

## Fiskální politika

## Ozvěny trhu

Napsáno 11. 6. 2025 pro e15.cz



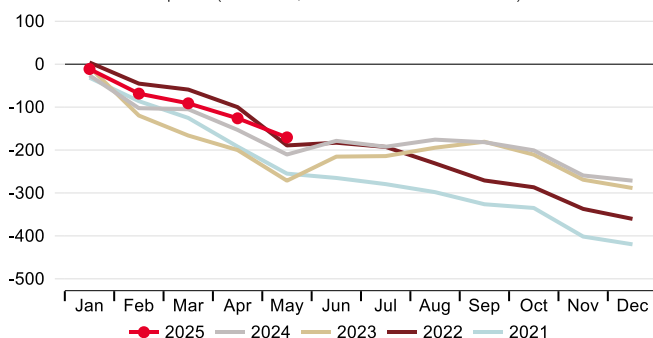
Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Čeká nás další „konsolidační balíček“, nebo rozvolnění fiskálních pravidel?

Na základě průběžného plnění letošního státního rozpočtu, podle kterého schodek na konci května dosáhl 170,5 mld. CZK, zatím nelze jednoznačně určit, zda se podaří splnit plánovaný celoroční deficit ve výši 241 mld. CZK. O něco více napoví červen, který je příjmově tradičně jedním z nejsilnějších měsíců.

### Schodek státního rozpočtu v květnu dosáhl 170,5 mld. CZK

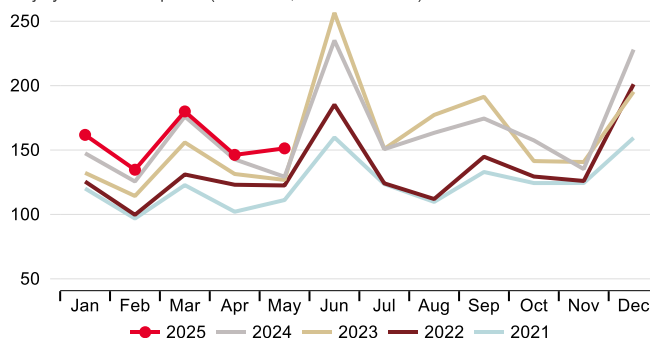
Bilance státního rozpočtu (mld. CZK, kumulace od začátku roku)



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

### Z pohledu příjmů bude důležitý červen

Příjmy státního rozpočtu (mld. CZK, nekumulovaně)



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

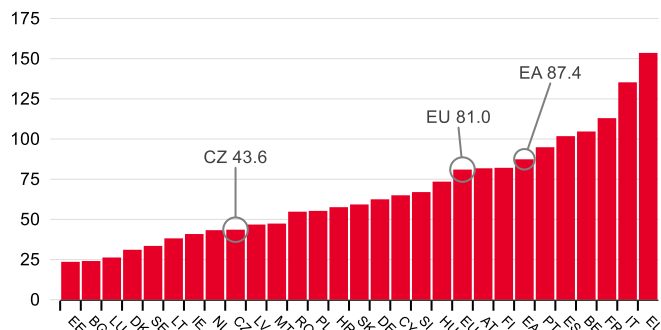
Již nyní je ovšem zřejmé, že rizika jsou nejen pro letošek, ale i v příštích letech, vychýlena ve směru horšího hospodaření státního rozpočtu, než je schváleno, respektive než vyžaduje zákon o rozpočtové odpovědnosti. Ten předepisuje další snížení strukturálního deficitu o 0,5 procentního bodu HDP na maximálně 1,75 procent HDP v roce 2026 a stejné zmírnění schodku je pak v zákoně obsaženo i na rok 2027. Od roku 2028 pak činí strop pro strukturální saldo rovné jedno procento. To mimochodem znamená, že nad rámec úroků ze státního dluhu, které by na celém zmíněném horizontu měly dosahovat kolem 1,4 procenta HDP, by musely být veškeré další výdaje pokryty (hlavně daňovými) příjmy. Jedinou výjimku z pravidel mají nově výdaje na obranu, u kterých se do strukturálního salda nebude započítávat cokoliv nad 2 procenta HDP.

Bez ohledu na konečné tempo navyšování obranných výdajů by se tedy strukturální schodek podle platné legislativy měl v následujících třech letech snížit oproti současnosti o zhruba jeden procentní bod. Pro srovnání - z květnové [fiskální prognózy](#) ministerstva financí vyplývá, že loni, kdy vešla v platnost většina opatření konsolidačního balíčku, se strukturální saldo veřejných financí snížilo meziročně o 0,7 procentního bodu na 1,9 procenta HDP. Podle zmiňovaného dokumentu současně bez dalších konsolidačních opatření strukturální schodek v letech 2027 a 2028 dosáhne 2,1 procenta HDP. Dodejme, že již v příštím roce na příjmové straně vypadne příjem z windfall tax (letos na ní plánuje ministerstvo vybrat 33,6 mld. CZK) a do toho budou dále narůstat výdaje v kapitolách mimo obranu. Obecným negativním rizikem zejména pro

příjmovou stranu je navíc to, že tuzemská ekonomika a mezinárodní obchod mohou již ve druhé polovině letošního roku pocítit dopady nových cel.

### ČR je mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU

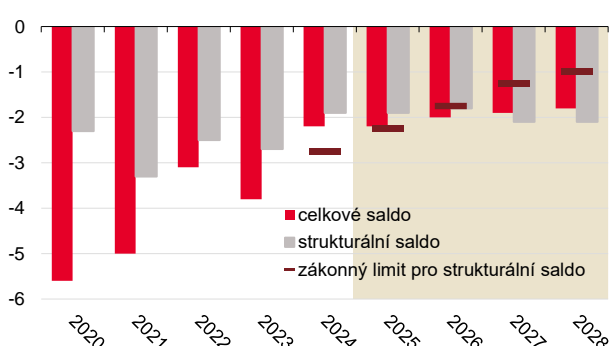
Veřejný dluh v roce 2024 (% HDP)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Bez další konsolidace strukt. deficit překročí zákonný limit

Bilance veřejných financí (% HDP) - fiskální výhled MFČR





Zdroj: Fiskální výhled MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka


Pokud vezmeme v úvahu i to, že ČR je s veřejným dluhem ve výši 43,6 % HDP mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU a evropská fiskální pravidla jsou méně přísná než ta tuzemská, bude pro jakoukoliv příští vládu velmi obtížné v konsolidaci veřejných financí v mantinelech vymezených současnou podobou zákona pokračovat. Vzhledem k načasování voleb navíc nelze vyloučit, že do příštího roku vstoupíme v rozpočtovém provizoriu.


Celkově je pro následující tři roky jisté jedno – buď přijdou další úspory a zvyšování daní (v souhrnu s o něco vyšším dopadem než konsolidační balíček současné vlády), nebo bude muset dojít k rozvolnění českých fiskálních pravidel. Z pohledu investorů do tuzemských státních dluhopisů by bylo užitečné vědět, kterou variantu preferují jednotlivé politické strany. Na finančních trzích totiž více než kde jinde platí, že zvýšená nejistota a riziko mají svou cenu.


**KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM**



**Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu**  
**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
 (420) 222 008 568  
 jan\_vejmelek@kb.cz

**Ekonomové**  

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



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



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


**Finanční trhy**  

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


**Akciový analytik**  

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


**SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM**



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


**Eurozóna**  

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



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


**Velká Británie**  

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



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


**Indie**  

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

**Korea**  

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


**Čína**  

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



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


**Japonsko**  

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


**Latinská Amerika**  

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


**SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY**



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

**Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů**  

**Guy Stear**  
 (33) 1 4113 6399  
 guy.stear@sgcib.com


**Vedoucí strategie sazeb**  

**Adam Kurpiel**  
 (33) 1 4213 6342  
 adam.kurpiel@sgcib.com



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



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



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


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



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


**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  

**Kit Juckes**  
 (44) 20 7676 7972  
 kit.juckes@sgcib.com



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

**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  

**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
 phoenix.kalen@sgcib.com


**Gergely Urmossy**  
 +44 20 7762 4815  
 gergely.urmossy@sgcib.com


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


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


**Vijay Kannan**  
 (91) 701 044 5705  
 vijay.kannan@sgcib.com

## 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 vyplývajícemu 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>.