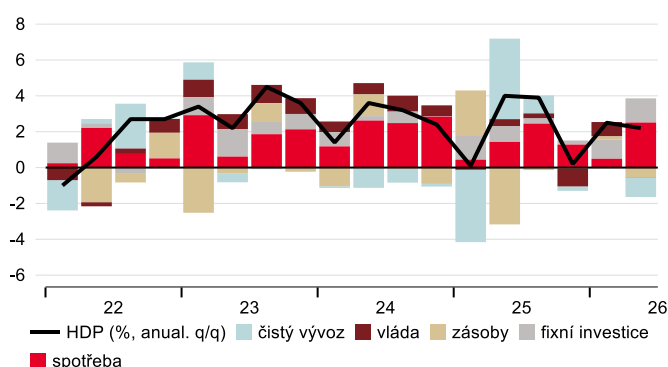
Navzdory přetrvávajícím vyšším cenám ropy a zvýšené geopolitické nejistotě zůstávají výhledy pro ekonomiku Spojených států i eurozóny relativně příznivé. USA těží z fiskálního impulsu, silné spotřeby domácností i stále vysokých firemních investic, především do datových center. Eurozóně pak pomáhá německý fiskální balíček, prostředky z fondů EU, rozpouštění nadměrných úspor domácností a rozjíždějící se investice do AI. Problémem zůstává inflace, která se drží významně nad cíli centrálních bank. Americká i Evropská centrální banka již začaly měnové podmínky zpříšňovat. ECB zvýšila úrokové sazby na červnovém a zářijovém zasedání, přičemž další takovýto krok očekáváme v prosinci. Tím by se depozitní sazba dostala na neutrální úroveň, kde by podle našeho názoru měla po delší období setrvat. Rizika jsou však vychýlena směrem k dalšímu utažení měnových podmínek. Ve Spojených státech čekáme jejich zpřísnění na prosincovém zasedání FOMC, přičemž další by mělo následovat v březnu.

USA: solidní růst HDP bude pokračovat

Ekonomiku podporují fiskální výdaje, silné zůstávají i firemní investice.

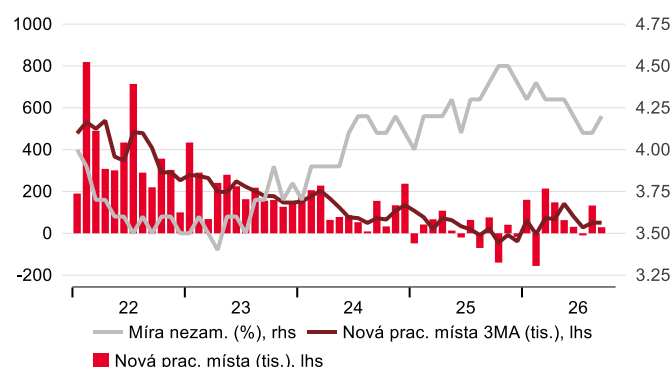
Americký trh práce je stabilní. Míra nezaměstnanosti sice v září o jednu desetinu stoupla (na 4,2 %), jednalo se však spíše o vliv zlepšující se nabídky práce než důsledek propouštění zaměstnanců. Počet nově vytvořených pracovních míst (Nonfarm Payrolls) v září zaostal za očekáváním, počet týdenních žádostí o podporu v nezaměstnanosti se však snižuje a dosahuje nejnižších úrovní od letošního července. Díky dobré situaci na trhu práce zůstává silná i spotřeba domácností. Ta je navíc podporována fiskálním stimulem. Silné zůstávají i firemní investice, obzvláště do datových center a AI obecně. Růst HDP by tak v letošním roce měl dosáhnout 2,2 % a udržet se nad dlouhodobým trendem. V příštím roce však již bude efekt fiskálního stimulu i investic do AI slábnout, a tak očekáváme nižší dynamiku HDP, a to na úrovni 1,7 %.

USA: Ekonomika je v dobré kondici



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce se stabilizoval



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Medián výhledu úrokových sazeb počítá s dalším utažením měnových podmínek.

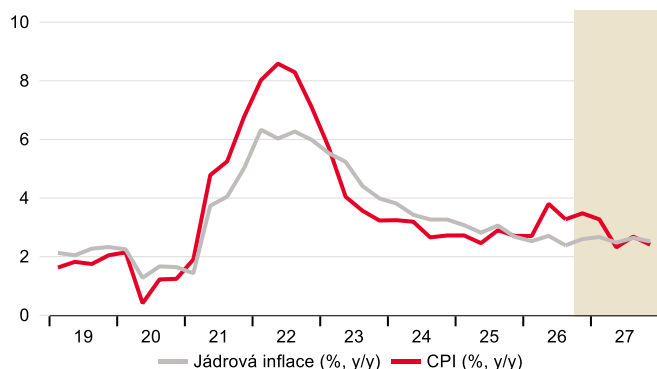
Americká centrální banka na svém zářijovém zasedání v souladu s očekáváním zvýšila klíčovou sazbu o 25 bb na 3,75-4,00 %. Překvapením byl fakt, že hlasování bylo jednomyslné. Rozhodnutí bylo navíc ještě rábší, když Fed již zvýšenou inflaci nepovažuje za dočasný fenomén spojený s ropným šokem. V tomto směru se posunul i jeho medián výhledu úrokových sazeb („dot plot“), který pro letošní rok počítá s dalším utažením měnových podmínek. Pro příští rok je FOMC názorově více rozdělen, když z devatenácti členů dva preferují snížení úrokových sazeb, osm jejich zvýšení a zbytek ponechání sazeb beze změny.

Další zvýšení sazeb v prosinci a březnu.

Americká inflace stále zůstává nad cílem Fedu. V září zrychlila z 3,4 % na 3,7 %, na tempu nabrala i její jádrová složka (z 2,4 % y/y v srpnu na 2,6 % v září). Na druhou stranu jádrový

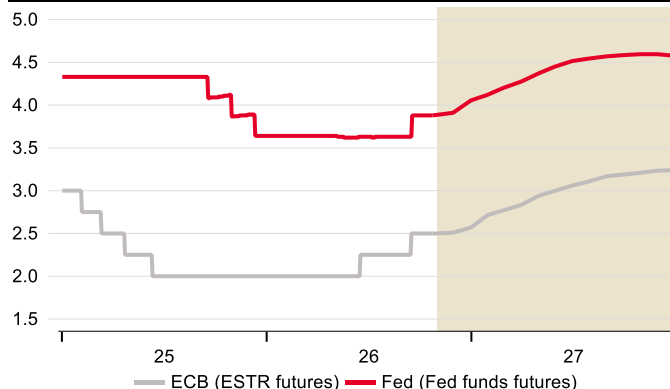
deflátor soukromé spotřeby PCE v srpnu za očekáváníů zaostal, když dosáhl 3,0 % y/y oproti tržnímu konsensu ve výši 3,3 % y/y. To bude zřejmě argument pro umírněnější frakci FOMC ve smyslu toho, že je s utažením měnových podmínek ještě třeba vyčkat na nově příchozí data. Dalším argumentem pro ponechání sazeb v říjnu beze změny mohou být blížící se volby do Kongresu, kterým se více věnujeme v našem *Boxu 1*. Se zvýšením úrokových sazeb naše prognóza nicméně počítá, a to na prosincovém a březnovém zasedání.

USA: Inflace zůstává zvýšená (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Trhy očekávaný vývoj klíčových sazeb Fedu a ECB (%)



Zdroj: Bloomberg

Box 1: Listopadové volby v USA mohou přinést větší nejistotu

Jednou z **nejdůležitějších politických událostí letošního podzimu budou průběžné volby do amerického Kongresu, které proběhnou 3. listopadu**. Ve hře je všech 435 křesel ve Sněmovně reprezentantů a 35 mandátů v Senátu. Zatímco demokraté potřebují získat pouze tři dodatečná křesla k ovládnutí Sněmovny reprezentantů, v Senátu musí získat čistý zisk čtyř mandátů, aby překonali současnou republikánskou většinu. Od druhé světové války ztratila strana prezidenta kromě dvou případů křesla ve Sněmovně reprezentantů vždy. V případě Senátu je situace jiná, neboť se volí pouze třetina křesel, a tak výsledek závisí do značné míry na tom, ve kterých státech volby proběhnou. Letošní volební mapa se přiklání k těm, které v posledních prezidentských volbách hlasovaly pro republikány, což této straně skýtá určitou výhodu.

Spokojenost s prací Donalda Trumpa na je nejnižších úrovních od jeho zvolení (%)



Zdroj: Real Clear Politics, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V každém případě výsledek voleb bude zřejmě velmi těsný. Podle aktuálních průzkumů i podle modelu našich kolegů z SG se jako nejpravděpodobnější scénář jeví návrat Sněmovny

zpět pod kontrolu demokratů. Vzhledem k mimořádně těsné republikánské většině je totiž ovládnutí dolní komory poměrně snadno dosažitelné. Klíčový význam stávajících voleb tak spočívá v tom, kdo ovládne Senát. Právě Senát disponuje klíčovými pravomocemi při schvalování nejvyšších představitelů federální administrativy, soudců, členů Federálního rezervního systému a kandidátů do Nejvyššího soudu. Z tohoto pohledu mají volby přímé důsledky nejen pro politické fungování Washingtonu, ale také pro budoucí podobu měnové politiky, regulatorního prostředí a institucionální stability Spojených států.

Pravděpodobnost povolebních variant (% , k 23.10.2026)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics

Pokud by republikáni ztratili většinu ve Sněmovně reprezentantů, ale udrželi ji v Senátu, byly by dopady voleb relativně omezené. Demokraté by mohli zesílit dohled nad administrativou prostřednictvím vyšetřování, slyšení a kontrolních mechanismů, takže prosazování nové legislativy by se Donaldu Trampovi zkomplikovalo. Zároveň by mu ale republikánský Senát stále umožňoval schvalování jeho klíčových nominací. Institucionální chod USA by tak mohl pokračovat prakticky beze změny. Dopady této varianty na finanční trhy by byly podle našeho názoru minimální. Zároveň je tato varianta pouze o něco málo méně pravděpodobnější než varianta následující.

Ztráta kontroly republikánů nad oběma komorami Kongresu by se pravděpodobně odrazila ve vyšší úrovni politické nejistoty. Demokratická většina by mohla výrazně zesílit dohled nad exekutivou a rozšířit kontrolní pravomoci Kongresu. Zároveň by se zřejmě zkomplikovala vyjednávání ohledně financování federální vlády, což by s sebou neslo i riziko častějších „shutdownů“. Takovýto výsledek by byl také spojen s mnohem vyšší nejistotou ohledně jmenování představitelů Fedu či Nejvyššího soudu. To by mohl Kongres pod vedením demokratů komplikovat či protahovat. Pro finanční trhy tak tento scénář představuje potenciálně zvýšenou míru nejistoty. Zároveň i kdyby demokraté ovládli celý Kongres, prezidentovi stále ještě zůstává řada pravomocí v oblasti cel, zahraniční politiky, či regulace. Hlavním dopadem, který volby na trhy přinesou, tak bude především zvýšená volatilita.

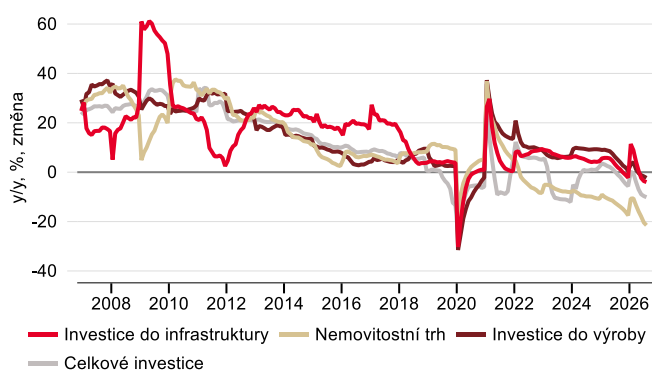
Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Čína: kontrolované zpomalení růstu

Domácí poptávka je slabá, růst táhne exporty.

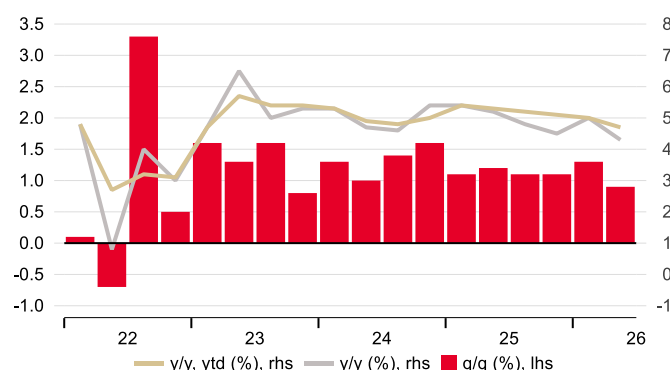
Charakteristickým rysem **čínské ekonomiky je přetrvávající nerovnováha mezi silnou exportní aktivitou a slabou domácí poptávkou**. Vývoz těží z vysoké konkurenceschopnosti čínského zpracovatelského průmyslu, a to především v high-tech segmentech (elektromobilita, bateriová technologie, obnovitelné zdroje) a z boomu AI, když podíl exportů souvisejících s umělou inteligencí na celku již přesáhl dvacet procent. Oproti tomu domácí poptávka zůstává slabá. To se pak odráží v utlumených inflačních tlacích, což ještě umocňuje převis výrobních kapacit.

Čínské investice: oživení vázne



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst čínského HDP (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vláda se soustřeďuje na kvalitu hospodářského růstu.

V nadcházejícím období **čeká podle našeho názoru Čínu kontrolované zpomalení hospodářského růstu**. Vládní podpora bude pravděpodobně selektivní. Spíše než o snahu podpořit celkovou poptávku se bude jednat o stimuly směřující do strategických oblastí, jakými jsou AI, zelené technologie či průmysl s vysokou přidanou hodnotou. To může přinést oživení infrastrukturních investic, nemovitostní trh však bude hospodářský růst i nadále brzdit, přičemž spotřeba domácností zůstává utlumená v důsledku slabého trhu práce a nízkého růstu příjmů. Vláda se nyní soustřeďuje spíše na kvalitu hospodářského růstu než na jeho tempo. Mezi její cíle patří zvýšit HDP na obyvatele na úroveň středně rozvinutých ekonomik do roku 2035, což implikuje průměrný růst HDP v tomto období (2026-2035) okolo 4,2 %.

Eurozóna: ECB v prosinci znovu zvýší sazby

Obavy ze zvýšené jádrové inflace, růstu inflačních očekávání a sekundárních dopadů blízkoovýchodního konfliktu přimějí ECB znovu zvýšit sazby.

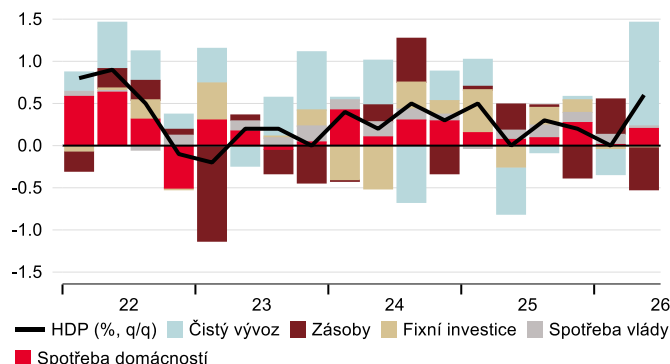
Inflace v **eurozóně v září zrychlila na 3,8 % meziročně, což je nejvyšší hodnota od konce roku 2023**. Rostly především ceny energií, vyšší ale byly i ceny potravin či služeb. Sekundární efekty energetického šoku, které se do jádrové inflace skrže vybrané položky promítají obvykle poměrně rychle (například ceny letenek), jsou zatím umírněné. V nadcházejících měsících však předpokládáme, že začnou působit silněji. Není to ovšem pouze energetický šok, který bude tlačit inflaci nahoru, jsou to i problémy v dodavatelských řetězcích, dopady sucha a ostatních klimatických jevů na ceny potravin či vyšší poptávka související s investicemi do AI. Míra, do jaké se tyto faktory promítnou do spotřebitelských cen, bude záviset i na odolnosti ekonomiky eurozóny, a tedy schopnosti firem přenášet vyšší náklady na koncové zákazníky. Ta zatím zůstává silná, takže náš odhad počítá s tím, že inflace dále poroste a dosáhne svého vrcholu na úrovni 4,1 % y/y až na počátku příštího roku. Zároveň očekáváme, že jádrová inflace vzroste na přibližně 2,7–2,8 % y/y a po většinu příštího roku se bude pohybovat blízko této úrovni. Celková meziroční inflace se podle naší prognózy do konce roku 2027 sníží na 2,3 %.

ECB znovu zvýší sazby v prosinci.

ECB na inflační vývoj reagovala zvýšením úrokových sazeb v červnu a září. Vzhledem k vývoji jádrové inflace a riziku jejího dalšího růstu v důsledku sekundárních dopadů vyšších cen energií předpokládáme, že ECB ke stejnému kroku sáhne ještě v prosinci letošního roku. Tím

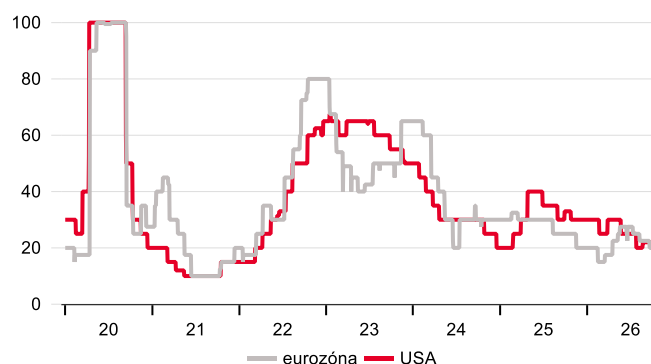
by se depozitní sazba dostala na úroveň, kterou v tuto chvíli považujeme za neutrální (2,75 %) a kde by podle naší prognózy měla po delší období setrvat. Rizika se však vychylují směrem k přísnější měnové politice.

Tempo růstu HDP v eurozóně (% , q/q)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pravděpodobnost recese v ročním horizontu

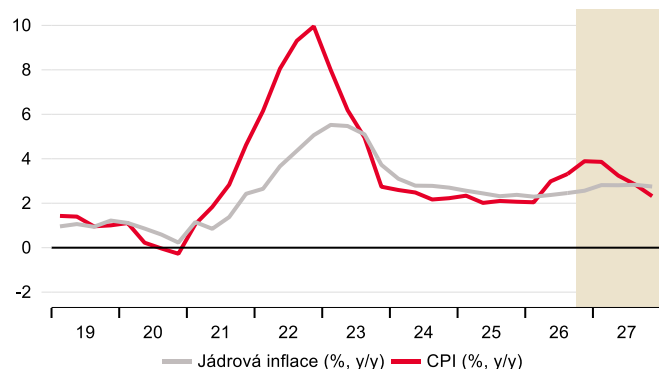


Zdroj: Macrobond, Bloomberg konsensus, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika eurozóny poroste, podpoří ji silná spotřeba, investice do AI i německý fiskální balíček.

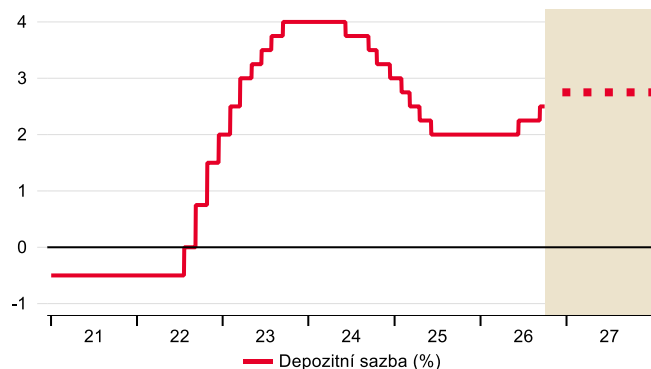
Ekonomika eurozóny zatím zůstává vůči ropnému šoku odolná. Po očištění o volatilní výkonnost irské ekonomiky tak odhadujeme pro letošní rok růst HDP na úrovni 1,2 %, v příštím roce pak 1,1 %. Přispět by k němu měla silná soukromá spotřeba, čerpání prostředků z fondů NextGenerationEU (NGEU) a investice spojené s AI. Domácnosti navíc disponují vysokými úsporami, nezaměstnanost je historicky nízká a mzdový růst zůstává robustní. Významnou roli sehrává i německý fiskální balíček. Ten povede ke zvýšení německého deficitu veřejných financí z loňských 2,6 % HDP až na 4,2 % HDP v letošním roce. Po třech letech útlumu tak německou ekonomiku podle našeho odhadu čeká výraznější oživení. Dynamiku HDP odhadujeme pro letošek i příští rok shodně na 1,2 % (nsa).

Inflace v eurozóně nad třemi procenty



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB zvýší úrokové sazby ještě jednou (depo sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Výrazným rizikem je ztráta důvěry v budoucí vysoké výnosy z AI.

Rizika spojená s vnějším prostředím

Významné riziko představují investice v oblasti AI. Globální růstový cyklus je totiž stále více závislý na ambiciózních investičních plánech v oblasti AI, které vycházejí z očekávání vysokých budoucích výnosů a výrazného nárůstu produktivity. Zároveň poptávka po kapitálu poháněná investicemi do umělé inteligence zesiluje inflační tlaky a tlačí výnosy dluhopisů směrem nahoru. Tyto faktory jsou navíc vzájemně propojené, což činí globální ekonomiku ještě více zranitelnou. Hlavním rizikem je ztráta důvěry v budoucí výnosy z investic do umělé inteligence, což by mohlo vyvolat razantní snížení plánovaných kapitálových výdajů, přecenění aktiv i zhoršení podmínek

financování. To by potenciálně vedlo k významnému zpomalení globálního růstu, a to i bez kolapsu samotné technologie AI.

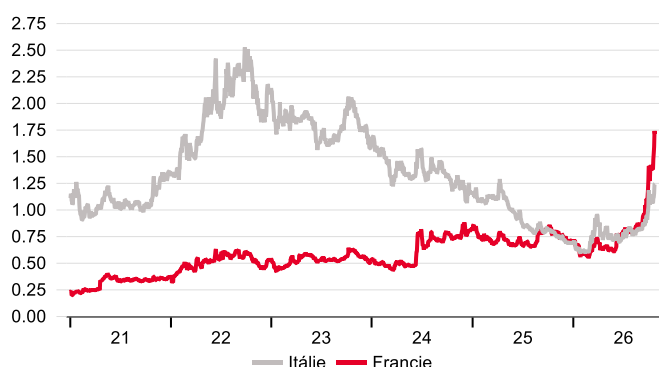
Napětí na trhu s francouzskými dluhopisy se může přelít i na jiné státní dluhopisy v eurozóně.

Obavy vzbuzuje i dění ve Francii. Francouzské státní dluhopisy jsou pod tlakem kvůli politické patové situaci a obavám o stav veřejných financí, což se odráží v odlivu zahraničních investorů. Na těch je však Francie silně závislá. Výnosový spread mezi 10letými francouzskými státními dluhopisy (OAT) a německým Bundem tak v říjnu překročil hranici 150 bazických bodů, což je nejvyšší úroveň od doby dluhové krize v eurozóně v letech 2011–2012. Francouzské ministerstvo financí navíc plánuje pro příští rok rekordně vysoký objem emise dluhopisů (OAT), přičemž čistá nabídka pro soukromé investory bude také rekordní. Problémem je fakt, že napětí na trhu s francouzskými státními dluhopisy není pouze lokální záležitostí. Může se přelít i na jiné státní dluhopisy v eurozóně, zejména na ty s vysokou úrovní zadlužení. Pokud nedojde k závažnějšímu napětí na trhu, je podpora ze strany ECB v tuto chvíli nepravděpodobná. Pokud by k ní došlo, byla by nepochybně podmíněna výraznými fiskálními úpravami.

Výraznější pokles cen ropy nelze očekávat před doplněním zásob a obnovením infrastruktury.

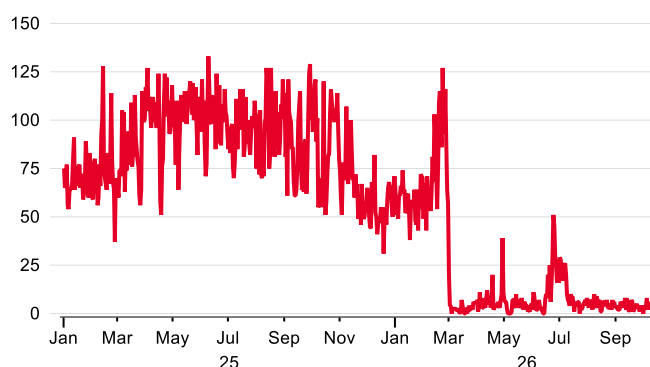
Dalším rizikem je pokračující konflikt mezi Íránem a USA, který stále znemožňuje tankerům volně proplouvat Hormuzským průlivem. Cena ropy se tak aktuálně pohybuje nad 100 dolary za barel. Naše prognóza je založena na předpokladu, že v průběhu příštího roku bude klesat směrem k 78 dolarům za barel. K tomu by měly přispět vyšší dodávky ropy ze zemí mimo OPEC, klesající spotřeba v důsledku rozvoje elektromobility i postupné zmiřňování konfliktu. Nad předválečnými úrovněmi však cena ropy zůstane po celý horizont naší prognózy, neboť k výraznějšímu poklesu cen může dojít až tehdy, kdy bude konflikt nejen ukončen, ale bude obnovena i narušená infrastruktura a budou doplněny chybějící zásoby.

Spread oproti výnosu 10letého německého dluhopisu (pb)



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

Počet tankerů proplouvajících Hormuzským průlivem



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Polská centrální banka v listopadu zvýší úrokové sazby.

Středoevropský region: Maďarsko sazby sníží, Polsko zvýší

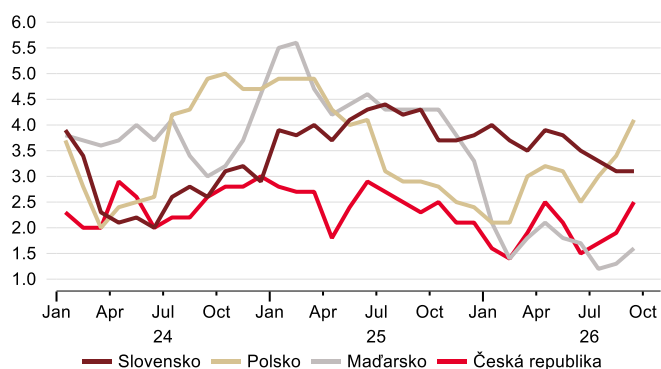
Polská centrální banka ponechala v září klíčovou sazbu beze změny na stávající úrovni 3,75 %. Výroky guvernéra Glapinského na následné tiskové konferenci se sice nesly v holubičím tónu, dveře pro zvýšení úrokových sazeb však ponechal otevřené. Další kroky polské centrální banky budou podmíněny její novou listopadovou prognózou. Ta podle našeho názoru ukáže, že inflace zůstane nad tolerančním pásmem centrální banky nejméně do druhého čtvrtletí příštího roku. Zpřísnění měnových podmínek tak očekáváme již na listopadovém zasedání, přičemž další by mělo následovat v lednu. Navzdory vyšším úrokovým sazbám a přílivu peněz z EU očekáváme, že se polský zlotý příliš nevzdálí od hladiny 4,40 PLN/EUR. Více než na domácí faktory je totiž citlivý na geopolitický vývoj, a tak by pro jeho výraznější posílení bylo třeba zásadnějšího zvratu na geopolitické frontě.

Maďarská centrální banka bude ve snižování úrokových sazeb pokračovat.

Navzdory energetickému šoku se inflace v Maďarsku drží na velmi nízkých úrovních (v září 1,6 % y/y). Centrální banka na danou situaci reagovala snížením sazeb v červnu,

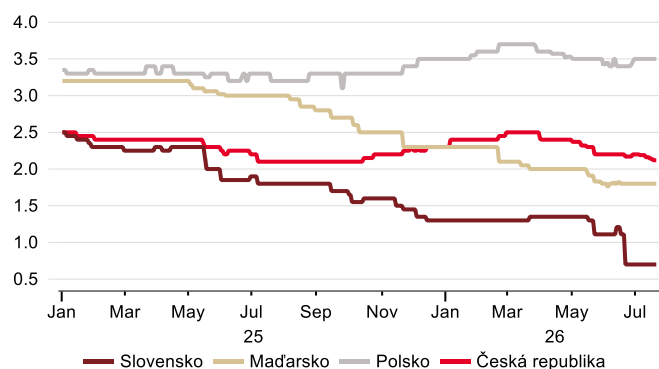
červenci i srpnu, čímž se klíčová úroková sazba dostala na úroveň 5,5 %. V září sice ponechala sazby beze změny, v uvolňování měnových podmínek však bude podle našeho názoru pokračovat. V průběhu příštího roku by se klíčová tříměsíční depozitní sazba měla podle naší prognózy dostat až na 4,5 %. Centrální banka se totiž již nemusí tolik obávat o nestabilitu maďarského forintu, jehož kurzu svědčí obnovený příliv fondů z EU, vyhlídka na fiskální konsolidaci i solidní růst HDP. Forint by tak měl v průběhu příštího roku postupně posilovat směrem k úrovním okolo 355 HUF/EUR ve třetím čtvrtletí příštího roku.

Inflace v regionu (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst HDP pro rok 2026, Bloomberg konsensus (v %)



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

Makroekonomická prognóza



Martin Gürtler
+420 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

Hlavní změny

HDP:

Náš odhad růstu české ekonomiky jsme oproti červencové prognóze snížili pro letošek z 2,1 % na 1,7 % a pro příští rok z 2,6 % na 2,3 %. Důvodem je slabší dynamika HDP v první polovině letošního roku a pokračující konflikt na Blízkém východě. Přesto nadále čekáme, že růst ekonomiky zůstane odolný, a to hlavně zásluhou domácí poptávky.

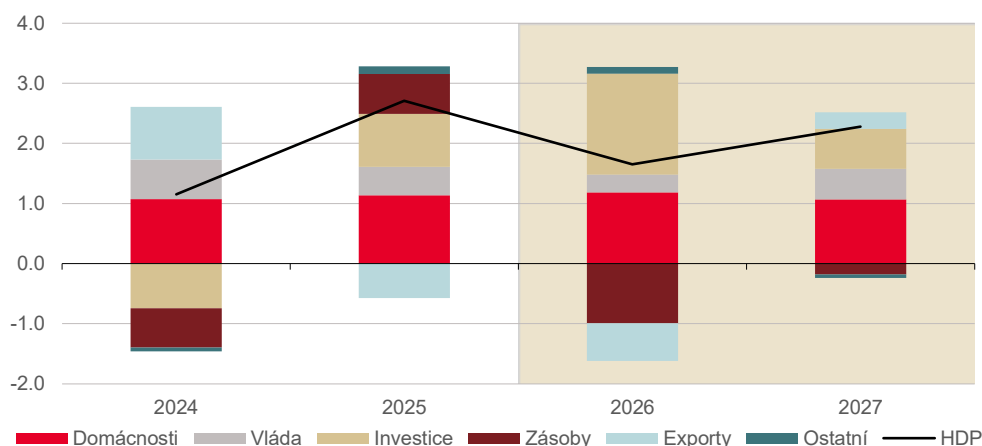
Inflace:

Pro letošní rok stále očekáváme inflaci ve výši 2,1 %. Prognózu pro příští rok jsme ale výrazně zvýšili z 2,6 % na 3,0 %. Důvodem je námi očekávaný rychlejší růst cen potravin a energií pro domácnosti, stejně tak jen pozvolný návrat cen pohonných hmot na nižší úroveň. Výhled jadrové inflace necháváme beze změny, když po letošních 2,9 % pro rok 2027 očekáváme mírné zpomalení na 2,7 %.

Českou ekonomiku čeká slabší růst a vyšší inflace

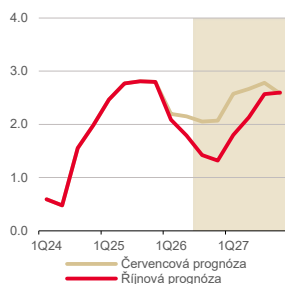
Česká ekonomika letos podle naší prognózy vzroste o 1,7 % a v roce 2027 zrychlí na 2,3 %. Hlavním motorem hospodářského růstu zůstane domácí poptávka podporovaná spotřebou domácností, investicemi a vyššími fiskálními výdaji. Výhled jsme však oproti červenci zhoršili kvůli slabším výsledkům v první polovině roku a pokračujícímu konfliktu na Blízkém východě, který zvyšuje ceny energií a narušuje dodavatelské řetězce. To bude brzdit růst produkce v průmyslu. Trh práce zůstane napjatý, dynamika mezd ale postupně zpomalí na 6,2 % letos a 6,0 % příští rok. Inflace po letošních 2,1 % naopak v roce 2027 zrychlí na 3,0 %, a to zejména vlivem dražších energií, pohonných hmot a potravin, zatímco jadrová inflace by měla mírně klesnout z 2,9 % na 2,7 %. Rizika prognózy jsou vychýlena směrem ke slabšímu růstu a vyšší inflaci, především kvůli nejistému trvání a dopadům blízkovýchodního konfliktu.

Motorem ekonomického růstu zůstane domácí poptávka (% , y/y)



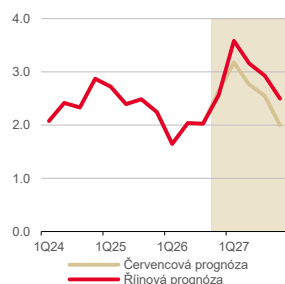
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)



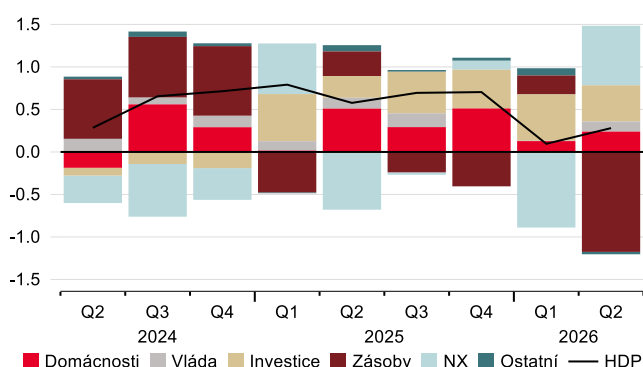
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled ekonomiky se zhoršil

Tempo růstu české ekonomiky v první polovině letošního roku výrazně zpomalilo. Mezičtvrtletní růst HDP byl pro Q1 26 revidován z 0,2 % na pouhých +0,1 %, zatímco v Q2 26 došlo k jeho mírnému zrychlení na +0,3 %. Naše minulá prognóza z července však pro Q2 26 očekávala silnější mezičtvrtletní dynamiku ve výši 0,5 %. V porovnání s předchozími dvěma lety byly tedy výsledky ekonomiky v H1 26 významně slabší, neboť ta v období od Q3 24 do Q4 25 rostla průměrným mezičtvrtletním tempem o 0,7 %. Spotřeba domácností se nadále zvyšovala, ovšem oproti předchozím kvartálům i našim očekáváním pomaleji. Její mezičtvrtletní dynamika v Q1 26 dosáhla +0,3 % a v Q2 26 pak +0,5 %, což se projevilo ve slabších příspěvcích k růstu HDP. Zvyšování mezd přitom pokračovalo rychlým tempem, a to v nominálním i reálném vyjádření. To vedlo k tomu, že míra úspor domácností setrvala poblíž 20 % a ve srovnání s předpandemickým obdobím tak její úroveň byla téměř dvojnásobná. Ke zpomalení spotřebitelské poptávky mohlo do určité míry přispět vyčerpání tzv. efektu dohánění, když spotřeba domácností v Q4 25 po dlouhých šesti letech dosáhla předpandemické úrovně z konce roku 2019. Negativní vliv mohlo mít také zhoršení spotřebitelského sentimentu v důsledku obav z dopadů konfliktu na Blízkém východě. Naproti tomu investiční aktivita zůstala silná a představovala hlavní zdroj růstu domácí poptávky. Blízkovýchodní konflikt nejspíše ovlivnil i vývoj čistého exportu a zásob. Příspěvek čistého exportu k mezičtvrtletní dynamice HDP byl v Q1 26 výrazně záporný (-0,9 pb) v důsledku silných dovozů. To mohlo spolu s přetrvávající robustní domácí poptávkou souviset se snahou firem o předzásobení kvůli obavám z nárůstu cen. Posléze již dovozní aktivita opadla a firmy zřejmě čerpaly ze svých

skladových zásob, a to i vlivem obnovených problémů v dodavatelských řetězcích. Zatímco tedy příspěvek čistého exportu zaznamenal v Q2 26 nárůst na +0,7 pb, příspěvek změny stavu zásob se propadl na -1,2 pb. Důvodem mohla být rovněž optimalizace nákladů způsobená zhoršující se finanční situací v sektoru nefinančních podniků. Průměrná provozní marže v tomto sektoru pokračovala v poklesu a v Q2 26 dosáhla 42,4 %, a byla tedy stejně nízká jako během první vlny pandemie v Q1 20. Zároveň se jedná o historické minimum tohoto ukazatele. Pravděpodobně v souladu s tím výrobní podniky v rámci průzkumu PMI uváděly snahu o racionalizaci skladových zásob. Přestože tak meziroční růst ekonomiky na konci loňského roku ještě činil 2,8 %, v průběhu letošního roku postupně zpomaloval až na 1,8 % v Q2 26.

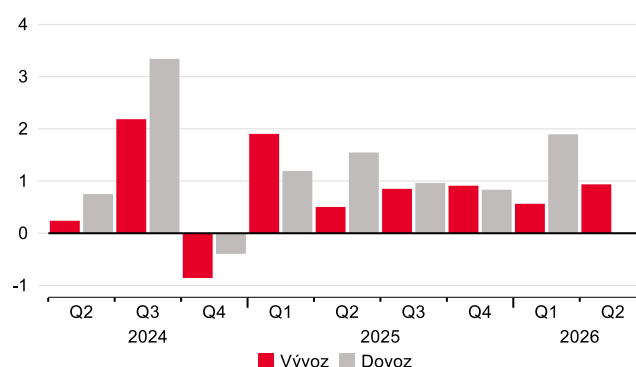
Mezičtvrtletní růst HDP v prvním letošním pololetí zpomalil, a to i kvůli slabší dynamice spotřeby domácností (SA, %, q/q)



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

Od začátku letošního roku růst tuzemského HDP oslabil a pokračující konflikt na Blízkém východě bude nadále bránit jeho výraznějšímu posílení.

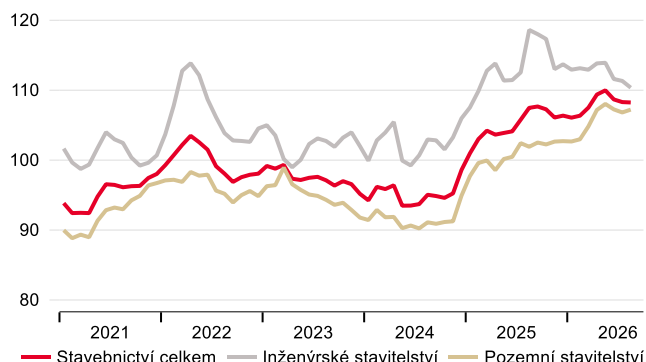
Efekt předzásobení mohl v prvním letošním čtvrtletí přispět k nárůstu dovozů, které následně již jen stagnovaly (SA, %, q/q)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o vývoj reálných vývozů a dovozů v definici národních účtů.

Třetí čtvrtletí pravděpodobně významnější posílení ekonomiky nepřineslo. Mezičtvrtletní růst HDP v Q3 26 podle našeho odhadu setrval na +0,3 %. Očekáváme, že jeho základem zůstala domácí poptávka podpořená zvyšující se spotřebou domácností i fixními investicemi. Zatímco meziroční růst spotřeby domácností podle nás setrval mírně pod 3 %, u fixních investic by mohlo dojít ke zpomalení z 7,1 % v Q2 26 do blízkosti stále silných 6 %. Důvodem je zvyšující se srovnávací základna, neboť investiční aktivita byla v posledním roce a půl neobvykle vysoká. Přispět mohlo dočerpávání vybraných finančních prostředků z fondů EU. Snižující se objem veřejných investic v posledních měsících indikuje pokles produkce inženýrského stavitelství. Spotřeba vlády stejně jako v Q2 26 nejspíše rostla rychlejším tempem, když odrážela působení vyšších fiskálních výdajů. Od čistého exportu naproti tomu v Q3 26 očekáváme záporný příspěvek k mezičtvrtletní dynamice HDP. Důvodem je zhoršení situace v průmyslu, který podle dostupných indikátorů v průběhu letních měsíců oslabil napříč Evropou. V jeho neprospěch působily vysoké teploty, které se promítly ve zhoršené splavnosti klíčových evropských řek, což se přidalo k přetrvávajícím problémům v dodavatelských řetězcích kvůli konfliktu na Blízkém východě. Negativní zprávou pro výrobní sektor jsou i výrazně vyšší ceny energií a některých výrobních materiálů, což může oslabovat poptávku po průmyslovém zboží. To potvrzuje poslední vývoj průmyslových zakázek v ČR, jejichž hodnota se mírně snížila. Tuzemský automobilový průmysl navíc pro Q3 26 indikoval částečné odstávky výroby. Ve výsledku tedy očekáváme, že průmyslová produkce v Q3 26 mezičtvrtletně klesla. K tomu přispěl rovněž vývoj v zahraničí, když pro Česko z hlediska dodavatelských vztahů důležitá německá ekonomika podle našich předpokladů v Q3 26 mezičtvrtletně stagnovala poté, co během první poloviny roku svižně rostla o 0,3-0,4 % q/q.

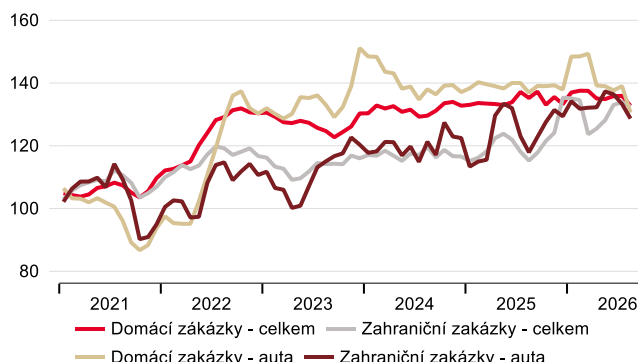
Zhoršující se výkon inženýrského stavitelství může ukazovat na oslabování veřejných investic (2019=100, SA, 3MA)



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

Výhled české ekonomiky se sice zhoršil, její růst ale podle nás zůstane zásluhou domácí poptávky odolný.

Hodnota průmyslových zakázek v ČR zaznamenala v posledních měsících mírný pokles (2019=100, SA, 3MA)



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

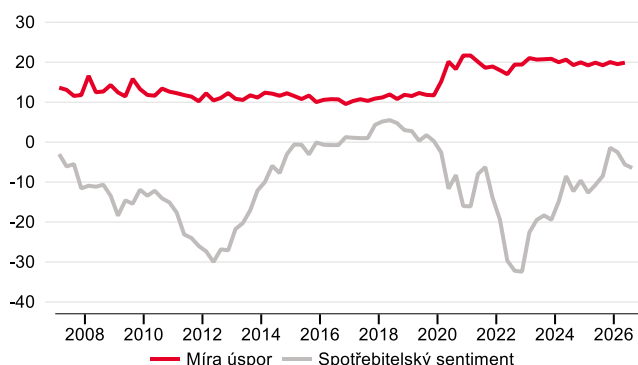
Odhad růstu české ekonomiky jsme pro letošní rok snížili na 1,7 % a pro ten příští na 2,3 %. V červencové prognóze jsme pro rok 2026 očekávali silnější růst ve výši 2,1 % a pro rok 2027 jeho zrychlení na 2,6 %. Na zhoršení ekonomického výhledu se podílí výše zmíněný slabší vývoj HDP v první polovině letošního roku a prodlužující se konflikt na Blízkém východě. Ten podle naší prognózy v příštím roce přispěje k významnému nárůstu inflace, což se podepíše na zvolnění dynamiky reálných mezd. Výsledkem by měl být slabší růst spotřeby domácností, než s jakým jsme původně počítali. Míra úspor nejspíše zůstane zvýšená i na horizontu prognózy, když alespoň část jejího předchozího nárůstu byla podle nás strukturální povahy související například se zvyšující se popularitou investic, a tedy i spoření na straně domácností. Soukromé výdaje mohou omezovat rovněž pokračující obavy z důsledků blízkovýchodního konfliktu. Ty mohou spolu s vyššími úrokovými sazbami úvěrů zbrzdit také investiční aktivitu. Současná situace vysokých cen energií ale zároveň nabádá k investicím do energeticky úsporných technologií. Podporu investicím by měly stále poskytovat i probíhající strukturální změny v ekonomice. Navzdory zhoršení našeho výhledu ekonomiky by měl její růst zůstat odolný, k čemuž bude podle nás nadále přispívat právě domácí poptávka. Tu bude podporovat i nárůst fiskálních výdajů nové vlády. Na druhou stranu očekáváme, že příspěvek čistého exportu bude letos stejně jako vloni záporný. Důvodem je kombinace zvyšující se domácí poptávky promítající se ve vyšších dovozech spolu s utlumeným růstem průmyslové produkce. Průmysl se stále potýká s problémy jako je nedostatková pracovní síla, vysoké ceny energií, problémy v dodavatelských řetězcích a zvyšující se konkurence ze zahraničí, především pak z Číny. Předstihové indikátory průmyslového sentimentu ovšem zaznamenaly v posledních měsících významné zlepšení a ukazují na pokračující cyklické oživení výrobního sektoru. V souladu s tím očekáváme, že v příštím roce již bude příspěvek čistého vývozu kladný.

Situace v dodavatelských řetězcích se v důsledku konfliktu na Blízkém východě v letošním roce zhoršila (z-skóre)



Zdroj: New York Fed, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

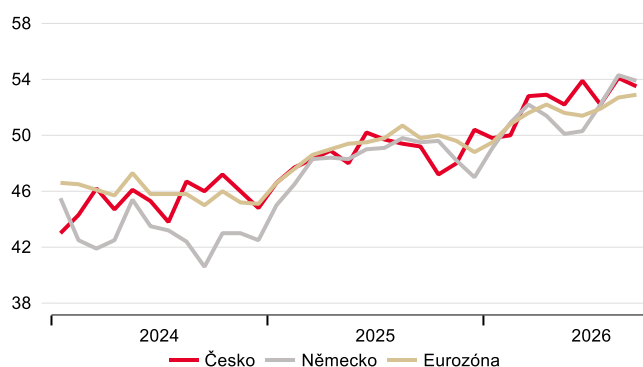
Domácnosti nadále ve zvýšené míře spoří, zatímco jejich důvěra v ekonomiku mírně klesla (SA, %)



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

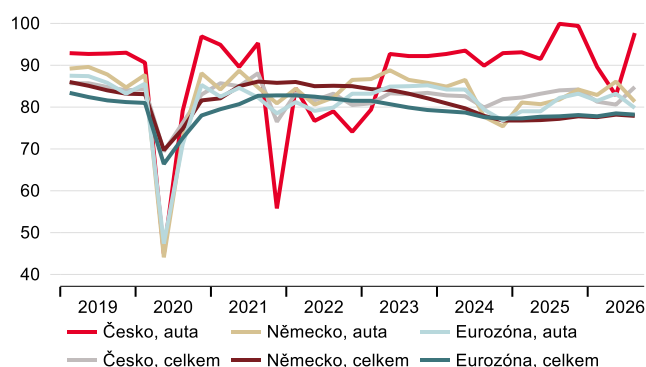
Rizika zůstávají vychýlena ve směru slabšího ekonomického růstu, a to zejména kvůli pokračujícímu konfliktu na Blízkém východě. Vysoké ceny energií spolu s problémy v dodavatelských řetězcích totiž zvyšují nejistotu kolem dalšího vývoje průmyslu, přestože dosavadní informace z tohoto sektoru vyznívaly pozitivně. Týkalo se to i váhově důležitého automobilového průmyslu, jehož využití výrobních kapacit v ČR na začátku třetího čtvrtletí čítalo 97,7 %. Někteří tuzemští výrobci aut v kontextu zvýšené poptávky podle všeho investovali do rozšíření produkčních kapacit, což byl jeden důvodů, který stál za letními odstávkami výroby. V aktuální prognóze tedy považujeme oslabení průmyslové produkce během letošního léta za dočasnou záležitost a v dalších čtvrtletích očekáváme opětovné oživení.

Podle PMI indexů došlo v letošním roce k významnému zlepšení ekonomických podmínek v evropském průmyslu (b.)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Využití výrobních kapacit v českém automobilovém průmyslu se na začátku třetího čtvrtletí vrátilo do blízkosti 100 % (SA, %)



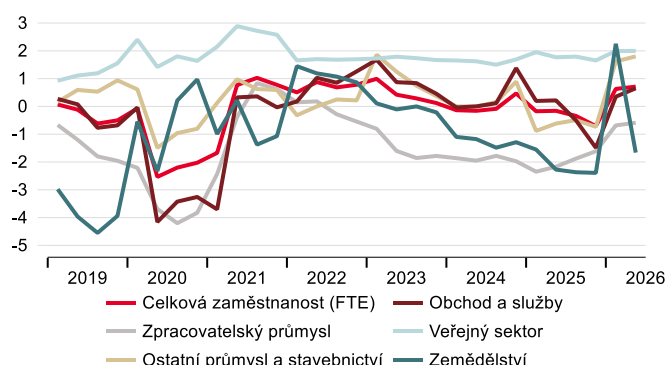
Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst nezaměstnanosti se zastavil a trh práce tak zůstane napjatý. Přispívat k tomu může i obnovený zájem průmyslu o zvyšování zaměstnanosti.

Nezaměstnanost se stabilizuje, růst mezd ale postupně zpomalí

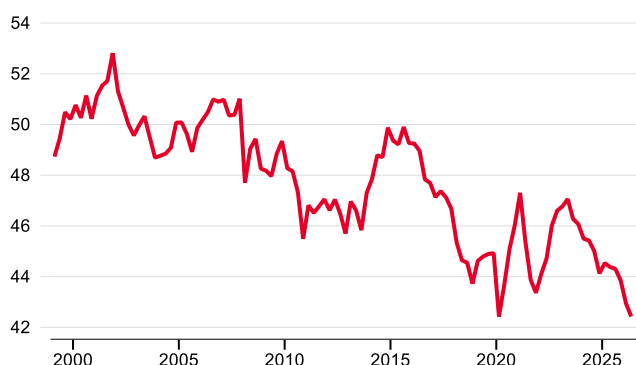
Mírný nárůst nezaměstnanosti se pravděpodobně zastavil. Obecná míra nezaměstnanosti po sezonním očištění v Q2 26 činila 3,0 % a dostupná data za červenec a srpen podle nás indikují, že její průměrná výše zůstala beze změny i v Q3 26. Na úrovni 3 % by se tak držela již čtvrté čtvrtletí v řadě. Nárůst podílu nezaměstnaných osob byl oproti tomu déletrvající a výraznější, nicméně i kvůli strukturálním příčinám jako jsou změny v oblasti sociální politiky či vlivu ukrajinských uprchlíků. Také v tomto případě ovšem došlo ke stabilizaci, když průměrný podíl nezaměstnaných osob po sezonním očištění podle našeho odhadu v Q3 26 dosáhl 5,0 % a oproti Q2 26 tedy zůstal beze změny. Samotná výše obou ukazatelů nezaměstnanosti, stejně tak i zprávy z podnikového sektoru nadále hovoří o napjatém trhu práce trpícím nedostatkem pracovních sil. Tlaky na růst mezd a spotřebitelských cen tak z tohoto titulu zřejmě přetrvávají.

Ve zpracovatelském průmyslu zaměstnanost setrvale klesá, v obchodu, službách a veřejném sektoru naopak roste (% , y/y)



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

Ziskovost v sektoru nefinančních podniků klesla na historické minimum z dob začátku koronavirové pandemie (SA, %)



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

Pozn.: V grafu je zobrazen podíl hrubého provozního přebytku k hrubé přidané hodnotě v sektoru nefinančních podniků podle dat sektorových účtů.

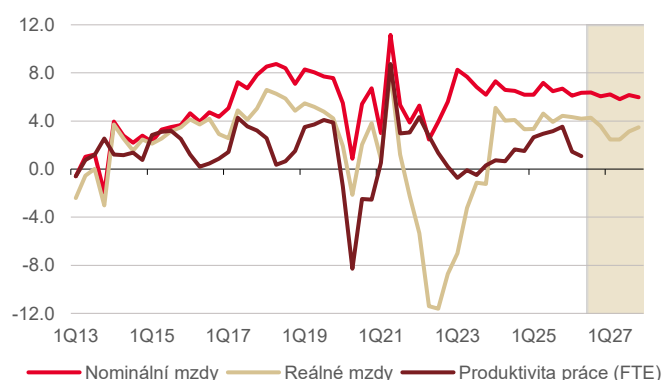
Zaměstnanost s výjimkou zpracovatelského průmyslu roste, i z výrobního sektoru však nyní přicházejí zprávy o možném obnovení nábory nových zaměstnanců. Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky v Q2 26 meziročně rostla o 0,7 % poté, co v předchozím roce mírně klesala. Z hlediska struktury přitom nadále platí, že zatímco ve zpracovatelském průmyslu se od roku 2022 počet pracovních míst setrvale snižuje, zaměstnanost v obchodu, službách a veřejném sektoru v letošním roce roste. Průzkum PMI ale v posledních měsících indikoval možný obrat dosud nepříznivého trendu ve zpracovatelském průmyslu. Výrobní podniky totiž zmiňují plány na zvyšování zaměstnanosti, a to zejména v souvislosti s oživením poptávky po průmyslovém zboží v kombinaci s omezeními na straně výrobních kapacit. Donedávna přitom vyjádření v rámci průzkumu PMI ohledně očekávaného vývoje zaměstnanosti v průmyslu byla dosti pesimistická.

Nezaměstnanost nejspíše dosáhla svého vrcholu a postupně by měla opět klesat (SA, %)



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

Růst produktivity práce zpomalil a významně zaostává za mzdovou dynamikou (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst mezd sice zůstane zvýšený, jeho tempo bude ale zpomalovat na pozadí zhoršující se finanční situace podnikového sektoru a utlumeného vývoje produktivity práce.

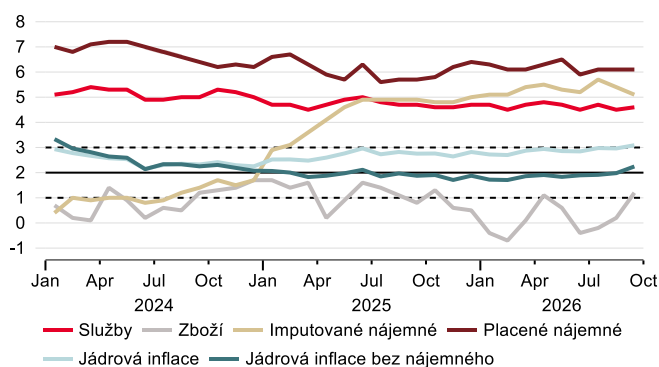
Prognózu mzdového růstu jsme pro rok 2026 snížili na 6,2 % a pro rok 2027 na 6,0 %, rizika navíc vnímáme jako vychýlená směrem k možnému výraznějšímu zpomalení. Zatímco pro letošek jde oproti minulé prognóze o výrazné přehodnocení z námi původně odhadovaných 7,1 %, pro příští rok se jedná o jen nepatrnou úpravu z 6,1 %. Nižší odhad pro letošní rok je ovšem do velké míry ovlivněn datovou revizí, neboť statistický úřad pro Q1 26 původně udával meziroční nárůst průměrné nominální mzdy o 8,1 %, který ale posléze upravil na 6,1 %. Důvodem takto silné revize byl podle ČSÚ přechod na nový zdroj statistického výkaznictví. Optikou mezičtvrtletní dynamiky zůstává mzdový růst nadále svižný. V reálném vyjádření ale dochází vlivem rostoucí inflace ke snižování mzdového momenta. Tímto směrem kromě zrychlujícího cenového růstu bude v dalších čtvrtletích působit také již zmíněná zhoršující se finanční situace sektoru nefinančních podniků. K tomu přispívá rovněž skutečnost, že produktivita práce spočtená na základě dat zaměstnanosti po přepočtu na plné úvazky aktuálně roste meziročním tempem o zhruba 1 %, a výrazně tak zaostává za růstem reálných mezd, který v posledním roce převyšoval 4 % y/y. To zvyšuje tlaky na růst spotřebitelských cen, které jsou ale částečně tlumeny přetrvávajícím vysokým sklonem domácností k úsporám. Zmíněný nesoulad mezi vývojem mezd na jedné straně a produktivity a ziskovosti na straně druhé podle nás přispěje k tomu, že růst mezd bude na horizontu prognózy zpomalovat v nominálním i reálném vyjádření. Očekáváme, že v příštím roce stejně jako v tom letošním bude růst průměrné mzdy tažen veřejným sektorem, kde by se mohl udržet pod 7 %. V soukromém sektoru se naopak může dynamika pohybovat poblíž 6 %. Významným rizikem ve směru nižšího mzdového růstu jsou spekulace ohledně zmrazení výdělků zaměstnanců koncernu Volkswagen do roku 2030. To by se údajně mohlo týkat i společnosti Škoda Auto, která je s více než 30 tis. pracovníky největším zaměstnavatelem v ČR. Pokud by se toto riziko naplnilo, vedlo by to nejspíše k pomalejšímu růstu spotřeby domácností a celé ekonomiky, než s jakým nyní v prognóze počítáme.

K nízké celkové inflaci dosud přispíval hlavně pokles cen potravin a energií, zatímco růst cen služeb a jádrová inflace zůstaly na zvýšených úrovních.

Inflace v příštím roce vzroste na 3 %

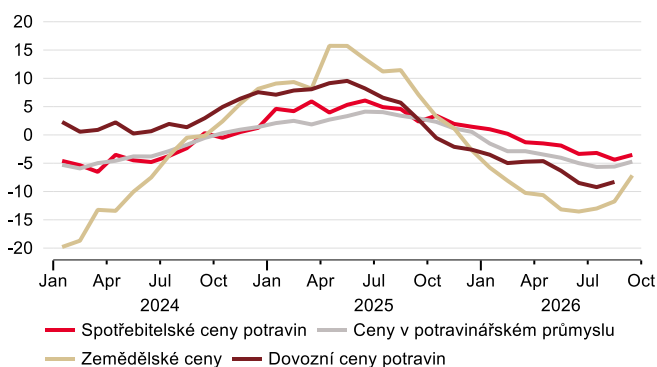
Meziroční růst spotřebitelských cen v třetím letošním čtvrtletí nadále odpovídal dvouprocentnímu cíli centrální banky. Stejně jako v Q2 26 totiž průměrná inflace dosáhla rovných 2 % y/y a vyvíjela se tak v souladu s naší červencovou prognózou. Na nízké úrovni ji udržoval zejména pokračující meziroční pokles cen potravin a regulovaných cen. Potraviny navzdory dražším pohonným hmotám dále zlevňovaly, což přispělo k prohloubení jejich meziročního poklesu z 0,4 % v Q2 26 na 1,4 % v Q3 26 (včetně všech nápojů a tabákových výrobků). Ceny energií pro domácnosti rovněž odolávaly vzestupným tlakům pramenícím z konfliktu na Blízkém východě při pokračujícím poklesu cen elektřiny i plynu. Mírně zdražily pouze dodávky tepla. Podle statistik spotřebitelských cen byla elektřina v září meziročně levnější o 10,6 %, když se v tomto vývoji nadále významnou měrou promítal administrativní efekt od ledna platného převedení plateb na obnovitelné zdroje energie na stát. Plyn byl meziročně levnější o 4 %, zatímco teplo naopak o 1,6 % podražilo. Klesající ceny energií zůstaly hlavním důvodem trvalého meziročního poklesu regulovaných cen, který v Q3 26 pokračoval tempem poblíž 1 %. Náklady domácností a firem na pohonné hmoty se naopak s obnovenou eskalací konfliktu na Blízkém východě zvyšovaly, přičemž meziroční růst cen u čerpacích stanic zrychlil z 24,9 % v Q2 na 27,3 % v Q3 (bez započtení úprav spotřebních daní). Vzrostla také meziroční jádrová inflace, a to z 2,9 % na 3,0 % a v samotném září pak dokonce na 3,1 %, čímž překonala horní hranici tolerančního pásma ČNB. Ke zvýšené jádrové inflaci přispívala vysoká meziroční dynamika cen služeb (+4,6 % v září), a v rámci toho pak především rychlý růst imputovaného a skutečně placeného nájemného (5,1 %, resp. 6,1 % y/y). Podle našeho odhadu se ovšem v září po delší době nad cíl centrální banky dostala také jádrová inflace bez obou složek nájemného, když podle nás zrychlila na 2,2 % y/y. Jádrová inflace a růst cen pohonných hmot byly v Q3 26 ve srovnání s naší červencovou prognózou vyšší, to ale kompenzoval oproti našim očekáváním hlubší meziroční pokles cen potravin.

Jádrová inflace v září zrychlila na 3,1 %, bez obou složek nájemného potom na 2,2 % (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jádrová inflace bez nájemného nezahrnuje jak to imputované, tak i skutečně placené. Součástí zboží jsou i potraviny, pohonné hmoty a další energie. V grafu je vyznačeno také toleranční pásmo centrální banky ve výši ± 1 pb kolem jejího dvouprocentního inflačního cíle.

U tuzemských zemědělských a potravinářských výrobců začíná docházet k postupnému obratu trendu klesajících cen (% y/y)

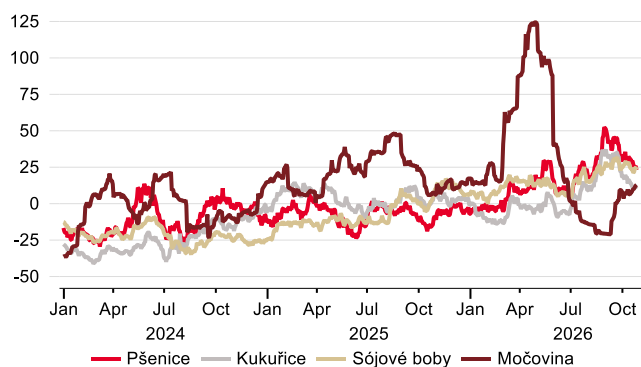


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Všechny zobrazené kategorie cen zachycují pouze vývoj cen potravin bez veškerých nápojů a tabákových výrobků.

U cen potravin i energií pro domácnosti v **následujících měsících nejspíše** dojde k postupnému obratu jejich dosud klesajícího trendu. Odhadujeme, že ceny potravin včetně všech nápojů a tabákových výrobků po letošním poklesu v průměru o 0,4 % v příštím roce vzrostou o 3,6 %. Obrat v trendu indikují rostoucí ceny agrárních komodit na velkoobchodních trzích, které se začínají promítat i ve vyšších cenách domácích zemědělských a potravinářských výrobců. Jejich náklady navíc zvyšují výrazně dražší pohonné hmoty, k nimž se postupně přidá nárůst cen ostatních energií. Negativní vliv mají vysoké teploty během letošního léta a výrazné sucho. Po loňské silné zemědělské úrodě byla ta letošní výrazně slabší. Podle dat ČSÚ byla tuzemská úroda u většiny základních zemědělských komodit letos meziročně nižší o 15-20 %.

Je tak podle nás jenom otázkou času, kdy zvýšení cen začnou pocítovat také finální spotřebitelé potravin. Obdobný vývoj čekáme u cen energií pro domácnosti. Do těch by se měl se zpožděním rovněž promítat nepříznivý vývoj velkoobchodních cen. S prodlužující se délkou konfliktu na Blízkém východě a nástupem topné sezóny totiž v posledních dvou až třech měsících došlo na energetických trzích ke skokovému zdražení elektřiny a plynu. To se již dotklo nejen spotových kontraktů, ale i těch s delší dobou dodání. Ty jsou přitom relevantnější pro vývoj cen pro domácnosti. Na druhou stranu ale negativní působení na domácnosti bude zřejmě tlumit skutečnost, že jejich nemalá část má nyní ceny energií zafixované. Je navíc pravděpodobné, že dodavatelé minimálně na aktuální topnou sezónu nakoupili energie s předstihem za příznivější ceny. Naše prognóza předpokládá, že ceny elektřiny pro domácnosti v příštím roce v průměru vzrostou o zhruba 3 %, u plynu o přibližně 4 % a zdražení dodávek tepla by se pak mělo pohybovat kolem 5 %. Obrat ve vývoji cen energií je důvodem, proč očekáváme, že regulované ceny po letošním poklesu o 1 % v roce 2027 vzrostou o 3,5 %.

Ceny pšenice jsou vyšší o 25 %, zatímco kukuřice a hnojiva zdražují o přibližně 10 % (% , y/y)

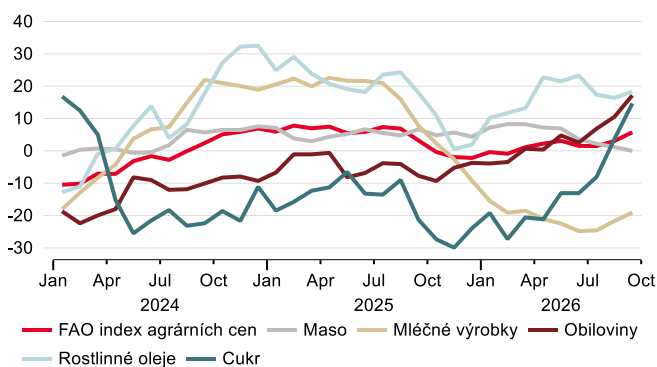


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Zobrazeny jsou spotové ceny základních zemědělských komodit a hnojiv (močovina) na světových trzích. Aktualizováno k 26. říjnu 2026.

Ceny energií a potravin se začnou vlivem blízkovýchodního konfliktu a nižší zemědělské úrody postupně zvyšovat a budou hlavní příčinou zrychlení inflace v příštím roce.

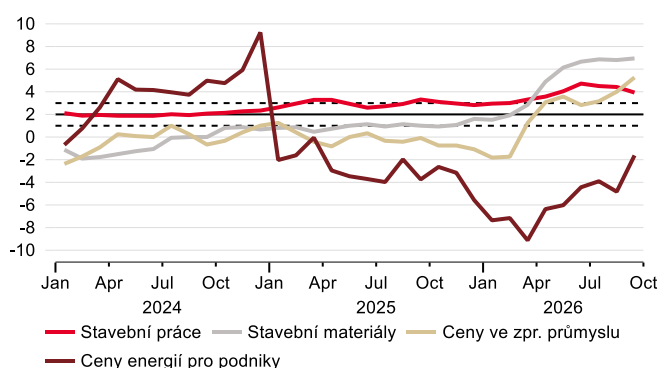
Velkoobchodní ceny potravinářských výrobků nyní podle FAO indexu rostou v průměru o 5,8 %, existují však i výjimky (% , y/y)



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

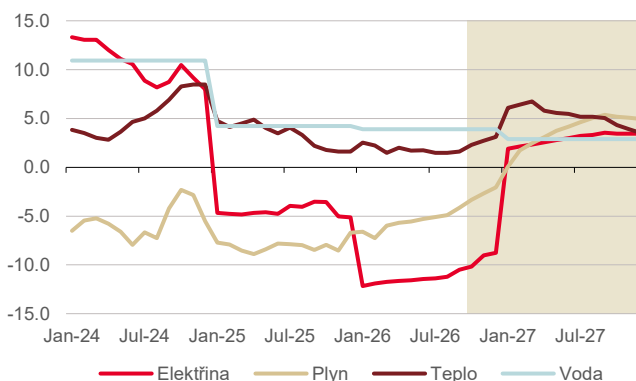
Prognózu celkové inflace pro příští rok jsme zvýšili na 3,0 % a po letošních 2,1 % by tak mělo dojít k jejímu výraznému urychlení. Ve srovnání s naší červencovou prognózou zůstává odhad pro rok 2026 beze změny, zatímco ten pro rok 2027 zaznamenal významnou vzestupnou revizi z původních 2,6 %. Jejím důvodem je námi očekávaný silnější růst cen potravin a energií, včetně jen pozvolného návratu cen pohonných hmot zpět na nižší úroveň. Ve směru vyšší celkové inflace a zároveň i dynamiky regulovaných cen v roce 2027 působí také skutečnost, že jsme v naší prognóze odsunuli efekt zrušení koncesionářských poplatků za rozhlasové a televizní vysílání až na rok 2028, a to s ohledem na komplikovaný vývoj politické diskuze a délku legislativního procesu. Vliv tohoto opatření na celkovou meziroční inflaci odhadujeme na přibližně -0,2 pb. Postupný průsak důsledků blízkovýchodního konfliktu a nižší zemědělské úrody povede k tomu, že se inflace podle naší prognózy bude do začátku příštího roku trendově zvyšovat. V lednu by podle našeho současného odhadu měla meziroční inflace dosáhnout 3,5 % a v únoru vrcholit na 3,8 %. Důvodem takto vysoké inflace ovšem zčásti bude nízká srovnávací základna týkající se zejména cen pohonných hmot. První dva měsíce letošního roku totiž ještě konfliktem na Blízkém východě zasaženy nebyly, neboť ten vypukl až v samotném závěru února. Od března 2027 tedy v návaznosti na to očekáváme postupný návrat meziroční inflace do blízkosti 3 % a ke konci roku potom pokles k hladině 2,5 %.

V tuzemském výrobním sektoru sílí cenové tlaky (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Zobrazeno je rovněž toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem 2% cíle.

Ceny energií pro domácnosti v příštím roce porostou (% , y/y)

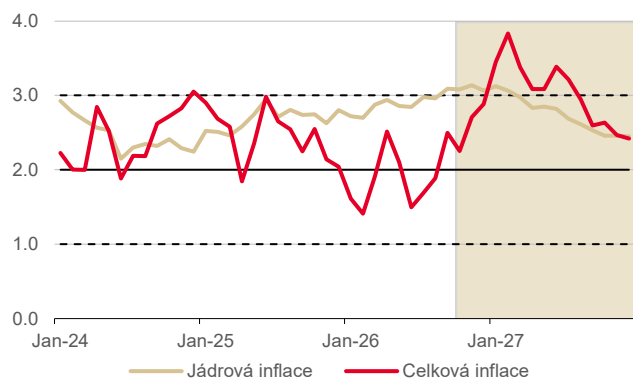


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Jedná se o konečné ceny pro domácnosti zahrnující tržní i regulovanou složku.

Jádrová inflace by měla v příštím roce pozvolna klesat ke 2,5 %, na cíl centrální banky se ale kvůli strukturálním problémům ekonomiky zřejmě jen tak nevrátí.

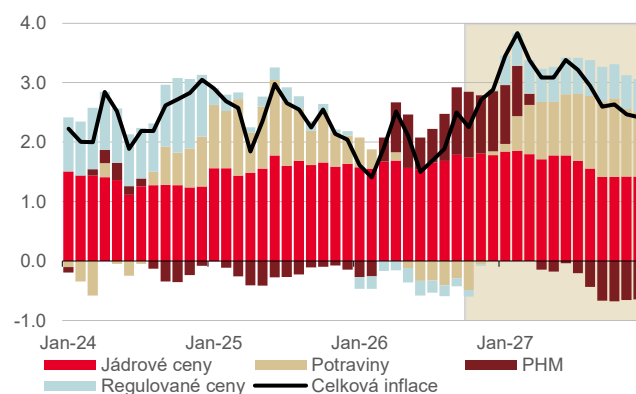
Jádrová inflace zůstane po delší dobu zvýšená, její trajektorii oproti minulé prognóze ovšem neměníme. Pro letošní rok stále očekáváme jádrovou inflaci na 2,9 % a v příštím roce její mírný pokles na 2,7 %. Námi očekávaný silnější růst cen energií, pohonných hmot a případně i potravin sice pro příští rok vytváří tlak na její vyšší úroveň, ten však naproti tomu kompenzuje revize prognózy růstu cen nemovitostí, spotřeby domácností a reálných mezd směrem dolů. Ústup cenových tlaků na nemovitostním trhu indikují již dostupná data, což podle nás bude pokračovat, a to i vlivem výrazného nárůstu hypotečních sazeb. Po loňských 10,4 % pro letošek čekáme zpomalení růstu cen nemovitostí na 8,0 % a v příštím roce dokonce na 4,4 %. To bude nejspíše částečně vyvažovat zdražování stavebních prací a materiálů. Celkově by ale měl růst váhově důležité položky imputovaného nájemného, jehož váha na celkové inflaci činí 11,9 % a na té jádrové pak 21,3 %, postupně zpomalovat. Vliv na to bude mít také vysoká srovnávací základna. V rámci jádrové inflace by tedy mohlo dojít ke zvolnění meziročního růstu cen služeb, zatímco dynamika cen zboží může naopak sílit. Důvodem jsou vyšší výrobní a dopravní náklady, na které ukazuje rychlý růst cen průmyslových výrobců. Ceny v tuzemském zpracovatelském průmyslu v září rostly meziročním tempem o 5,3 %. Na vyšší ceny zboží může působit rovněž silná poptávka po elektronických součástkách podpořená investicemi do umělé inteligence. Zářijová data tuzemských spotřebitelských cen upozornila na zdražení mobilních telefonů, počítačů, notebooků a tabletů. Očekáváme, že meziroční jádrová inflace do Q1 27 zůstane poblíž 3 % a poté se začne snižovat ke 2,5 %, kterých by měla dosáhnout ve druhé polovině příštího roku. Nad dvouprocentním cílem centrální banky ale kvůli strukturálním problémům ekonomiky jádrová inflace zřejmě zůstane po delší dobu. Zmínit v tomto kontextu lze napjatý trh práce a bydlení, případně i vliv expanzivní fiskální politiky.

Zatímco celková inflace ještě dále poroste a svého vrcholu pod 4 % dosáhne v únoru, ta jádrová by již dále růst neměla (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Zobrazeno je rovněž toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem 2% cíle.

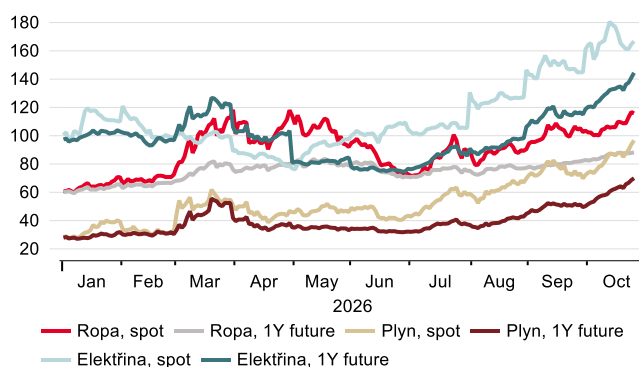
Na vyšší inflaci v příštím roce budou působit hlavně dražší energie, pohonné hmoty a potraviny (% , y/y)



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

V rámci bilance rizik naší prognózy inflace stále hodnotíme jako silnější ta proinflační, rizika ve směru nižší inflace však nelze považovat za zanedbatelná. Hlavním proinflačním rizikem naší prognózy zůstává pokračující konflikt na Blízkém východě, velkou nejistotu ale představuje i vliv fenoménu Super El Niño na globální ceny potravin. S prodlužující se délkou blízkovýchodního konfliktu mohou dále růst ceny energií a s tím i pravděpodobnost a intenzita přelivu do ostatních cen v ekonomice. Zhoršovat se nadále může také situace v dodavatelských řetězcích. Naše prognóza je založena na předpokladu, že cena ropy Brent vzroste z průměrných 69,0 USD/barel v roce 2025 na letošních 89,5 USD/barel, aby v příštím roce jen mírně klesla na 82,3 USD/barel. Obnova poničené energetické infrastruktury na Blízkém východě bude nějakou dobu trvat a pokles cen ropných produktů tedy pravděpodobně bude pouze pozvolný. Na druhou stranu ale současná situace zesiluje tendence odklonu od fosilních paliv a na vzdálenějším horizontu prognózy tak očekáváme, že cena ropy by mohla naopak rychle klesat. Ve směru nižší než námi očekávané inflace může v příštím roce naproti tomu působit zvýšená nejistota, vysoké úrokové sazby či výraznější zpomalení mzdového růstu. Ty mohou vést k oslabení domácí poptávky. Případný útlum na nemovitostním trhu a jeho rychlý přenos do imputovaného nájemného by pak mohly přispět k rychlejšímu odeznívání jádrové inflace.

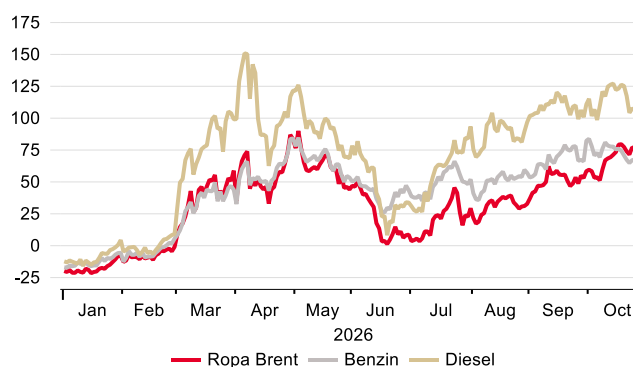
Prodlužující se konflikt na Blízkém východě se již odrazil i ve výrazném růstu velkoobchodních cen elektřiny a plynu



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Cena ropy Brent je vyjádřena v USD za barel, zatímco velkoobchodní ceny elektřiny a plynu pro evropský trh v EUR za MWh. Aktualizováno k 26. říjnu 2026.

Ceny rafinovaných ropných produktů zvyšují kromě dražší ropy i omezené kapacity rafinerií (% , y/y)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Ceny ropy a rafinovaných ropných produktů na světových trzích. Aktualizováno k 26. říjnu 2026.

Měnová politika



Martin Gürtler
+420 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz

ČNB ještě jednou zvýší úrokové sazby

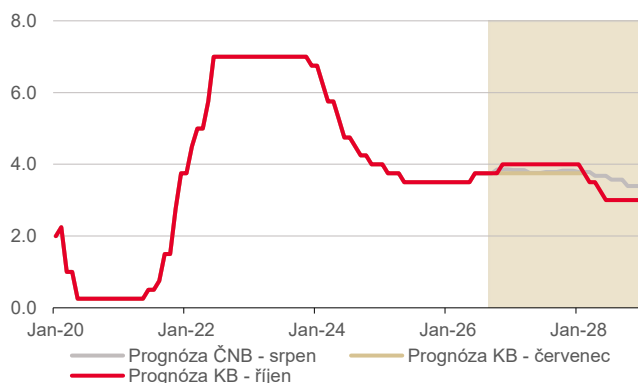
Česká ekonomika roste pomaleji, než předpokládala srpnová prognóza ČNB, zatímco domácí cenové tlaky zesilují. Zářijová celková i jádrová inflace překonaly očekávání centrální banky a další proinflační rizika přinášejí ceny potravin a energií. Proto nyní očekáváme, že ČNB na listopadovém zasedání zvýší repo sazbu o 25 bb na 4,0 %. Další výrazné zpříšňování měnové politiky však nepovažujeme za pravděpodobné: sazba by podle nás měla na 4,0 % setrvat delší dobu a k rovnovážným 3 % se vrátit až v roce 2028.

Je pravděpodobné, že ČNB ve své listopadové prognóze zhorší ekonomický výhled a naopak zvýší odhad inflace, tak jak jsme učinili my.

Česká ekonomika roste ve srovnání se srpnovou prognózou ČNB pomaleji, inflace je ale naopak vyšší. Centrální banka pro Q2 26 odhadovala mezičtvrtletní růst HDP o 0,6 %, ten však ve skutečnosti dosáhl pouze 0,3 %. Pro Q3 26 pak ve své prognóze ze začátku srpna očekává zrychlení na 0,7 % q/q, což převyšuje náš odhad ve výši 0,3 %. Je tudíž pravděpodobné, že listopadová prognóza ČNB přinese, podobně jako ta naše, zhoršení ekonomického výhledu. V srpnové prognóze centrální banka předpokládala letošní růst HDP o 2,2 % a zrychlení na 2,7 % pro rok následující. Nižší byl v Q2 26 také růst nominálních mezd, který měl podle prognózy ČNB v meziročním vyjádření dosáhnout 7,3 %, ve skutečnosti však činil 6,4 %. Lze ovšem předpokládat, že odchylka byla způsobena především výraznou sestupnou revizí mzdového růstu za Q1 26. Meziroční inflace v červenci i srpnu odpovídala prognóze ČNB (1,7 %, resp. 1,9 %), v září ovšem došlo k jejímu nárůstu na 2,5 %, čímž překonala očekávání centrální banky ve výši 2,2 %. Průměr meziroční inflace za celé Q3 26 ale překonal prognózu ČNB jen nepatrně (2,0 % vs 1,9 %). O desetinu vyšší byl i průměr jádrové složky (3,0 % vs 2,9 %). V samotném září však již byla jádrová inflace oproti prognóze ČNB o dvě desetiny vyšší (3,1 % vs 2,9 % y/y). Očekáváme, že s ohledem na uvedené odchylky a silící tlaky na růst cen potravin a energií centrální banka v nové prognóze přistoupí k vzestupné revizi trajektorie inflace. V srpnové prognóze ČNB pro letošní rok odhadovala inflaci na 2,0 % a pro příští rok nárůst na 2,5 %.

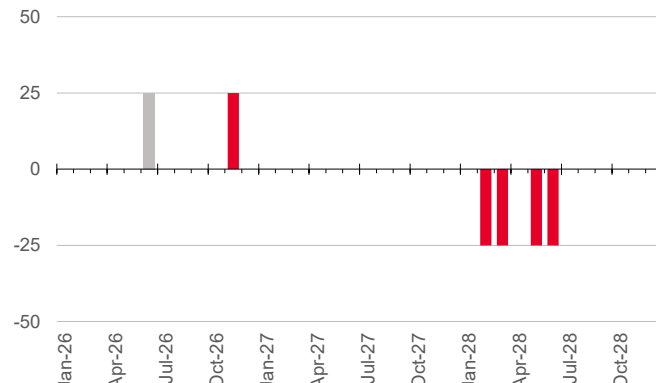
Měnové podmínky se vyvíjely v souladu s prognózou ČNB. Po červnovém zvýšení repo sazby na 3,75 %, které přišlo po zhruba roce její stability, totiž již v Q3 26 k dalším změnám nedošlo. Srpnové prognóze ČNB navíc odpovídal také kurz koruny, který v Q3 26 dosáhl 24,2 CZK/EUR. Přibližnou stabilitu úrokových sazeb pak poslední prognóza ČNB předpokládala i pro zbytek letoška a celý rok 2027.

Oproti naší minulé prognóze nyní očekáváme jedno další zvýšení repo sazby, a to v listopadu na 4 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po listopadovém zvýšení repo sazba zůstane beze změny až do roku 2028, kdy očekáváme její návrat na rovnovážná 3 % (bb)



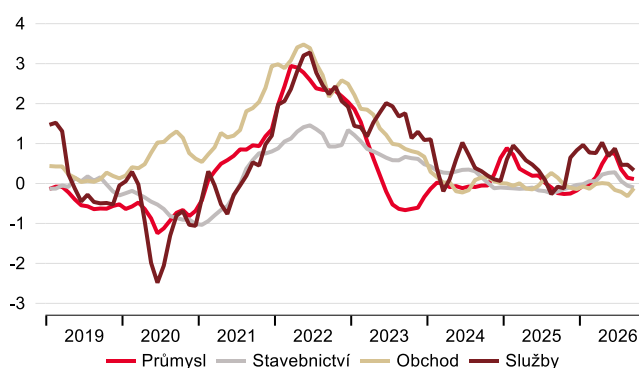
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Po listopadovém zvýšení na 4 % podle nás repo sazba na této úrovni zůstane až do konce příštího roku.

S ohledem na sílící proinflační rizika nyní očekáváme, že ČNB na svém následujícím listopadovém zasedání zvýší repo sazbu na 4,0 %, kde po delší dobu setrvá. Ve třetím letošním čtvrtletí se sice úrokové sazby ČNB vyvíjely v souladu s naší červencovou prognózou, zároveň s tím ale data inflace ukázala na zesílení domácích cenových tlaků. Jádrová inflace totiž postupně rostla a v září se již dostala mírně nad tříprocentní horní hranici tolerančního pásma ČNB. Druhý po sobě jdoucí měsíc navíc zesílilo její meziměsíční momentum, když jeho tříměsíční klouzavý průměr v aktualizovaném vyjádření v září vystoupal na 3,3 %. Nad dvouprocentní cíl centrální banky podle našeho odhadu zrychlil i ukazatel jádrové inflace bez obou složek nájemného. Právě zesilující domácí cenové tlaky byly přitom ty, které členové bankovní rady nejčastěji uváděli jako možný důvod pro další zvýšení úrokových sazeb. K těm se nyní přidávají rizika spojená s vyšším růstem cen energií a potravin. Zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na listopadovém zasedání tak centrální banka podle nás dostane do komfortnější pozice, a to i s ohledem na další pravděpodobné zvýšení úrokových sazeb ECB v prosinci. Zužující se úrokový diferenciál v kontextu aktuálně zvýšené averze k riziku na finančních trzích by totiž mohl vést k oslabení koruny, které by dovážené inflační tlaky zesilovalo.

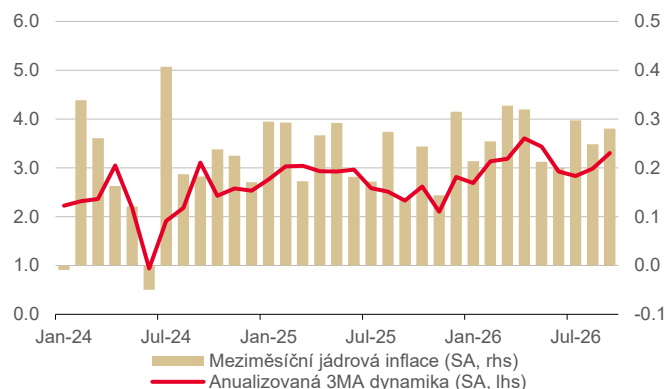
Přestože další zvýšení sazeb ČNB nad rámec toho listopadového vyloučit nelze, trhem očekávaný nárůst repo sazby až do blízkosti 5 % stále považujeme za přehnaný. Obdobně se dosud vyjadřovali i samotní členové bankovní rady. Repo sazba na úrovni 4 % by měla být pro bankovní radu dostatečně komfortní. Ta často zmiňuje, že její výše by se měla nacházet nad úrovní inflace. V tomto ohledu jsou rizikem hlavně první dva měsíce příštího roku, kdy především v únoru nárůst inflace na 4 % y/y vyloučit nelze. Na druhou stranu by ale mělo jít do značné míry o vliv statistické základny a poté by se měla inflace opět snížit. Celková ani jádrová inflace se ovšem do konce roku 2027 pravděpodobně nedostanou významně pod 2,5 % y/y a návrat repo sazby na rovnovážná 3 % tak stejně jako v červencové prognóze očekáváme až v roce 2028.

Inflační očekávání se navzdory sílícím cenovým tlakům v posledních měsících snížila (z-skóre, SA, 3MA)



Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Očekávání cenového vývoje v daném odvětví podle průzkumu Evropské komise.

Momentum jádrové inflace zesílilo a nachází se výrazně nad cílem ČNB (% , m/m)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Fiskální politika



Jaromír Gec
+420 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

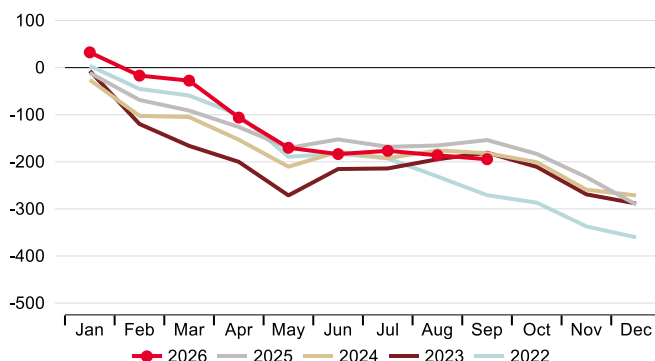
Fiskální expanze sílí

Celoroční plán pro letošní hotovostní deficit státního rozpočtu ve výši 310 mld. CZK by měl být na základě průběžných dat dosažitelný. Celkový schodek veřejných financí se tak pravděpodobně prohloubí z loňských 2,1 % na letošních 2,8 % HDP. Ještě expanzivněji bude fiskální politika působit v příštím roce, a to v důsledku zvýšení deficitu rozpočtu na schválených 386 mld. CZK, respektive 3,5 % HDP na úrovni celkových veřejných financí. Vzhledem ke stabilnímu podílu kapitálových výdajů na HDP a relativně příznivé cyklické pozici ekonomiky očekáváme od dalšího uvolnění rozpočtové politiky v příštím roce pouze dočasnou podporu ekonomické aktivity. Související zvýšené inflační tlaky však současně mohou přispět k udržení úrokových sazeb a výnosů státních dluhopisů na relativně vyšší úrovni po delší dobu. Významnou konsolidaci veřejných financí nepředpokládáme ani v následujících letech. Veřejný dluh by tak měl nadále postupně narůstat a do konce dekády překročit 50 % HDP.

Průběžná data naznačují splnění plánovaného schodku

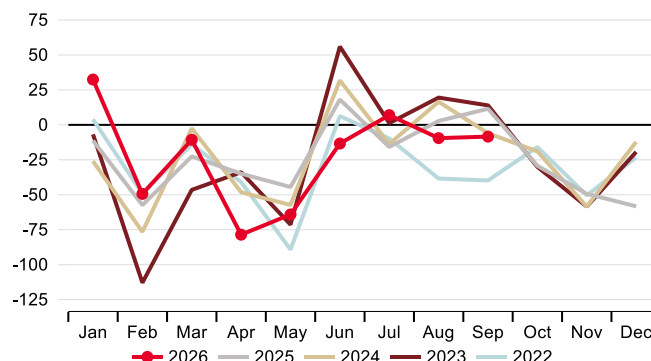
Schodek rozpočtu se v září prohloubil na 194,5 mld. CZK. Meziročně byl deficit hlubší o 40,7 mld., respektive 55,8 mld. CZK po očištění o bilanci s EU. Výdaje meziročně vzrostly o 82,4 mld. CZK (4,8 %). Jejich nárůst v dosavadním průběhu letoška táhly hlavně váhově nejvýznamnější sociální dávky včetně důchodů (+25,7 mld. CZK), dále kapitálové výdaje (+23,2 mld. CZK), předstunutí platby za státní pojištění nebo meziročně vyšší odvody do rozpočtu EU (+16,3 mld. CZK).

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



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

Bilance státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)

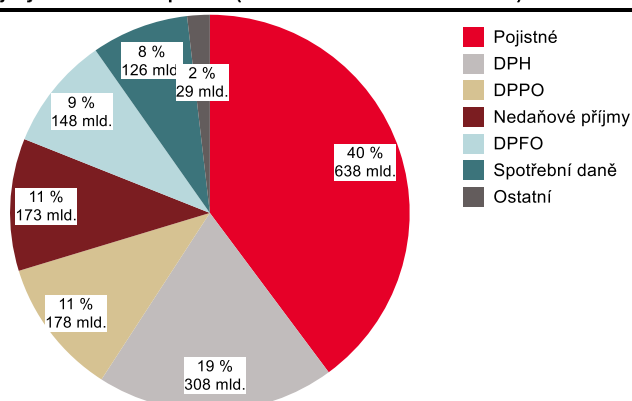


Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příjmy v kumulaci od začátku roku vzrostly meziročně o 41,7 mld. CZK (+2,7 %). K tomu přispívá hlavně pojistné na sociální zabezpečení (+38,8 mld. CZK, 6,5 % y/y), které je taženo zejména pokračujícím svižným růstem mezd a platů. Citelně vyšší jsou i příjmy z EU (+17,9 mld. CZK, +18,2 % y/y), které mohly být zčásti dány také dočerpáváním předfinancovaných projektů z loňska, jak naznačuje pozitivní saldo s EU ve výši 16,2 mld. CZK. Meziroční dynamiku DPH, DPPO a DPFO, která zůstává viditelně kladná, letos oslabuje změna rozpočtového určení daní. Ta snížila podíl státního rozpočtu na výnosech těchto daní ve prospěch obcí a krajů.

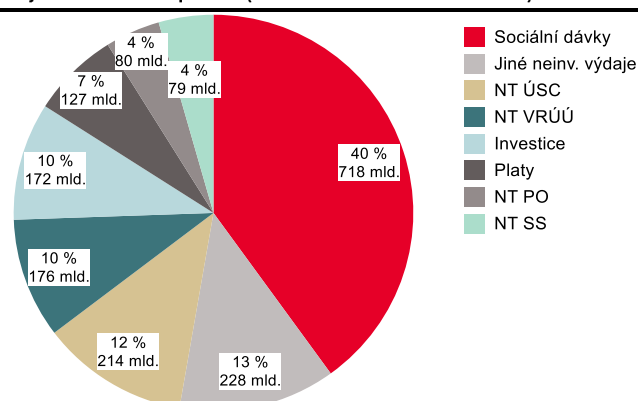
Celkově se prohlubování deficitu ve třetím čtvrtletí v souladu s typickou sezónností výrazně zpomalilo. V závěrečném čtvrtletí roku se v posledních pěti letech schodek zvyšoval v úhrnu o zhruba 100 mld. CZK. Celkově by i proto podle nás měl být schválený celoroční schodek ve výši 310 mld. CZK stále dosažitelný.

Příjmy státního rozpočtu (kumulace od začátku roku)



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

Výdaje státního rozpočtu (kumulace od začátku roku)



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

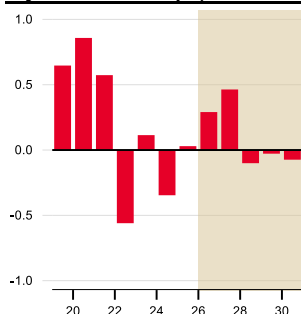
NT SS – neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům

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

Fiskální impuls (příspěvek k dynamice HDP v pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Fiskální politika zesiluje své expanzivní působení

Národní rozpočtová pravidla se rozvolňují. Schválená novela upravuje mimo jiné tzv. *únikové doložky*. Ty se kromě prodloužení jejich platnosti v oblasti obrany rozšířily rovněž na infrastrukturní investice (tzv. liniové stavby). Investiční transfery ze státního rozpočtu do SFDI přitom loni dosáhly 1,1 % HDP (94 mld. CZK). Nově by také mělo být možné celkové výdaje² navýšit až o 10 % v případě „zhoršené bezpečnostní situace“, o čemž by rozhodovala Bezpečnostní rada státu (složená z členů vlády). Případná budoucí konsolidace veřejných rozpočtů by se pak měla řídit fiskálně-strukturálním plánem. Zákon tak již neobsahuje konkrétní trajektorii pro maximální (strukturální) deficit veřejných financí. Tyto a další změny celkově změkčují rozpočtová pravidla nad rámec těch na úrovni EU. I v rámci nich je ovšem možné využít únikovou doložku na obranné výdaje. Rozpočet by přesto mohl zůstat v souladu s evropskými fiskálními pravidly a nedošlo by tedy k aktivaci tzv. *postupu při nadměrném schodku*. Nově se také sjednotí hotovostní a akruální metodika ve vykazování půjček státu na výstavbu nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech v tom smyslu, že ani jedna statistika je již obsahovat nebude (hotovostní deficit je dosud zahrnoval).

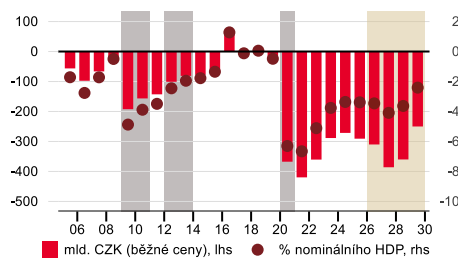
Působení diskréčních opatření fiskální politiky na ekonomiku bude podle našeho základního scénáře v letošním i příštím roce viditelně expanzivní. Po zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v roce 2024, ke kterému přispěl mimo jiné konsolidační balíček předchozí vlády, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem loni odezněla a letos bude kompenzována opětovným zvýšením strukturálního salda. K jeho dalšímu prohloubení přitom podle navrženého rozpočtu se schodkem ve výši 386 mld. CZK dojde i v příštím roce. Expanzivní působení fiskální politiky by tak oproti letošku ještě zesílilo. Podrobněji vládou schválený rozpočet na příští rok popisuje následující box.

Box 2: Rozpočet 2027: fiskální expanze sílí, a to navzdory solidnímu růstu ekonomiky

Vláda pro příští rok schválila **schodek státního rozpočtu ve výši 386 mld. CZK**. Příjmy by měly meziročně vzrůst o 81 mld. CZK (+3,8 %) na 2 199 mld. CZK a výdaje o 157 mld. CZK (+6,5 %) na 2 585 mld. CZK. Deficit by se měl ve výsledku prohloubit ve srovnání s letoškem o 76 mld. CZK. V poměru k HDP je navržený schodek navzdory solidnímu růstu ekonomiky nejhlubší od roku 2022.

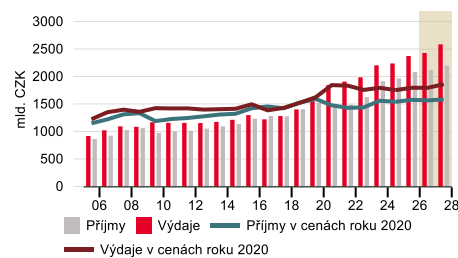
² Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2025 dosáhly 2371,8 mld. CZK a pro rok 2026 jsou plánovány ve výši 2428 mld. CZK.

Bilance státního rozpočtu – vládou schválený rozpočet a střednědobý výhled (hotovostní metodika)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn. Šedé podbarvení označuje období recese, běžové prognózu. Výhled nominálních sald odpovídá pro rok 2026 schválenému rozpočtu, v roce 2027 návrhu rozpočtu, a v letech 2028-2029 střednědobému výhledu MF. Výhled nominálního HDP je podle prognózy KB.

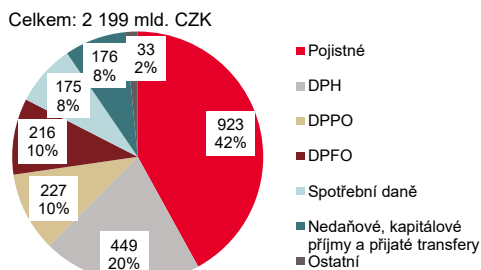
Příjmy a výdaje státního rozpočtu (hotovostní metodika)



Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Deflováno deflátořem HDP, výhled růstu i deflátoř HDP vycházejí z prognózy KB.

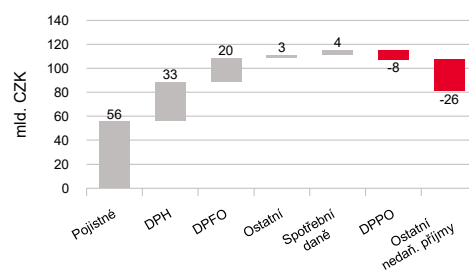
K meziročnímu nárůstu příjmů o 81 mld. CZK nejvíce přispívá váhově nejvýznamnější pojistné. Solidní mzdový růst a s tím související silná domácí poptávka by měly být hlavními faktory zvýšení inkasa nejen pojistného, ale i DPH a DPFO. To naopak částečně kompenzuje meziroční pokles příjmů z DPPO (o 8 mld. CZK, -3,5 %) a zejména ostatních nedaňových příjmů, na čemž se podílí výrazně nižší investiční (-24 mld. CZK) i neinvestiční (-8 mld. CZK) přijaté transfery, mj. z EU.

Příjmy státního rozpočtu v roce 2027 (mld. CZK, % z celku)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Meziroční změna příjmů státního rozpočtu v roce 2027

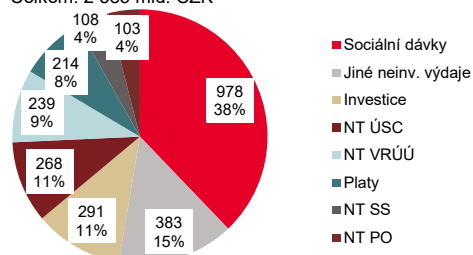


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

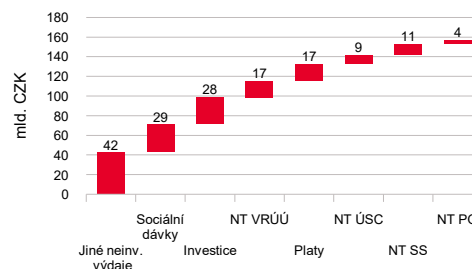
K meziročnímu nárůstu výdajů o 157 mld. CZK by v příštím roce měly nejvýrazněji přispět běžné výdaje. Ty se na jejich celkovém zvýšení podílejí z více než 80 %. Z jednotlivých položek se na tom podepsaly hlavně „jiné neinvestiční výdaje“, což souvisí zejména s vyššími neinvestičními transfery do zahraničí (především odvody do rozpočtu EU) a náklady na obsluhu státního dluhu (úroky), přičemž na druhé jmenované bude podle návrhu v příštím roce vynaloženo již 128 mld. CZK (1,4 % HDP). Nárůst je patrný také u kapitálových výdajů (+28 mld. CZK; +10,5 %) a sociálních dávek (+29 mld. CZK; +3 %), které jsou s 38% podílem na celkových výdajích zdaleka váhově nejvýznamnější položkou výdajové strany rozpočtu.

Výdaje státního rozpočtu v roce 2027
(mld. CZK, % z celku)

Celkem: 2 585 mld. CZK



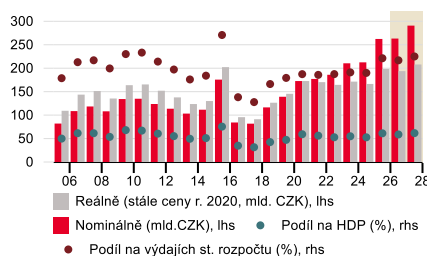
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 NT SS - neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům
 NT VRÚÚ - neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úrovně a státním fondům
 NT ÚSC - neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně
 NT PO - neinvestiční transfery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

Meziroční změna výdajů státního rozpočtu
v roce 2027

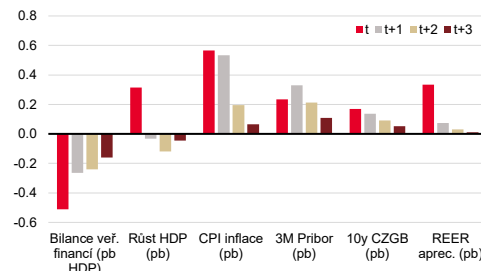
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Navržený rozpočet se optikou poměrových ukazatelů u kapitálových výdajů zásadně neodlišuje od předchozích let. Podíl kapitálových výdajů na celkových výdajích státního rozpočtu v příštím roce vzroste jen nepatrně z 10,8 % na 11,3 %. Relativně k velikosti ekonomiky tvoří investice ze státního rozpočtu v letošním roce 2,9 % HDP a v příštím by se měly zvýšit na bezmála 3,1 % HDP.

Kapitálové výdaje státního rozpočtu



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

Modelové dopady prohloubení deficitu
veřejných financí o 1pb HDP po dobu jednoho
čtvrtletí (celoroční průměry)

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
 Pozn.: Podrobněji jsme použili ekonometrický model popisoval v Boxu 1 v jednom z předchozích vydání Ekonomických výhledů:
https://bit.ly/CEO_4Q25_CZ; t, t+1, t+2, t+3 označují roky.
 REER=reálný efektivní kurz koruny; zvýšení znamená reálnou apreciaci.

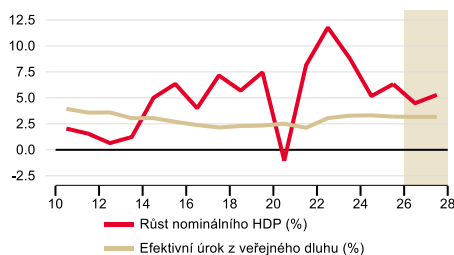
Prohlubování deficitu veřejných financí³ zpravidla zvyšuje inflační tlaky, ekonomický výkon podporuje pouze dočasně. Z naší předchozí empirické analýzy (dostupné zde: <https://bit.ly/3JJbZC1>) založené na historických tuzemských datech vyplývá, že pozitivní stimul pro ekonomickou aktivitu postupně vyprchává s tím, jak na zvýšené inflační tlaky vyvolané uvolněnější fiskální politikou reaguje centrální banka relativně přísnější měnovou politikou. Utaženější měnové podmínky pak přispívají k relativnímu poklesu soukromých investic, spotřeby i čistého vývozu. Tím dochází k tzv. efektu vytěsnění. Obecně by dopad na reálnou ekonomiku měl být slabší při převaze běžných výdajů ve fiskálním impulzu namísto (efektivních) investic a také v situaci, kdy ekonomika netrpí nevyužitými produkčními kapacitami, přičemž oba tyto znaky struktura rozpočtu, respektive současná kondice tuzemské ekonomiky z našeho pohledu splňuje.

Růst ekonomiky umožňuje stabilizaci poměru dluhu k HDP (dluhovou kvótu) i při deficitním hospodaření veřejných rozpočtů. Klíčový je rozdíl mezi efektivní nominální

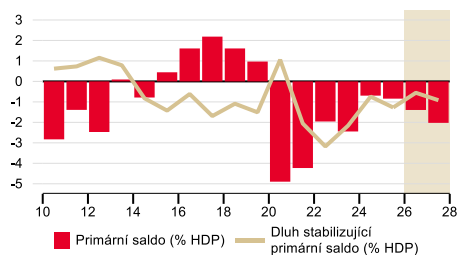
³ Veřejné finance zachycují kromě hospodaření ústřední vlády (státního rozpočtu) také bilanci obcí a krajů, státních fondů nebo systému veřejného zdravotního pojištění.

úrokovou sazbou (i) a růstem nominálního HDP (g). Pokud růst nominálního HDP převyšuje úrokovou sazbu z existujícího dluhu, lze hospodařit s primární bilancí (bilance očištěná o úrokové náklady) ve výši přibližně $(i-g)*D$, kde D je podíl dluhu na HDP. Je-li úrok z dluhu vyšší než dynamika HDP, ke stabilizaci dluhu může dojít pouze v případě primárního přebytku. Proto je někdy situace, kdy $i > g$, nazývána *efektem sněhové koule*. V případě české ekonomiky přitom platí, že růst nominálního HDP dlouhodobě převyšuje efektivní nominální úrok. Návrh rozpočtu na příští rok však přesto směřuje k dalšímu nárůstu veřejného dluhu, jelikož primární deficit podle nás nejvýrazněji od pandemie COVID-19 překročí hladinu konzistentní se stabilizací dluhové kvóty.

Růst nominálního HDP a efektivní úrok z veřejného dluhu (%)



Dluh stabilizující a skutečné primární saldo veřejných financí

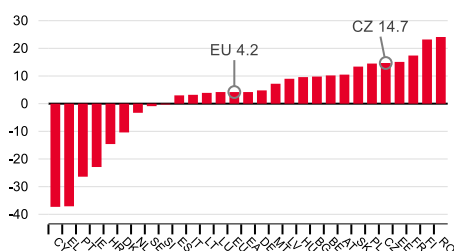


Zdroj: MFČR, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

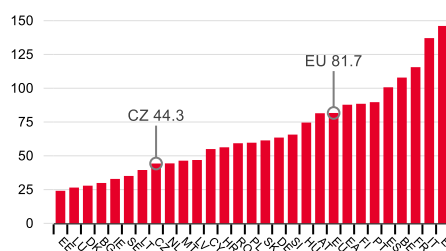
Zdroj: MFČR, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ČR patří ke třetině nejméně zadlužených zemí EU, nárůst zadlužení však byl za posledních pět let pátý nejvyšší. Dobrá výchozí pozice umožnila rozvolnění rozpočtových pravidel a zvýšení intenzity fiskální expanze bez zásadních dopadů na finanční trhy. Vysoká dynamika růstu dluhové kvóty od pandemie COVID-19 ovšem naznačuje, že náklady na obsluhu dluhu budou stále více vytlačovat ostatní výdaje. Bez konsolidačních opatření bude současná trajektorie vzhledem ke stárnutí populace a vyčerpávání fiskálního prostoru v delším období obtížně udržitelná.

Rozdíl poměru veřejného dluhu vůči HDP v roce 2025 a 2019 (pb)



Veřejný dluh v roce 2025 (% HDP)



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

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

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

Příští rok schodek veřejných financí překročí 3 % HDP

Na úrovni veřejných financí se schodek pravděpodobně prohloubí z letošních 2,8 % HDP na 3,5 % HDP. Přestože deficit pravděpodobně překročí 3 % HDP, měl by zůstat v souladu s rozpočtovými pravidly EU. Vláda totiž avizuje využití evropské únikové doložky na obranu ve výši 0,7 % HDP. Střednědobý výhled MF předpokládá konsolidaci veřejných rozpočtů v dalších letech, zejména v roce 2029, kdy se budou konat další parlamentní volby. My, vzhledem k dosud nejasným opatřením, která by k takovému výsledku měla vést, ovšem prozatím ponecháváme

Loňské hospodaření veřejných financí skončilo s deficitem ve výši 2,1 % HDP. Letos předpokládáme prohloubení schodku na 2,8 % HDP a v příštím roce na 3,5 % HDP.

na celém horizontu prognózy schodek poblíž 3 % HDP. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2026-30 poroste v průměru o 1,6 pb ročně, aby v roce 2030 dosáhl 52,2 % HDP.

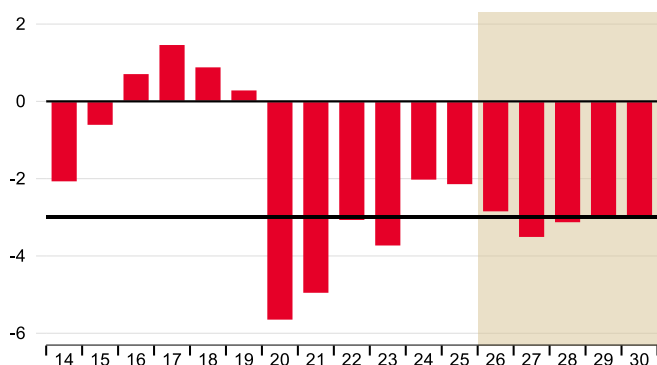
Dynamika veřejných financí

	2025	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,1	-2,8	-3,5	-3,1	-3,0	-3,0
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,0	-0,5	-0,8	0,2	0,0	0,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	3786,3	4096,3	4507,3	4892,3	5277,3	5662,3
Veřejný dluh (% HDP)	44,1	45,7	47,8	49,4	50,8	52,2

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

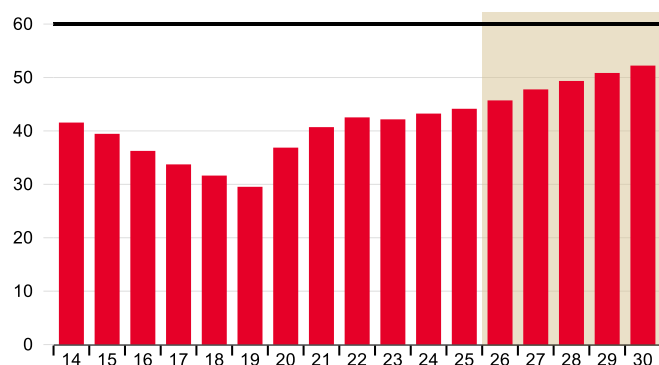
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Tabulka prognózy

	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27	Q3 27	Q4 27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,1	1,8	1,4	1,3	1,8	2,1	2,6	2,6	2,7	1,7	2,3	2,6	2,4	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	3,3	2,7	2,7	2,1	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,4	2,6	2,3	2,2
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	1,4	1,3	1,1	1,7	2,3	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	2,4	2,5	2,0	1,5
Fixní investice (reálně, y/y, %)	6,5	7,1	6,2	4,7	3,3	2,2	1,7	2,1	3,3	6,1	2,3	2,4	2,4	2,5
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-1,5	-0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,0	0,4	0,4	-0,6	-0,6	0,3	0,3	0,1	0,2
Zásoby (příspěvek do y/y)	-0,1	-1,6	-1,3	-0,9	-1,0	0,1	0,1	0,0	0,7	-1,0	-0,2	0,1	0,3	0,1
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	68,6	30,1	-9,6	7,2	61,4	51,2	10,4	38,3	200,2	96,3	161,3	204,2	243,3	264,3
Vývozy (nominálně, y/y, %)	0,1	5,3	6,9	5,1	4,7	7,5	6,2	7,7	2,3	4,3	6,5	4,9	5,6	5,4
Dovozy (nominálně, y/y, %)	0,7	7,7	10,0	8,7	5,6	6,0	4,5	5,2	2,9	6,8	5,3	4,2	5,1	5,2
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,2	2,5	2,8	1,2	2,6	1,2	2,4	2,5	2,2	1,9	2,2	2,7	2,5	2,6
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	4,1	4,2	-1,0	2,8	1,1	4,1	2,2	3,6	10,7	2,5	2,7	2,7	2,4	2,5
Maloobchod (reálně, y/y, %)	4,5	3,3	4,8	4,2	2,8	2,7	2,2	2,4	3,3	4,2	2,5	2,6	2,2	2,1
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	6,1	6,4	6,4	6,1	6,2	5,8	6,2	6,0	6,6	6,2	6,0	5,6	4,6	4,5
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,3	4,2	4,3	3,6	2,5	2,5	3,1	3,5	4,1	4,1	2,9	3,8	2,7	2,5
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	5,1	4,8	5,0	4,9	5,3	4,8	4,9	4,7	4,4	5,0	4,9	4,6	4,5	4,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	3,1	3,0	3,0	3,0	3,2	3,0	3,0	2,8	2,8	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,1	1,6	1,5	1,3	0,8	0,4	0,4	0,4	1,2	1,4	0,5	0,5	0,4	0,2
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	1,6	2,0	2,0	2,6	3,6	3,2	2,9	2,5	2,5	2,1	3,0	1,7	1,9	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	2,8	2,6	2,5	2,7	2,9	2,7	2,3	2,2	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	1,0	-0,4	-1,4	-0,7	1,8	3,5	4,6	4,6	3,4	-0,4	3,6	2,3	1,9	1,9
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-1,6	24,9	27,3	35,4	25,9	-1,2	-10,5	-21,1	-6,7	21,5	-1,7	-15,5	-4,0	0,6
Regulované ceny (y/y, %)	-1,3	-1,3	-1,1	-0,3	3,2	3,4	3,6	3,6	0,9	-1,0	3,5	2,1	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-2,3	1,3	2,5	4,0	7,0	4,5	3,2	1,7	-0,8	1,4	4,1	0,4	1,3	1,7
Finanční proměnné														
2T Repo (% , průměr)	3,5	3,5	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	3,6	3,7	4,0	3,3	3,0	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	3,5	3,6	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	3,6	3,7	4,1	3,4	3,1	3,1
CZK/EUR (průměr)	24,3	24,3	24,2	24,4	24,3	24,2	24,1	24,1	24,7	24,3	24,2	23,9	23,7	23,6
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,0	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9	1,2	1,2	0,3	1,0	1,1	1,2	1,1	1,0
CPI v EMU (y/y, %)	2,1	3,0	3,3	3,9	3,9	3,3	2,8	2,3	2,1	3,1	3,1	2,0	2,4	2,0
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	71,6	108,1	84,1	94,0	89,0	82,0	80,0	78,0	69,0	89,5	82,3	73,0	69,4	69,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,17	1,16	1,15	1,10	1,12	1,14	1,16	1,17	1,13	1,15	1,15	1,19	1,20	1,20

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

Globální faktory udrží tržní sazby vysoko

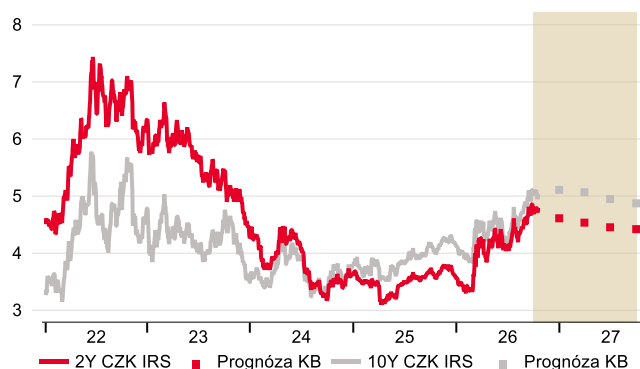
Na setrvalém nárůstu tržních úrokových sazeb napříč trhy se podílí nejenom přetrvávající energetický šok, ale i obavy o udržitelnost fiskálních politik a boom investic do AI. Krátký konec korunové křivky by krátkodobě o něco níže mělo tlačit námi předpokládané méně výrazné utažení měnové politiky ČNB, než zaceňuje korunový peněžní trh. Delší konec korunové křivky však pravděpodobně hlavně vlivem zahraničního vývoje, který je v poslední době jeho dominantním hybatelem, zůstane na zvýšených úrovních. Dílčí pokles delších korunových sazeb v příštím roce by měl souviset hlavně s odezníváním energetického šoku. Rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními sazbami se s prohloubením deficitu rozpočtu v příštím roce může opět rozšířit.

Náklady financování dále rostou

Tržní úrokové sazby v uplynulém čtvrtletí netlačil vzhůru pouze přetrvávající energetický šok, ale i silná poptávka po financování ze strany velkých technologických firem. Ty se v součtu v letošním roce staly druhým největším emitentem dluhopisů hned po federální vládě Spojených států. Zčásti také pravděpodobně nárůst dolarových tržních úrokových sazeb odrážel, z našeho pohledu poměrně optimistické, růstové vyhlídky americké ekonomiky. Obecně měla vliv i uvolněná fiskální politika, respektive zvýšená emise státních dluhopisů, na poptávkové straně přitom současně chybí centrální banky. To je v Evropě patrné zejména v nárůstu rizikových přírážek u vysoce zadlužených ekonomik jako Francie nebo Itálie.

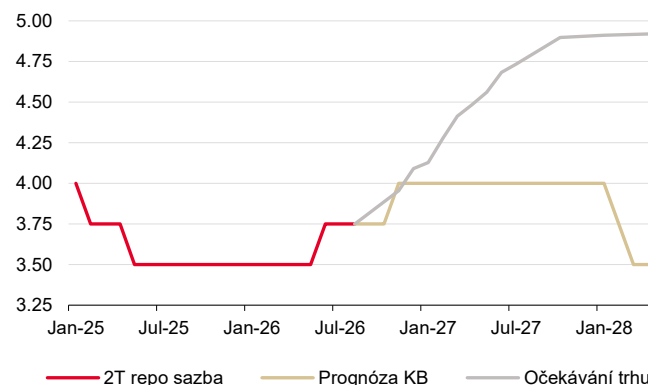
V základním scénáři předpokládáme, že delší tržní úrokové sazby v USA i eurozóně budou vrcholit na přelomu či začátkem příštího roku. V USA by měl podle předpokladů naší prognózy slábnout investiční boom i expanzivní působení fiskální politiky. Růst americké ekonomiky tak pravděpodobně zpomalí. Ve směru nižších sazeb by na obou stranách Atlantiku mělo navíc působit také předpokládané odeznívání energetického šoku.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB (%)



Zdroj: Bloomberg, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 27. 10. 2026

Kratší korunové sazby by mohly mírně poklesnout v souvislosti s redukcí sázek na zpřísnování měnové politiky ČNB. Jak podrobněji popisujeme v kapitole *Měnová politika*, očekáváme v základním scénáři ještě jedno zvýšení měnověpolitických sazeb následované jejich stabilitou po celý příští rok. Korunový peněžní trh naproti tomu aktuálně zaceňuje v ročním horizontu nárůst klíčové repo sazby až na téměř 5 %.

Delší konec korunové křivky by měl zůstat zvýšený. V příštím roce by však měla být patrná postupná tendence k jejich poklesu. Příspěvek by k tomu měl zejména výše popsany zahraniční vývoj, který korunové sazby v poslední době úzce kopírují. Plně očekáváno však stále není pravděpodobné další uvolnění tuzemské fiskální politiky v roce 2027. Analytický konsenzus stále očekává deficit veřejných financí ve výši 3,1 % HDP, zatímco my na 3,5 % HDP (více

v kapitole *Fiskální politika*). To by v souhrnu mělo vést ke zvýšení sklonu křivky korunových tržních úrokových sazeb. Oproti minulé prognóze jsme náš výhled korunových sazeb zvýšili zejména vlivem vyšších zahraničních úrokových sazeb. Vzestupnou revizi však zaznamenala i námi předpokládaná repo sazba ČNB a mírně hlubší očekáváme v roce 2027 také deficit tuzemských veřejných financí.

Riziko našeho základního scénáře je nadále vychýleno ve směru vyšších korunových tržních úrokových sazeb. Jak jsme podrobně diskutovali ve speciálním Boxu v dubnovém vydání *Ekonomických výhledů*⁴, případný déletrvající ropný šok je spojen s výrazným tlakem na růst úrokových sazeb, a to napříč splatnostmi.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f	Q3 27f
2Y	4,60	4,55	4,45	4,40
5Y	4,95	4,90	4,75	4,70
10Y	5,10	5,05	4,95	4,85

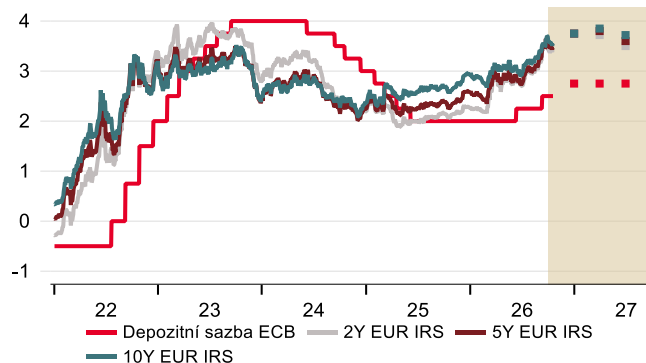
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Podmínky úrokového zajištění se zhoršují. Vzhledem k přetrvávajícím obavám o další protahování války v Perském zálivu by příležitost k zajištění mohly v krátkém období nabízet primárně poklesy spojené s případnými zprávami o deeskalaci konfliktu a na kratším konci křivky rovněž neochota ČNB zvyšovat měnověpolitické sazby tak agresivně, jak aktuálně zaceňuje korunový peněžní trh. Forwardový trh oproti spotovým IRS nabízí vyšší sazby po celé křivce. Viditelně nižší úrokové sazby ve srovnání s korunovými nadále panují v eurozóně, přičemž úrokové rozpětí se v průběhu října opět rozšiřovalo.

Kotace forward úrokových swapů
(%, p.a., vs. 6M PRIBOR, 1Y vs. 3M PRIBOR)

	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	4.49	4.81	4.91	4.95	5.02
3M	4.74	4.95	4.99	5.02	5.07
6M	4.98	5.08	5.07	5.07	5.11
9M	5.08	5.11	5.09	5.08	5.12
1Y	5.17	5.15	5.11	5.10	5.14
2Y	5.13	5.08	5.08	5.08	5.18
3Y	5.02	5.05	5.05	5.08	5.22

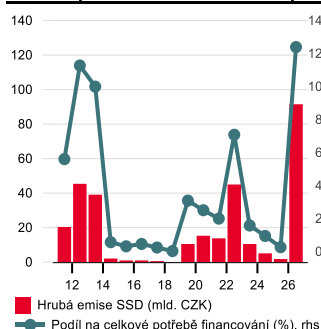
Úrokové sazby v eurozóně (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 27. 10. 2026

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

Emise spořicíh státních dluhopisů



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise státních dluhopisů příští rok vzroste

Nabídka státních dluhopisů na finančních trzích bude i nadále částečně tlumit emise retailových dluhopisů pro občany. V letošním prvním a druhém upisovacím období vydalo MF dluhopisy pro občany (Dluhopisy Republiky) a pokladniční poukázky v objemu 91,5 mld. CZK. Projekt retailových dluhopisů bude pravděpodobně pokračovat i v příštím roce. Avizované další předvánoční upisovací období totiž ovlivní až finanční potřeby pro příští rok, jelikož v něm upsané dluhopisy budou emitovány až v Q1 27. Celkem MF v dosavadním průběhu roku vydalo na primárním trhu dluhopisy za 309,3 mld. CZK (MF indikuje pro celý rok 270-370 mld. CZK) a na sekundárním trhu formou přímých prodejů a výměnných operací dalších 121,8 mld. CZK. Zároveň MF již pokrylo všechny letošní splátky korunového dluhu. Celkově očekáváme, že ve

⁴ https://bit.ly/CEO_2Q26_CZ

zbývajících dvou měsících roku zůstane měsíční emisní aktivita na primárním trhu poblíž celoročního průměru ve výši 30 mld. CZK a celoroční emise CZGB tak dosáhne zhruba 500 mld. CZK.

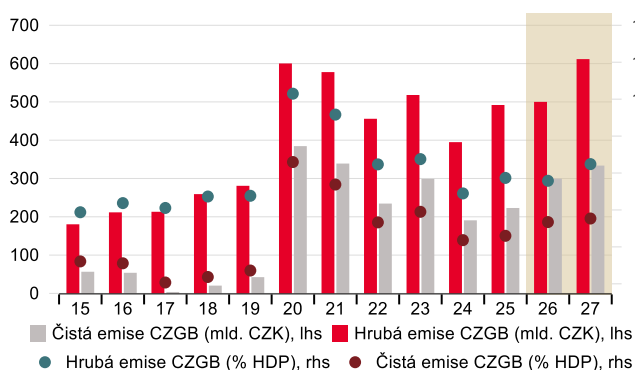
V příštím roce by měl hrubou emisi CZGB oproti letošku zvyšovat větší objem refinancování a hlubší deficit státního rozpočtu. Z větší části by se na tom měl podílet nárůst objemu splatných dluhopisů, i v čistém vyjádření však uvolnění fiskální politiky podle našeho odhadu navýší emisi o zhruba 30 mld. CZK. S přispěním vyšší nabídky očekáváme v příštím roce rozšíření rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními úrokovými sazbami.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2026		2027	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	310,0	310,0	386,0	386,0
Převod a další operace finančních aktiv státu	3,6	3,6	0,0	0,0
Splátky státních dluhopisů v domácí měně	200,3	200,3	278,0	278,0
Splátky státních dluhopisů v cizí měně	0,0	0,0	36,2	36,3
Splátky a předčasné splátky spořicíh dluhopisů	20,4	20,4	12,6	12,6
Splátky instrumentů peněžního trhu	177,5	177,5	165,2	126,7
Splátky pokladničních poukázek	165,6	165,6	165,2	126,7
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu	11,9	11,9	0,0	0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	26,4	26,4	0,9	0,9
Potřeba financování celkem	738,2	738,2	878,9	840,5
Nástroje peněžního trhu		126,7		126,7
Pokladniční poukázky (vč. EUR)		126,7		126,7
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		500,0		611,7
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		0,0		12,1
Hrubá emise spořicíh dluhopisů		91,5		80,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		15,0		10,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		5,0		0,0
Zdroje financování celkem		738,2		840,5
Hrubá výpůjční potřeba		733,2		840,5
Čistá emise CZGB		299,7		333,7

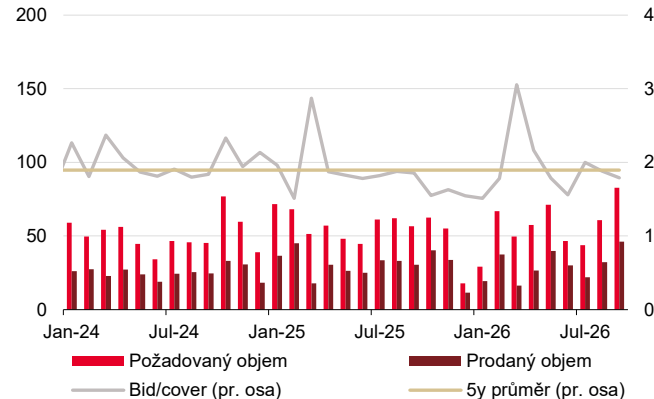
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



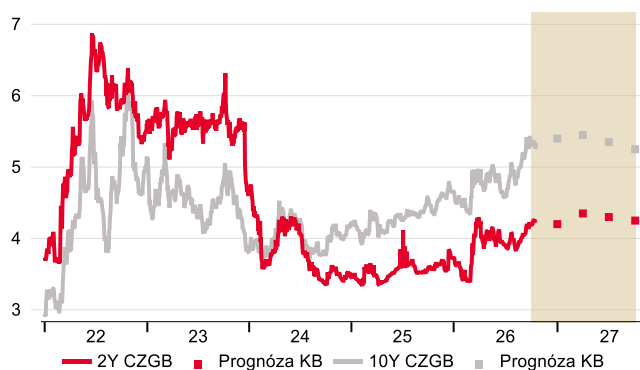
Zdroj: MFČR, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f	Q3 27f
Výnos 2Y CZGB (%)	4,20	4,35	4,30	4,25
Výnos 5Y CZGB (%)	4,70	4,70	4,70	4,70
Výnos 10Y CZGB (%)	5,40	5,45	5,35	5,25
10Y CZGB ASW (bb)	30	40	40	40

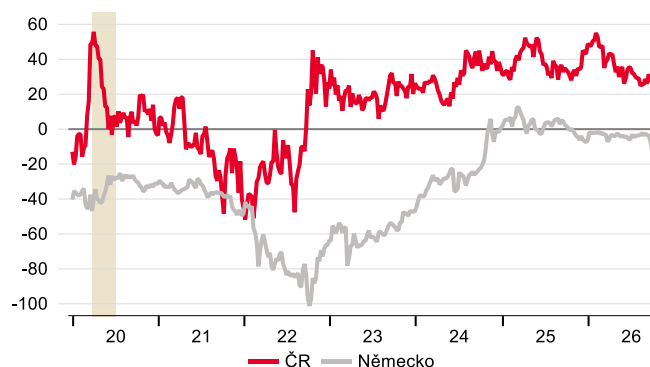
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prognóza výnosů CZGB (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

ASW 10y státního dluhopisu (bb)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: ASW=Výnos 10y CZGB – 10y CZK IRS; podbarvení značí období recese v ČR

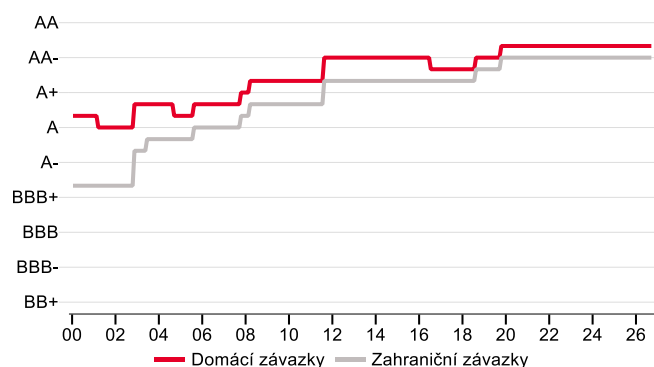
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno (Aa3/AA-), agentura S&P však v září vylepšila výhled na pozitivní. Nadále platí, že ČR má nejlepší rating ze všech zemí střední a východní Evropy. Zároveň se zlepšením výhledu agentura S&P potvrdila dlouhodobý rating v cizí měně na úrovni AA- a dlouhodobý rating v národní měně na úrovni AA, přičemž druhý jmenovaný je již o jeden stupeň vyšší než u agentur Fitch a Moody's. Agentura S&P uvádí jako klíčové faktory pro zlepšení výhledu odolný růst české ekonomiky, relativně nízký veřejný dluh, příznivou vnější bilanci, účinnou měnovou politiku ČNB a zdravý bankovní systém.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

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

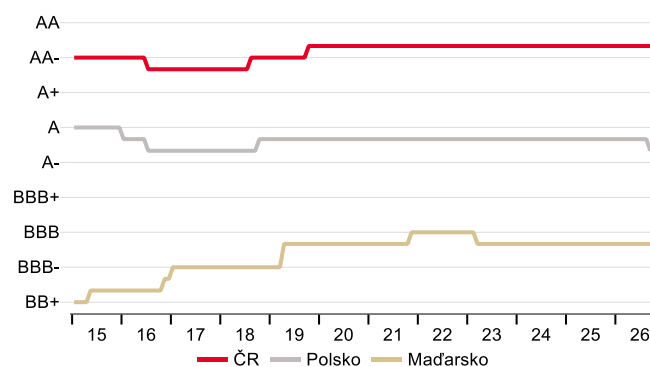
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



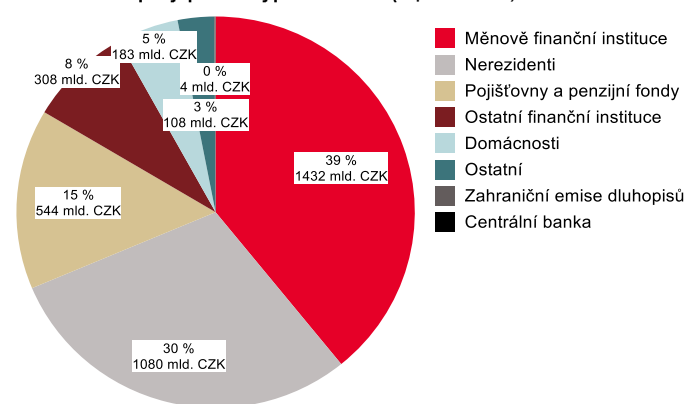
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview									Rich-cheap analysis												
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min		Max	Z-Score	Rank		Rank	Carry Roll 90D	Rank		
0.25 Feb-27	0.3	0.0	110%	3.91	5	-1	3.19	-13	5	-3	-43		-7	1.2	17	-1.2	10	-63.3	26		
2.50 Aug-28	1.7	0.0	94%	4.24	5	2	3.05	-59	2	9	-71		-43	0.0	26	4.5	23	8.2	11		
5.50 Dec-28	1.9	0.0	90%	4.39	6	2	3.14	-51	2	8	-64		-45	0.5	21	-3.2	9	10.1	3		
5.75 Mar-29	2.2	4.3	139%	4.49	8	9	3.23	-43	6	15	-61		-38	1.2	15	-7.2	3	10.7	1		
2.75 Jul-29	2.5	0.0	100%	4.54	8	6	3.26	-41	5	15	-56		-34	0.9	18	-5.3	6	10.2	2		
0.05 Nov-29	2.9	0.0	61%	4.55	7	5	3.24	-44	5	11	-55		-27	0.1	25	0.9	16	9.3	4		
0.95 May-30	3.3	0.0	100%	4.64	7	5	3.31	-36	5	11	-48		-22	0.3	22	0.3	14	9.1	6		
5.00 Sep-30	3.5	5.9	126%	4.70	7	7	3.39	-30	4	15	-44		-18	0.5	20	1.1	18	9.2	5		
3.95 Oct-30	3.5	0.0	10%	4.51	10	4	3.19	-49	8	12	-67		-32	0.2	24	21.1	26	7.7	15		
1.20 Mar-31	4.0	0.0	100%	4.76	10	11	3.39	-26	7	18	-45		-17	0.8	19	3.1	21	8.6	8		
6.20 Jun-31	3.9	5.9	132%	4.79	8	11	3.46	-21	5	20	-41		-12	1.2	16	4.3	22	8.8	7		
1.75 Jun-32	5.1	0.0	107%	5.00	7	3	3.56	-8	5	11	-21		-3	1.3	14	-1.0	12	8.1	12		
4.50 Nov-32	5.2	0.0	130%	5.08	7	6	3.66	3	4	14	-11		6	1.8	12	-4.0	7	8.2	9		
3.00 Mar-33	5.4	2.4	91%	5.16	6	5	3.70	8	3	13	-7		9	1.8	11	-8.1	2	8.2	10		
2.00 Oct-33	6.2	0.0	100%	5.27	7	5	3.76	14	4	12	-1		15	2.1	2	-11.9	1	7.7	14		
4.90 Apr-34	5.9	9.0	122%	5.28	6	5	3.83	21	3	13	4		23	2.2	1	-7.1	4	7.7	13		
4.25 Oct-34	6.5	3.3	100%	5.32	5	3	3.84	22	3	11	8		24	2.0	7	-5.7	5	7.2	16		
3.50 May-35	7.0	0.0	117%	5.31	7	3	3.80	18	4	11	3		19	2.0	8	1.0	17	6.6	18		
5.30 Sep-35	6.9	20.7	98%	5.34	6	0	3.89	25	4	9	14		27	1.6	13	0.7	15	6.7	17		
4.55 Oct-35	7.1	0.0	10%	5.24	6	3	3.77	14	4	11	-4		15	2.0	5	11.3	25	6.2	20		
3.60 Jun-36	7.6	2.3	117%	5.38	8	-1	3.86	22	4	7	10		24	1.8	10	2.9	20	6.1	21		
4.20 Dec-36	7.6	0.0	100%	5.37	6	1	3.87	23	4	9	7		25	2.0	3	6.8	24	5.7	22		
4.95 Feb-37	7.6	8.6	42%	5.47	5	1	3.99	34	3	11	17		37	2.0	6	-1.2	11	6.2	19		
1.95 Jul-37	9.0	0.0	71%	5.47	6	1	3.87	22	4	9	5		24	2.0	4	1.4	19	5.4	23		
1.50 Apr-40	11.1	0.0	65%	5.68	6	4	3.93	25	2	9	4		27	1.9	9	-3.7	8	4.7	25		
4.00 Apr-44	11.3	0.0	29%	5.82	5	6	4.08	39	-19	10	17		61	0.3	23	0.2	13	5.0	24		

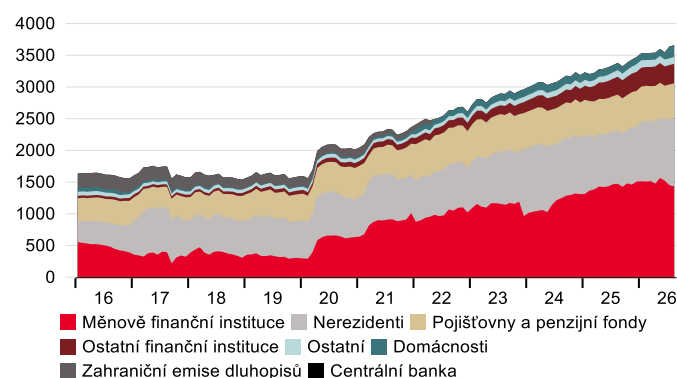
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert.

Státní dluhopisy podle typu držitele (srpen 2026)



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

Státní dluhopisy podle typu držitele (mld. CZK)



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

Korunový devizový trh



Jaromír Gec
+420 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Korunu přibrzdí negativní sentiment i ČNB

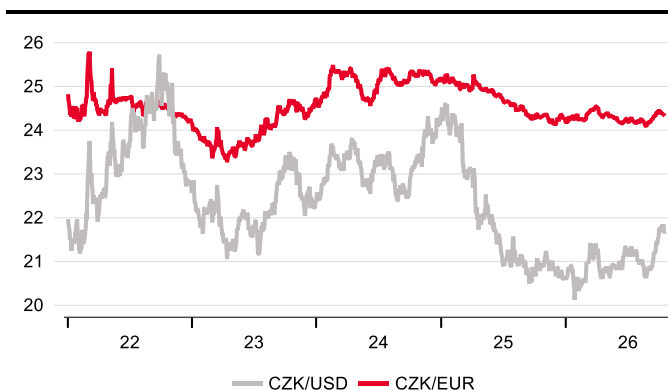
Koruně budou do konce letošního roku podle nás scházet pozitivní impulzy. Proti jejímu posílení bude působit především zpevňující americký dolar a postupné zužování diferenciálu mezi korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami. V příštím roce by se však koruna měla vrátit k pozvolné apreciaci. Přispěje k tomu stabilizace úrokového diferenciálu, očekávané oslabení dolaru, mimo jiné v důsledku předpokládaného poklesu cen energetických komodit, a také vyšší růst české ekonomiky ve srovnání s eurozónou. Celkově na konci letošního roku očekáváme kurz na úrovni 24,40 CZK/EUR, v ročním horizontu poblíž 24 CZK/EUR.

Devizovému trhu dominuje americký dolar

Na globálních devizových trzích se v posledních týdnech daří hlavně americkému dolaru. Podpořila jej kombinace vysokých cen energií, odolné ekonomiky, jestřábího Fedu, růstu amerických výnosů a obecně i zvýšené poptávky po bezpečných aktivech. Euro na druhé straně vedle dražších energií čelilo obnoveným obavám o fiskální udržitelnost některých zemí eurozóny (zejména Francie). Celkově do konce roku naše prognóza předpokládá další mírné posílení dolaru k 1,10 USD/EUR. Příští rok by se měl trend postupně obracet a s předpokládaným ústupem geopolitického napětí a normalizací cen energetických komodit očekáváme v ročním horizontu naopak oslabení zelených bankovek k 1,16 USD/EUR.

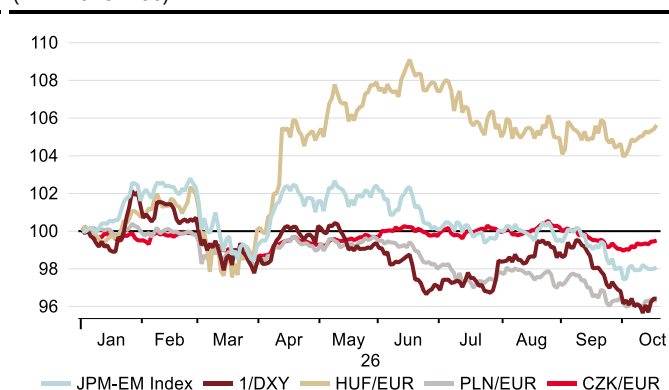
Silný americký dolar dostává pod tlak měny rozvíjejících se trhů (EM). Obzvláště zranitelní zůstávají především dovozci energií. Citlivost měn rozvíjejících se trhů na vývoj dolaru se zároveň zvýšila, globální faktory tak současně převažují nad domácími fundamenty. Koruna přes mírnou ztrátu zůstává nejstabilnější měnou našeho regionu. V posledních týdnech však již přestalo platit, že by negativní sentiment byl plně kompenzován rozšiřováním úrokového diferenciálu ve prospěch koruny, jako tomu bylo po většinu letoška. To patrně souviselo s agresivním zacelením dalších kroků ČNB ještě před nedávným nárůstem sázek na přísnější měnovou politiku ECB.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

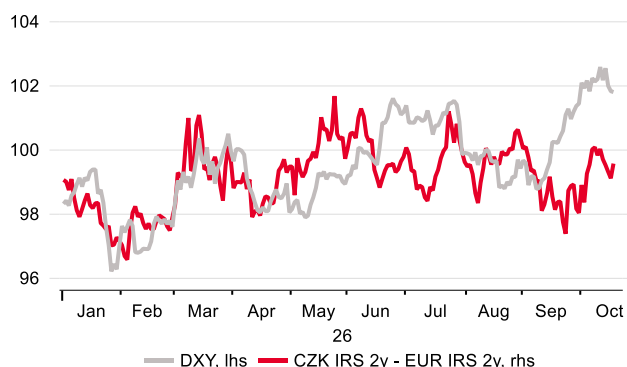
Vývoj kurzů vybraných měn od začátku roku
(1. 1. 2026=100)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Hodnota nad 100 značí posílení CZK, HUF, PLN vůči EUR, posílení JPM-EM, respektive oslabení DXY od začátku roku.

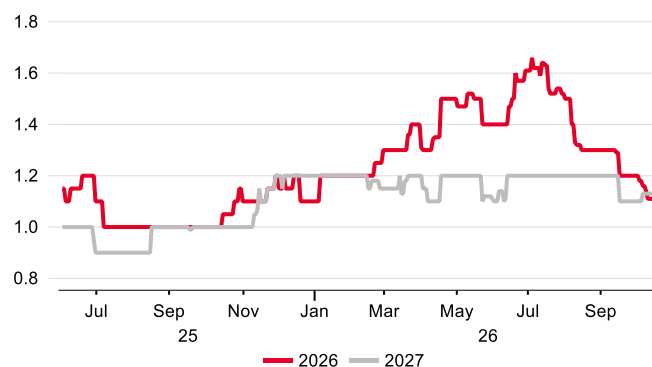
Nepříznivé globální prostředí podle nás v nejbližších měsících nedovolí koruně výrazněji posílit. Vedle silnějšího dolaru bude proti koruně působit také postupné zužování úrokového diferenciálu, což by dohromady mělo převážít pokračující odolnost tuzemské ekonomiky. Do konce letošního roku proto očekáváme její mírné oslabení k 24,40 CZK/EUR.

Vývoj úrokového diferenciálu a dolarového indexu DXY



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

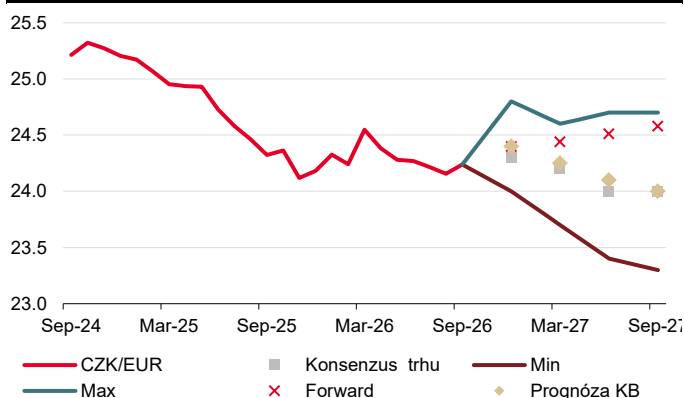
K pozvolné apreciaci se koruna může vrátit příští rok

Úrokový diferenciál se v **příštím roce stabilizuje**. Korunový peněžní trh již delší dobu zaceňuje výraznější zpřísnění měnové politiky ČNB, než předpokládá náš základní scénář. To limituje prostor pro další růst krátkých korunových sazeb. Od začátku příštího roku by se však mělo úrokové rozpětí zhruba stabilizovat při souběžném poklesu krátkých korunových i eurových tržních úrokových sazeb. Spolu s tím by měl korunu podpořit slábnoucí dolar, respektive s tím související zmírnění averze k rizikovým aktivům.

Výhled pro kurz koruny k euru jsme oproti červencové prognóze hlavně vlivem nižšího růstu tuzemské ekonomiky a úrokového diferenciálu přehodnotili směrem ke slabším úrovním.

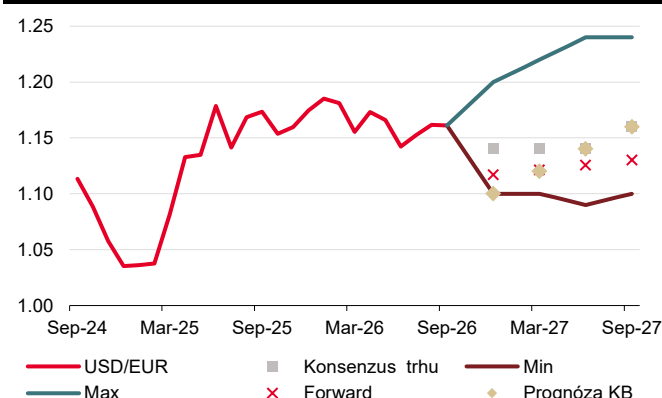
Pozitivní **pro korunu zůstane rychlejší hospodářský růst v Česku než v eurozóně**. Struktura růstu tuzemské ekonomiky však podle nás příliš příznivá s ohledem na vnější bilanci nebude. Jeho tahounem by totiž měla být i s přispěním uvolněné fiskální politiky domácí poptávka. Zdražení energií současně zhoršuje bilanci zahraničního obchodu, respektive běžného účtu platební bilance, což je negativní faktor pro měny dovozců energií. Oproti minulé prognóze je také růstový diferenciál české ekonomiky vůči eurozóně menší, a to v důsledku slabšího výhledu tuzemské ekonomiky. Menší růstový náskok spolu s nižším úrokovým diferenciálem jsou tak hlavními důvody, proč jsme naši prognózu kurzu koruny posunuli směrem ke slabším hodnotám. Nadále však očekáváme její postupnou apreciaci k 24 CZK/EUR v horizontu jednoho roku.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 27. 10. 2026)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 27. 10. 2026)



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

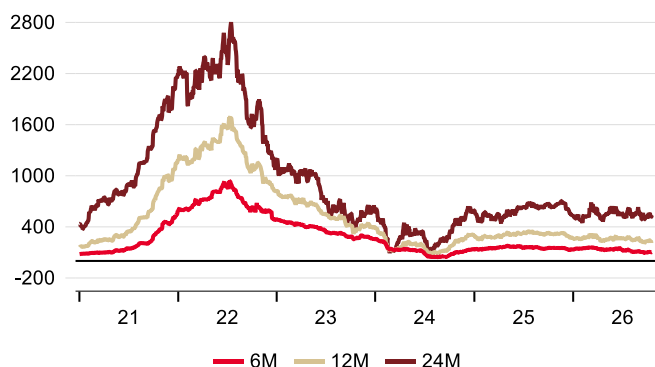
Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q4 26f	Q1 27f	Q2 27f	Q3 27f
CZK/EUR	24,40	24,25	24,10	24,00
CZK/USD	22,20	21,65	21,15	20,70
USD/EUR	1,10	1,12	1,14	1,16

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

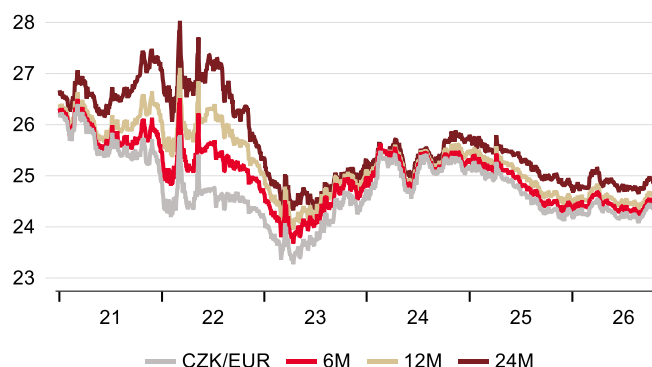
Vývoj na Blízkém východě je v krátkém období hlavním rizikem. Vysoká nejistota souvisí především s délkou trvání a dopady zvýšených cen energií na tuzemskou ekonomiku. I vzhledem k nadále relativně vysoké energetické náročnosti tuzemské ekonomiky a pozici čistého dovozce je přitom podle nás riziko spojené s blízkovýchodním konfliktem vychýleno ve směru slabší domácí měny. To by mohl v případě déletrvajícího ropného šoku částečně kompenzovat úrokový diferenciál. Průsak do dalších neenergetických částí spotřebního koše by totiž mohl vést k výraznějšímu než námi předpokládanému utažení měnové politiky ČNB. Rizika pro měnovou politiku jsou ale podle nás vychýlena směrem k výraznějšímu zvýšení úrokových sazeb i s ohledem na domácí faktory (více v kapitole *Měnová politika*).

Forwardové body



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Forwardový vs spotový kurz CZK/EUR



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trhy v nejbližších měsících zásadní výkyvy kurzu koruny neindikují. Implikovaná volatilita stejně jako index volatility se po dočasném nárůstu z přelomu září a října vrátily zpět pod úroveň před začátkem války na Blízkém východě. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí měly podmínky pro zajištění v příštím roce s postupným posilováním spotového kurzu dále mírně zhoršovat.

Bankovní sektor



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

Kreditní impuls naráží na utaženější finanční podmínky

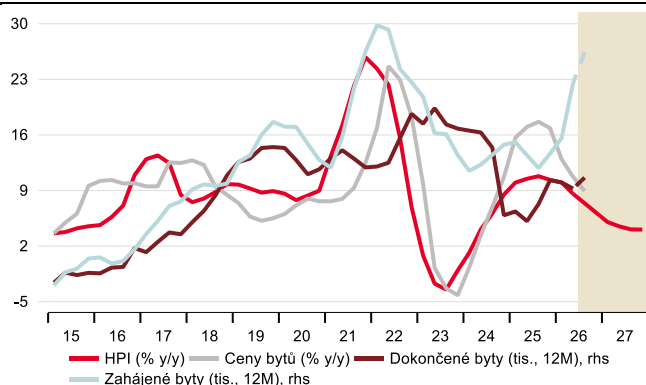
Úvěrová aktivita v české ekonomice zůstává silná, kreditní impuls však ve třetím čtvrtletí výrazně oslabil a utaženější finanční podmínky by měly její dynamiku postupně více tlumit. Vyšší hypoteční sazby se již odrážejí v poklesu nových úvěrů a spolu s nízkou dostupností bydlení podporují další zpomalování růstu cen nemovitostí, který by měl výrazně zpomalit v příštím roce na průměrných 4,4 %. U nefinančních podniků pokračuje obnovování finanční páky tažené provozním i investičním financováním, prostor pro další výraznou expanzi se ale postupně zužuje i s ohledem na vyšší úrokové sazby. Růst depozit zůstane solidní navzdory sílící konkurenci alternativních spořicíh nástrojů a potenciálnímu odlivu prostředků samospráv. To však zvyšuje tlak na úročení depozit a úrokové výnosy bankovního sektoru. Podíl úvěrů v selhání se zatím drží poblíž historických minim, s postupující fází finančního cyklu ale očekáváme jeho mírný nárůst.

Vyšší úrokové sazby dále omezují aktivitu na hypotečním trhu a přispívají ke zpomalování růstu cen nemovitostí.

Vyšší sazby dále zchladí nemovitostní a hypoteční trh

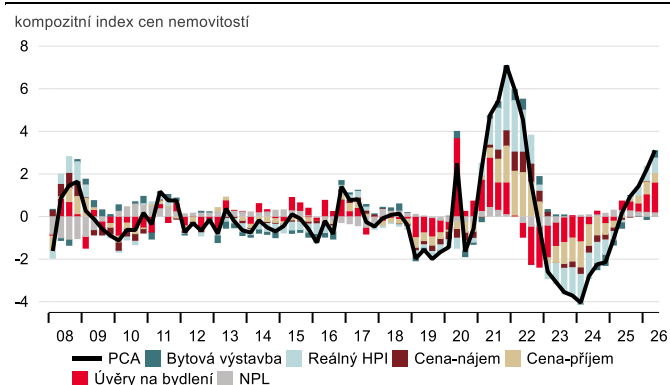
Tempo růstu cen nemovitostí bude dále zvolňovat, pokles cen ale zatím považujeme za nepravděpodobný. Meziroční růst indexu cen obytných nemovitostí (HPI) v Q2 26 zvolnil na 8,6 %, když mezičtvrtletní sezónně očištěný růst dosáhl na nejnižší hodnotu od Q1 24. Významný vliv ale mělo zlevnění pražských novostaveb, které mohlo souviset se strukturou transakcí. Nabídkové ceny bytů potvrzují nižší růstové tempo, které by se mělo později podepsat i na těch realizovaných. Data tak potvrzují ochlazování cenové dynamiky, které by mělo pokračovat s ohledem na vyšší úrokové sazby, s tím související slabší hypoteční aktivitu. Tlak na ceny může v příštím roce částečně zmírnit také oživení rezidenční výstavby. Počet zahájených bytů byl v úhrnu za leden až srpen meziročně vyšší o 36 %, oživení nabídkové strany ale může časem brzdit setrvání úrokových sazeb na zvýšených úrovních. Stále však podle nás přetrvává strukturální nedostatek bytů, který by měl bránit zásadnímu a dlouhodobému zlepšení cenové dostupnosti. Částečnou úlevu ale může přinést výraznější zpomalení tempa zdražování nemovitostí v příštím roce. Očekáváme, že růst cen nemovitostí po letošním vzestupu v průměru o 8 % v příštím roce zpomalí na 4,4 %. Slabší růst cen nemovitostí by měl postupně tlumit také jádrovou inflaci skrze imputované nájemné, které v září vzrostlo o 5,1 % y/y. To však může částečně kompenzovat zvýšený či dokonce zrychlující růst cen stavebních materiálů a prací. Nemovitostnímu trhu se věnujeme také zde: <https://bit.ly/HPM2Q26CZ>.

Růst cen nemovitostí bude zvolňovat i v příštím roce



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (ke srpnu 2026) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q3 26. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

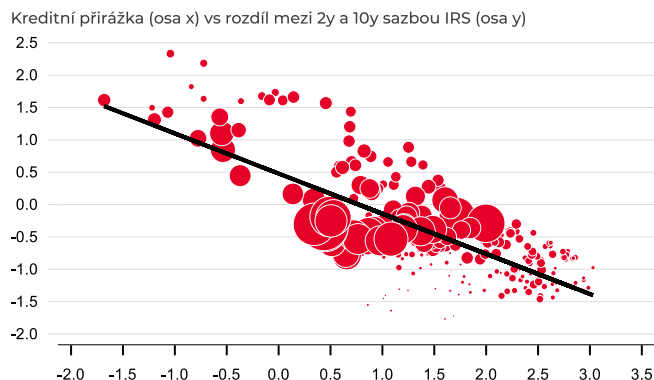
Expanze na nemovitostním trhu byla podpořená řadou faktorů



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

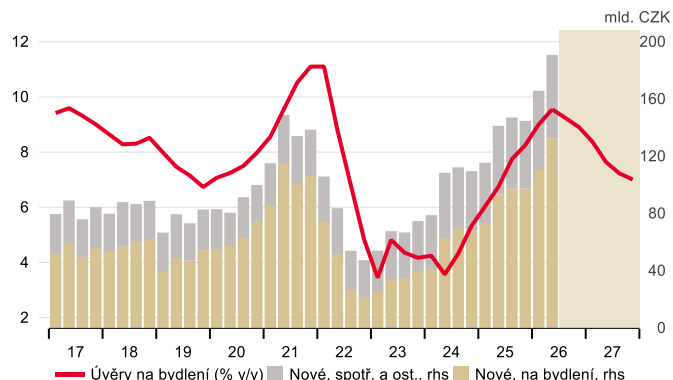
Hypoteční aktivita v druhé polovině roku bude dále ochlazovat. Objem (čistých) nových úvěrů na bydlení od dubna výrazně klesá. V úhrnu k srpnu dosáhl 305 mld. CZK a oproti stejnému období vloni byl stále vyšší o 28 %, a to zejména díky vysokým objemům ze začátku roku souvisejícím s předzásobením před platností doporučení ČNB ohledně investičních hypoték a související snaze předejít vyšším sazbám. Vyšší hypoteční sazby by se ale měly dále projevit v poklesu nové produkce. Růst celkového stavu úvěrů ji ovšem odráží se zpožděním, zpomalení tak bude v tomto případě pravděpodobně omezenější a jen postupné. Očekáváme, že trh s úvěry na bydlení letos vzroste o silných 9 % a v příštím roce zaznamená zpomalení růstové dynamiky na 6,8 %.⁵

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



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

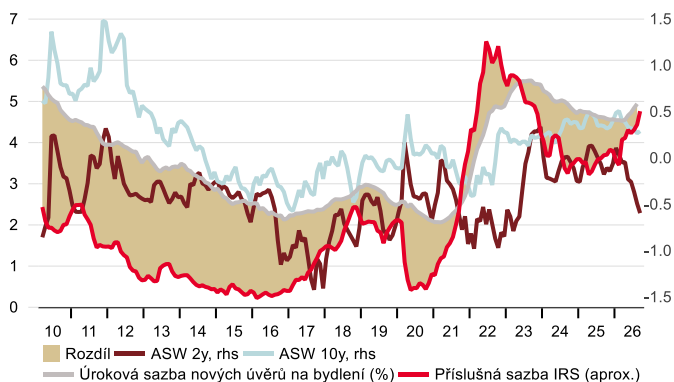
Růst hypotečního trhu zřejmě dosáhl svého vrcholu



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

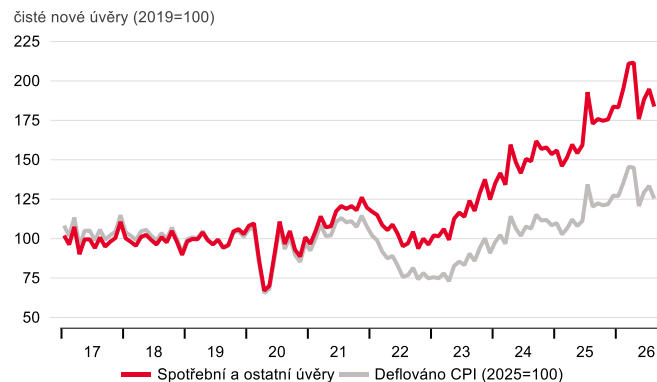
Současná úroveň realizovaných hypotečních sazeb (4,94 % v srpnu) stále plně neodráží ostrý nárůst tržních sazeb IRS. Zatímco pětiletý a tříletý IRS od začátku března narostl o více než 130 bb, respektive 140 bb, realizovaná sazba vzrostla o 40 bb. Setrvání tržních sazeb na současných úrovních a opětovné rozšíření kreditních přírážek, které se po růstu tržních sazeb výrazně zúžily, může podle nás vytáhnout realizované hypoteční sazby do okolí 5,5 %. Námi očekávaný pokles tržních úrokových sazeb ze zvýšených hodnot by se měl postupně podepisovat na snižování hypotečních sazeb zejména v příštím roce, rychlý návrat pod úroveň 4,5 % ovšem neočekáváme.

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



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

Objemy spotřebitelského financování pozastavily silný růst



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

⁵ Pokud není uvedeno jinak, jedná se o meziroční růst ke konci období.

I přes oslabení je objem spotřebitelských úvěrů stále solidní a přispívá ke zvyšování míry zadlužení domácností.

Spotřební financování přispívá k růstu zadlužení domácností

Kreditní impuls úvěrů domácností slábne. Přispívá k tomu i nižší objem spotřebitelských úvěrů, v poměru k HDP ale zůstává zvýšený a za poslední tři měsíce dosáhl v průměru 0,16 % HDP (vs desetiletý průměr 0,13 % HDP). Poslední *Šetření úvěrových podmínek* bank ČNB (říjen 2026) navíc pro Q4 26 indikuje další růst spotřebního financování, který očekávají banky reprezentující čistý tržní podíl 12,2 %. Ve vyšším rozsahu ale banky zároveň očekávají zpřísnění úvěrových standardů. To by spolu s vyššími úrokovými sazbami a zpomalujícím hypotečním trhem mělo přispět k výraznějšímu zpomalení růstu spotřebního financování. Předchozí silný růst úvěrování však již významně zvedl zadlužení domácností. Poměr spotřebitelských úvěrů k HDP se meziročně v Q3 26 podle nás zvýšil o 0,4 pb HDP a míra zadlužení domácností v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu (HDD) vzrostla v Q2 26 na 55,5 % HDD. Stále tak zaostává za hodnotami z let 2021 a 2022 kolem 58 % HDD. Růst spotřebitelských úvěrů by dle nás měl letos dosáhnout vysokých 13,5 %, v příštím roce 9,1 %.

Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Bankovní úvěry														
Celkem	8,3	9,2	10,7	10,1	9,5	7,7	7,4	7,2	6,2	9,6	8,0	6,9	6,5	5,5
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	9,0	9,6	9,4	9,0	8,2	7,3	6,8	6,8	7,2	9,2	7,3	6,7	6,1	5,2
Spotřebitelské úvěry domácnostem	13,1	14,6	14,0	13,5	11,5	9,7	9,3	9,1	9,9	13,8	9,9	8,7	7,5	6,1
Úvěry nefinančním podnikům	7,2	9,6	13,7	12,2	11,3	8,6	7,7	7,5	4,5	10,7	8,8	7,0	6,5	5,4
Bankovní vklady														
Celkem	5,6	4,8	5,6	6,0	5,2	6,0	6,0	5,4	4,6	5,5	5,6	6,2	5,7	5,3
Obyvatelstvo	5,6	5,5	4,6	4,5	3,9	4,2	5,0	5,3	5,0	5,1	4,6	6,1	5,3	4,6
Nefinanční podniky	4,8	7,3	6,6	6,2	7,3	3,8	6,0	5,9	2,9	6,3	5,8	5,6	4,1	4,3
Ostatní	6,0	2,1	6,6	8,6	5,8	10,5	7,5	5,2	5,5	5,8	7,2	6,8	7,5	6,9
Podíly na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,9	59,3	59,9	60,4	60,7	60,9	61,2	61,5	57,1	59,4	61,1	62,1	63,1	63,7
Podíl vkladů na HDP	91,1	91,1	91,4	90,7	91,7	92,1	92,1	90,8	90,9	91,1	91,7	92,6	93,4	94,1
Podíl úvěrů na vkladech	63,6	65,1	65,6	66,6	66,2	66,1	66,5	67,7	62,8	65,2	66,6	67,1	67,6	67,8
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,5	4,7	5,0	5,2	5,4	5,4	5,2	5,1	4,6	4,9	5,3	4,7	4,6	4,7
Spotřebitelské úvěry	7,1	7,9	8,1	8,3	8,4	8,4	8,5	8,6	8,0	7,8	8,5	8,4	8,2	8,5
Úvěry nefinančním podnikům	5,1	5,4	5,7	5,9	6,0	6,0	5,9	5,9	5,2	5,5	6,0	5,2	4,9	4,9
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8	1,0	1,3
Spotřebitelské úvěry	4,0	3,9	3,9	4,4	4,5	5,0	5,3	5,5	4,2	4,1	5,1	6,0	6,7	7,3
Úvěry nefinančním podnikům	2,3	2,1	2	2,0	2,1	2,3	2,5	2,8	2,5	2,1	2,4	3,3	4,1	4,8

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

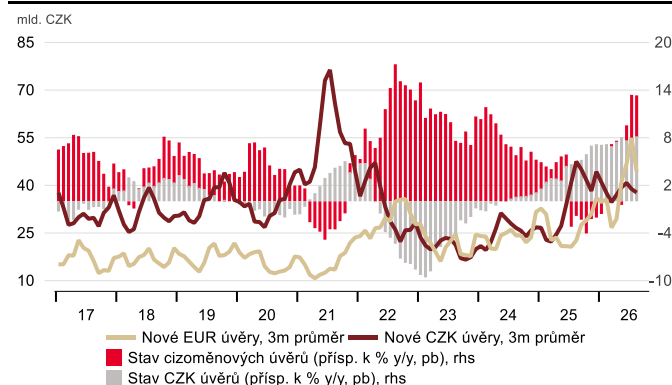
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Podniky obnovují finanční páku prostřednictvím provozního i investičního financování. Utaženější podmínky a nízká ziskovost ale další úvěrovou expanzi postupně přibrzdí.

Utaženější finanční podmínky postupně zmírní silný investiční apetit firem

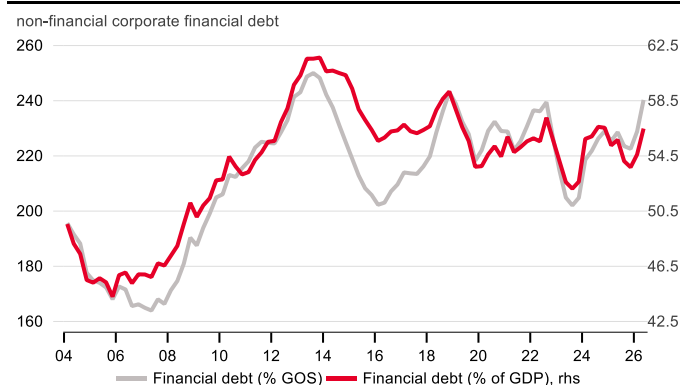
Úvěrová aktivita nefinančních podniků výrazně zrychlila a potvrzuje postupné obnovování finanční páky podnikového sektoru. Aktivita odrážela jak vyšší čerpání úvěrových linek v souvislosti s provozním financováním, tak i silný investiční apetit. V posledních měsících zůstal objem eurových úvěrů zvýšený, zatímco objem čistých nových korunových úvěrů meziročně klesal. To se podepsalo na nižším kreditním impulsu. Ten ale nezahrnuje vyšší objem čerpání revolvingových úvěrů a kontokorentů, který k srpnu 2026 celkově vzrostl o 11 % y/y. Míra zadlužení nefinančních podniků během H1 26 překvapivě silně narostla a ke konci pololetí finanční dluh domácích NFP dosáhl 56,5 % HDP (+2,8 % HDP oproti Q4 25). Míra zadlužení v poměru k hrubému provoznímu přebytku přitom dosáhla nejvyšší úrovně od roku 2018. K jejímu růstu docházelo na pozadí klesající míry zisku NFP, která v Q2 26 dosáhla shodně s Q1 20 nejnižší úrovně od začátku časové řady (42,4 %). V poměru k velikosti ekonomiky je však zadlužení domácích NFP v mezinárodním srovnání spíše nízké.

K růstu firemních úvěrů nyní významně přispívají ty eurové



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

Míra zadlužení NFP za H1 26 významně povyskočila



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

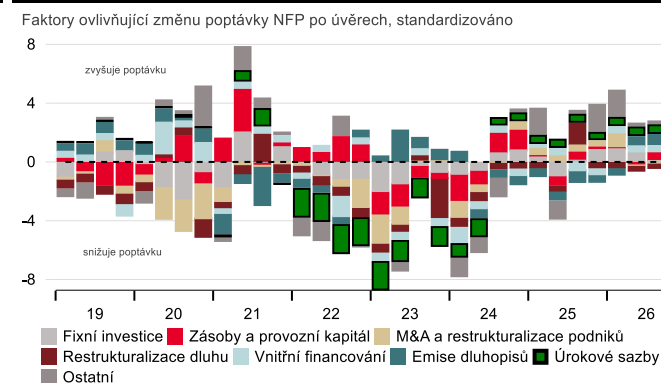
S ohledem na nízkou ziskovost NFP, utaženější finanční podmínky a předchozí cykly zadlužování vypadá další prostor k výraznému růstu zadlužení omezený. Po silném odhadovaném růstu stavu úvěrů NFP o 12,2 % v letošním roce by v tom příštím mělo podle nás dojít ke zpomalení na 7,5 %. V poměru k HDP však stále čekáme mírné zvýšení ze současných hodnot kolem 19 % HDP. Šetření úvěrových podmínek bank ČNB přitom indikuje další relativně solidní růst poptávky v závěrečném čtvrtletí letošního roku, byť v menší míře oproti Q3. Banky zároveň uvádějí, že vývoj úrokových sazeb v Q3 přispíval k růstu úvěrové poptávky. To potvrzuje i náš index finančních podmínek, který indikoval relativní uvolňování (viz *Box 3* https://bit.ly/CEO_3Q26_CZ). Malá část bankovního trhu však pro Q4 indikuje zpřísnění úvěrových standardů.

Úvěrové podmínky stále signalizují nárůst úvěrové poptávky



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, říjen 2026); úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vycházejí z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank



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

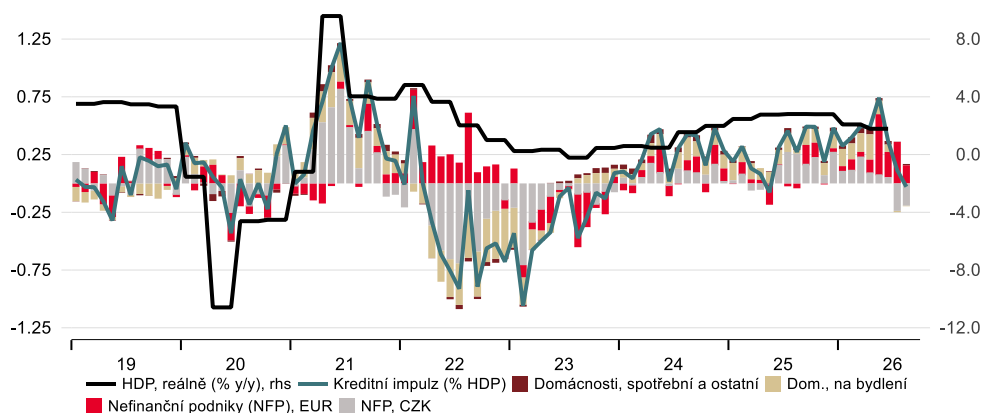
Růst depozit omezují odlivy do alternativních spořicíh řešení a instrumentů s vyšším výnosem.

Bankovní vklady čelí rostoucí konkurenci alternativních instrumentů

Růst depozit zůstává solidní, jejich cena však roste na pozadí stupňující se konkurence ze strany alternativních instrumentů. Nadále silná úvěrová aktivita a vyšší inflace by měly podpořit expanzi depozit. Postupně také dochází ke zvyšování poměru úvěrů k depozitům, který v letošním srpnu dosáhl 0,65x a od začátku roku narostl o necelé tři setiny. Růst depozit negativně ovlivňuje emise *Dluhopisů Republiky*, která se podepsala na zpomalení růstu vkladů domácností. Jejich meziroční dynamika od dubna slábne a v srpnu dosáhla 4,4 %. Negativní vliv může mít postupně i potenciální odliv vkladů územních samospráv, které mají společně s fondy sociálního zabezpečení u tuzemských bank uloženo 555 mld. CZK. Odliv by se podle nás mohl pohybovat kolem 0,4 % HDP ročně, tedy zhruba 33 mld. CZK v dnešních cenách (více v *Boxu 3*). Z hlediska samotného objemu by nemělo jít o zásadní odliv. Vytváří však tlak na čisté

úrokové výnosy bank. Pro letošní rok očekáváme průměrný růst depozit o 5,5 % a v příštím roce o 5,6 %.

Kreditní impuls v české ekonomice během třetího čtvrtletí významně oslabil



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

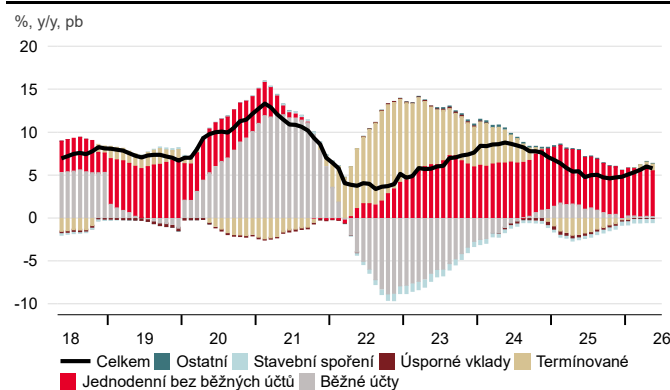
Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (k srpnu 2026) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q2 26).

Míra selhání pokračovala v poklesu, banky však očekávají mírný nárůst úvěrových ztrát v horizontu jednoho roku.

Expandující finanční cyklus zatím nevedl ke zvýšení míry selhání úvěrů

Na pozadí expandujícího finančního cyklu pokračuje pokles podílu nevýkonných úvěrů (NPL), nadále se tak nachází na historicky nejnižších úrovních. Podíl NPL v bankovním sektoru k letošnímu srpnu činil 1,4 %. Podílely se na tom jak sektor domácností, tak i podniků. Nižší podíl NPL reflektuje rychlý růst celkového objemu úvěrů, nadále však odráží také dobrou platební morálku při rostoucím zadlužení, které zejména v případě domácností stále zaostává za předpandemickými hodnotami. K nárůstu míry selhání ale zpravidla dochází spíše v pozdější fázi finančního cyklu. V příštím roce by tak mohl podíl NPL začít mírně narůstat. Pro současné čtvrtletí *Šetření úvěrových podmínek* stále naznačuje mírné zvýšení očekávaných úvěrových ztrát. Zatímco tato očekávání zůstávají stabilní v případě podnikových úvěrů a úvěrů na spotřebu, u úvěrů na bydlení došlo k jejich mírnému zvýšení oproti Q3. Kvalita úvěrového portfolia tuzemských bank však zůstává velmi vysoká z pohledu kreditního rizika.

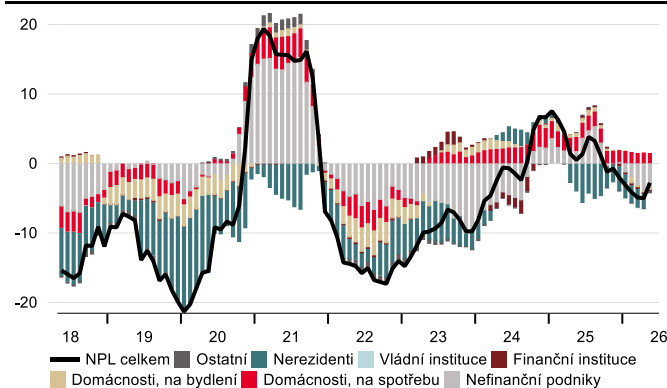
Růst vkladů domácností citelněji zpomalil



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

Pozn.: Jednodenní vklady bez běžných účtů zahrnují i (netermínované) spořicí účty.

Objem úvěrů v selhání meziročně dále klesal (% , y/y, pb)

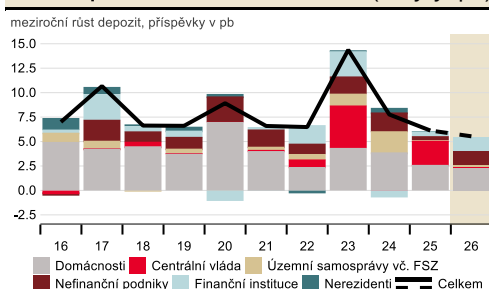


Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 3: Potenciální odliv vkladů samospráv zintenzivňuje tlak na úročení bankovních depozit

Nová možnost zhodnocení prostředků územních samosprávných celků mimo bankovní sektor díky novému spořicímu účtu u ČNB zvyšuje riziko odlivu jejich vkladů z bankovního sektoru. Vzhledem k jejich historicky nízké citlivosti na úrokové sazby je však rozsah potenciálního odlivu značně nejistý. Spíše než konkrétní odhad tak zde představujeme velikost a strukturu daného trhu a citlivostní analýzu potenciálního dopadu. Odliv by podle nás měl primárně dopadat na úrokové výnosy bankovního sektoru a představovat méně významné riziko pro solventnost či regulatorní likviditu.

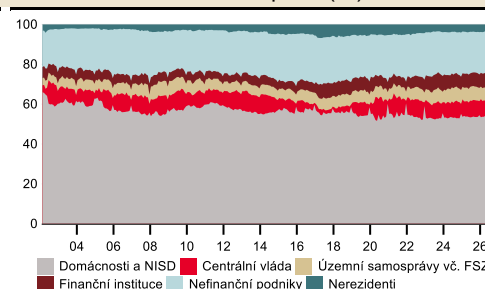
Růst depozit v bankovním sektoru (% , y/y, pb)



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

Pozn.: FSZ = fondy sociálního zabezpečení; data za rok 2026 pouze k srpnu 2026

Struktura bankovních depozit (%)



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

Pozn.: NISD = neziskové instituce sloužící domácnostem

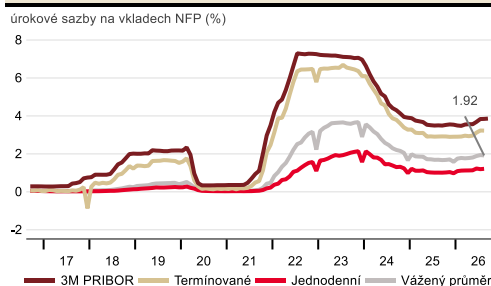
Územní samosprávní celky (ÚSC; bez příspěvkových organizací) dle dat Ministerstva financí (MFČR) měly k červnu 2026 na bankovních účtech (BÚ) prostředky ve výši 523,5 mld. CZK (6 % HDP).⁶ Bankovní statistika ČNB zahrnuje pouze zůstatky místních vládních institucí včetně fondů sociálního zabezpečení (FSZ), jejichž vklady k srpnu 2026 činily 555,4 mld. CZK, což odpovídá 6,9 % celkových vkladů bankovního sektoru. Bankovní statistika ale nezahrnuje informace o samotném objemu vkladů ÚSC či časové struktuře (netermínované vs termínované vklady). Proto kombinujeme data z MFČR a bankovní statistiku ČNB. Dostupná srpnová data z *Monitoru státní pokladny* indikují přibližně 28% podíl termínovaných vkladů (krátkodobých i dlouhodobých) na celku. Praha přitom tvoří zhruba 36 % celkového zůstatku na BÚ a téměř 50 % termínovaných vkladů (TV). Pro zjednodušení předpokládáme, že poměr TV a NTV je v rámci bankovní statistiky ČNB stejný. Pokud použijeme depozitní sazby nefinančních podniků (NFP) v zastoupení, tak vážená průměrná sazba vkladů ÚSC může činit zhruba 1,8 %.⁷ Tomu konkuruje peněžní plnění MFČR ve výši 3,7 %. Atraktivní rozpětí oproti vkladové sazbě představuje významnou motivaci k přesunu depozit ÚSC. Ty však dlouhodobě vykazují nízkou citlivost na úrokové sazby (podobně jako u NFP), což mimo jiné reflektuje i vysoký podíl běžných účtů. Na nízké efektivní úročení úspor obcí a krajů poukazuje i loňská zpráva *Národní rozpočtové rady*.⁸

⁶ Vycházíme z dat MFČR zůstatků na bankovních účtech (BÚ) územních samospráv (kraje, obce a dobrovolné svazky obcí) bez příspěvkových organizací (PO). Data zahrnují termínované vklady, bankovní účty a pokladnu, do stavu se však nezapočítává tzv. *jiný běžný účet*. Data se vzhledem k rozdílné granularitě, sledovaným subjektům a účtům mohou mírně lišit oproti detailním datům z *Monitoru státní pokladny*, které v tomto boxu také využíváme. Bankovní statistiku ČNB a data MFČR nelze plně rekonzilovat.

⁷ Data úrokových sazeb na vkladech jiných sektorů než domácností a nefinančních podniků nejsou v rámci bankovních statistik ČNB k dispozici.

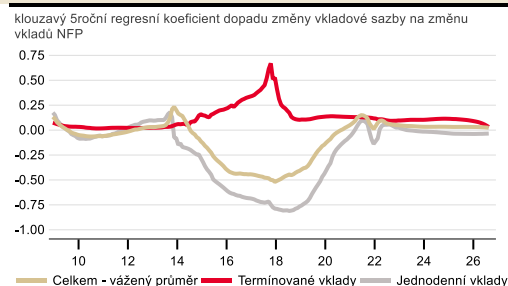
⁸ <https://www.rozpocetovarada.cz/studie-hospodareni-obci-a-kraju-a-uroceni-jejich-uspor/>

Úrokové sazby vkladů nefinančních podniků



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

Citlivost vkladů NFP na změnu úrokové sazby



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

Pozn.: Depozitní beta vysvětluje efekt změny vkladové úrokové sazby na změnu vkladů NFP. Aplikujeme 60měsíční klouzávé okno.

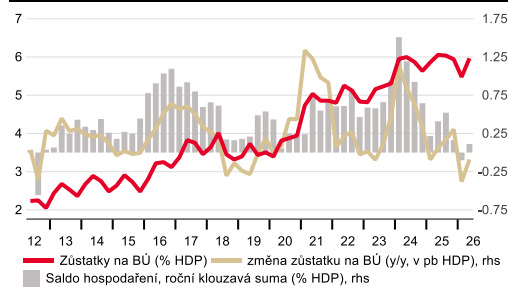
Změny zůstatků na BÚ dominantně reflektují specifické chování ÚSC a jejich tendenci k hromadění prostředků na pozadí zpravidla přebytkového hospodaření, byť s výraznými výkyvy. S ohledem na to modelové odhady na základě historických dat nejsou často schopny identifikovat významný vztah mezi zůstatky ÚSC a úrokovými sazbami. Současný spořicí účet u ČNB s peněžním plněním ve výši 3,7 % a jeho forma navíc nemají obdobu z minulosti. Vzhledem k uvedeným limitacím a ostatním nezachytitelným faktorům (rozsah bankovních služeb či reakce bank) je níže odhadnutý dopad spojen se zvýšenou mírou nejistoty.

Podíl zůstatků na BÚ dle krajů (%)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

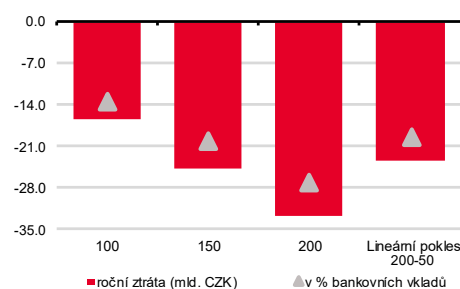
Zůstatky na bankovních účtech ÚSC



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

Na základě modelů typu ARDL identifikujeme statisticky marginálně významný dlouhodobý vztah mezi růstem depozit ÚSC a rozdílem mezibankovní sazby a depozitní sazby ÚSC (dále pouze „rozpětí“). Zároveň ale nenacházíme významný dlouhodobý vztah mezi úrovní depozit a rozpětím. To implikuje, že změna úrokových sazeb nevede k trvalé změně úrovně depozit, vede tak spíše ke zpomalení akumulace na bankovních účtech. Model odhadujeme na základě kvartálních dat zůstatků ÚSC na BÚ, úrokových sazeb vkladů NFP (proxy pro ÚSC), tříměsíční sazby PRIBOR, salda hospodaření ÚSC a růstu HDP. Různé specifikace potvrzují, že krátkodobý vztah mezi úrokovými sazbami a vklady ÚSC je slabý a často statisticky nevýznamný. Potvrzují však dlouhodobý negativní vztah mezi růstem depozit a rozpětím, které lze vnímat jako oportunitní náklad. Odhadujeme, že vyšší rozpětí o 1 pb dlouhodobě snižuje mezičtvrtletní míru zvyšování poměru bankovních depozit a HDP o 0,04 pb. V ročním horizontu to implikuje absenci necelých 0,2 % HDP nebo zhruba 16 mld. CZK v běžných cenách. Bankovní zůstatky ÚSC posledních pět let přitom rostly ročně v průměru o 56 mld. CZK, respektive 0,4 % HDP.

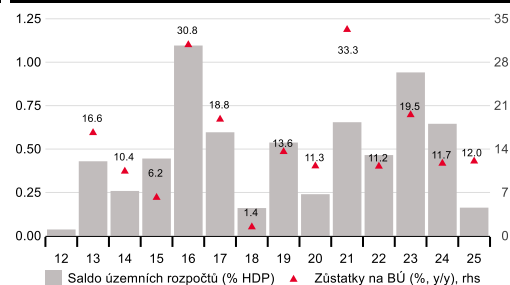
Odhadované dopady „úrokového šoku“



Zdroj: Vlastní výpočty, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: osa x značí velikost „úrokového šoku“ v bb, tj. 100 značí zvýšení rozpětí o 100 bb. Lineární pokles 200-50 značí postupné snižování rozpětí v horizontu jednoho roku z 200 bb na 50 bb. To ilustruje případ, kdy banky postupně zvyšují vkladové sazby a snižují tak rozpětí z 200 bb na 50 bb.

Saldo ÚSC a zůstatky na bankovních účtech



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

Rozdíl mezi námi odhadnutou sazbou vkladů ÚSC a peněžním plněním MFČR činí necelých 200 bb. To by značilo roční výpadek 33 mld. CZK, tedy 0,4 % celkových bankovních depozit a 6 % depozit ÚSC. Rozpětí by se však v průběhu času mohlo zužovat vlivem vyšších depozitních sazeb, což by snižovalo velikost „úrokového šoku“. Nemusí tak jít o trvalý negativní dopad, pokud by se depozitní sazby přizpůsobily. Úrokové rozpětí v modelu navíc představuje oportunitní náklady. Odhadnutý koeficient tak může zčásti reflektovat investice ÚSC, které rovněž působí skrze kanál oportunitních nákladů, a nadhodnocovat odliv.

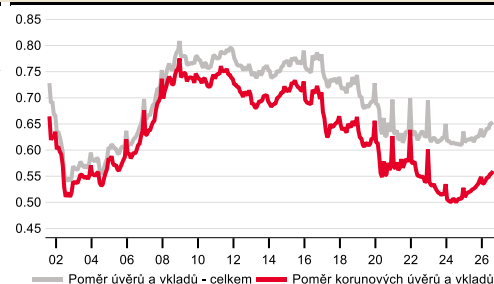
Citlivostní analýza dopadu do NII

Simulace odhadu dopadu odlivu depozit na čisté úrokové výnosy (v % výnosů roku 2025)												
odliv v mld. CZK / % bankovních vkladů místních vládních institucí vč. FSZ												
	1.7	7.2	12.8	18.3	23.9	35.0	46.1	57.2	68.3	79.4	90.5	
0.37	0.3%	1.3%	2.3%	3.3%	4.3%	6.3%	8.3%	10.3%	12.3%	14.3%	16.3%	
1.48	0.01	0.06	0.11	0.15	0.20	0.29	0.39	0.48	0.57	0.67	0.76	0.86
1.58	0.01	0.06	0.11	0.16	0.21	0.31	0.41	0.51	0.61	0.71	0.81	0.91
1.68	0.02	0.07	0.12	0.17	0.23	0.33	0.44	0.54	0.65	0.76	0.86	0.96
1.78	0.02	0.07	0.13	0.18	0.24	0.35	0.46	0.58	0.69	0.80	0.91	1.01
1.88	0.02	0.08	0.14	0.19	0.25	0.37	0.49	0.61	0.73	0.84	0.96	1.07
1.98	0.02	0.08	0.14	0.21	0.27	0.39	0.52	0.64	0.77	0.89	1.01	1.12
2.08	0.02	0.08	0.15	0.22	0.28	0.41	0.54	0.67	0.80	0.93	1.07	1.20
2.18	0.02	0.09	0.16	0.23	0.29	0.43	0.57	0.71	0.84	0.98	1.12	1.26
2.28	0.02	0.09	0.16	0.24	0.31	0.45	0.59	0.74	0.88	1.02	1.16	1.30
2.38	0.02	0.10	0.17	0.25	0.32	0.47	0.62	0.77	0.92	1.07	1.22	1.36
2.48	0.02	0.10	0.18	0.26	0.34	0.49	0.65	0.80	0.96	1.11	1.27	1.42
2.58	0.02	0.11	0.19	0.27	0.35	0.51	0.67	0.84	1.00	1.16	1.32	1.48

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: NII = čisté úrokové výnosy (net interest income)

Poměr vkladů a úvěrů v bankovním sektoru



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

Změna našich předpokladů může zásadně měnit odhad potenciálního odlivu. Odlišný mix TV a NTV může výrazně ovlivnit úrokové rozpětí, resp. úrokovou marži – vyšší podíl TV znamená užší úrokové rozpětí (nižší dopad). Dále rozhoduje reakce bank a hospodaření ÚSC. Zmíněný odliv ve výši 0,4 % celkových bankovních vkladů sice nepředstavuje zásadní objem z pohledu solventnosti a likvidity – bankovní vklady za posledních pět let rostly v průměru 8,4 % ročně a poměr úvěrů a depozit zůstává nízký na 0,65x v srpnu – může však mít nezanedbatelný dopad do čistých úrokových výnosů. Podobně působí odliv depozit domácností v souvislosti s emisí *Dluhopisů Republiky*. Potenciální zjednodušený dopad do čistých úrokových výnosů (vyjádřeno v % ložské hodnoty) simulujeme kombinací odlivu vkladů ÚSC (včetně FSZ) a úrokové marže v citlivostní tabulce výše. Kombinace úrokové marže ve výši 200 bb a 6% odlivu depozit negativně dopadá na NII ve výši 0,4 % ložské hodnoty. Diskutovaný odliv depozit ÚSC a domácností vnímáme především jako tlak na čistou úrokovou marži domácích bank spíše než zásadní riziko pro solventnost a regulační likviditu. A to nejen skrze nižší výnosnost aktiv, ale také s ohledem na případnou větší potřebu velkoobchodního financování vzhledem k závislosti na depozitním financování.

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

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP	reálný, %	0,2	1,1	2,7	1,7	2,3	2,6	2,4	2,3
Inflace	průměr období, %	10,8	2,4	2,5	2,1	3,0	1,7	1,9	2,0
Běžný účet platební bilance	% HDP	-0,1	1,7	0,7	-0,7	-0,2	0,3	0,6	0,8
3M PRIBOR	průměr, %	7,1	5,0	3,6	3,7	4,1	3,4	3,1	3,1
CZK/EUR	průměr	24,0	25,1	24,7	24,3	24,2	23,9	23,7	23,6
CZK/USD	průměr	22,2	23,2	21,9	21,2	21,1	20,1	19,8	19,6

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		27-10-2026	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27	Dec-27
CZK/EUR	konec období	24,3	24,40	24,25	24,10	24,00	24,10
USD/EUR	konec období	1,11	1,10	1,12	1,14	1,16	1,17
CZK/USD	konec období	21,9	22,20	21,65	21,15	20,70	20,60
3M PRIBOR	konec období, %	3,95	4,10	4,10	4,10	4,10	4,15
10Y IRS	konec období, %	5,02	5,10	5,05	4,95	4,85	4,80

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		I-26	II-26	III-26	IV-26	V-26	VI-26	VII-26	VIII-26	IX-26
Inflace (CPI)	%, y/y	1,6	1,4	1,9	2,5	2,1	1,5	1,7	1,9	2,5
Inflace (CPI)	%, m/m	0,9	-0,1	0,6	0,5	0,1	-0,3	0,6	0,3	0,0
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-3,0	-2,9	-1,1	1,0	1,5	1,3	1,6	2,0	3,7
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	-0,7	0,1	1,5	1,4	-0,1	-0,4	0,3	0,4	1,2
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	5,1	5,2	5,0	4,9	4,8	4,8	5,0	5,1	5,0
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	-0,5	1,0	3,9	1,6	-1,4	7,0	0,0	2,7	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	-3,9	-0,5	2,3	1,3	-0,6	7,3	1,4	3,7	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	-1,5	2,8	8,5	8,6	2,1	2,5	-0,1	-1,4	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	18,9	20,8	28,8	7,6	9,9	12,7	-9,7	-5,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	31,3	24,2	11,8	24,6	-26,8	-65,2	-34,2	-17,2	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	42,4	8,4	23,6	39,7	-9,6	-44,0	-6,9	-1,4	n.a.
M2	%, y/y	4,5	4,8	4,8	6,0	5,1	6,1	5,0	5,5	n.a.
Státní rozpočet	mld. CZK (od zač. roku)	32,4	-16,9	-27,6	-106,1	-170,3	-183,6	-176,6	-186,1	-194,5
3M PRIBOR	%, průměr	3,50	3,48	3,55	3,57	3,56	3,69	3,84	3,84	3,86
CZK/EUR	průměr	24,3	24,3	24,4	24,4	24,3	24,2	24,2	24,2	24,3
CZK/USD	průměr	20,7	20,5	21,1	20,9	20,8	21,0	21,2	20,9	21,1

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

Upozornění

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

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

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem 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
 +420 222 008 568
 jan_vejmelek@kb.cz



Ekonomové
Martin Gurtler
 +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



Globální vedoucí výzkumu
Kokou Agbo Bloua
 +44 20 7762 5433
 kokou.agbo-bloua@sgcib.com

VÝZKUM SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – EKONOMIKA



Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky a vedoucí APAC výzkumu
Wei Yao
 +852 2166 4983
 wei.yao@sgcib.com



Eurozóna / Itálie
Michel Martinez
 +33 1 56 37 34 29
 michel.martinez@sgcib.com



ECB / Německo / Španělsko
Anatoli Annenkov
 +44 20 7676 7625
 anatoli.annenkov@sgcib.com



Francie
Fabien Bossy
 +33 1 58 98 28 73
 fabien.bossy@sgcib.com



Velká Británie / Inlace
Sam Cartwright
 +44 20 7762 4506
 sam.cartwright@sgcib.com



Spojené státy
Jan Groen
 +1 212 278 4228
 johannes.groen@sgcib.com



Spojené státy
Tanishka Kapoor
 +1 212 278 4844
 tanishka.kapoor@sgcib.com



Čína a okolí
Michelle Lam
 +852 2166 5721
 michelle.lam@sgcib.com



Indie / Indonésie
Kunal Kumar Kundu
 +91 80673 18266
 kunal.kundu@sgcib.com



Japonsko
Jin Kenzaki
 +81 3-6777-8032
 jin.kenzaki@sgcib.com



Japonsko
Reo Sakida
 +81 3-6777-8711
 reo.sakida@sgcib.com



Latinská Amerika / Tematické analýzy
Dev Ashish
 +91 80673 14381
 dev.ashish@sgcib.com

Výzkumní analytici
Jafer Jang

Lucas Puttre

Nathan Delamare

VÝZKUM SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



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



Sazby
Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
 +33 1 42 13 63 42
 adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



Shakeeb Hulikatti
 +91 80673 14380
 shakeeb.hulikatti@sgcib.com



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



Mathias Kpade
 +33 157294393
 mathias.kpade@socgen.com



Anamika Misra
 +91 80673 10385
 anamika.misra@sgcib.com



Stephen Spratt
 +852 2166 4108
 stephen.spratt@sgcib.com



Anastasiia Tregubova
 +44 20 7676 6901
 anastasiia.tregubova@sgcib.com



Reo Sakida
 +81 3-6777-8711
 reo.sakida@sgcib.com



Ali Khan
 +1 212 278 4515
 ali.khan@sgcib.com



Tanishka Kapoor
 +1 212 278 4844
 tanishka.kapoor@sgcib.com



Měnové kurzy
Vedoucí strategie pro měnové kurzy
Kit Juckes
 +44 20 7676 7972
 kit.juckes@sgcib.com



Stratég pro měnové deriváty
Olivier Korber
 +33 1 42 13 32 88
 olivier.korber@sgcib.com



Rozvíjející se trhy
Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Phoenix Kalen
 +44 20 7676 7305
 phoenix.kalen@sgcib.com



Vedoucí makrostratég pro Asii
Kiyong Seong
 +852 2166 4658
 kiyong.seong@sgcib.com



Makroanalytik pro region CEEMEA
Juan Orts
 +44 20 7676 8210
 juan.orts@sgcib.com



Stratég pro Latinskou Ameriku
Brendan McKenna
 +1 212 278 4746
 brendan.mckenna@sgcib.com



Vedoucí stratég pro region CEEMEA
Marek Drimal
 +44 20 7550 2395
 marek.drimal@sgcib.com



Seniorní EM dluhopisový stratég
Gergely Urmosy
 +44 20 7762 4815
 gergely.urmosy@sgcib.com



Stratég pro rozvíjející se trhy Asie
Galvin Chia
 +852 2166 4791
 galvin.chia@sgcib.com



Stratég pro rozvíjející se trhy
Hajar Boulfoul
 +212 5 20 46 11 57
 hajar.boulfoul@sgcib.com