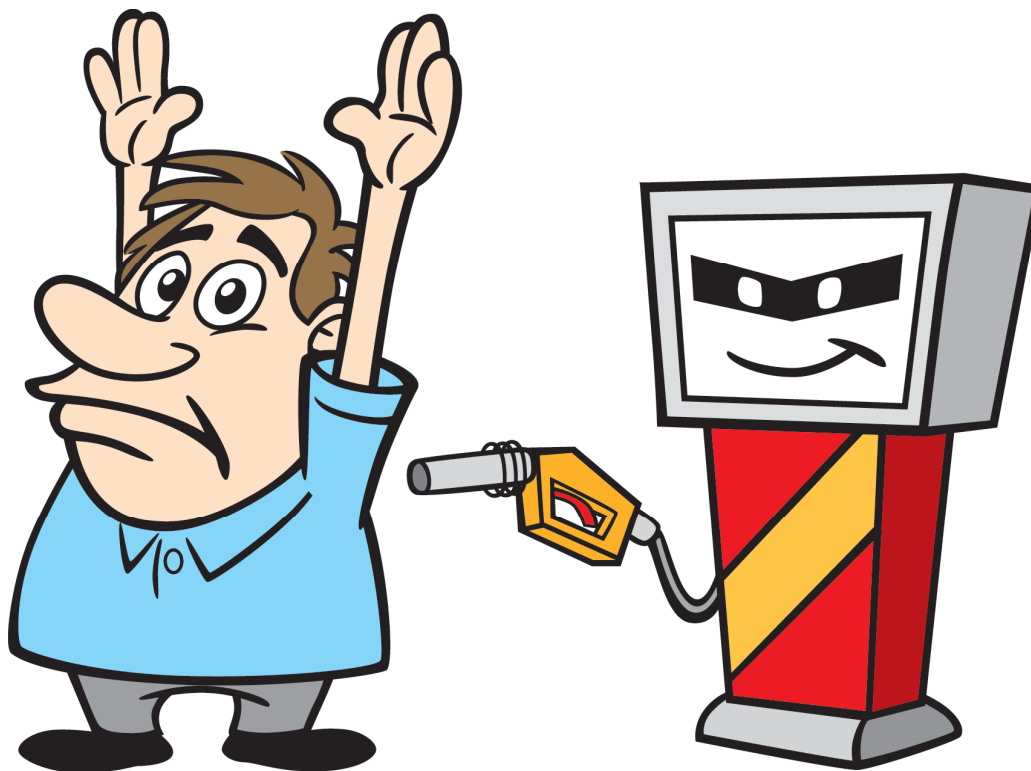


Čtvrtletní zpráva

Ekonomické výhledy

V zajetí geopolitiky



©gettyimages

■ **Ekonomika zůstane navzdory energetickému šoku odolná** Zatímco pro letošní rok předpovídáme mírné zpomalení tuzemského hospodářského růstu na 2,3 %, v roce příštím již očekáváme opětovné zrychlení na 2,8 %. Růst HDP by měl být v obou letech nadále tažen hlavně domácí poptávkou, zahrnující spotřebu a investice, stejně tak i expanzivní fiskální politikou.

■ **Inflace vlivem dražších energií postupně poroste ke 3 %** V letošním roce by podle nás měla v průměru činit 2,2 % a v tom příštím vzrůst na 2,7 % s tím, jak se vyšší ceny pohonných hmot i dalších energií budou propisovat do ostatních cen v ekonomice. Po velkou část let 2026 a 2027 celková i jádrová inflace zůstanou v horní polovině tolerančního pásma ČNB.

■ **ČNB bude nejspíše držet sazby beze změny, jejich zvýšení ale vyloučit nelze** Centrální banka se nachází v příznivé pozici, když úrokové sazby jsou stále mírně restriktivní a koruna zůstává silná. Námi očekávaná robustní domácí poptávka a výrazná fiskální expanze v kontextu dopadů dražších energií však vychylují rizika ve prospěch vyšší inflace i sazeb ČNB.

■ **Tržní sazby zůstanou zvýšené** Krátký konec křivky korunových úrokových sazeb bude o něco níže tlačit neměnnost měnové politiky ČNB na pozadí námi předpokládané postupné deeskalace blízkovýchodního konfliktu. Delší konec křivky by měl zůstat na zvýšených úrovních vlivem zrychlení pozorované inflace a dopadů uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí.

■ **Koruna odolává, vyhráno ale není** Česká koruna na konflikt na Blízkém východě dosud reagovala mírně. Tlak na její oslabení se však podle nás ještě může vrátit. Příživovat by jej měla nejen zvýšená nejistota a zhoršení vnější bilance české ekonomiky, ale také zúžení úrokového diferenciálu na pozadí utažení měnové politiky ECB a stability sazeb ČNB.



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

Staglační déjà vu? Spíše to vypadá na light verzi

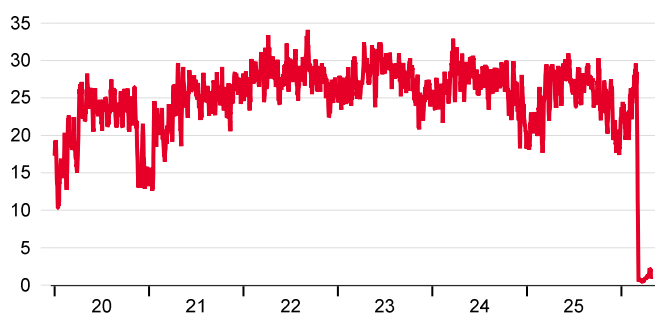


Jan Vejmelek
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ještě před třemi měsíci jsme do letošního roku vstupovali s opatrným optimismem. Tomu odpovídal i hlavní titulok zimního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky – *Ekonomika zařazuje vyšší rychlost*. Růstová dynamika české ekonomiky na přelomu let 2025 a 2026 skutečně patřila k nejsilnějším v evropském kontextu, a to při relativně stabilní inflaci. Celková meziroční inflace se v únoru snížila až na 1,4 %, přestože její jádrová složka zůstávala zvýšená. V kombinaci s očekávaným fiskálním stimulem doma i v zahraničí jsme tehdy předpokládali, že svižné tempo růstu by se mohlo udržet i v průběhu roku 2026.

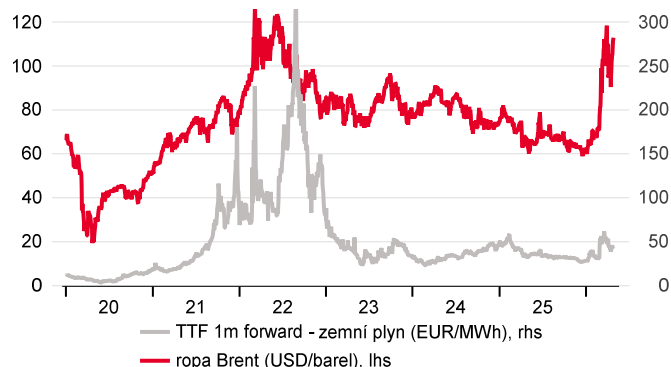
Dopravní aktivita v Hormuzském průlivu spadla na minimum

Týdenní objem obchodu přes Hormuzský průliv (v mil. tun)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

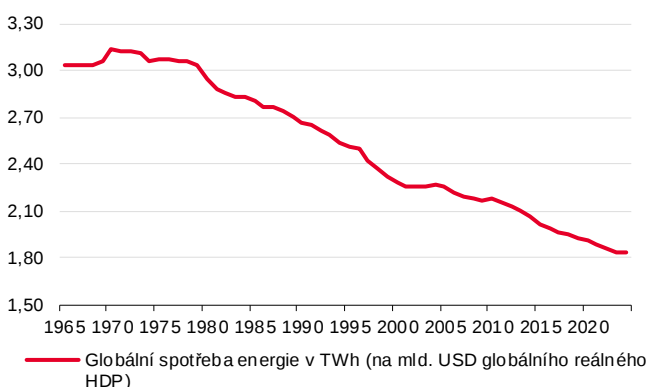
Ceny energetických komodit výrazně stouply



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

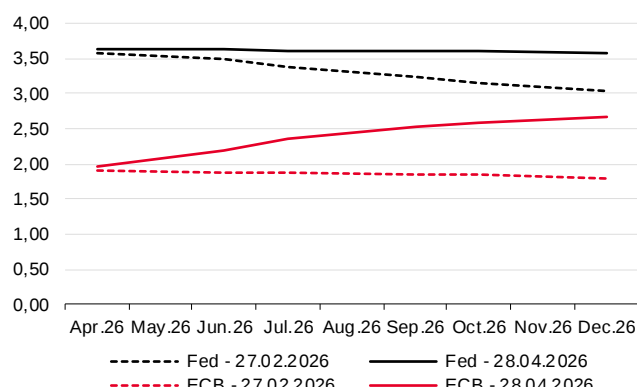
Jak významný je pro současný ropný šok kvůli konfliktu v Íránu? Zkušenosti z let 2022 a 2023 představují významnou výhodu. Energetická náročnost produkce se v čase snižuje, a to jak v české, tak i globální ekonomice, zejména pokud jde o ropu. Zároveň platí, že do letošního roku vstupovala světová ekonomika s relativně robustním růstem, expanzivně nastavenými fiskálními politikami a inflací v blízkosti cílů centrálních bank, byť při nadále zvýšené jádrové inflaci. Poučeny z předchozí inflační epizody jsou rovněž centrální banky, které nyní nebudou chtít podcenit riziko sekundárních inflačních dopadů energetického šoku.

Globální energetická náročnost výroby dlouhodobě klesá



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Statistical Review of World Energy

Finanční trhy razantně přehodnotily očekávané politiky centrálních bank (implikované klíčové sazby, v %)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

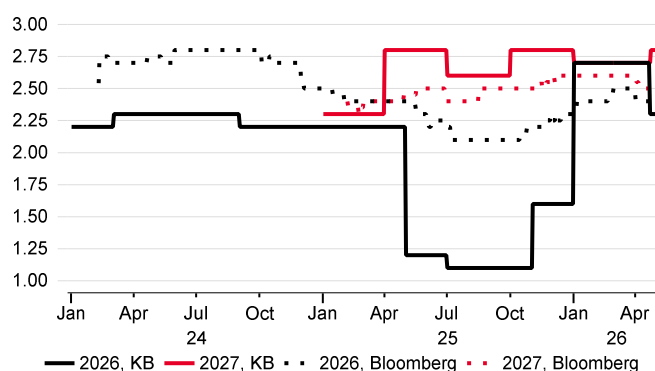
Poučení, které poslední inflační vlna přinesla, se plně promítlo do finančních trhů. Peněžní trhy výrazně přecenily své předpoklady ohledně dalšího směřování měnových politik. V případě Fedu prakticky zmizela očekávání letošního snižování úrokových sazeb, zatímco u ECB trh nově počítá s jejich zvýšením ještě v letošním roce. Obdobně razantní posun na trhu nastal i u České národní banky – původně očekávané uvolňování měnové politiky nyní nahrazuje scénář jejího opětovného utahování.

Kvantifikace dopadů současného energetického šoku na českou ekonomiku je mimořádně obtížná, a to zejména vzhledem k rychle se měnící geopolitické situaci. Právě proto jsme se k tomuto klíčovému tématu rozhodli připravit několik analytických boxů, které rozpracovávají jednotlivé přenosové kanály a strukturální souvislosti současného vývoje.

1. Jak ukazuje box Jany Steckerové (Box 1), **ekonomiky středoevropského regionu dnes čelí globálním šokům v podstatně lepší kondici než v minulosti.** Rostoucí význam sektoru služeb, zejména ICT, spolu s dynamickým rozvojem investic souvisejících s umělou inteligencí postupně snižují závislost regionu na průmyslovém cyklu a současně i jeho energetickou náročnost. Robustní exporty služeb tak působí jako stabilizační prvek v prostředí zvýšené geopolitické i cenové nejistoty.
2. Detailnější pohled na inflační kanály přináší box Martina Gürtlera (Box 2), který se zaměřuje na **vliv ropného šoku na strukturu české inflace.** Analýza ukazuje, že přímý dopad dražších pohonných hmot na inflaci je omezený kvůli jejich relativně malé váze ve spotřebním koši. Hlavní riziko spočívá v nepřímých a zpožděných efektech, které se s odstupem promítají do cen dopravy, potravin, regulovaných cen a v neposlední řadě do jádrové inflace. Tyto sekundární dopady jsou z hlediska měnové politiky klíčové, neboť mohou vést k nárůstu inflačních očekávání.
3. **Makroekonomické souvislosti ropného šoku v podmínkách malé otevřené ekonomiky** pak rozpracovává box Jaromíra Gece (Box 3). Na základě modelových simulací ukazuje, že negativní dopad ropného šoku do reálné ekonomické aktivity je sice znatelný, avšak slabší než dopad do inflace. Trvalejší zvýšení cen ropy se tak projevuje především vyšší inflací, tlakem na oslabení měny a postupným zpřísněním finančních podmínek, přičemž reakce centrální banky bývá vzhledem k nabídkovému charakteru šoku zpožděná a obezřetná. Skutečné dopady však pravděpodobně budou oproti modelovým simulacím méně výrazné, hlavně s ohledem na klesající energetickou intenzitu tuzemské ekonomiky. Roli sehraje i stále relativně silná koruna.

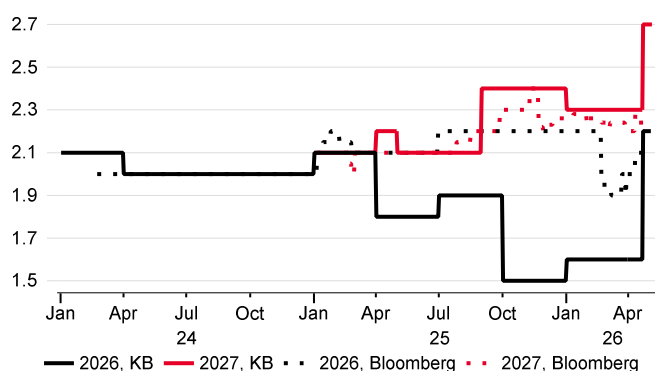
Souhrnně lze říci, že **současná situace sice přináší stagflační rizika.** Zároveň ale platí, že jak struktura české ekonomiky, tak reakční funkce hospodářských politik jsou dnes ve srovnání s minulostí výrazně robustnější. Klíčovým testem pro nadcházející čtvrtletí bude, zda se podaří zabránit přelití nákladového šoku do dlouhodobých inflačních očekávání a mezd.

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změny v makroekonomické prognóze Komerční banky tak stávající stagflační šok reflektují, celkové zvýšení letošní očekávané inflace, a naopak snížení předpokládaného růstu HDP pro letošní rok, ale nejsou nijak dramatické. Průměrnou inflaci pro rok 2026

jsme zvýšili z lednových 1,6 % na aktuálních 2,2 %, což v podstatě odpovídá tržnímu konsensu. Výrazněji se energetický šok na celoročním čísle inflace projeví až v roce 2027, kdy ji předpokládáme na 2,7 %; oproti tržnímu očekávání se tak v příštím roce obáváme vyšších inflačních tlaků. Právě kvůli tomu jsme odložili pokles úrokových sazeb ČNB k neutrálním úrovním až na rok 2028. Nejistota související s konfliktem na Blízkém východě se pak v reálné ekonomice promítne v letošním roce o něco slabší růstovou dynamikou (2,3 % po 2,7 % předpokládaných před čtvrt rokem). Pro rok 2027 jsme růst pouze nepatrně zvedli na 2,8 % (z 2,7 %). Ve srovnání s tržním konsensem jsme mírnými optimisty.

Přes současnou nejistotu na straně geopolitiky, i pokud jde o turbulentní vývoj energetických komodit, aktuálně neočekáváme opakování krize let 2022-23. Přeji Vám tedy příjemné čtení jarního vydání *Ekonomických výhledů* Komerční banky!

Obsah

Vnější prostředí a předpoklady prognózy.....	6
Box 1: CEE region - odolnost, strukturální změny, silný sektor služeb, AI boom.....	10
Makroekonomická prognóza.....	12
Box 2: Vliv ropného šoku na strukturu české inflace.....	19
Měnová politika	22
Fiskální politika	24
Box 3: Ropný šok - Česká ekonomika je odolnější než dříve	27
Tabulka prognózy.....	31
Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy	32
Korunový devizový trh.....	37
Bankovní sektor	40
Klíčové ekonomické ukazatele.....	45

Vnější prostředí a předpoklady prognózy



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

Ekonomika USA i eurozóny zůstává odolná

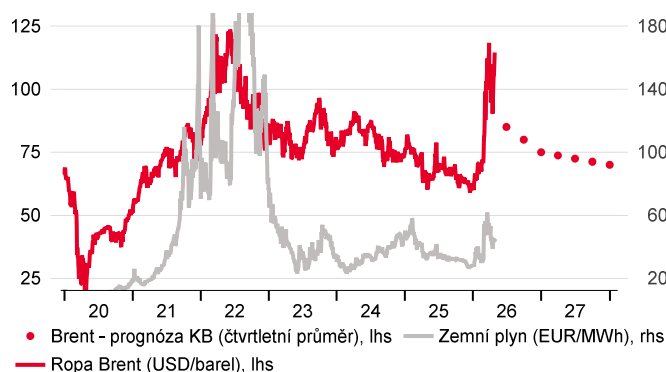
Navzdory stávajícímu energetickému šoku, vyhlídky pro ekonomiku Spojených států, eurozóny i středoevropského regionu zůstávají relativně příznivé. USA budou v první polovině roku těžit z fiskálního impulsu a silné spotřeby domácností. Eurozóna pak může spoléhat na německý fiskální balíček, peníze z fondů EU, nadměrné úspory domácností a rozjiždějící se investice do AI. Stávající energetická krize ji navíc zastihla v mnohem lepší kondici, když její energetická náročnost je podstatně nižší, než tomu bylo před válkou na Ukrajině. V důsledku vývoje cen ropy však inflace v eurozóně v dubnu překročí tři procenta, přičemž zvýšená nad 2 % y/y zůstává i její jádrová složka. ECB tak podle naší prognózy zareaguje dvojnásobným zvýšením úrokových sazeb o 25 bb, a to v červnu a září. Oproti tomu Fed ponechá letos sazby beze změny.

Prognóza je významně ovlivněna ropným šokem.

Prognóza vnějšího prostředí i domácí ekonomiky je významně ovlivněna aktuálním ropným šokem způsobeným válkou na Blízkém východě. Současná krize je považována za největší zásah do dodávek ropy v historii. Podle odhadů ropné dodávky zemí OPEC v březnu ve srovnání s obdobím před krizí poklesly přibližně o 42 %, v dubnu bude situace podobná. Náš základní scénář předpokládá, že se produkce začne normalizovat v květnu, nicméně plně bude obnovena až za zhruba devět měsíců, což odpovídá zkušenostem z minulých krizí na Blízkém východě. Ceny ropy se tak budou postupně normalizovat, čemuž odpovídá i sklon futures křivky ropy Brent.

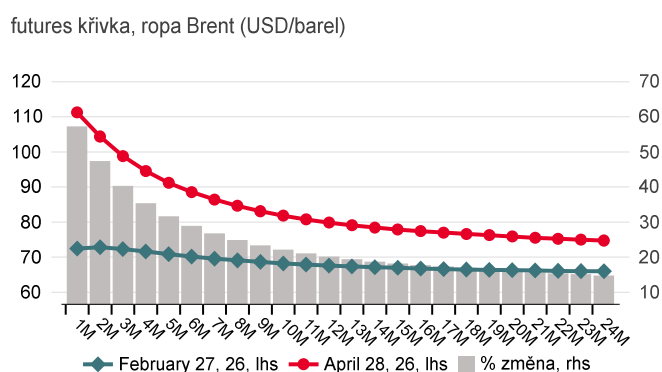
Hlavním rizikovým scénářem je, že se konflikt na Blízkém východě bude dále protahovat, což povede k trvale vysokým cenám ropy a rozsáhlejšímu narušení globálních dodavatelských řetězců. To zvyšuje riziko inflačních dopadů, poklesu poptávky a negativních dopadů na globální růst. Ačkoli některé země zlepšily svou odolnost a diverzifikovaly zdroje energie (včetně eurozóny a středoevropského regionu), nepříznivé dopady cenové volatility zůstávají významné a doba trvání šoku v dodávkách je minimálně stejně důležitá jako jeho rozsah.

Ceny ropy i plynu dosahují několikaletého maxima



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Futures křivka ropy Brent má klesající sklon



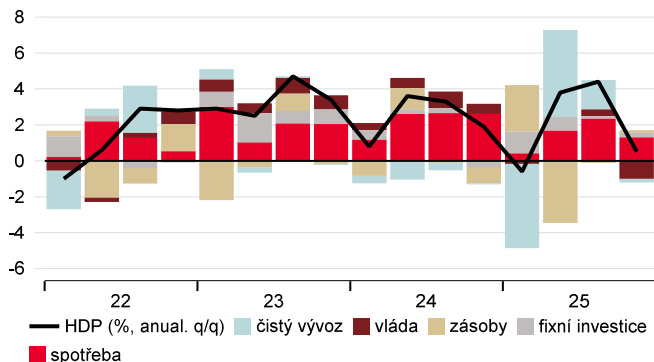
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

USA: úrokové sazby Fedu zůstanou letos beze změny

Navzdory obchodním válkám i vysokým cenám komodit zůstává výhled pro ekonomiku Spojených států příznivý. Podporuje ho silná spotřeba domácností a výrazný fiskální stimul vyplývající z „Velkého krásného zákona“ Donalda Trumpa. Růst HDP by tak v letošním roce měl dosáhnout 2,5 % s tím, že nejsilnější bude v jeho první polovině a poté bude postupně

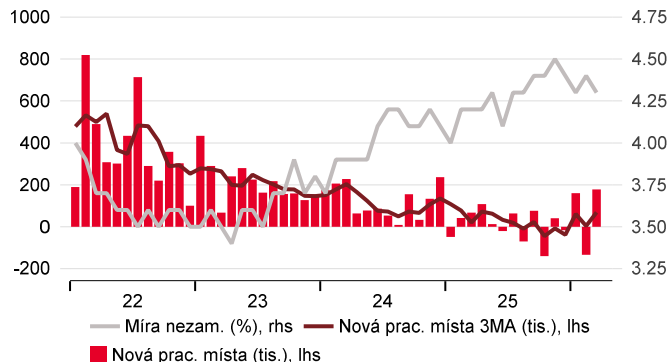
slábnout směrem k 1,8 % v příštím roce, tak jak vliv fiskálního impulsu bude vyprchávat. Trh práce by měl být stabilní, a to jak z pohledu tvorby nových pracovních míst, tak i míry nezaměstnanosti. Mzdový růst by se přitom měl pohybovat kolem 4 %.

USA: Ekonomika se zatím drží v relativně dobré kondici



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Trh práce by se měl stabilizovat

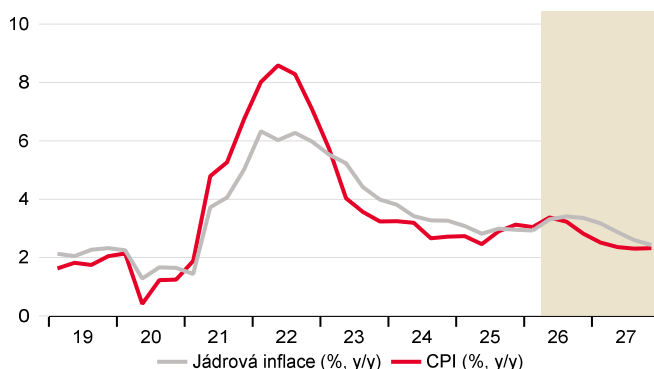


Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflace se letos na cíl nevrátí, Fed ponechá sazby beze změny.

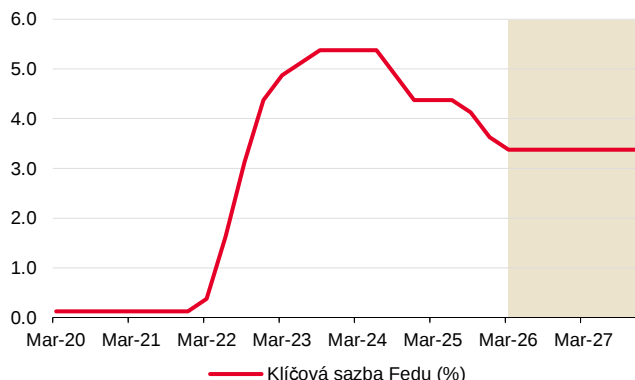
Inflace se ve Spojených státech drží nad cílem Fedu. V březnu dosáhla 3,3 % meziročně, její jádrová složka pak 2,6 %. Významně zvýšený zůstává i preferovaný inflační indikátor americké centrální banky – deflátor soukromé spotřeby (PCE). Ten v březnu podle našeho odhadu dosáhl úrovně 3,8 % y/y. V nadcházejících měsících se bude podle našeho odhadu vracet ke 3 %, cíle americké centrální banky tak v letošním roce nedosáhne. Fed podle našeho odhadu ve zbytku letošního roku ponechá úrokové sazby beze změny na stávající úrovni 3,50 -3,75 %. Prostor pro další uvolnění měnových podmínek vidíme až v roce 2027, kdy bude jasnější, že inflační tlaky slábnou. Hlavním rizikem pro náš scénář je setrvání cen ropy na vyšších úrovních po delší období. Zároveň je ale třeba dodat, že USA jsou čistým vývozcem ropy i zemního plynu, přičemž v průběhu letošního prvního pololetí bude silně působit fiskální impuls. Dopad vyšších cen energií na reálnou ekonomiku tak bude limitovaný.

USA: Inflace zůstává zvýšená (% y/y)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Očekávaný vývoj sazeb Fedu (% efektivní sazba)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

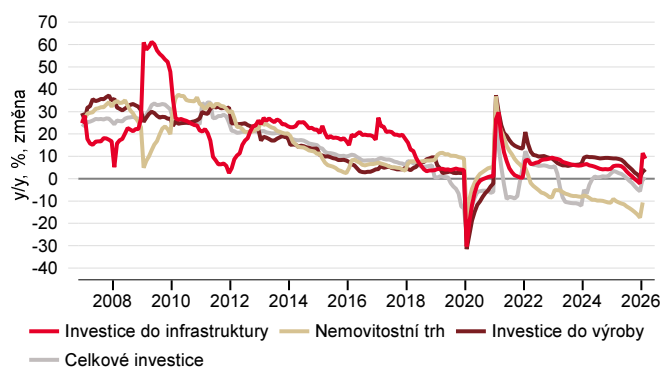
Čína: ekonomiku táhnou exporty

Čínská ekonomika by v letošním roce měla podle našeho odhadu vzrůst o 4,7 %, přičemž hlavním tahounem by měly zůstat čisté exporty. Vývoz těží z vysoké konkurenceschopnosti čínského zpracovatelského průmyslu, a to především v high tech segmentech (elektromobilita, bateriová technologie, obnovitelné zdroje), a z boomu AI, kdy podíl exportů souvisejících s umělou inteligencí dosahuje již dvaceti procent. Naproti tomu

Vývozy rostou, domácí poptávka je slabá.

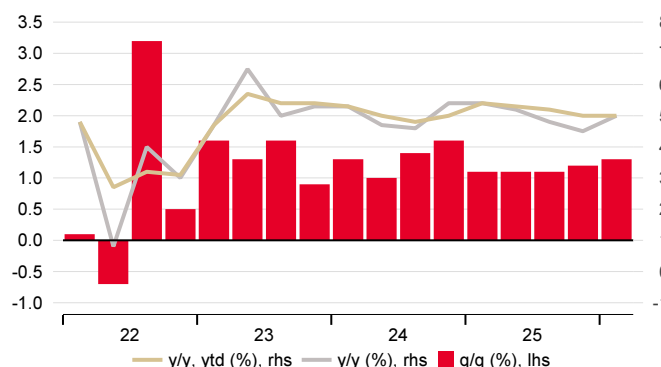
domácí poptávka zůstává slabá. Spotřebu i investice brzdí pokračující korekce na realitním trhu, nízká důvěra domácností a relativně slabý trh práce. Oživení spotřeby je tedy křehké a pouze pozvolné, což odpovídá i méně ambicióznímu oficiálnímu růstovému cíli vlády (4,5-5 %).

Čínské investice: Oživení je pouze pozvolné



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Růst čínského HDP (%)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Prostor pro uvolnění měnových podmínek je omezený.

Deflační tlaky v Číně podle našeho názoru již dosáhly svého dna, avšak oživení cenového růstu bude pomalé. Ceny v průmyslu by měly těžit z lepší poptávky, omezení nadměrné konkurence („*anti involution*“ politika) a vyšších cen komodit. Přenos do spotřebitelských cen bude nicméně utlumený kvůli slabé poptávce a poklesu cen nemovitostí. Prostor pro uvolnění úrokových sazeb má centrální banka omezený. Jeho účinek by navíc v prostředí převisu nabídky byl diskutabilní. V letošním roce tak očekáváme maximálně jedno snížení úrokových sazeb, přičemž větší roli budou hrát cílené nástroje (podpora technologií, zelených investic a SME, nákupy vládních dluhopisů). Expanze fiskální politiky zůstává umírněná a nadále upřednostňuje investice před podporou spotřeby, což znamená, že strukturální rebalancování směrem ke spotřebě bude pokračovat jen velmi pozvolna.

Eurozóna v relativně dobré kondici

Inflace v eurozóně v dubnu překročila tři procenta.

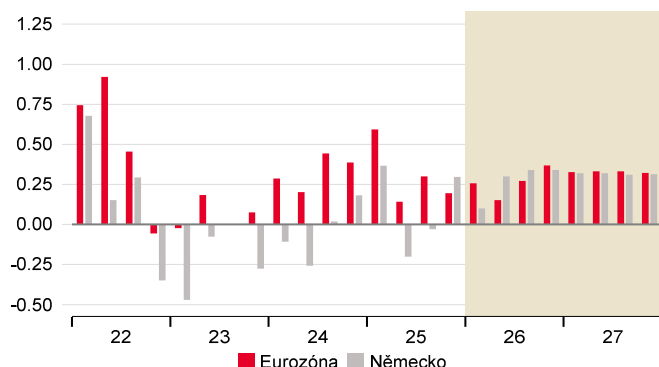
Ani eurozóna se nevyhne dopadům aktuálního energetického šoku. Vstupuje do něho ale ve výrazně lepší kondici, než tomu bylo během energetické krize z roku 2022. Dovoz energií do EU je v současné době poblíž historicky nejnižších úrovní, když dosahuje 1,6 % HDP. Aby došlo k šoku srovnatelnému s lety 2021, musela by se cena ropy vyšplhat nad 150 dolarů a tam nějakou dobu setrvat.

Náš scénář počítá s tím, že konflikt během několika týdnů skončí a cena ropy se bude postupně snižovat. I tak jsme ale náš výhled pro inflaci museli podstatně zvýšit. Celková inflace podle našeho odhadu dosáhne v květnu 3,5 %, kde setrvá až do dubna příštího roku. Poté by měla klesnout zpět na 2,4 % a na této úrovni zůstat do konce roku 2027. Její jádrová složka podle nás zrychlí ze stávajících 2,4 % y/y na 2,8 % y/y v Q1 příštího roku, poté by se měla vrátit zpět k úrovni 2,5 %.

ECB letos zvýší úrokové sazby dvakrát.

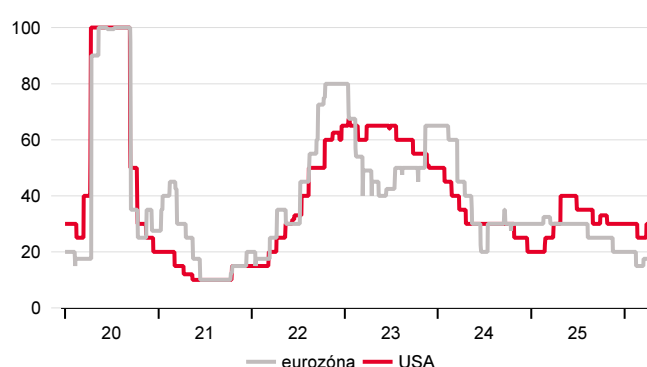
Vzhledem ke zvýšené jádrové inflaci předpokládáme, že se ECB bude snažit předejít riziku jejího dalšího růstu. Očekáváme tedy dvojí zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů, konkrétně v červnu a září letošního roku. Tím by se depozitní sazba dostala k horní hraně pásma, kde ECB odhaduje její neutrální úroveň. Slabý dopad snížení úrokových sazeb do hospodářského růstu a finančních podmínek či větší průsak vyšších cen energií do ostatních cenových okruhů či mzdového růstu by mohly přimět ECB k razantnějšímu utažení měnových podmínek. S tím ale náš základní scénář nepočítá. Ten naopak vychází z toho, že evropská ekonomika se prozatím zdá být poměrně odolná.

Tempo růstu HDP v eurozóně a Německu (% , q/q)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

Pravděpodobnost recese v ročním horizontu (v %)

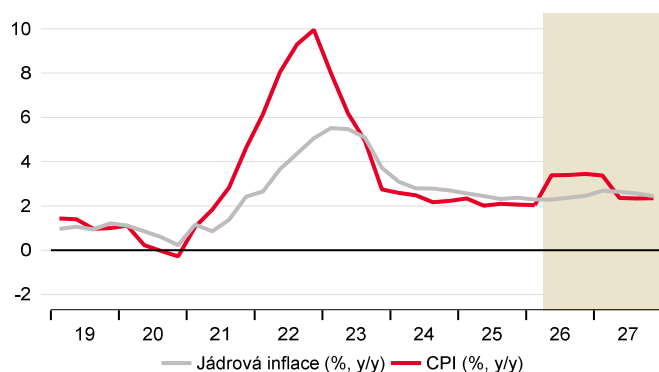


Zdroj: Macrobond, Bloomberg konsensus, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

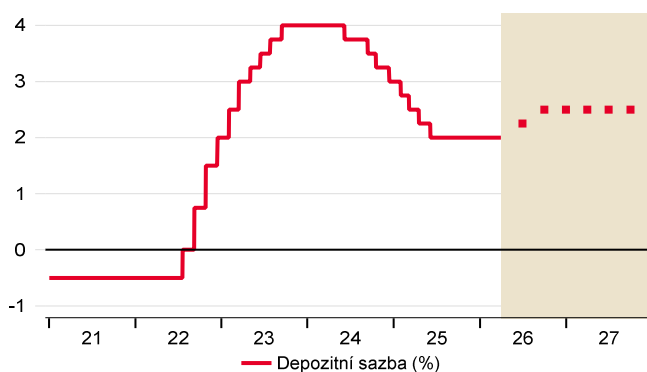
Dopady aktuálního energetického šoku do HDP odhadujeme na 0,2 – 0,3 pb. Jeho dynamika by tak v letošním roce měl dosáhnout 0,9 %, v příštím roce pak 1,3 %. Ekonomický růst by měla podpořit silná soukromá spotřeba, oživení na trhu nemovitostí a čerpání prostředků z fondů NextGenerationEU (NGEU) i investice spojené s AI. Domácnosti navíc disponují vysokými úsporami, nezaměstnanost je historicky nízká, mzdový růst zůstává robustní. Významnou roli sehraje i německý fiskální balíček. Ten povede ke zvýšení německého deficitu veřejných financí z 2,7 % HDP v loňském roce až na 4,3 % v roce letošním. Stávající energetická krize bude pro německou vládu impulzem, aby plánovaná opatření implementovala s ještě větším úsilím. Po třech letech útlu tak německou ekonomiku podle našeho odhadu v letošním roce čeká výraznější oživení. Dynamiku HDP odhadujeme pro letošek na 0,6 % (nsa) a 1,3 % pro rok 2027.

Inflace v eurozóně se dočasně dostane nad tři procenta



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

ECB zvýší úrokové sazby celkem dvakrát (depo sazba, %)



Zdroj: Macrobond, SG Cross Asset Research/Economics

V Polsku zůstanou úrokové sazby beze změny.

Středoevropský region: vyhlídky jsou příznivé

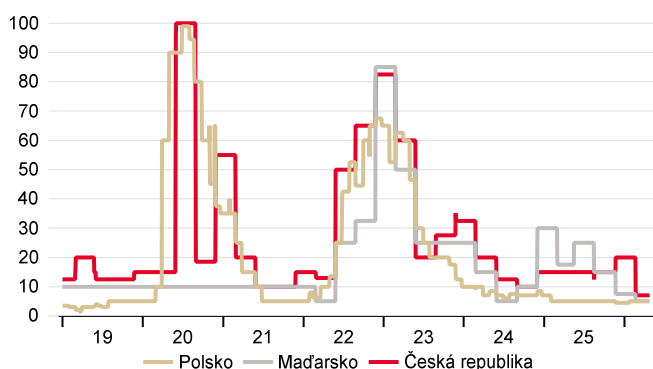
Stejně jako eurozóna i země středoevropského regionu vstoupily do současného energetického šoku za výrazně lepších podmínek, než tomu bylo v letech 2022. Inflace je podstatně nižší, než tomu bylo před invazí na Ukrajinu, sazby centrálních bank jsou vyšší než inflace, takže působí restriktivně, nezaměstnanost v regionu mírně vzrostla, takže prostor pro mzdový růst je nyní omezenější, než tomu bylo před pěti lety. Stávající šok je navíc menší co do cenového růstu i přerušení dodávek. Polská vláda navíc přistoupila k zastropování cen pohonných hmot, což by dopad mělo dále tlumit. Inflace v Polsku se tak bude podle našeho odhadu ve zbytku letošního roku pohybovat v rámci tolerančního pásma centrální banky. Očekáváme proto, že úrokové sazby zůstanou beze změny na stávajících 3,75 %. Polskému

zlotému bude i nadále nahrávat dobrá kondice tamní ekonomiky, případné prodeje EUR ze strany ministerstva financí na devizovém trhu i příliv dodatečných peněz z fondů EU v rámci programu na obranu (SAFE, 6,5 mld. EUR).

Maďarsku se blýská na lepší časy.

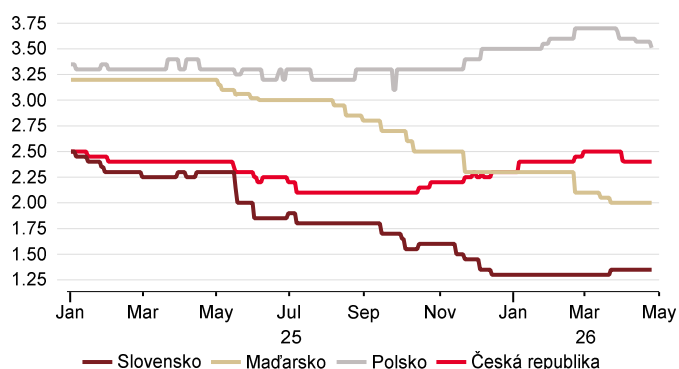
Klíčovou událostí v Maďarsku bylo vítězství opoziční strany Tisza, která ukončila 16leté kontinuální období vlády Viktora Orbána, když v tamním parlamentu získala ústavní většinu. Její vítězství by mělo vést k rozmrazení EU fondů, kdy k jejich první polovině by mělo Maďarsko získat přístup již ve druhém čtvrtletí letošního roku. Maďarský forint reagoval na volební výsledky posílením o 3 %, zatímco výnosy desetiletého vládního dluhopisu krátce klesly o více než 140 bb na nejnižší úroveň od počátku roku 2024. Kurz forintu by se podle našeho odhadu měl ve střednědobém horizontu držet v pásmu 340–350 HUF/EUR, přičemž výnosy dluhopisů by měly konvergovat k těm polským. Centrální banka vzhledem k silnějšímu domácímu kurzu a inflaci v tolerančním pásmu pravděpodobně obnoví cyklus snižování úrokových sazeb. Uvolnění měnových podmínek o 25 bb očekáváme na zářijovém a prosincovém zasedání, dále pak v březnu 2027, čímž by se klíčová sazba dostala na úroveň 5,5 %.

Pravděpodobnost recese v ročním horizontu (v %)



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

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



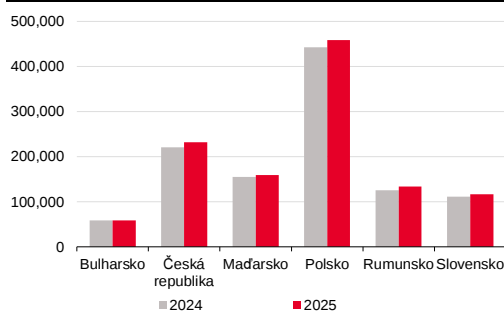
Zdroj: Macrobond, Bloomberg konsensus, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 1: CEE region – odolnost, strukturální změny, silný sektor služeb, AI boom

Navzdory výzvě, kterým musel středoevropský region v loňském roce i prvních měsících tohoto letošního čelit, zůstal velmi odolný. Díky rostoucímu podílu služeb na hrubé přidané hodnotě, robustním exportům ICT služeb a akceleraci investic spojených s umělou inteligencí jsou ekonomiky středoevropského regionu globálním šokům schopny lépe odolávat.

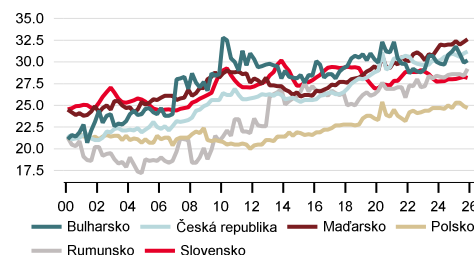
Objem exportů zboží a služeb v nominálním vyjádření v loňském roce dokonce předčil u většiny zemí výsledky roku 2024, a to obchodním válkám navzdory. Vysvětlení stojí ve změně struktury exportů. Zatímco vývoz zboží se potýkal s potížemi, v případě služeb rostl, stejně jako jejich podíl na hrubé přidané hodnotě (HPH). Přestože průmysl stále zůstává pro země středoevropského regionu klíčový, jeho podíl na HDP klesá, což s sebou přináší pokles energetické náročnosti a tím i zranitelnosti regionu.

Exporty zboží a služeb zůstaly odolné (mil. EUR, v nominálním vyjádření)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Tržní služby (podíl na HPH v %)

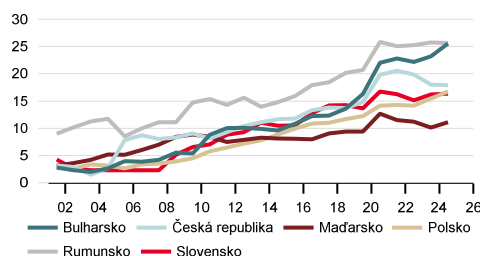


Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektor služeb v oblasti ICT, který zahrnuje vývoj softwaru, cloudové služby, kybernetickou bezpečnost a další digitální technologie, je jednoznačně nejvýkonnějším odvětvím. Patří nyní k nejrychleji rostoucím složkám celkového exportu a pomáhá vyrovnávat výkyvy v tradičních výrobních sektorech. V některých zemích již tvoří čtvrtinu exportu služeb.

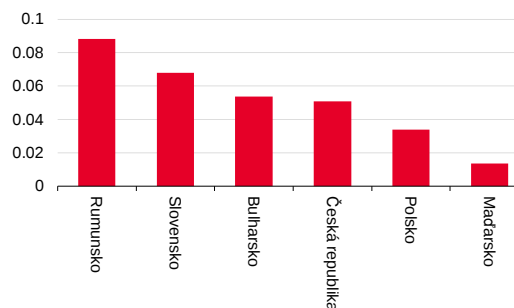
Rychlý růst investic souvisejících s umělou inteligencí (AI) představuje další nově vznikající pilíř. Toky kapitálu do start-upů v oblasti AI, automatizačních technologií a společností budujících datovou infrastrukturu výrazně vzrostly. Přestože absolutní objemy investic zůstávají nižší než v západní Evropě, tempo růstu je pozoruhodné. Všechny zmíněné faktory přispívají k tomu, že je nyní region odolnější, než tomu bylo v minulosti.

Vývoz ICT služeb (% celkového vývozu služeb)



Zdroj: Světová banka, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Venture kapitál do AI (2022-2025, podíl na HDP, %)*



Zdroj: OECD.AI, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *úhm za roky 2022-2025, HDP 2025

Jana Steckerova
(420) 222 008 524
Jana_Steckerova@kb.cz

Makroekonomická prognóza



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

Hlavní změny

HDP:

Dosavadní vývoj potvrzoval silné růstové momentum tuzemské ekonomiky. Zvýšená nejistota a vysoké ceny energií kvůli konfliktu na Blízkém východě ho ale zřejmě přibrzdí. Vlivem toho jsme snížili náš odhad letošního růstu HDP z 2,7 % na 2,3 %. Prognózu pro příští rok jsme ale ponechali téměř beze změny na silných 2,8 %. Hlavním zdrojem růstu bude podle nás v obou letech domácí poptávka, kterou podpoří výrazný fiskální stimul.

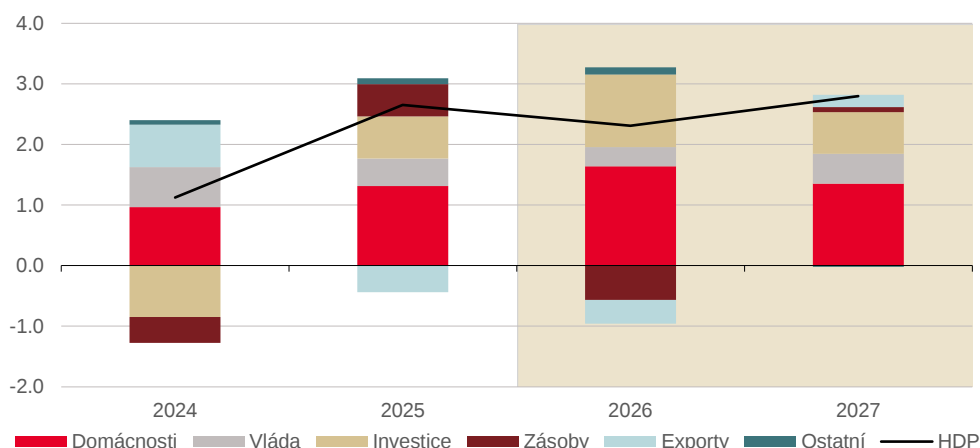
Inflace:

Zdražení pohonných hmot, resp. vyšší velkoobchodní ceny energií, působí ve směru vyšší inflace, než s jakou jsme původně počítali. Její letošní odhad jsme tak zvýšili z 1,6 % na 2,2 %. Nepřímé dopady na ostatní složky inflace se ale dostaví až se zpožděním a směrem vzhůru jsme tak revidovali i odhad pro příští rok, a to z 2,3 % na 2,7 %.

Inflace poroste, ekonomiku ale významně nezpomalí

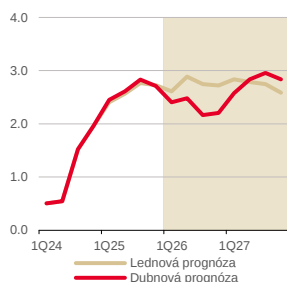
Současný energetický šok spojený s důsledky konfliktu na Blízkém východě zastihl českou ekonomiku v dobré kondici. Ta v loňském roce vzrostla o 2,6 %, a to především za podpory zvyšující se soukromé spotřeby a fixních investic. K odolnosti ekonomiky přispívají i strukturální změny spojené s rozvojem nových odvětví. Přestože pro letošní rok odhadujeme mírné zpomalení růstu HDP na 2,3 %, v roce příštím by podle nás již mělo dojít k opětovnému zrychlení na 2,8 %. Přispěje k tomu také očekávaná fiskální expanze. Nezaměstnanost by se tak podle nás měla nyní nacházet poblíž svého vrcholu. To zároveň znamená, že trh práce zůstane napjatý a bude tláčit na vyšší mzdy a rovněž přispívat ke zvyšování kupní síly domácností. Vliv robustní domácí ekonomiky v kombinaci s působením vyšších cen energií v důsledku blízkovýchodního konfliktu ale povede k růstu inflace. Tu pro letošní rok odhadujeme na 2,2 % a v příštím roce čekáme její zvýšení na 2,7 %. Rizika naší prognózy jsou přitom vychýlena ve směru slabší dynamiky HDP a vyšší inflace.

Růst ekonomiky nadále potáhne hlavně domácí poptávka (% , y/y)



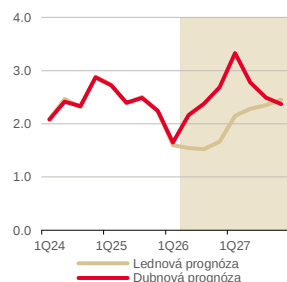
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze HDP (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna v prognóze inflace (% , y/y)

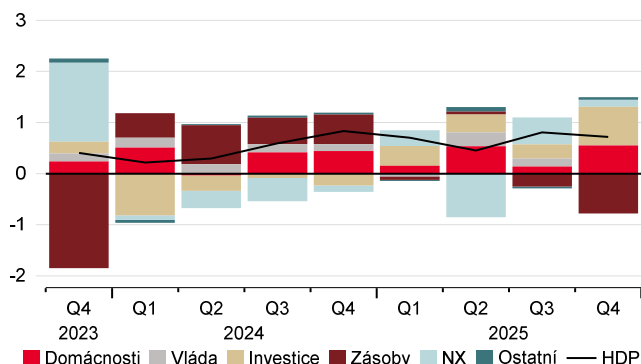


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ekonomika zůstane odolná, zejména zásluhou silné domácí poptávky

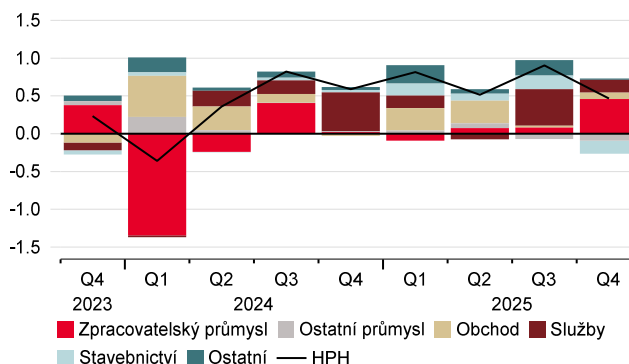
Česká ekonomika v závěru loňského roku pokračovala ve svižném růstu, který byl tažen domácí poptávkou. Mezičtvrtletně HDP v Q4 25 vzrostl o 0,7 %, což bylo jen nepatrně pod naším odhadem ve výši 0,8 %, který zahrnovala naše minulá prognóza z ledna. Ekonomika si tedy udržela silnou dynamiku, když za posledních šest kvartálů (Q3 24–Q4 25) mezičtvrtletně rostla v průměru právě o 0,7 %. Spotřeba domácností se v Q4 25 zvýšila o 1,2 % q/q a její příspěvek k mezičtvrtletní dynamice HDP činil +0,6 pb. Zároveň po šesti letech dosáhla předpandemické úrovně z konce roku 2019. Růstové tempo spotřebitelských výdajů navíc výrazně zrychlilo z 0,3 % q/q v Q3 25, k čemuž pravděpodobně pomohlo významné zlepšení spotřebitelského sentimentu, stejně tak i pokračující růst mezd. Rychleji rostly z mezičtvrtletního pohledu také fixní investice, a to o 2,8 % v Q4 (příspěvek k dynamice HDP dosáhl 0,8 pb) po 1,0 % v Q3. Oproti třetímu čtvrtletí, kdy byl růst tažen veřejnými investicemi a investicemi domácností do nemovitostí, tentokrát k vyšší investiční aktivitě mohl kvůli plošnějšímu charakteru růstu přispět rovněž firemní sektor. Příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP se snížil, a to z 0,5 pb v Q3 na 0,1 pb v Q4, přesto ale zůstal kladný. Důvodem tohoto vývoje bylo nejspíše oživení domácí poptávky, neboť tempo mezičtvrtletního růstu vývozu zůstalo téměř beze změny (zpomalení z 0,9 % na 0,8 %), zatímco dynamika dovozů vzrostla (z 0,2 % na 0,6 %). Negativní příspěvek pak vykazala změna stavu zásob (-0,8 pb). Je možné, že oživení poptávky umožnilo firmám postupně snižovat stav skladových zásob.

HDP rostl v posledních dvou letech hlavně zásluhou domácí poptávky podpořené spotřebou i investicemi (SA, %, q/q)



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

Kromě obchodu a služeb přispělo ke zvýšení hrubé přidané hodnoty na konci roku 2025 také oživení průmyslu (SA, %, q/q)

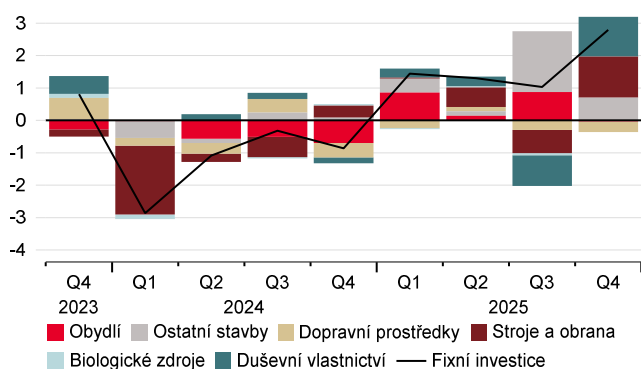


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn: Služby zahrnují pouze ty tržní. Veřejné služby jsou obsaženy v kategorii ostatní. Součástí odvětví obchodu je i doprava a ubytování a pohostinství.

Českou ekonomiku současný energetický šok zastihl v dobré kondici.

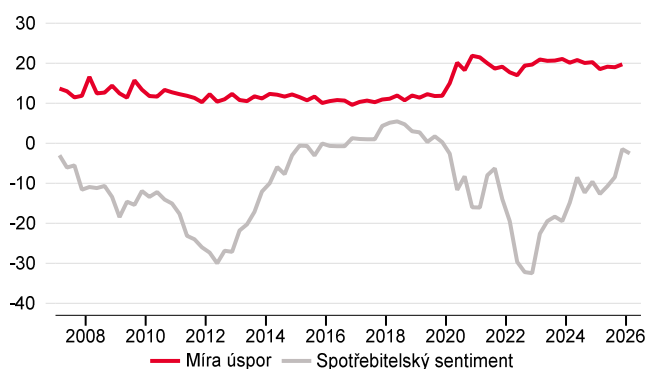
Odhadujeme, že mezičtvrtletní růst HDP v Q1 26 zpomalil na 0,4 % vlivem záporného příspěvku čistého vývozu. Růstové tempo spotřeby domácností podle nás zůstalo na silných 1,2 % q/q. Spotřebitelský sentiment se po výrazném zvýšení v Q4 25 udržel v Q1 26 zhruba 10 % nad svým dlouhodobým průměrem. V rychlém mezičtvrtletním růstu zřejmě pokračovaly reálné mzdy, a to i působením slabší dynamiky spotřebitelských cen. V neposlední řadě pak domácnosti nadále disponovaly vysokými úsporami, neboť míra jejich úspor se od pandemie drží poblíž 20 % (zhruba dvojnásobek oproti předpandemickému období). Fixní investice po silném růstu v průběhu roku 2025 (v průměru o 1,6 % q/q za čtvrtletí) podle nás zpomalily na stále slušných 0,8 % q/q. Působit mohlo střídání vlády a s tím spojené rozpočtové provizorium, které mohlo přibrzdit dosud výraznou investiční aktivitu veřejného sektoru, stejně tak i běžné výdaje zachycené ve spotřebě vlády. Soukromé investice pak mohly negativně pocítit opětovně zvýšenou globální nejistotu v důsledku vypuknutí konfliktu na Blízkém východě v závěru února. Myslíme si ale, že firmy se již na větší nejistotu během posledních šesti turbulentních let částečně adaptovaly. Vyšší ceny energetických komodit navíc pravděpodobně opět zesílí tlak na snížení spotřeby fosilních paliv a na nárůst investic do energeticky úsporných technologií a obnovitelných zdrojů. K odolnosti domácí poptávky přispívají rovněž probíhající strukturální změny uvnitř ekonomiky související s rozvojem nových odvětví. Mezi ty se počítají informační služby podpořené rozmachem AI, obranný průmysl a v neposlední řadě i výroba již zmíněných energeticky úsporných technologií. Naproti tomu očekáváme, že příspěvek čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP byl v Q1 26 negativní (-0,4 pb). Důvodem by měl být pokračující silný růst dovozně náročné domácí poptávky v kombinaci se zvolněním dynamiky českého a evropského průmyslu na začátku roku.

Růst investic byl loni rychlý a poměrně plošný (SA, %, q/q)



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

Důvěra i míra úspor domácností je vysoká (SA, %)

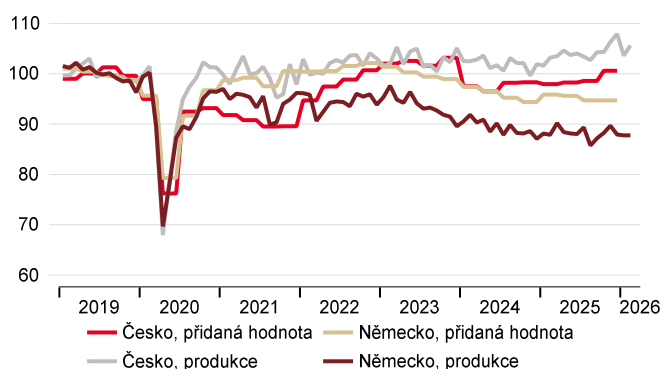


Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekáváme, že ekonomika v letošním i příštím roce relativně svižně poroste, a to hlavně zásluhou domácí poptávky.

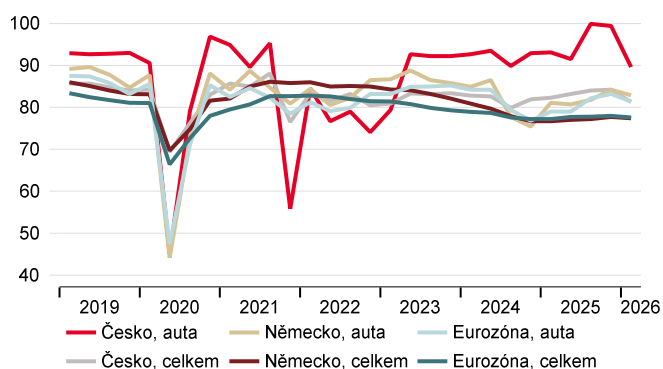
Růst ekonomiky podle naší prognózy letos dosáhne 2,3 % a příští rok zrychlí na 2,8 %, rizika jsou ovšem kvůli konfliktu na Blízkém východě vychýlena směrem dolů. Ve srovnání s naší lednovou prognózou je odhad pro letošní rok nižší, zatímco pro příští rok kvůli vlivu srovnávací základny jen nepatrně vyšší (minule jsme pro oba roky předpovídali 2,7 %). Po loňských 2,6 % ale nadále platí, že růst ekonomiky by měl zůstat robustní. Ačkoliv vyšší ceny energií mohou přibrzdit oživení v průmyslu, ekonomika je na energetický šok zásluhou významných investic do vyšší energetické efektivity lépe připravena, než tomu bylo v předchozích letech. Váhově důležitý automobilový průmysl si udržuje silnou konkurenční pozici, když využití výrobních kapacit převyšuje to v sousedním Německu i celé eurozóně. Oporu ekonomice by navíc měla poskytnout domácí poptávka, která bude podle nás hlavním zdrojem růstu. Její působení zesílí i výrazný fiskální stimul, který postupně realizuje nová vláda. Pozitivní vliv by měl mít také náběh vyšších fiskálních výdajů v Německu. Současný geopolitický kontext před českou ekonomikou staví nejen rizika, ale rovněž příležitosti k růstu. To se týká zejména již zmíněného obranného průmyslu a výroby energeticky úsporných technologií. Příznivou výchozí pozici ekonomiky potvrzuje také silný růst úvěrové aktivity, a to jak na straně spotřebitelských úvěrů domácností, tak i investičních úvěrů firem. Náš základní scénář prognózy je však založen na předpokladu pouze dočasného trvání blízkovýchodního konfliktu a postupného odeznívání energetického šoku. Pokud by se ukázalo, že konflikt bude déletrvající a povede k vysokým cenám, případně i nedostatku výrobních vstupů, pak by růst ekonomiky byl slabší, než očekáváme nyní.

Český průmysl zaznamenal na začátku roku korekci produkce, zatímco výkon toho německého zůstává slabý (SA, 2019=100)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Porovnání vývoje průmyslové produkce a hrubé přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu v ČR a Německu.

Přestože využití výrobních kapacit v českém automobilovém průmyslu mírně kleslo, konkurenci nadále převyšuje (SA, %)



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

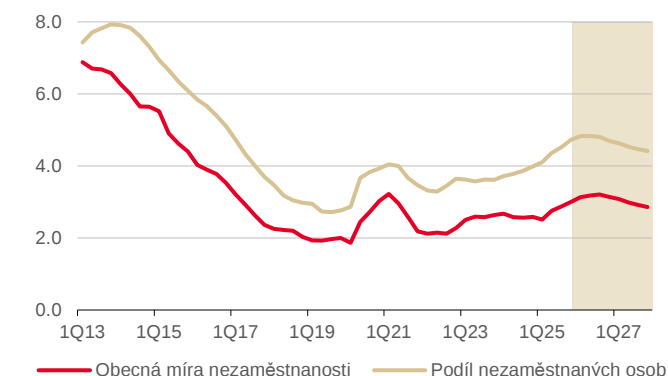
Trh práce zůstane napjatý, což bude tlačit na další růst mezd a přispěje k udržení robustní domácí poptávky.

Domácí poptávku podpoří další zvyšování reálných mezd

Nezaměstnanost se podle nás nachází poblíž svého vrcholu. Obecná míra nezaměstnanosti po sezonním očištění podle našeho odhadu vzrostla z 3,0 % v Q4 25 na 3,1 % v Q1 26. Za celý letošní rok ji pak čekáme v průměru na 3,2 %. Sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob se zvýšil z 4,7 % v Q4 25 na 4,8 % v Q1 26, což je zároveň i námi očekávaný průměr za celý rok 2026. Nárůst podílu nezaměstnaných osob byl oproti obecné míře nezaměstnanosti doposavad v souhrnu vyšší, na což zřejmě měla vliv i řada administrativních faktorů zahrnujících digitalizaci, a tedy usnadnění podávání žádostí o podporu nezaměstnanosti, její vyšší peněžní úroveň či flexibilnější trh práce z důvodu legislativních změn. Působit ale mohlo i zachycení ukrajinských uprchlíků. K redukci pracovních míst dochází v posledních letech hlavně v průmyslu. Zaměstnanost naproti tomu roste v odvětvích obchodu a služeb, stejně tak i ve veřejném sektoru. S ohledem na námi očekávanou pokračující expanzi terciárního sektoru a růst domácí poptávky by toto mohlo pokračovat. Mírně vyšší míra nezaměstnanosti oproti minulosti by tak měla být především frikční povahy související s přesuny zaměstnanců mezi jednotlivými odvětvími ekonomiky či pracovními pozicemi. S pokračujícím svižným růstem ekonomiky očekáváme, že obecná míra

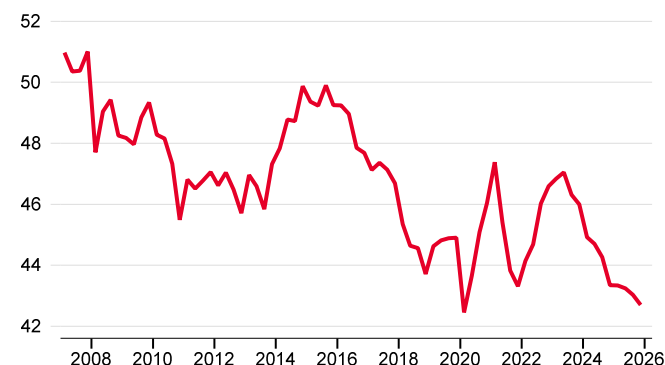
nezaměstnanosti a podíl nezaměstnaných osob v roce 2027 opět mírně klesnou a domácí trh práce tak i v dalších letech nejspíše zůstane napjatý.

Nezaměstnanost se nachází poblíž svého vrcholu a s robustně rostoucí ekonomikou by měla opět postupně klesat (SA, %)



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

Ziskovost v sektoru nefinančních podniků od poloviny roku 2023 setrvale klesá (SA, %)

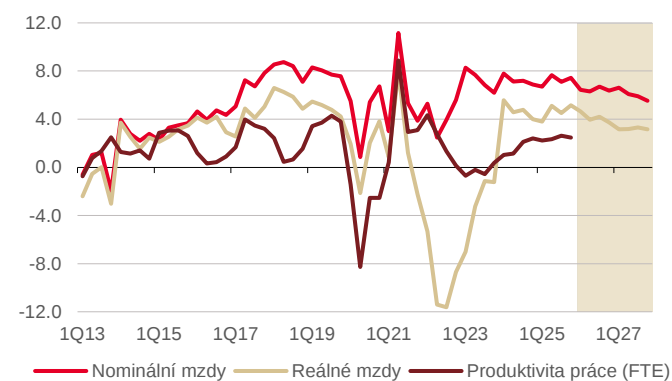


Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

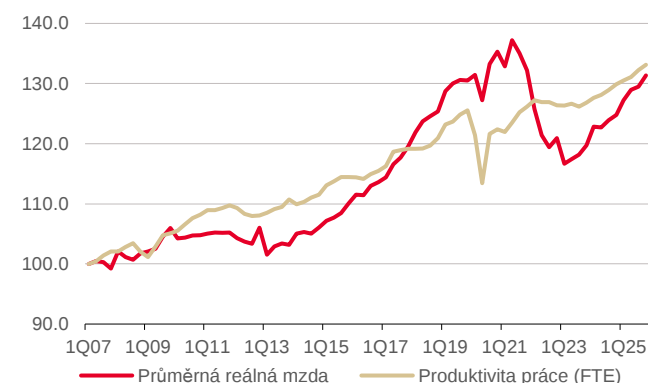
Po nominálním růstu o 7 % v každém z předchozích třech let předpovídáme pro letošek zpomalení mzdové dynamiky na 6,4 % a příští rok na 6,0 %. Oproti naší minulé prognóze se významně odlišuje pouze odhad pro rok 2026, který jsme výrazně zvýšili z původních 5,6 %. Důvodem je naplnění rizik vyššího růstu platů ve veřejném sektoru, který zapadá do kontextu námi očekávané expanze fiskální politiky nové vlády. Přetrvávající nedostatek pracovních sil v prostředí robustně rostoucí ekonomiky bude nadále vytvářet tlak na vyšší mzdy v soukromém sektoru. K určitému zpomalení celkové mzdové dynamiky by ale podle nás letos mělo dojít. Důvodem je skutečnost, že reálné mzdy, které po šesti letech stejně jako spotřeba domácností dosáhly v Q4 25 předpandemické úrovně, se již přiblížily vývoji produktivity práce. Tlak na vyšší mzdy a zhoršená pozice výrobního sektoru navíc v posledních třech letech vedly k setrvalému poklesu ziskovosti nefinančních podniků. K tomu přispívá i narůstající zahraniční konkurence, především pak z Číny, která vytváří tlak na nižší marže podniků. Nominální mzdový růst by však měl být podle naší prognózy dostatečný na to, aby pokryl zvýšenou inflaci a zároveň tedy přispěl k růstu kupní síly domácností. Zvýšení průměrné reálné mzdy odhadujeme pro rok 2026 na 4,1 % a pro rok 2027 na 3,2 %. To by mělo poskytovat dostatečnou podporu pro námi očekávaný růst spotřeby domácností v letošním i příštím roce v rozmezí 3-4 % y/y. Hlavním rizikem z hlediska dalšího vývoje spotřeby domácností je nyní vysoká globální nejistota, která může vést k větší obezřetnosti, a tedy i k omezení spotřebitelských výdajů.

Růst nominálních mezd bude sice pozvolna zpomalovat, jejich reálná dynamika ale zůstane relativně silná (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj reálných mezd postupně dohání produktivitu práce, jejíž meziroční růst se nyní pohybuje kolem 2,5 % (Q1 07=100)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

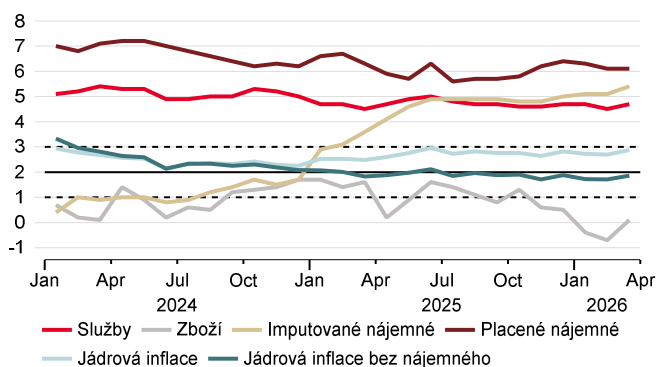
Celková inflace se na začátku letošního roku nacházela pod dvouprocentním cílem centrální banky, ta jádrová ovšem mírně vzrostla na dosah 3 %.

Inflace vlivem dražších energií postupně vzroste ke 3 %

Meziroční inflace se po celé Q1 26 pohybovala pod dvouprocentním cílem centrální banky, charakter jejího vývoje se ale v březnu v důsledku ropného šoku proměnil.

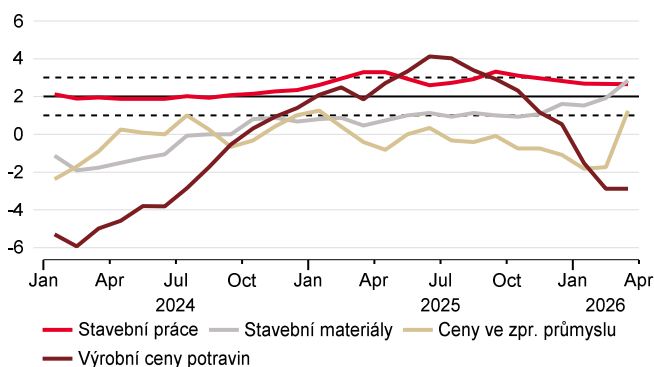
Zatímco na konci roku 2025 se meziroční inflace nacházela na 2 %, v lednu klesla na 1,6 %, aby v únoru svůj pokles ještě prohloubila na 1,4 %. Hlavním důvodem poklesu pod 2 % byl administrativní vliv převedení plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát (jehož dopad na celkovou inflaci odhadujeme ve výši zhruba -0,3 pb), který vedl ke snížení regulovaných cen elektřiny. K tomu se ještě přidalo další snížení tržních cen elektřiny a plynu. Pod dvouprocentní cíl ČNB se na přelomu roku dostala rovněž meziroční dynamika cen potravin, která zohledňovala působení příznivé zemědělské úrody v loňském roce, silné koruny a do té doby zlevňujících pohonných hmot. Ceny u čerpacích stanic však v březnu zaznamenaly výraznou změnu spočívající v meziměsíčním nárůstu o skoro 20 %, když se v jejich vývoji promítlo skokové zdražení ropy související s konfliktem na Blízkém východě. Ve výsledku zároveň došlo k výraznému obratu v meziroční dynamice cen pohonných hmot, které byly v únoru oproti loňsku nižší o téměř 9 %, zatímco v březnu již byly o 13 % vyšší. To byl hlavní důvod toho, proč celková inflace v březnu zrychlila na 1,9 % y/y. Pod dvouprocentním cílem celkovou inflaci udržel meziroční pokles cen potravin, který byl ale ovlivněn i srovnávací základnou související s meziročně odlišným termínem konání Velikonoc. V průměru za Q1 26 celková inflace dosáhla 1,6 % y/y, což bylo v souladu s naší lednovou prognózou.

Jádrová inflace i růst imputovaného nájemného na začátku roku zrychlily, v cenách zboží se pak promítla dražší paliva (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, 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.

Proinflační riziko představuje obrat ve vývoji výrobních cen, včetně těch ve stavebnictví (% , y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: V grafu je vyznačeno také toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem jejího dvouprocentního inflačního cíle.

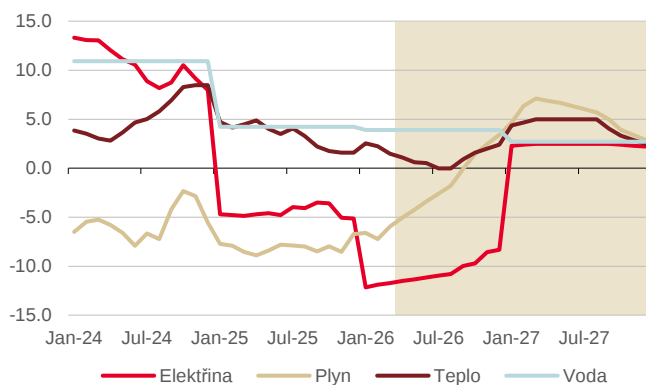
Jádrová inflace na začátku letošního roku předčila naše očekávání, když zrychlil růst imputovaného nájemného.

Meziroční jádrová inflace se zvýšila z 2,7 % v Q4 25 na 2,8 % v Q1 26 oproti námi odhadovanému poklesu na 2,5 %. V březnu pak činila 2,9 %. Meziroční růst cen služeb v Q1 26 v průměru sice stagnoval na 4,6 %, imputované nájemné ovšem postupně zrychlovalo z prosincových 5,0 % na březnových 5,4 % y/y. Velkou měrou k tomu nadále přispíval růst cen nemovitostí, který na přelomu roku předčil naše očekávání. Na dynamice navíc začínají nabírat rovněž další složky imputovaného nájemného. Týká se to hlavně cen stavebních materiálů, které působením blízkovýchodního konfliktu v březnu meziměsíčně povyskočily o 0,8 %, což vedlo k výraznému urychlení meziročního růstu z 1,9 % na 2,9 %. Zvýšená zůstala i dynamika cen stavebních prací, která se v průběhu Q1 26 držela na 2,7 % y/y. Vyšší ceny energií se promítly také ve zpracovatelském průmyslu, kde v březnu byly ceny meziročně vyšší o 1,2 % poté, co ještě v únoru o 1,7 % klesaly. Výrobní ceny potravin představovaly výjimku, když stejně jako v únoru byly nižší o 2,9 % y/y.

Energetický šok se bude postupně projevovat ve všech složkách inflace. Ta tak po letošních 2,2 % v příštím roce podle nás vzroste na 2,7 %.

Očekáváme, že se vyšší ceny energií budou postupně promítat napříč jednotlivými složkami inflace. Jak již bylo zmíněno, dražší ropa se bezprostředně promítla do vyšších cen pohonných hmot. Průsak do ostatních složek inflace ale bude pravděpodobně pouze postupný, jak ukazuje níže uvedený Box 2. Zhruba do poloviny roku tak očekáváme, že se celková inflace udrží v rozmezí 2,0-2,5 % y/y. Pomoci by k tomu měl stále relativně utlumený vývoj cen potravin, který bude i nadále do určité míry odrážet silnou zemědělskou úrodu v loňském roce. V souladu s tím březnová data o vývoji cen potravinářských a zemědělských výrobců silné inflační tlaky prozatím neindikovala. Lze však předpokládat, že ve druhé polovině letošního roku bude působení dražších pohonných hmot více patrné. Se zpožděním se v cenách potravin pravděpodobně projeví i výrazně vyšší ceny zemědělských hnojiv. Zatímco tedy pro letošek předpovídáme růst spotřebitelských cen potravin o 1,3 %, pro příští rok čekáme jeho zrychlení na 2,8 %. Spolu s ropou na velkoobchodních trzích kvůli konfliktu na Blízkém východě zdražil také zemní plyn. To se pro následující topnou sezónu nejspíše odrazí ve vyšších cenách energií pro domácnosti. Od letošního podzimu tak předpokládáme, že domácnosti začnou pociťovat zdražování plynu a tepla, což bude nejspíše pokračovat i na začátku příštího roku. U elektřiny by naproti tomu mělo podle našich předpokladů dojít k jen mírnému navýšení cen. Ve výsledku tedy regulované ceny podle nás po letošním poklesu o 0,7 %, který významně ovlivňuje převedení plateb na obnovitelné zdroje energie, příští rok vzrostou o 3,2 %. K tomu zřejmě přispěje i zdražení veřejné dopravy, které lze rovněž se zpožděním očekávat. Vyšší ceny energií a paliv se budou postupně promítat také do jadrové inflace. K té může významnější měrou přispět i nárůst cen letecké dopravy v důsledku vyšších cen či nedostatku leteckého paliva. Jádrová inflace tak podle nás po loňských 2,7 % letos zrychlí na 2,8 %, aby se v roce 2027 opět vrátila na 2,7 %. Na její zvýšené úrovni se bude zároveň podepisovat i robustní domácí poptávka spolu s napjatým trhem práce, rychlý růst cen nemovitostí a v neposlední řadě také námi očekávaná expanze fiskální politiky.

V důsledku blízkovýchodního konfliktu očekáváme zdražení především u plynu a tepla pro domácnosti (% y/y)



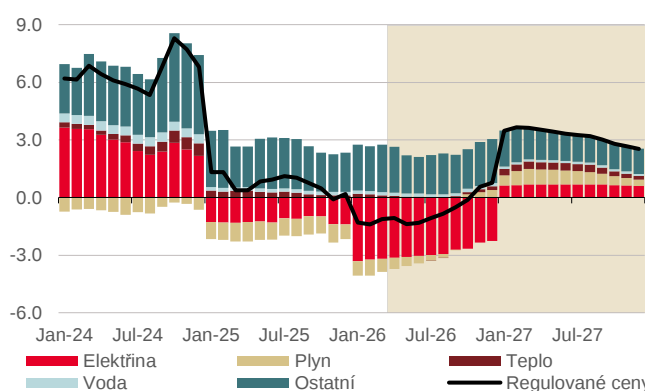
Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Jedná se o konečné ceny pro domácnosti zahrnující tržní i regulovanou složku.

Jádrová inflace do konce roku setrvá poblíž 3% horní hranice tolerančního pásma ČNB a v roce 2027 neklesne pod 2,5 % y/y.

Po letošních 2,2 % inflace podle naší prognózy v příštím roce zrychlí na 2,7 % a na přelomu obou let se bude nacházet poblíž 3% horní hranice tolerančního pásma ČNB. Ve druhém letošním pololetí se podle nás bude meziroční inflace pohybovat v rozmezí 2,5-3,0 %, když bude se zpožděním odrážet dražší energie. V prvních dvou měsících roku 2027 pak podle naší prognózy dokonce vyskočí nad 3 %, důvodem však bude hlavně vliv nízké srovnávací základny začátku letošního roku. Poté by již měla inflace s ustupujícím energetickým šokem zvolňovat. I tak se ale do konce příštího roku udrží nad dvouprocentním cílem centrální banky. Jádrová inflace podle naší prognózy zůstane až do konce letošního roku poblíž současné úrovně, tedy nedaleko 3 % y/y. Předpokládáme, že meziměsíční

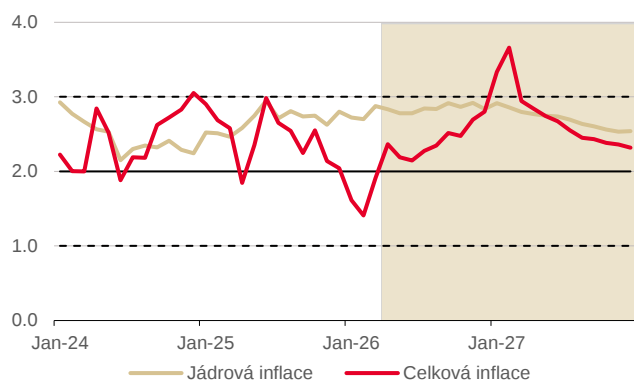
Po letošním poklesu vlivem převedení plateb na obnovitelné zdroje by ceny elektřiny mohly v roce 2027 mírně vzrůst (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

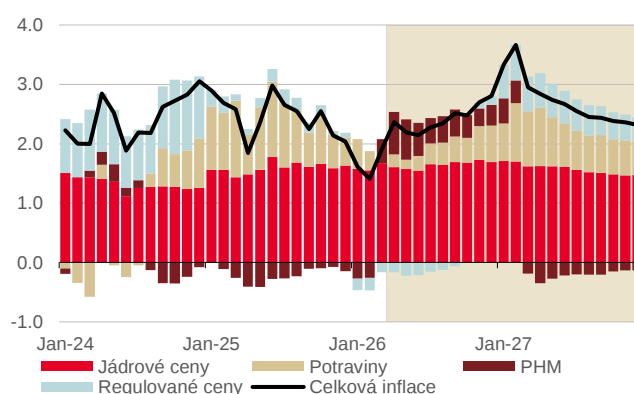
dynamika bude nadále kvůli výše uvedeným faktorům silná, dalšímu nárůstu meziroční jádrové inflace by ale měla bránit postupně se zvyšující srovnávací základna.

Inflace bude postupně slábit a vrcholu dosáhne začátkem příštího roku, přičemž jádrová složka zůstane poblíž 3 % (%, y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Spolu s očekávaným vývojem celkové a jádrové inflace je rovněž zobrazeno toleranční pásmo centrální banky ve výši +/- 1 pb kolem dvouprocentního cíle.

Energetický šok se bude průběžně propisovat do všech složek inflace (%, y/y)

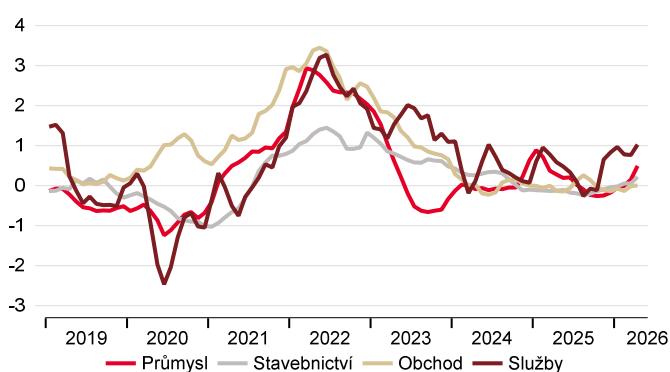


Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rizika naší prognózy jsou vychýlena ve směru vyšší budoucí inflace, do jejího vývoje ale může zasáhnout řada administrativních opatření, které by působily v opačném směru.

Naše prognóza je postavena na předpokladu postupného odeznívání energetického šoku. Pokud by se tak nestalo, s délkou blízkovýchodního konfliktu budou narůstat i očekávané inflační dopady. Vládní opatření se prozatím týkala jen cen pohonných hmot. Zastropovány byly marže jejich prodejců, což přispívá zejména k rychlejší transmissi velkoobchodních cen paliv do cen u čerpacích stanic, a to oběma směry. Zároveň s tím došlo v dubnu ke snížení spotřební daně na naftu, jehož dopad na celkovou inflaci odhadujeme na -0,06 pb, a v prognóze počítáme s tím, že v platnosti zůstane do poloviny letošního roku. Nelze přitom vyloučit ani další opatření na straně cen elektřiny a plynu, ať už jde o míru jejich zdanění či další snížení regulovaných složek cen energií. Státní zásahy do trhu s energiemi by zřejmě usnadnilo zestátnění části energetické společnosti ČEZ, o kterém se poslední dobou diskutuje. Plánováno je navíc zrušení koncesionářských poplatků za televizní a rozhlasové vysílání. Jeho dopad na inflaci odhadujeme ve výši -0,2 pb, kvůli nejasnostem kolem termínu platnosti jsme ho ale do prognózy prozatím nezahrnovali. Vláda plánuje také zvýšit slevu na veřejnou dopravu pro děti, studenty a důchodce.

Inflační očekávání zůstávají zvýšená ve službách, zbylé sektory ale zaznamenaly také nárůst (SA, 3MA, z-skóre)



Zdroj: DG ECFIN, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Ukazatele očekávaného cenového vývoje podle průzkumu podnikatelského sentimentu od Evropské komise.

Ukazatel od NY Fedu za březen i přes mírný nárůst napětí problémy v dodavatelských řetězcích neindikoval (z-skóre)

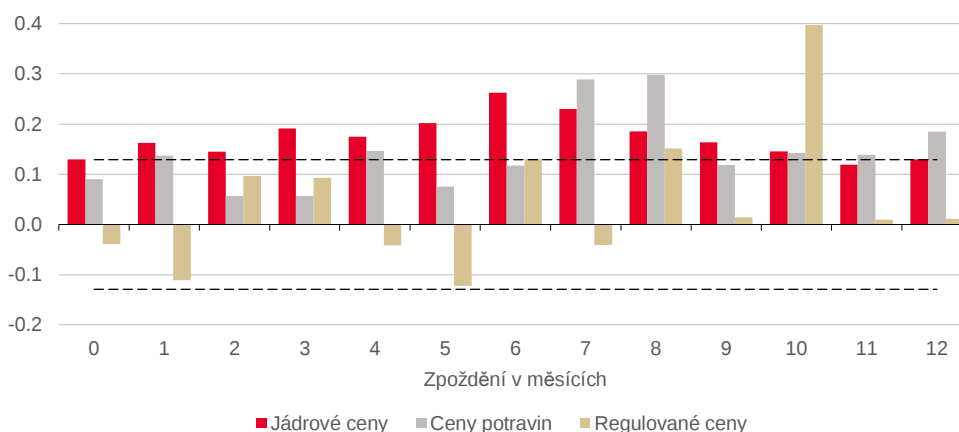


Zdroj: New York Fed, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Box 2: Vliv ropného šoku na strukturu české inflace

Vyšší ceny ropy ovlivňují inflaci nejen prostřednictvím dražších pohonných hmot. Přeliv vyšších cen surové ropy do cen u čerpacích stanic je poměrně přímočarý a rychlý, jak dokazuje poslední vývoj související s konfliktem mezi USA a Íránem. Po přepočtu do domácí měny, který ovlivňuje i vývoj kurzu koruny, představuje surová komodita (ropa, případě další příměsi) v průměru přibližně polovinu finálních cen paliv u čerpacích stanic v ČR.¹ Zbylou část ceny tvoří daně (spotřební a z přidané hodnoty) a hrubé marže prodejců. Na spotřebním koši, který je v ČR používán pro výpočet inflace, se pohonné hmoty podílí pouze ze zhruba 3 %. Z toho necelé dvě třetiny připadají na benzín a zbytek na naftu (podíl LPG je zanedbatelný). Malá váha pohonných hmot ve spotřebním koši tedy omezuje přímý vliv dražší ropy na tuzemskou inflaci.

Dražší pohonné hmoty se podle křížových korelačních funkcí v ostatních složkách inflace projevují až se zpožděním (korelační koeficienty seznenně očištěných meziměsíčních dynamik)

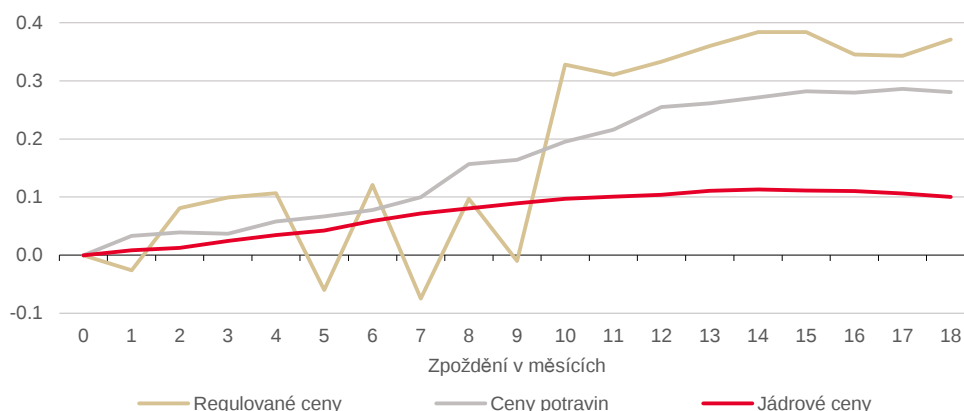


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Přerušované čáry indukují meze statistické významnosti pro 95% hladinu spolehlivosti.

Zprostředkovaný vliv přes další složky inflace, který se zpravidla dostavuje se zpožděním, ovšem působení ropného šoku zesiluje. Vyšší ceny pohonných hmot totiž zdražují dopravu, ať už osobní nebo nákladní. To se následně promítá ve vyšších cenách zboží, případně i vybraných služeb. Ropa navíc slouží jako surovina pro výrobu některých materiálů. Analýza na dostupných měsíčních datech za roky 2007 až 2026, která používá křížové korelační funkce aplikované na seznenně očištěné meziměsíční dynamiky tuzemských cen pohonných hmot na straně jedné a jádrových cen, cen potravin a regulovaných cen na straně druhé, potvrzuje, že změny cen paliv jsou v ostatních cenách zohledňovány až se zpožděním. Důvodem mohou být například smlouvy mezi odběrateli a dodavateli, které mají pro dané období stanovenou fixní cenu. V případě jádrové inflace závislost na cenách pohonných hmot s každým dalším měsícem zesiluje a nejsilnější je po zhruba půl roce. Podobně je tomu i u potravin, kde ovšem pro dřívější měsíce ani nedochází k překročení meze statistické významnosti. Největší zpoždění vykazují regulované ceny (čítající zhruba deset měsíců), jejichž cenotvorba bývá tradičně více strnulá.

¹ Při výpočtu podílu komoditní složky vycházíme z cen pohonných hmot platných v polovině dubna 2026 a k tomuto časovému okamžiku bereme v úvahu i aktuálně platné sazby daně z přidané hodnoty a spotřební daně (výpočet již tedy zohledňuje sníženou sazbu spotřební daně na naftu). Průměrný podíl komoditní složky navíc odráží váhy benzínu a nafty ve spotřebním koši pro výpočet inflace platné pro rok 2026. S významnou změnou některého ze zmíněných parametrů se může průměrný podíl komoditní složky na cenách pohonných hmot pro konečné spotřebitele lišit. Zároveň abstrahujeme od toho, že výsledná cena paliva může v rámci své komoditní složky obsahovat i jiné příměsi, než je surová ropa.

Kumulativní odezvy ostatních složek inflace na trvalý jednocentní nárůst cen pohonných hmot (pb)

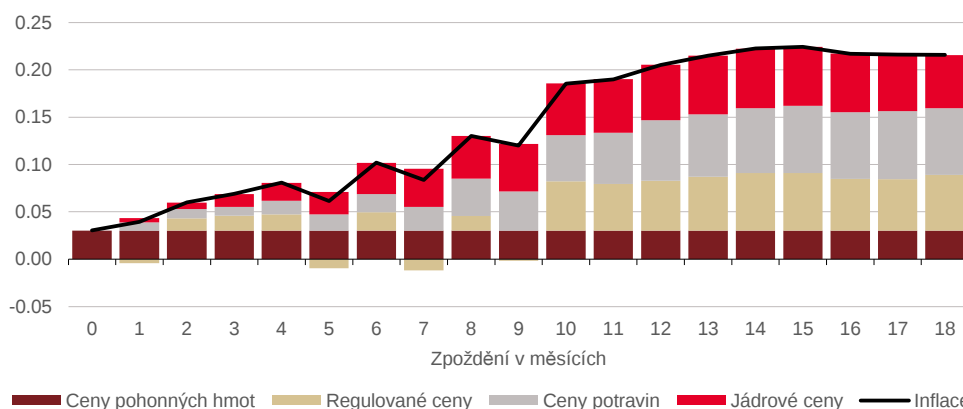


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Horizontální osa zachycuje počet měsíců uplynulých od zvýšení cen pohonných hmot.

Trvalé zvýšení cen pohonných hmot o 1 % by podle našeho odhadu vedlo po zhruba roce k nárůstu inflace o přibližně 0,2 pb. Odhad vlivu vyšších cen pohonných hmot na zbytek inflace – jádrovou složku, ceny potravin (včetně všech nápojů a tabákových výrobků) a regulované ceny – jsme prováděli pomocí vektorové autoregrese (VAR). VAR model byl odhadnut s použitím logaritmických diferencí sezonně očištěných měsíčních indexů všech čtyř složek inflace za období 2007-2026 a se zahrnutím dvanácti zpoždění. Ačkoli jsou prezentovány výsledky neomezeného modelu, testovány byly i varianty s rozdílnými nulovými restrikcemi na přípustné parametry (zejména s ohledem na předpokládanou exogenitu cen pohonných hmot a snížení celkového počtu odhadovaných parametrů), výsledky se ovšem významně neodlišovaly. Na základě odhadnutého VAR modelu jsou v grafu výše prezentovány kumulativní impulzní odezvy složek inflace na jednocentní trvalý nárůst cen pohonných hmot. Při generování impulzních odezev abstrahujeme od možnosti vzájemné závislosti jednotlivých šoků obsažených v modelu. Analýza kovarianční matice náhodných složek odhadnutého VAR modelu ovšem ukazuje, že toto zjednodušení by nemělo významně zkreslovat výsledky, neboť výše korelačních koeficientů mezi jednotlivými šoky nepřesahuje 10 %.

Efekt vyšších cen pohonných hmot na inflaci je v plném rozsahu patrný po zhruba roce, kdy nepřímé vlivy převyšují ty přímé (pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Horizontální osa zachycuje počet měsíců uplynulých od zvýšení cen pohonných hmot. Kumulativní odezva celkové meziroční inflace na jednocentní zdražení paliv je spočtena jako vážený průměr reakcí jednotlivých složek, přičemž váhy odpovídají aktuální struktuře spotřebního koše pro výpočet inflace.

Nepřímý vliv ropného šoku na českou inflaci převyšuje sílu přímého působení přes dražší pohonné hmoty. S ohledem na již zmíněnou váhu ve spotřebním koši vede jednoprocenní zdražení paliv u čerpacích stanic k nárůstu inflace o 0,03 pb. Stejně jako křížové korelační funkce také impulzní odezvy ukazují na zpožděnou reakci ostatních složek inflace na vyšší ceny pohonných hmot, přičemž rozsah této reakce kulminuje přibližně v horizontu jednoho roku. Po této době přispívají jádrové ceny, ceny potravin i regulované ceny k nárůstu celkové inflace o 0,2 pb v obdobné výši. Pokud bychom předpokládali trvalý nárůst cen ropy o 10 %, který by měl znamenat zhruba 5% zdražení pohonných hmot, potom by inflace měla po přibližně roce vzrůst podle závěrů této analýzy o zhruba 1 pb. Síla a rychlost náběhu působení dražších paliv se ovšem napříč složkami inflace liší. Jádrová inflace by se v reakci na 10% zdražení ropy zvýšila o 0,5 pb, růst cen potravin o 1,3 pb a růst regulovaných cen o 1,8 pb. Zhruba stejné příspěvky k nárůstu celkové inflace souvisí s rozdílnými váhami jednotlivých složek ve spotřebním koši. Podle aktuálního váhového schématu totiž jádrové ceny představují 56,03 % spotřebního koše, potraviny (včetně všech nápojů a tabákových výrobků) činí 25,15 % a regulované ceny potom 15,79 %. Výpočet dopadů na jednotlivé složky inflace vychází z dlouhodobých elasticit vyplývajících z odhadnutých impulsních odezev, jež pro jednoprocenní trvalý nárůst cen pohonných hmot implikují zvýšení jádrové inflace přibližně o 0,1 pb, růstu cen potravin o 0,25 pb a růstu regulovaných cen o 0,35 pb.

Základní scénář naší současné prognózy s takto silnými vlivy ropného šoku na inflaci nepočítá. Sílu dopadů by oproti této analýze měl snižovat fakt, že předpokládáme pouze dočasné, a nikoliv trvalé působení šoku. Citlivost ostatních složek inflace je navíc odhadnuta na základě historických dat. Zranitelnost ekonomiky se však vůči energetickým šokům zejména v posledních letech významně snížila, což také může omezovat sílu dopadů. Zmírňovat dopady může i přetrvávající síla české koruny. Celkově ale výše uvedené závěry potvrzují vychýlení rizik naší prognózy ve směru vyšší inflace.

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

Měnová politika



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

Sazby ČNB čekáme stabilní, rizikem je ale jejich zvýšení

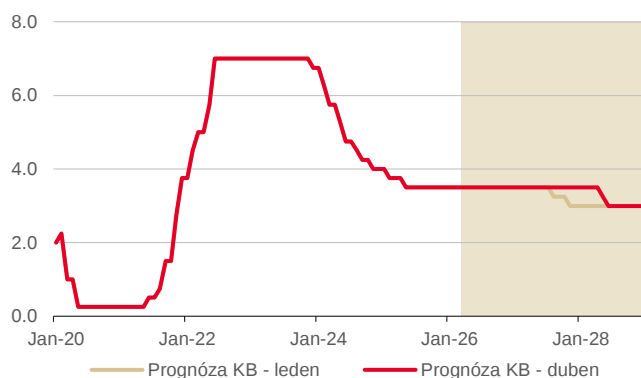
Vzhledem ke stále relativně restriktivní úrovni úrokových sazeb a silné koruně, stejně tak i kvůli nízké výchozí hladině inflace, prozatím neočekáváme, že by ČNB na současný nárůst inflačních tlaků kvůli konfliktu na Blízkém východě reagovala zpřísněním měnové politiky. Podle nás tak úrokové sazby ČNB zůstanou letos i příští rok beze změny. Návrat repo sazby ze současných 3,5 % na neutrální 3 % jsme ale v naší prognóze odsunuli až na rok 2028. Rizika ovšem vnímáme jako vychýlená ve směru možného zvýšení sazeb ČNB. Naplnění tohoto rizika bude do velké míry záviset na tom, jak se vyšší náklady na pohonné hmoty a energie promítnou do ostatních cen v ekonomice. To se bude odvíjet i od toho, jak silná bude domácí poptávka či fiskální expanze.

Rizika únorové prognózy ČNB jsou vychýlena ve směru vyšší inflace a slabšího hospodářského růstu.

Růst ekonomiky, mezd a nakonec i spotřebitelských cen byl vyšší, než ČNB čekala ve své únorové prognóze. HDP v Q4 25 mezičtvrtletně vzrostl o 0,7 % a mezitím o 2,7 %, zatímco centrální banka odhadovala 0,6 % q/q a 2,5 % y/y. Nominální mzdy potom v Q4 25 rostly meziročním tempem 7,4 % oproti ČNB očekávaným 7,1 %. Průměrná inflace za Q1 26 sice skončila v souladu s prognózou ČNB na 1,6 % y/y, v samotném březnu ale došlo v důsledku konfliktu na Blízkém východě k nárůstu na 1,9 % y/y, což bylo 0,3 pb nad odhadem centrální banky. Vyšší v březnu ale byla i jádrová inflace, když dosáhla 2,9 % y/y ve srovnání s 2,8 % v prognóze ČNB. Poslední data tedy vychylují rizika únorové prognózy ČNB ve směru vyšší inflace. Z hlediska dalšího vývoje navíc centrální banka pro letošní i příští rok očekávala inflaci na nízkých 1,6 % a 2,1 % a růst ekonomiky naopak o silných 2,9 % v obou letech. Srovnání s naší novou prognózou, která již působení blízkovýchodního konfliktu zachycuje, rovněž indikuje rizika poslední prognózy ČNB na straně vyšší inflace, a zároveň i nižšího hospodářského růstu. Pro připomenutí, my očekáváme inflaci v letošním roce na 2,2 % a v tom příštím na 2,7 %, zatímco růst ekonomiky odhadujeme na 2,3 % v roce 2026 a 2,8 % v roce 2027.

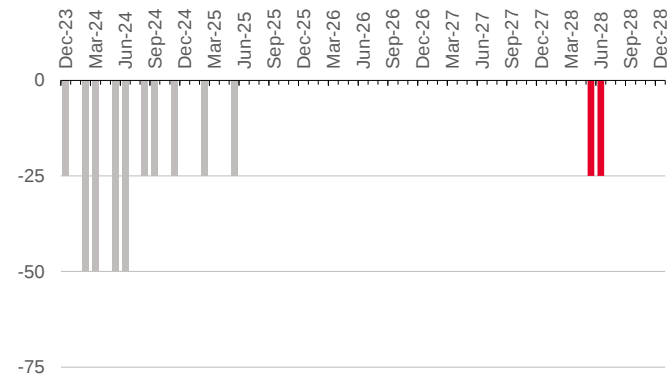
Měnové podmínky v Q1 26 v podstatě odpovídaly prognóze ČNB. Ta předpovídala jen nepatrný pokles repo sazby z 3,5 % v Q4 25 na průměrných 3,4 % v Q1 26, zatímco centrální banka pokračovala v politice stabilních úrokových sazeb, kterou uplatňuje od loňského června. Kurz koruny potom dosáhl 24,30 CZK/EUR, přesně jak únorová prognóza ČNB očekávala.

V letošním i příštím roce očekáváme stabilitu repo sazby na současných 3,5 % (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Snížení repo sazby na politicky neutrální hladinu 3 % jsme odsunuli z druhé poloviny roku 2027 až do roku 2028 (bb)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V našem základním scénáři očekáváme, že ČNB bude až do konce příštího roku držet úrokové sazby beze změny. Současná výše repo sazby čítající 3,5 % je pravděpodobně stále mírně restriktivní, když politicky neutrální úroveň je většinou odhadována na 3,0 %. Výhodou v současné situaci zvýšených inflačních rizik je také nadále silná česká koruna, která ve srovnání s předchozími vnějšími šoky dosud významně neoslabila. Jak totiž ukazuje *Box 3*, tak oslabení koruny mělo v minulosti většinou tendenci proinflační působení vnějšího energetického šoku zesilovat, což se nyní zatím nestalo. Relativně přísné měnové podmínky a nízká výchozí úroveň inflace tak centrální banku staví do příznivé pozice. Vzhledem k tomu, že přímé vlivy vyšších cen energií na inflaci způsobené děním na světových trzích nedokáže centrální banka ovlivnit, je pravděpodobné, že jejich působení bude ze své měnové politiky vyjmout. Větší pozornost tak bude ČNB zřejmě upírat na vývoj jádrové inflace, která by se podle naší prognózy měla udržet uvnitř tolerančního pásma. Obdobně přitom centrální banka jednala na začátku letošního roku, kdy odmítala reagovat na pokles celkové inflace pod dvouprocentní cíl, neboť šlo převážně o administrativní vliv spojený s převedením plateb na obnovitelné zdroje energie z domácností na stát. Jedinou změnu, kterou jsme tedy oproti naší minulé prognóze úrokových sazeb ČNB prozatím udělali, je to, že jsme odsunuli předpokládaný návrat repo sazby na neutrální úroveň 3 % z druhé poloviny příštího roku až do roku 2028.

Sazby ČNB podle nás zůstanou letos i příští rok beze změny, rizika jsou ale vychýlena ve směru jejich zvýšení.

Rizika naší prognózy ale vnímáme jako vychýlená ve směru možného zvýšení úrokových sazeb ČNB. Důvodem je kumulace makroekonomických rizik ve směru vyšší inflace. Primárním proinflačním rizikem jsou samozřejmě vyšší ceny energií. Centrální banku budou přitom zajímat hlavně sekundární dopady, tedy jak moc se dražší energie včetně pohonných hmot promítnou do ostatních cen v ekonomice. Jak totiž uvádí *Box 2*, tak právě sekundární vlivy jsou z hlediska rozsahu dopadů do celkové inflace mnohem důležitější než ty primární, a navíc je centrální banka ve srovnání s těmi primárními dokáže úrokovými sazbami usměrňovat. Problematický z hlediska míry působení sekundárních vlivů může být námi očekávaný vývoj ekonomiky, trhu práce a v neposlední řadě fiskální politiky. Domácí poptávka by totiž navzdory energetickému šoku měla zůstat robustní, což by mohlo usnadnit přenos vyšších nákladů do cen pro konečné spotřebitele. Situace by tak mohla připomínat tu z roku 2021, tedy v předvečer předchozí inflační vlny. V té době domácí poptávku také významně podpořila fiskální politika, když od ledna 2021 došlo ke zrušení tzv. superhrubé mzdy a zároveň s tím i k plošnému a výraznému nárůstu čistých mezd. Podniky by navíc mohly využít další inflační vlnu ke zvýšení svých marží, tak jako tomu bylo právě v předchozích letech. Pro centrální banku je sice relevantnější jádrová inflace, domácnosti a firmy však vnímají zejména tu celkovou, na jejíž základě utvářejí svá inflační očekávání. Tato skutečnost by mohla centrální bance naopak pomáhat, neboť celková inflace by se podle naší prognózy měla po většinu letošního i příštího roku nacházet pod tou jádrovou. Důvodem je výrazně nižší výchozí úroveň celkové oproti jádrové inflaci (1,9 % vs 2,9 % y/y v březnu). Jak bylo zmíněno v kapitole popisující makroekonomickou prognózu, nelze navíc vyloučit, že celkovou inflaci budou směrem dolů tlačit další administrativní opatření nové vlády.

Fiskální politika



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

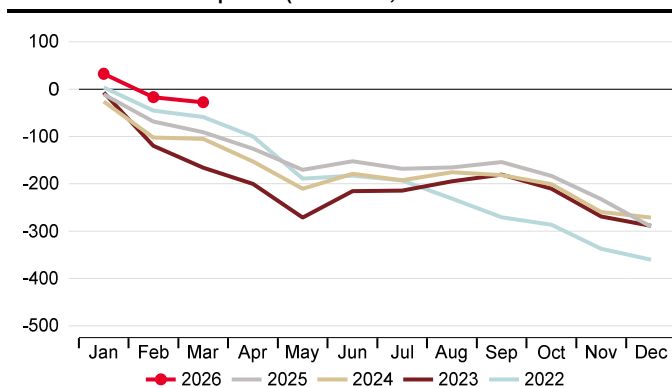
Fiskální disciplína na ústupu

Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu se letos prohloubí k 310 mld. CZK. V poměru k HDP by podle našeho odhadu měl spolu s tím narůst schodek veřejných financí z loňských 2,1 % na 2,8 % HDP. Vzhledem ke skončení rozpočtového provizoria očekáváme ve zbytku roku postupný náběh expanzivního působení fiskální politiky. Obnovení konsolidace veřejných rozpočtů neočekáváme ani v následujících letech. To současně znamená, že pravděpodobně dojde k rozvolnění tuzemských pravidel rozpočtové politiky. V základním scénáři sice stále očekáváme dodržení limitů EU, riziko je nicméně vzhledem k projednávané podobě novely zákona o rozpočtových pravidlech vychýleno směrem k ještě hlubším deficitům, a tím i rychlejšímu růstu veřejného dluhu. Stejným směrem působí rovněž rizika spojená s aktuálním energetickým šokem.

Provizorium skončilo, schodek se začne výrazně prohlubovat

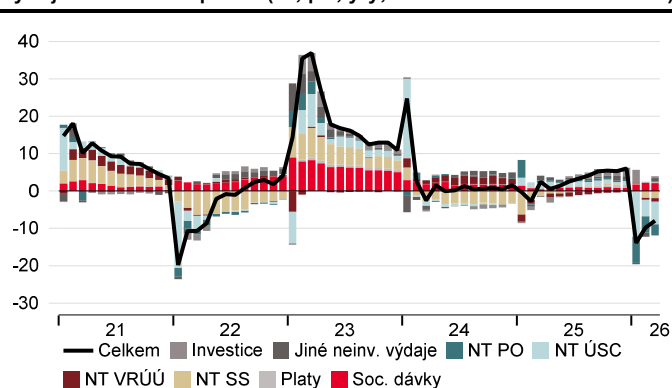
Na konci března dosáhl schodek státního rozpočtu 27,6 mld. CZK. Meziročně se tak saldo zlepšilo o 63,6 mld. CZK. Na příjmové straně k tomu přispěly zejména oproti loňsku vyšší příjmy z pojistného, kde se patrně projevilo kromě pokračujícího solidního růstu mezd také legislativní zvýšení odvodů OSVČ. Významně se však na meziročním zmírnění schodku podepsalo také vyšší čtvrtletního inkaso DPPO a příjmy z EU. Na výdajové straně k meziročnímu zlepšení salda pomohlo rozpočtové provizorium. Výdaje v důsledku toho za první čtvrtletí poklesly meziročně o téměř 8 %. Rozpočtové provizorium se projevilo zejména v omezení transferů, respektive předfinancování v kapitolách regionálního školství, sociálních služeb nebo výzkumu.

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



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

Výdaje státního rozpočtu (% , pb, y/y, kumulace od začátku roku)



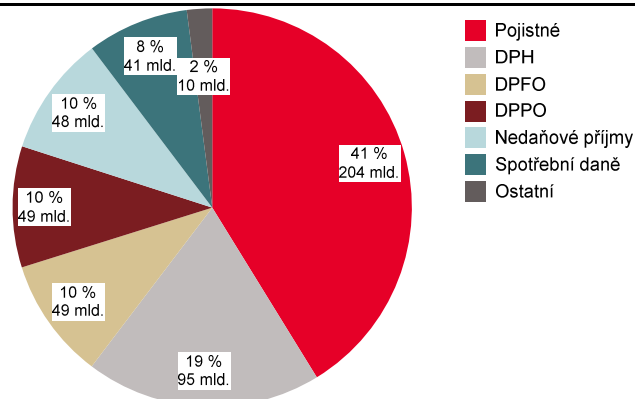
Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Ve zbytku roku lze očekávat výrazně horší vývoj státního rozpočtu. Rozpočtové provizorium se schválením rozpočtu na letošní rok v březnu skončilo. V dalších měsících tak dojde k nárůstu výdajů, který bude odrážet nejen celkově vyšší výdaje letošního rozpočtu, ale i realizaci provizoriem pozdrženého financování některých kapitol. Spíše dočasný charakter mají pravděpodobně také zvýšené příjmy z EU fondů, které mohly být dány pouze dočerpáváním předfinancovaných projektů z loňska. Určitou kompenzací aktuálně zvýšené dynamiky pak patrně zaznamená i pojistné, kde vláda plánuje od 1. července 2026 navrátit

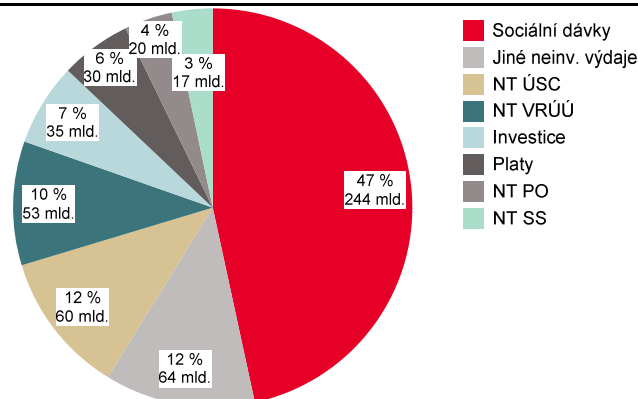
vyměřovací základ pro OSVČ na úroveň roku 2025 se zpětným dopadem na odvody provedené v 1. pololetí tohoto roku. I vzhledem k sezónnosti lze výrazné prohloubení schodku očekávat již během dubna a května. Celkově stále předpokládáme, že schodek státního rozpočtu letos dosáhne schválených 310 mld. CZK.

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

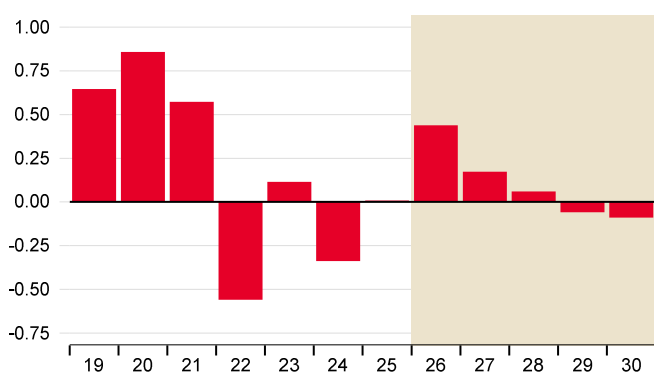
NT ÚSC – neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně

NT PO – neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

Fiskální politika letos přechází do expanze

Rozpočtová pravidla vyžadující konsolidaci veřejných financí projdou pravděpodobně revizí. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti požaduje snížení strukturálního deficitu o 0,5 pb HDP na maximálně 1,75 % HDP v roce 2026 a stejné zmírnění schodku je v něm obsaženo i na rok 2027. Od roku 2028 pak činí strop pro strukturální saldo 1 %. Výjimku z pravidel mají výdaje na obranu, u kterých se do strukturálního salda započítávají pouze výdaje do 2 % HDP. Oproti hotovostní metodice aktuální deficit veřejných financí navíc neovlivňují ani půjčky na výstavbu nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech.

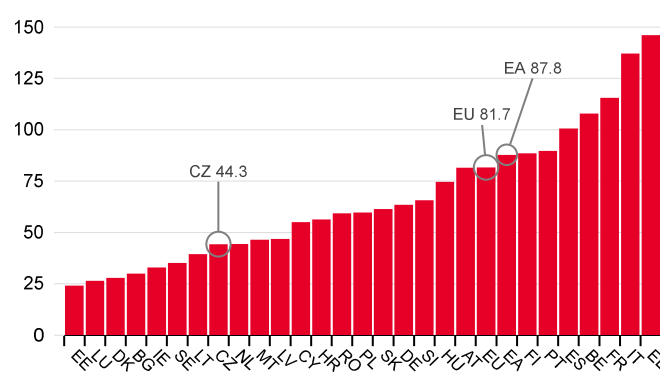
Fiskální impulz (příspěvek k dynamice HDP v pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Veřejný dluh (% HDP, 2025)



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

Budoucí konsolidaci nenahrává relativně dobrá výchozí pozice ČR, přísnost národních fiskálních pravidel ani politika vlády. ČR je s veřejným dluhem lehce nad 44 % HDP ke konci roku 2025 mezi třetinou nejméně zadlužených zemí EU. Evropská fiskální pravidla jsou navíc méně přísná než ta tuzemská. Vláda současně prozatím signalizuje spíše preferenci k dalšímu zvyšování výdajů veřejných rozpočtů, avšak bez proporcionálního posílení příjmové

strany. Předpokládáme proto, že se konsolidace strukturálního salda neobnoví ani v následujících letech. Na druhou stranu v souladu s předchozími prohlášeními vlády předpokládáme, že by ČR měla nadále plnit Maastrichtská kritéria deficitu veřejných financí i výše dluhu.

Působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomiku bude podle našeho základního scénáře letos expanzivní a následně zhruba neutrální. Po viditelném zmírnění strukturálního deficitu veřejných financí v roce 2024, ke kterému přispěl mimo jiné tzv. konsolidační balíček, podle našeho odhadu fiskální restrikce měřená přibližným agregátním fiskálním impulzem loni odezněla a letos bude kompenzována opětovným zvýšením strukturálního salda. Více jsme k obecným dopadům fiskální expanze na českou ekonomiku psali například v tomto speciálním reportu: <https://bit.ly/3JJbZC1>.

Předpokládáme, že fiskální expanze se udrží v mezích evropských pravidel, negativní rizika se však zvětšují

Loňské hospodaření veřejných financí skončilo s deficitem ve výši 2,1 % HDP. Letos předpokládáme prohloubení schodku na 2,8 % HDP.

Letos podle nás naroste deficit veřejných financí na 2,8 % HDP. Oproti ústředním vládním institucím, respektive státnímu rozpočtu, bude deficit veřejných financí jako celku snižován kladným saldem hospodaření územních samospráv, které je přebytkové již od roku 2013. Deficit veřejných financí by mělo v dalších letech oproti hotovostnímu výsledku státního rozpočtu zmírňovat i pokračování financování dostavby jaderné elektrárny Dukovany formou státních půjček, které nejsou součástí schodku v aktuálním vyjádření. K mírnému zlepšení salda vůči HDP na prognóze pomůže rovněž pokračující solidní růst ekonomické aktivity. Dluh veřejného sektoru v poměru k HDP podle našeho odhadu v období 2026-30 poroste v průměru o 1,1 pb ročně, aby v roce 2030 dosáhl 49,7 % HDP.

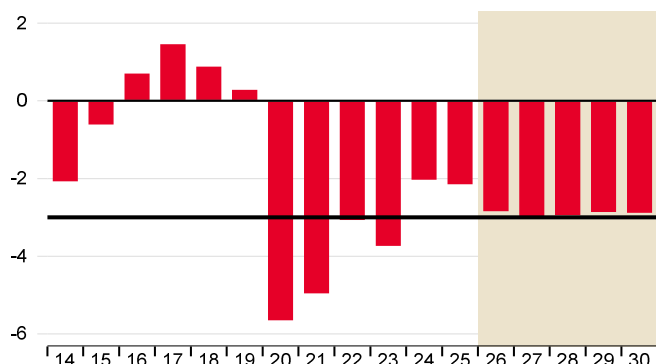
Dynamika veřejných financí

	2025	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f
Bilance veřejných financí (% HDP)	-2,1	-2,8	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9
Fiskální úsilí (pb HDP)	0,0	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	0,1
Veřejný dluh (mld. CZK)	3786,3	4096,3	4416,3	4746,3	5086,3	5436,3
Veřejný dluh (% HDP)	44,2	45,3	46,2	47,3	48,5	49,7

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

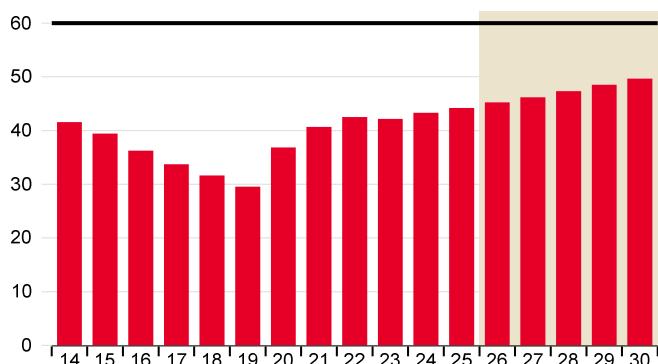
Pozn. Fiskální úsilí je měřeno jako meziroční změna salda operace sektoru vládních institucí očištěného o ekonomický cyklus a jednorázové operace v poměru k HDP v pb.

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

Projednávaný vládní návrh zákona², který mění národní pravidla rozpočtové odpovědnosti, vychyluje riziko našeho základního scénáře ve výrazně negativním směru. Navržená podoba totiž není pouze rozvolněním národních pravidel směrem k jejich harmonizaci s těmi evropskými, ale obsahuje (ve formě pozměňovacích návrhů) i rozšíření tzv.

² <https://www.psp.cz/sqw/tisky.sqw?O=10&T=90>

únikových doložek na investice do infrastruktury³, které by nově zákonným omezením vůbec nepodléhaly. Jeden z pozměňovacích návrhů by také mohl vést k tomu, že by fiskální pravidla po případném vrácení návrhu rozpočtu Poslaneckou sněmovnou přestala být aktivní.

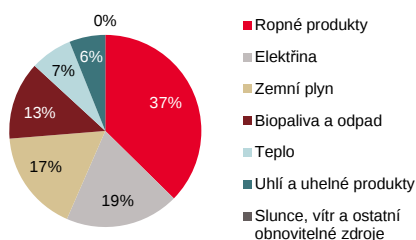
Významné negativní riziko pro veřejné finance představuje také současný energetický šok. Výdaje na pohonné hmoty, a tím i inkaso DPH sice mohou krátkodobě se zdražením paliv vzrůst, pravděpodobně to ale bude kompenzováno omezením výdajů spotřebitelů na jiné položky. Negativní nabídkový šok současně vede k poklesu dynamiky ekonomické aktivity, což příjmovou stranu obecně oslabuje. Kromě již zavedeného snížení spotřební daně na naftu s dopadem ve výši zhruba 1 mld. CZK měsíčně navíc hrozí v případě déletrvajícího konfliktu i další kompenzace zvýšených cen pro firmy a domácnosti (podobně jako v době energetické krize po vypuknutí války na Ukrajině). S energetickým šokem spojená vyšší inflace navíc generuje dodatečné výdaje u objemově nejvýznamnějších položek jako jsou důchody nebo zdravotnictví (platby za státní pojištění), jejichž valorizace jsou na inflaci navázány.

Box 3: Ropný šok – Česká ekonomika je odolnější než dříve

Ceny ropy představují významný externí makroekonomický faktor, který může rychle a citelně ovlivnit chod malé otevřené ekonomiky. Neočekávané výkyvy cen ropy se typicky promítají do produkčních a dopravních nákladů, posléze do inflace či ekonomiky, a v konečném důsledku případně i do nastavení měnové politiky. Dopady ropných šoků přitom mohou být zesíleny energetickou náročností hospodářství či strukturou energetických dovozů. U malých otevřených ekonomik – jako je ta česká – se významně projevují i kanály spojené s měnovým kurzem.

Ropa zaujímá největší podíl na konečné spotřebě energie

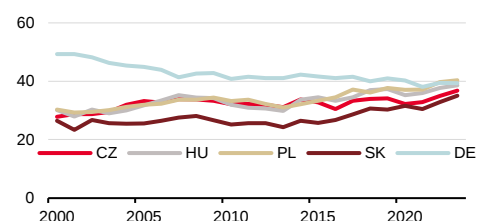
Struktura konečné spotřeby energie v ČR v roce 2023



Zdroj: IEA, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Celková spotřeba energie v roce 2023 činila 1029 PJ.

Podíl ropy na spotřebě energie je u nás obdobný jako v okolních zemích

Podíl ropy na konečné spotřebě energie (%)



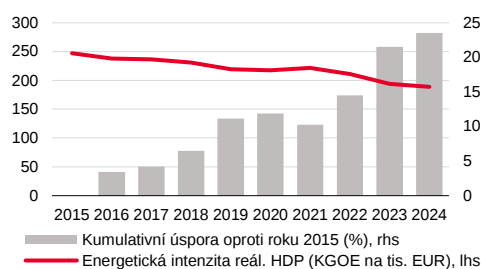
Zdroj: IEA, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Na celkové konečné spotřebě energií v tuzemsku má ropa s 37 % největší podíl. Ten v posledních dvou dekadách lehce vzrostl, a to na úkor uhlí, zemního plynu nebo tepla. Celkově je z mezinárodního pohledu podíl ropy na celkové spotřebě energií srovnatelný s okolními státy. Korunová aktiva jsou v souvislosti s cenami ropy vnímána jako riziková, a to s ohledem na téměř absolutní závislost na jejím dovozu.⁴

³ V roce 2026 dosahují plánované investiční transfery SFDI 101,5 mld. CZK, tj. 1,1 % HDP.

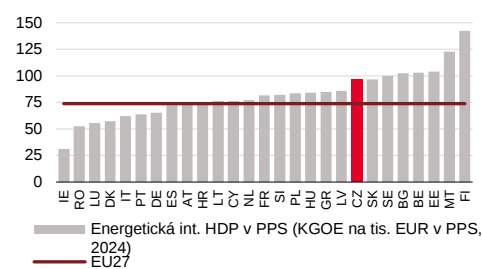
⁴ Správa hmotných rezerv udržuje, v souladu s legislativou ČR a legislativou EU, nouzové zásoby ropy a ropných produktů ve výši nejméně 90 dnů průměrného denního čistého dovozu referenčního roku.

Energetická intenzita tuzemské ekonomiky postupně klesá, ...



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: KGOE = kilogramy ekvivalentu ropy

... v rámci EU však zůstává nadprůměrná



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: KGOE = kilogramy ekvivalentu ropy; PPS = standard kupní síly

Energetická náročnost tuzemské ekonomiky se snižuje. Kumulativně za posledních deset let (do roku 2024) klesla o více než pětinu. Přispěl k tomu pravděpodobně jak klesající podíl průmyslu na celkové hrubé přidané hodnotě, tak i další energetické úspory v ekonomice. **Proto vnímáme níže prezentované empirické dopady zvýšení cen ropy odhadnuté na delších časových řadách jako jejich horní mez.** Na druhou stranu, pokud by nedošlo k brzkému vyřešení blízkovýchodního konfliktu, respektive zprůchodnění Hormuzského průlivu, nehrozí pouze průsak vyšších cen ropy do ekonomiky („klasický ropný šok“), ale také širší narušení globálních dodavatelských řetězců, od čehož tato analýza abstrahuje.

Nárůst cen ropy by se v malé otevřené ekonomice měl projevat zejména skrze nákladový kanál, roli ale hraje i ten poptávkový, kurzový a finanční. Růst cen ropy zvyšuje produkční náklady firem a vede k vyšším cenám energií a dopravy, což se přímo promítá do spotřebitelské inflace. Vyšší nákladová zátěž zároveň tlumí investiční aktivitu a reálné příjmy domácností, což se odráží ve zpomalení růstu HDP. Pro ekonomiku s výraznou dovozní závislostí na energiích lze typicky předpokládat i oslabení její měny vlivem zhoršení směnných relací a negativního dopadu do sentimentu investorů. Finanční trhy na ropný šok zpravidla reagují zvýšením rizikových přírážek u dluhopisů rozvíjejících se ekonomik, a to zejména těch, které jsou čistými dovozci energetických komodit. U těchto zemí se tak ropný šok může sekundárně odrážet i ve zpřísnění finančních podmínek a vyšších nákladech financování.

Tlak na domácí měnu může zesílit také omezená reakce centrální banky. V případě negativního nabídkového šoku (působícího ve směru vyšších cen a zároveň nižšího výkonu ekonomiky) centrální banka čelí nepříjemnému dilematu. Může totiž buď reagovat podobně jako v případě pozitivního poptávkového šoku zvýšením úrokových sazeb, které ale kromě poklesu inflace prohlubuje i negativní dopad na reálnou ekonomiku (včetně nárůstu nezaměstnanosti). Druhou možností je u nabídkových šoků aplikace tzv. výjimkování z plnění inflačního cíle, což znamená, že k nim při nastavování měnové politiky centrální banka nepřihlíží a dočasně toleruje jimi způsobenou odchylku inflace od cíle. Zároveň tím ale centrální banka riskuje odkotvení inflačních očekávání a oslabení kredibility inflačního cíle, a to obzvlášť v situaci, kdy nabídkové šoky působí po delší dobu.

Níže prezentujeme dopady pro krátkodobý a dlouhodobý ropný šok o různých velikostech.⁵ Odezvy jsou založené na empirickém BVAR modelu, který je podrobněji popsán 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 setrvá. Tyto scénáře by z našeho pohledu měly pro danou velikost šoku vymezovat rozsah většiny možných scénářů. Skutečná reakce by se tedy měla nacházet uvnitř tohoto intervalu.

⁵ Pro alternativní velikosti cenového šoku je možné níže prezentované odezvy vynásobit příslušným multiplikátorem.

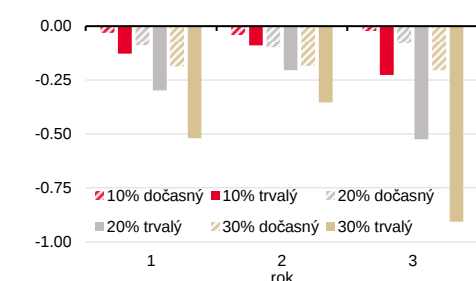
Dopad do reálného HDP je méně výrazný než do inflace. Podle našeho odhadu je dočasný (jedno čtvrtletí trvající) šok vedoucí k 10% nárůstu ceny ropy typicky spojen se zanedbatelným dopadem do tuzemského HDP. Permanentní zdražení ropy ve stejném rozsahu má za následek snížení celoroční dynamiky HDP o 0,1-0,2 pb v následujících letech s kumulativní ztrátou v rozsahu cca 0,6 pb. Relativně limitovaný dopad do ekonomické aktivity patrně souvisí mimo jiné se souběžným oslabením koruny, které působí na ekonomiku expanzivně, a zároveň se zpožděnou a jen dílčí reakcí centrální banky na ropný šok. V důsledku toho je také negativní dopad na HDP pozorován až s určitým zpožděním.

Meziroční inflace se v návaznosti na trvalý 10% šok do cen ropy dočasně zvyšuje až o 1 pb. Kromě přímých efektů na ceny pohonných hmot (s váhou kolem 3 % v CPI koši) nebo dopravy se totiž dlouhodobý šok projevuje jako obecný růst nákladů i v ostatních položkách. Průsak do dalších cenových okruhů významně zesiluje i oslabení koruny (dočasně o více než 1,5 %), které se v případě trvalejšího šoku vyznačuje silnou perzistencí. Na celoroční bázi je dle modelové simulace 10% trvalý nárůst ceny ropy spojen se zvýšením průměrné inflace v prvním roce o zhruba 0,6 pb.

Ropný šok tlačí nahoru i úrokové sazby. Významnější jsou opět odezvy na permanentní šok. Konkrétně 10% trvalý nárůst cen ropy podle našeho odhadu vede k postupnému nárůstu krátkých úrokových sazeb až o cca 40 bb. Určitá prodleva v reakci centrální banky je patrně dána, kromě zpoždění makroekonomických dat, také nabídkovým charakterem šoku a nejistotou ohledně délky jeho trvání. Výnos desetiletého dluhopisu se dle simulace zvyšuje ve zhruba obdobném rozsahu jako krátkodobá mezibankovní sazba, avšak dříve. To zřejmě souvisí s nárůstem rizikových přírážek a časových premií u aktiv rozvíjejících se trhů vzhledem ke zvýšené nejistotě.

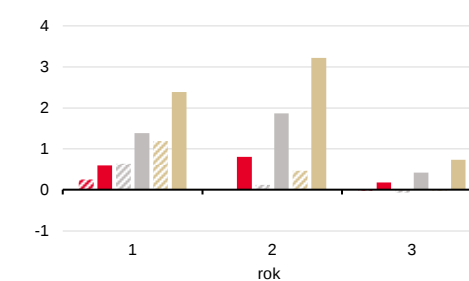
Dopady zvýšení cen ropy na Českou ekonomiku

Růst HDP (pb, y/y)



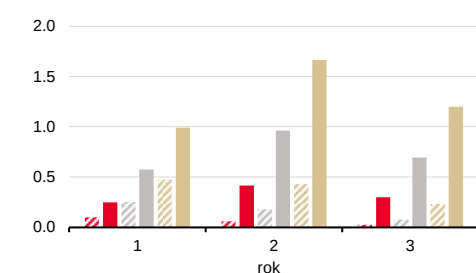
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

CPI inflace (pb, y/y)



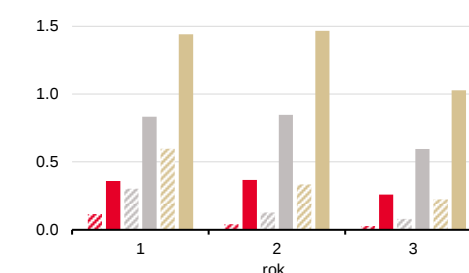
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

3M Pribor (pb)



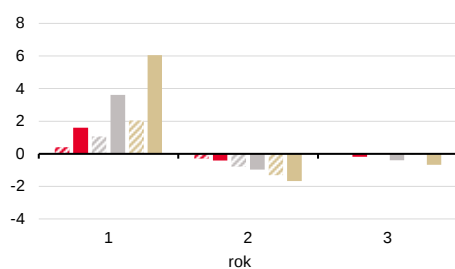
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výnos 10y CZGB (pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Změna kurzu CZK/EUR (pb, y/y)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

Tabulka prognózy

	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
HDP a jeho struktura														
HDP (reálně, y/y, %)	2,8	2,7	2,4	2,5	2,2	2,2	2,6	2,8	2,6	2,3	2,8	2,5	2,2	2,3
Spotřeba domácností (reálně, y/y, %)	2,9	3,2	4,0	3,5	3,9	3,4	3,1	3,0	3,0	3,7	3,0	2,6	2,4	2,3
Spotřeba vlády (reálně, y/y, %)	2,4	1,8	1,9	0,9	1,1	1,9	2,7	2,6	2,1	1,5	2,3	2,2	2,0	1,8
Fixní investice (reálně, y/y, %)	2,9	6,7	6,1	4,8	4,5	2,5	2,3	2,7	2,6	4,4	2,5	2,6	2,6	2,4
Čisté exporty (příspěvek do y/y)	-0,1	0,1	-0,6	0,4	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Zásoby (příspěvek do y/y)	0,3	-1,1	-0,9	-1,0	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,5	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0
Měsíční data z reálné ekonomiky														
Zahraniční obchod (mld. CZK)	27,1	50,4	39,8	26,4	-35,4	-4,8	67,1	33,3	209,8	26,1	118,5	163,5	198,3	215,5
Vývozy (nominálně, y/y, %)	1,3	0,0	1,7	1,3	8,8	6,9	6,8	12,0	2,7	4,6	7,9	6,0	5,3	5,4
Dovozy (nominálně, y/y, %)	1,3	-0,9	5,0	3,9	14,6	12,1	4,7	11,7	3,0	8,8	6,0	5,3	4,9	5,3
Průmyslová výroba (reálně, y/y, %)	1,2	4,3	1,9	1,7	2,9	1,5	2,8	3,1	2,1	2,0	3,3	2,7	2,3	2,5
Stavebnictví (reálně, y/y, %)	14,4	7,0	0,0	2,4	-0,7	3,6	2,4	6,1	10,7	1,3	3,8	3,1	2,0	2,0
Malooobchod (reálně, y/y, %)	2,9	3,0	4,1	3,2	3,5	3,2	2,6	2,7	3,3	3,5	2,9	2,7	2,3	2,2
Trh práce														
Mzdy (nominálně, y/y, %)	7,1	7,4	6,4	6,3	6,7	6,4	6,6	6,1	7,2	6,4	6,0	5,0	4,6	4,4
Mzdy (reálně, y/y, %)	4,5	5,2	4,7	4,0	4,2	3,8	3,2	3,2	4,6	4,1	3,2	3,0	2,5	2,3
Míra nezaměstnanosti (MPSV, %)	4,5	4,7	5,1	4,7	4,7	4,6	4,9	4,4	4,4	4,8	4,5	4,4	4,5	4,6
Míra nezaměstnanosti (ILO 15+, %)	2,9	2,9	3,2	3,1	3,2	3,1	3,2	2,9	2,8	3,2	3,0	2,8	3,0	3,1
Zaměstnanost (ILO 15+, y/y, %)	1,4	1,4	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3	0,5	1,2	0,4	0,5	0,5	0,3	0,1
Spotřebitelské a výrobní ceny														
Inflace (y/y, %)	2,5	2,2	1,6	2,2	2,4	2,7	3,3	2,8	2,5	2,2	2,7	1,9	2,0	2,0
Daně (příspěvek do y/y CPI)	0,2	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Jádrová inflace (y/y, %) (*)	2,8	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,7	2,7	2,8	2,7	2,3	2,1	2,0
Ceny potravin (y/y, %) (*)	3,2	2,3	1,0	0,8	1,4	2,0	3,2	3,2	3,4	1,3	2,8	1,7	2,0	2,1
Ceny pohonných hmot (y/y, %) (*)	-6,8	-3,6	-1,6	21,3	16,8	13,2	8,1	-7,8	-6,7	12,4	-2,2	-1,7	0,0	1,0
Regulované ceny (y/y, %)	1,1	0,4	-1,3	-1,3	-0,8	0,4	3,6	3,5	0,9	-0,7	3,2	1,8	2,1	2,0
Ceny v průmyslu (y/y, %)	-0,9	-1,5	-2,3	0,7	1,7	1,9	5,0	3,2	-0,8	0,5	3,3	1,6	1,7	1,8
Finanční proměnné														
2T Repo (% , průměr)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,2	3,0	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,3	3,1	3,1
CZK/EUR (průměr)	24,5	24,3	24,3	24,5	24,5	24,4	24,4	24,3	24,7	24,4	24,2	23,9	23,7	23,7
Vnější prostředí														
HDP v EMU (reálně, y/y, %)	1,4	1,2	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,3	1,2	1,1
HDP v Německu (reálně, y/y, %)	0,3	0,4	0,2	0,7	1,0	1,1	1,3	1,3	0,4	0,7	1,3	1,1	1,0	1,0
CPI v EMU (y/y, %)	2,1	2,1	2,1	3,4	3,4	3,4	3,4	2,4	2,1	3,1	2,6	2,5	2,3	2,0
Ropa Brent (USD/bbl, průměr)	69,5	64,3	71,6	85,0	80,0	75,0	73,8	72,5	69,0	77,9	71,9	70,0	68,8	68,9
USD/EUR (čtvrtletí eop, roky průměr)	1,17	1,16	1,17	1,15	1,14	1,13	1,12	1,13	1,13	1,15	1,14	1,15	1,15	1,15

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

Poznámka: (*) složky inflace jsou očistěny o přímární dopad daňových změn

Tržní úrokové sazby a vládní dluhopisy



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

Sazby zůstanou zvýšené

Krátký konec křivky tržních úrokových sazeb by o něco níže měla tlačit stabilita sazeb ČNB na pozadí předpokládané postupné deeskalace blízkovýchodního konfliktu. Delší konec křivky by ale měl zůstat na zvýšených úrovních vlivem zrychlení inflace a dopadů uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí. Rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními sazbami se mohou se zvýšením emisní aktivity ve zbytku roku opět rozšířit. Celkově se podle nás korunové tržní úrokové sazby ani výnosy dluhopisů zpět na předválečnou úroveň nevrátí. Rizika našeho základního scénáře jsou navíc vychýlena směrem k dalšímu nárůstu korunových nákladů financování.

Korunové sazby se vezou na vlně globálních trendů

Tržní úrokové sazby po vypuknutí konfliktu na Blízkém východě vystřelily vzhůru.

Souviselo to s nárůstem inflačních očekávání v důsledku vyšších cen energií a narušení dodavatelských řetězců. Ke zvýšení delších sazeb v eurozóně však patrně přispívá rovněž uvolnění fiskální politiky v Německu. I v případě rychlého ukončení konfliktu je mimo jiné s ohledem na poškozené produkční kapacity v Perském zálivu a již pozorované dopady na inflaci návrat sazeb na předválečnou úroveň poměrně nepravděpodobný.

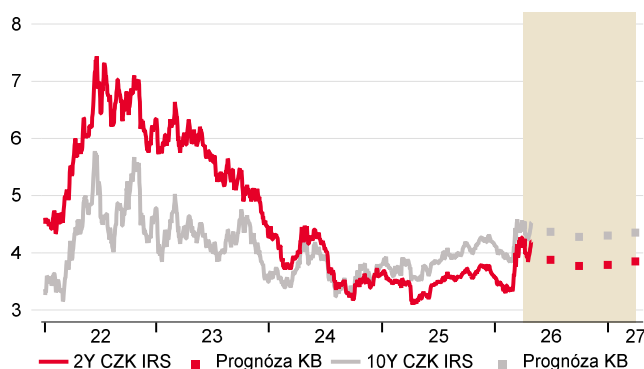
Kratší korunové sazby by mohly mírně poklesnout v souvislosti s redukcí sázek na zpřísňování měnové politiky ČNB.

V základním scénáři očekáváme v letošním roce stabilitu sazeb ČNB. Inflace sice zůstane zvýšená a nad cílem centrální banky v letošním i příštím roce. Centrální banka ale podle nás – vzhledem k dočasné a nabídkové povaze šoku a zpřísnění kreditních podmínek skrze vyšší tržní úrokové sazby s delší splatností – ponechá měnově-politické sazby na současné úrovni, tedy v mírně restriktivním teritoriu. Korunový peněžní trh naproti tomu aktuálně zaceňuje v letošním roce přes dvě zvýšení úrokových sazeb o 25 bb.

Delší konec korunové křivky by měl v ročním horizontu zůstat na zvýšených úrovních.

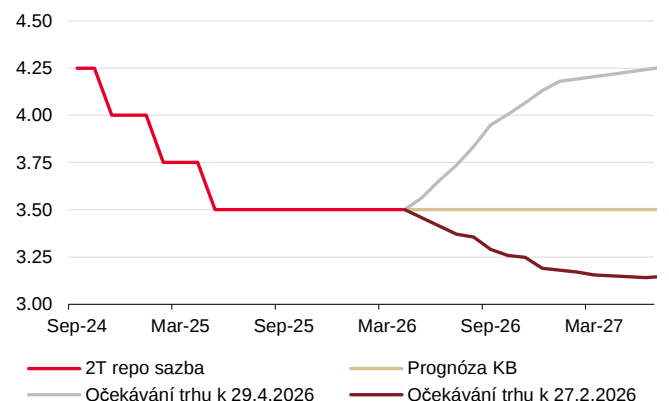
Přispěje k tomu nejen zrychlení pozorované inflace, ale také uvolnění fiskální politiky u nás i v zahraničí. Celkově jsme oproti minulé prognóze náš výhled korunových sazeb zvýšili, a to hlavně vlivem výraznější nejistoty a přehodnocení výhledu inflace.

Prognóza IRS (%)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Očekávaný vývoj repo sazby ČNB (%)



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

Riziko našeho základního scénáře je vychýleno ve směru dalšího nárůstu korunových tržních úrokových sazeb. Jak popisujeme v Boxu 3, déletrvající ropný šok je spojen s výrazným tlakem na růst úrokových sazeb, a to napříč splatnostmi. Riziko ve stejném směru spatřujeme u delšího konce křivky rovněž v souvislosti s domácí fiskální politikou (podrobněji popsáno v kapitole *Fiskální politika*). Návrh státního rozpočtu na rok 2027 by se totiž mohl v nepříznivém scénáři řídit podle výrazně volnějších národních rozpočtových pravidel.

Výhled pro CZK IRS (% , konec období)

	Q2 26f	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f
2Y	3,90	3,75	3,80	3,85
5Y	4,15	4,05	4,05	4,10
10Y	4,35	4,30	4,30	4,35

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

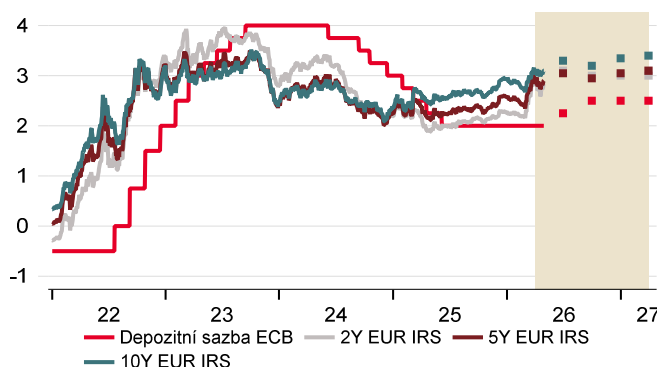
Podmínky úrokového zajištění se zhoršují. Vzhledem k výrazným rizikům pro další nárůst tržních úrokových sazeb (zahraniční vývoj, domácí fiskální politika, riziko protahování války v Perském zálivu s proinflačními dopady) by příležitost k zajištění mohly v krátkém období nabízet primárně poklesy spojené s případnými zprávami o deeskalaci konfliktu a na kratším konci křivky rovněž neochota ČNB zvyšovat měnověpolitické sazby. 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 od konce února rozšířilo.

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

	Maturita				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
Spot	3.98	4.20	4.30	4.39	4.53
3M	4.07	4.30	4.33	4.39	4.53
6M	4.25	4.42	4.40	4.44	4.56
9M	4.36	4.44	4.43	4.46	4.58
1Y	4.46	4.46	4.46	4.49	4.60
2Y	4.45	4.46	4.47	4.53	4.64
3Y	4.47	4.48	4.51	4.57	4.69

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, k 29. 4. 2026

Úrokové sazby v eurozóně (%)



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

Čistá emise státních dluhopisů letos vzroste

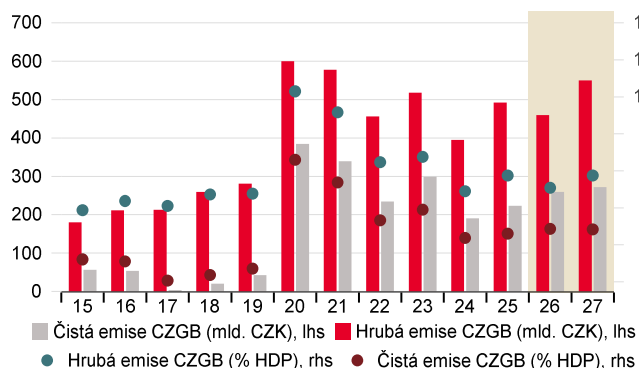
Předpokládáme, že hotovostní deficit státního rozpočtu bude letos směřovat ke schváleným 310 mld. CZK. V kombinaci s ostatními potřebami financování, zejména splátkami maturujících dluhopisů a pokladničních poukázek, se tak podle našeho odhadu bude hrubá emise korunových dluhopisů (CZGB) nacházet spíše v horní polovině intervalu indikace Ministerstva financí (MF). To počítá s vydáním korunových státních dluhopisů v celkovém objemu 400-500 mld. CZK. Oproti loňsku tak podle našeho odhadu vzroste pouze v čistém vyjádření, a to zhruba o pětinu. Celková finanční potřeba bude kromě emisí korunových dluhopisů výraznou měrou pokryta také využitím dalších instrumentů. Vedle předpokladu nadále zvýšené nabídky pokladničních poukázek očekáváme rovněž čerpání mimorozpočtových půjček od EIB, emisi dluhopisů denominovaných v eurech a obnovení vydávání spořicíh státních dluhopisů pro občany. **V příštím roce by měl hrubou emisi CZGB oproti letošku zvyšovat hlavně větší objem refinancování.** V čistém vyjádření podle nás zůstane emisní aktivita srovnatelná s letoškem. Důležitým předpokladem našeho základního scénáře je však udržení schodku veřejných financí v roce 2027 do 3 % HDP, přičemž rizika jsou vychýlena ve směru hlubšího deficitu.

Potřeba a zdroje financování (v mld. CZK)

	2026		2027	
	MinFin	KB	MinFin	KB
Saldo státního rozpočtu	310,0	310,0	??	320,0
Převod a další operace finančních aktiv státu		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	36,0	36,0
Splátky a předčasné splátky spořicí dluhopisů	19,7	19,7	13,2	13,2
Splátky instrument peněžního trhu	177,3	177,3	165,0	165,0
Splátky pokladničních poukázek	165,6	165,6	165,0	165,0
Splátky ostatních nástrojů peněžního trhu	11,7	11,7	0,0	0,0
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	26,3	26,3	0,9	0,9
Potřeba financování celkem	733,6	733,6	??	813,1
Nástroje peněžního trhu		165,0		165,0
Pokladniční poukázky		165,0		165,0
Ostatní nástroje peněžního trhu		0,0		0,0
Hrubá emise CZGB v domácí měně		459,8		549,6
Hrubá emise CZGB v cizí měně/eurobondů		48,8		48,5
Hrubá emise spořicí dluhopisů		10,0		10,0
Přijaté zápůjčky a úvěry (vč. EUR)		40,0		30,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity		10,0		10,0
Zdroje financování celkem		733,6		813,1
Hrubá výpůjční potřeba		723,6		803,1
Čistá emise CZGB		259,5		271,6

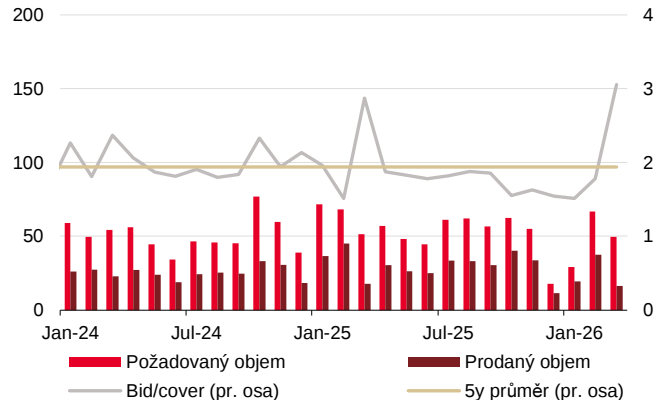
Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Emise CZGB



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Primární trh CZGB (mld. CZK)



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

Výnosům dluhopisů se dolů chtít nebude

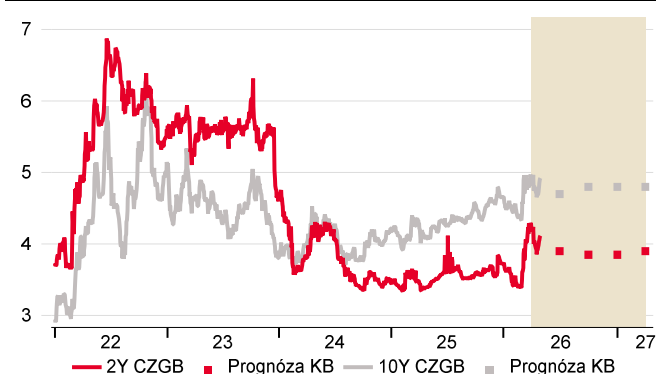
Rozpětí mezi výnosy státních dluhopisů a tržními úrokovými sazbami se po vypuknutí blízkovýchodního konfliktu zúžila. K tomu patrně přispěla i snížená emisní aktivita MF. S jejím postupným navýšením ve zbytku letoška očekáváme opětovné rozšíření rozpětí, a tím i relativní zlevnění dluhopisů vůči IRS. Negativním rizikem nad rámec základního scénáře je především výraznější navýšení rozpočtového schodku již v návrhu rozpočtu na příští rok. Pokud totiž budou nová fiskální pravidla schválena v měkčí formě, než by odpovídalo těm, která jsou platná na úrovni EU, mohl by deficit překročit námi předpokládaná 3 % HDP.

Prognóza výnosů CZGB (konec období)

	Q2 26f	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f
Výnos 2Y CZGB (%)	3,90	3,85	3,85	3,90
Výnos 5Y CZGB (%)	4,20	4,25	4,25	4,25
Výnos 10Y CZGB (%)	4,70	4,80	4,80	4,80
10Y CZGB ASW (bb)	35	50	50	45

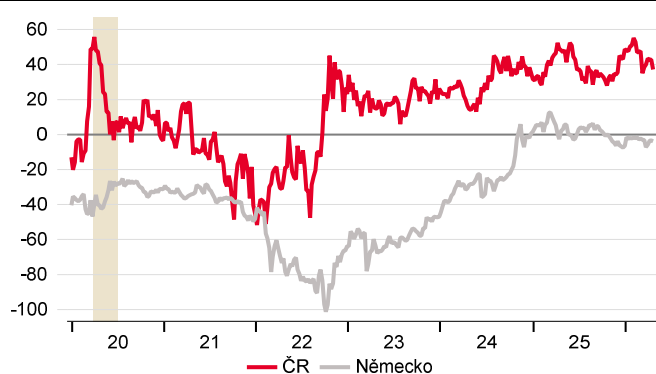
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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

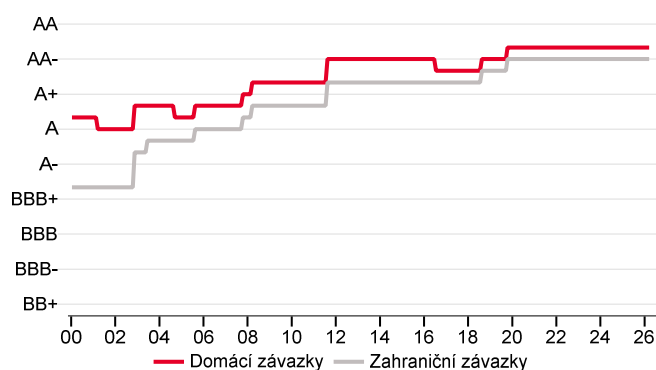
Ratingové hodnocení ČR zůstává nezměněno (Aa3/AA-) se stabilním výhledem, riziko zhoršení výhledu ovšem přetrvává. Nadále platí, že ČR má nejlepší rating ze všech zemí střední a východní Evropy. Současnou známku ovšem agentury Fitch a Moody's podmiňovaly další konsolidací, případně alespoň nezhoršováním kondice tuzemských veřejných financí. Současně upozornily, že důležitou dlouhodobou výzvou je stárnutí populace a s tím související tlak na veřejné finance. V základním scénáři očekáváme zmírnění tuzemských pravidel rozpočtové politiky a dodržení rozpočtových pravidel EU. Jak ale podrobněji popisujeme v kapitole *Fiskální politika*, hrozí i změkčení národních pravidel do té míry, kdy by se do celoevropských mantinelů deficit již vejít nemusel. Celkově tak nadále vnímáme riziko zhoršení výhledu ratingu ze stabilního na negativní.

Přehled ratingu hlavních agentur pro Českou republiku

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

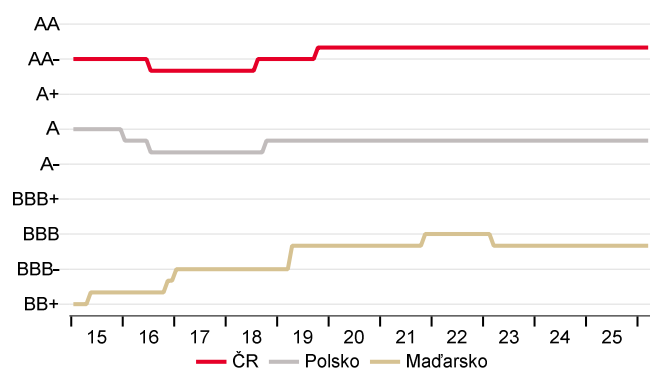
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



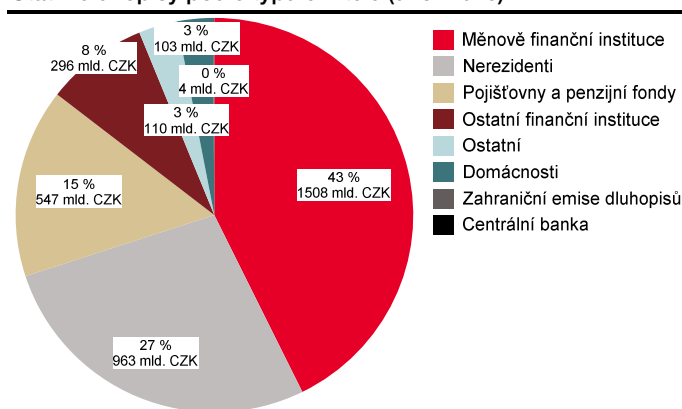
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Přehled českých státních dluhopisů

Government bond overview							Rich-cheap analysis												
Bond	Dur.	Issued last 90D	Issuance limit	Yield	Δ1W	Δ1M	FX hedged	ASW	Δ1W	Δ1M	Min	90D	Max	Z-Score	Rank	Spline spread	Rank	Carry Roll 90D	Rank
0.25 Feb-27	0.8	0.0	110%	3.67	11	-25	2.75	-24	1	-13	-28		-2	-2.3	20	6.1	24	4.6	24
2.50 Aug-28	2.1	0.0	94%	4.08	17	-16	2.88	-23	-7	-10	-27		4	-2.3	18	-4.3	6	9.3	3
5.50 Dec-28	2.4	0.0	90%	4.14	20	-15	2.94	-19	-8	-10	-21		2	-1.8	9	-5.7	4	9.7	1
5.75 Mar-29	2.6	5.6	133%	4.18	22	-14	2.96	-17	-7	-11	-19		5	-2.0	14	-4.7	5	9.4	2
2.75 Jul-29	2.9	0.0	100%	4.25	24	-13	2.98	-14	-3	-9	-13		8	-2.0	13	-6.0	3	9.2	4
0.05 Nov-29	3.4	0.0	61%	4.29	23	-10	2.99	-15	-2	-6	-12		8	-2.6	22	-4.2	7	8.5	5
0.95 May-30	3.8	0.0	100%	4.32	24	-11	3.01	-13	-1	-7	-12		12	-2.3	19	-1.2	14	8.0	6
5.00 Sep-30	3.8	0.0	121%	4.32	22	-15	3.05	-11	-5	-13	-12		15	-2.3	17	4.5	23	7.8	7
3.95 Oct-30	3.9	0.0	10%	4.17	20	-14	2.90	-26	-3	-11	-26		5	-2.2	16	19.2	26	6.7	12
1.20 Mar-31	4.5	0.0	100%	4.40	23	-12	3.08	-9	-1	-9	-6		16	-2.9	25	2.3	21	7.3	9
6.20 Jun-31	4.2	0.0	103%	4.41	24	-13	3.14	-3	-1	-11	-5		22	-2.0	11	4.5	22	7.5	8
1.75 Jun-32	5.5	5.1	107%	4.55	25	-11	3.21	1	-1	-8	4		23	-3.0	26	1.9	19	6.7	13
4.50 Nov-32	5.4	0.0	130%	4.63	28	-8	3.35	12	0	-6	9		33	-1.6	5	-2.1	12	7.0	10
3.00 Mar-33	5.9	9.2	88%	4.71	27	-6	3.38	15	1	-5	15		34	-2.0	12	-6.9	1	6.8	11
2.00 Oct-33	6.5	0.0	100%	4.76	25	-5	3.40	14	0	-4	16		34	-2.6	23	-6.1	2	6.3	14
4.90 Apr-34	6.4	0.0	115%	4.78	26	-3	3.51	23	1	-2	16		41	-1.4	3	-3.9	9	6.3	15
4.25 Oct-34	6.8	12.1	100%	4.82	25	-2	3.54	24	1	-2	22		43	-1.5	4	-4.1	8	6.1	16
3.50 May-35	7.5	0.0	117%	4.82	26	-1	3.52	19	1	-2	18		38	-1.7	7	-0.1	17	5.5	18
5.30 Sep-35	7.1	4.4	61%	4.87	28	1	3.63	28	3	-1	24		46	-1.1	2	-2.3	11	5.8	17
4.55 Oct-35	7.3	0.0	10%	4.68	25	-5	3.44	9	0	-6	7		37	-1.8	8	16.0	25	5.1	21
3.60 Jun-36	7.9	17.0	117%	4.89	24	-3	3.61	23	0	-4	24		44	-2.0	15	-0.5	16	5.2	19
4.20 Dec-36	8.1	0.0	100%	4.89	23	-2	3.65	24	0	-2	23		44	-1.8	10	2.3	20	4.9	22
4.95 Feb-37 *	8.2	7.9	18%	4.94	22	2	3.74	32	0	0	26		44	-0.6	1	-1.9	13	5.2	20
1.95 Jul-37	9.3	0.0	71%	4.96	22	-1	3.62	20	0	-1	21		42	-2.5	21	-0.9	15	4.6	23
1.50 Apr-40	11.7	0.0	65%	5.09	19	3	3.70	20	-3	2	20		42	-2.7	24	-2.5	10	3.9	26
4.00 Apr-44	12.0	1.8	29%	5.22	17	3	3.92	35	-7	-1	31		65	-1.7	6	0.7	18	4.3	25

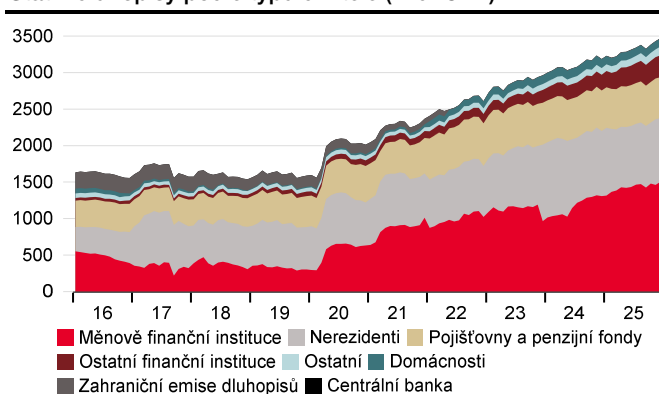
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; Pozn.: Detailní popis v aktuálním vydání CZGB Auction Alert

Státní dluhopisy podle typu držitele (únor 2026)



Zdroj: MFČR, 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

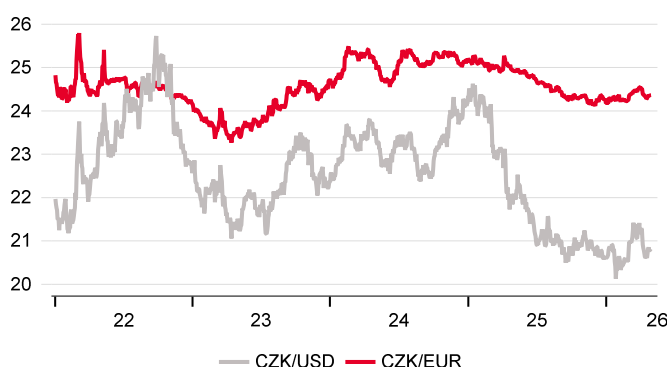
Koruna odolává, vyhráno ale není

Česká koruna na skokové zdražení energií dosud reagovala poměrně vlažně. Tlak na její oslabení se však podle nás ještě může vrátit. Příživovat by jej měla nejen zvýšená nejistota a zhoršení vnější bilance české ekonomiky, ale také zúžení úrokového diferenciálu na pozadí utažení měnové politiky ECB a stability sazeb ČNB. Celkově tak po počátečním oslabení očekáváme ve zbytku roku přibližnou stabilizaci kurzu poblíž hladiny 24,50 CZK/EUR. S depreciací koruny vůči euru na spotovém trhu by mohlo dojít i k opětovnému zlepšení podmínek pro zajištění domácí měny proti posílení.

Ropný šok zatím na korunu neměl zásadní dopad

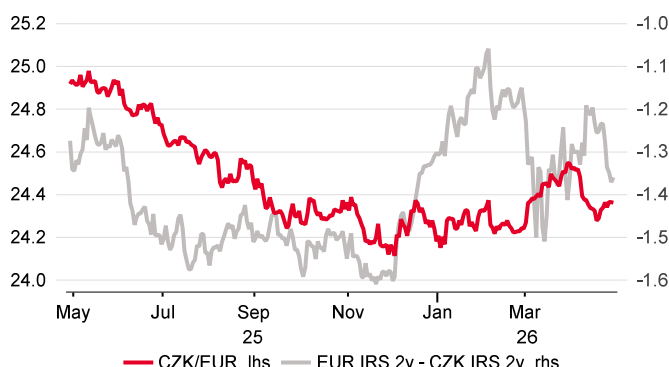
Česká koruna na zvýšené riziko spojené s konfliktem na Blízkém východě reagovala pouze mírně. Dočasné oslabení v páru s eurem o zhruba 1 % k hladině 24,50 CZK/EUR bylo s rostoucími nadějemi na deeskalaci konfliktu již zčásti odmazáno. Jak ovšem vyplývá z analýzy v boxu 3, ropné šoky byly v minulosti zpravidla spojeny s výrazným, byť dočasným, oslabením kurzu koruny. Částečně sice aktuálně mírnější reakci může vysvětlit postupně klesající energetická intenzita tuzemské ekonomiky, celkově se však domníváme, že vnější prostředí zůstane pro korunu negativním faktorem. To podtrhuje i předpokládané posilování amerického dolaru, který by dle prognóz Sociétés Générale měl v páru s eurem v ročním horizontu zpevnit k hladině 1,12 USD/EUR, a to hlavně vlivem nadále robustního růstu americké ekonomiky. Nedávné oslabení zelených bankovek by tak mělo být pouze dočasné.

Vývoj kurzů koruny



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Vývoj CZK/EUR a úrokového diferenciálu

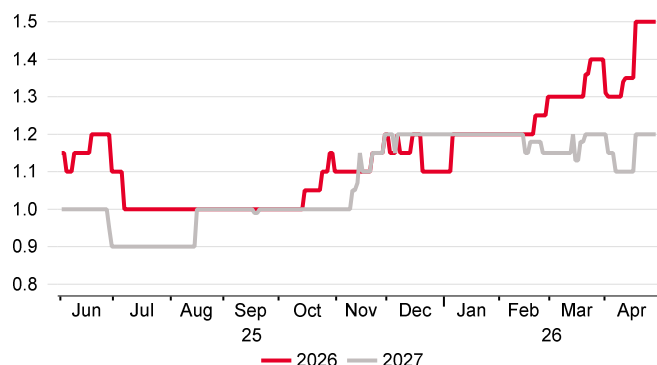


Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Úrokový diferenciál koruně mnoho podpory nepřinese. Rozpětí mezi korunovými a eurovými tržními úrokovými sazbami se s rostoucími sázkami trhů na utahování měnové politiky ECB opětovně zúžilo, podobně jako na přelomu roku, kdy trhy očekávaly snížení sazeb ČNB. K jeho dalšímu zúžení by navíc mělo přispět i námi očekávané ponechání sazeb ČNB beze změny, zatímco korunový peněžní trh zaceňuje přes dvě zvýšení klíčové repo sazby o 25 bb v letošním roce.

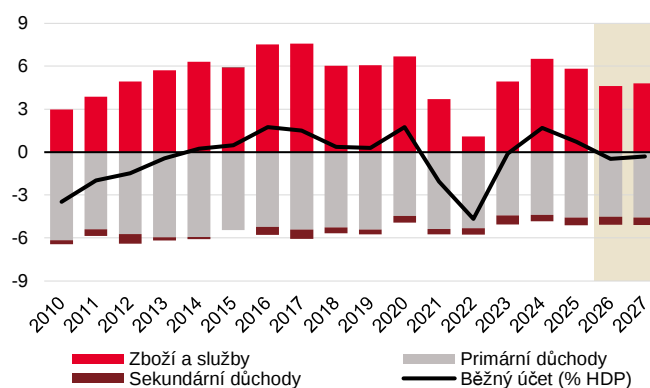
Výrazně pozitivní zůstane růstový náskok ČR vůči eurozóně. Dle mediánového odhadu by český HDP měl letos i v příštím roce dosáhnout o více než 1 pb vyššího růstového tempa než eurozóna. Struktura růstu tuzemské ekonomiky však podle nás příliš příznivá s ohledem na vnější bilanci nebude. Jeho tahounem by totiž měla být i s přispěním uvolněné fiskální politiky domácí poptávka. Negativní šok do směnných relací daný zdražením energií podle nás bude současně spojen s citelným zhoršením bilance zahraničního obchodu, respektive běžného účtu platební bilance, což bude na devizovém trhu bránit koruně ve výraznějším posílení.

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



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Bilance běžného účtu platební bilance (% HDP)

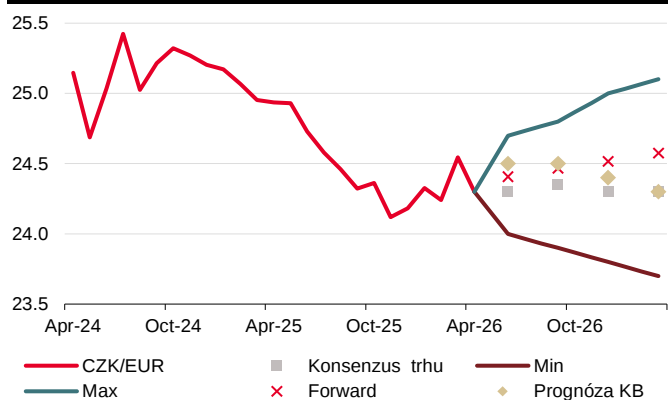


Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled pro kurz koruny k euru jsme oproti lednové prognóze hlavně vlivem blízkovýchodního konfliktu a jeho dopadům přehodnotili směrem ke slabším úrovním.

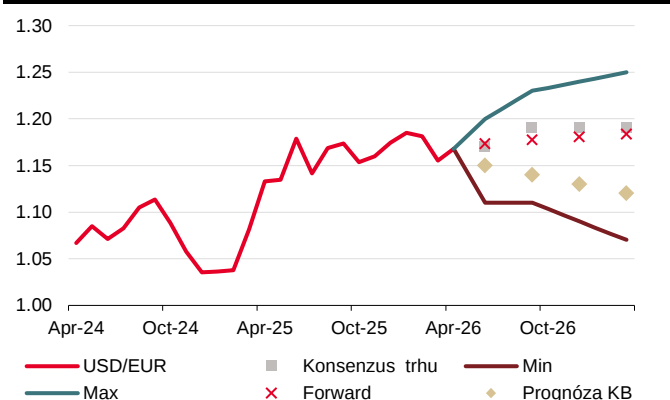
Celkově očekáváme, že koruna může krátkodobě čelit spíše depreciačním tlakům. Na konci letošního druhého i třetího čtvrtletí očekáváme, že se bude proti euru pohybovat v blízkosti 24,50 CZK/EUR. S postupnou deeskalací konfliktu na Blízkém východě, respektive poklesem cen energetických komodit a nadále solidním růstovým tempem tuzemské ekonomiky by následně mohla mírně posílit. Zpevnění koruny ale bude s ohledem na souběžné posilování amerického dolaru pouze pozvolné. V ročním horizontu očekáváme kurz 24,30 CZK/EUR.

Předpokládaný vývoj kurzu CZK/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 29. 4. 2026)



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Předpokládaný vývoj kurzu USD/EUR, tržní konsenzus dle Bloomberg (k 29. 4. 2026)



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

Prognóza kurzu koruny (konec období)

	Q2 26f	Q3 26f	Q4 26f	Q1 27f
CZK/EUR	24,50	24,50	24,40	24,30
CZK/USD	21,30	21,50	21,60	21,70
USD/EUR	1,15	1,14	1,13	1,12

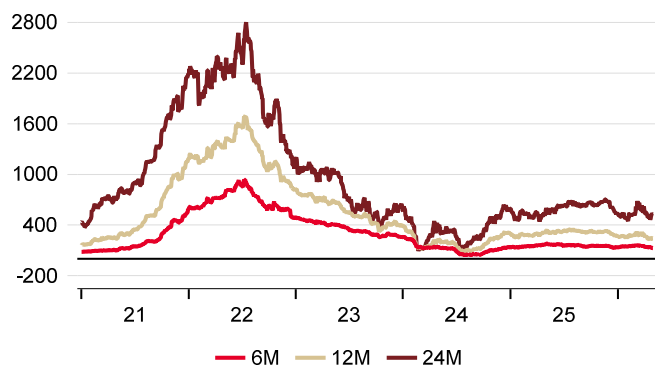
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, SG Cross Asset Research

Zvýšená nejistota přetrvává

Rizika jsou oproti našemu základnímu scénáři oboustranná. Souvisí především s délkou trvání a dopady zvýšených cen energií na tuzemskou ekonomiku a EU. Vzhledem k dosavadní velmi mírné reakci koruny je přitom podle nás riziko vychýleno i vzhledem k nadále relativně vysoké energetické náročnosti tuzemské ekonomiky 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 oproti námi

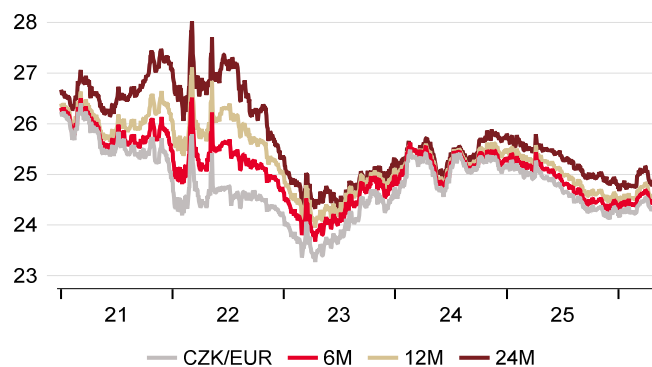
předpokládané stabilitě úrokové sazby k utažení měnové politiky ČNB. Obecnou nejistotou s potenciálním dopadem do tržního vnímání všech středoevropských měn zůstává i další vývoj války na Ukrajině a rovněž dopady americké celní politiky.

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 jsou nejnižší od začátku války na Blízkém východě. V našem základním scénáři by se z hlediska exportérů s eurovou expozicí mohly podmínky pro zajištění s oslabením spotového kurzu opět mírně zlepšit.

Bankovní sektor



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

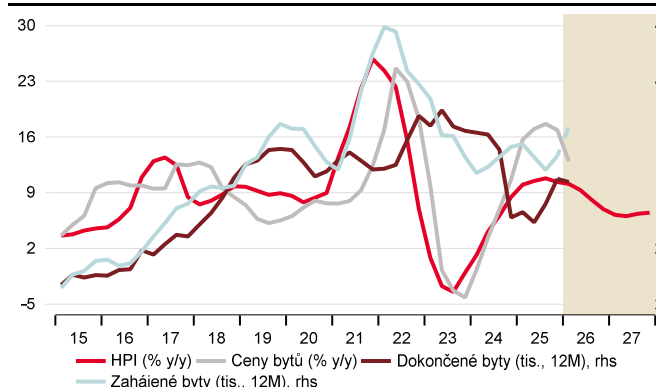
Kreditní impuls posílí ekonomiku navzdory geopolitice

Úvěrová aktivita v české ekonomice by měla v nadcházejících čtvrtletích zůstat silná navzdory vyšším úrokovým sazbám a přetrvávající geopolitické nejistotě. Růst úvěrů domácnostem bude nadále podporován financováním bydlení a spotřeby, přestože dynamika hypotečního trhu by měla postupně zpomalovat vlivem vyšších sazeb a zhoršující se cenové dostupnosti bydlení. Růst cen nemovitostí zůstane zvýšený, i když bude dále zvolňovat, a pravděpodobně i letos překoná mzdový růst. V podnikovém sektoru očekáváme pokračování oživení úvěrové aktivity tažené návratem investičního apetitu, fiskálním stimulem a růstem agregátní poptávky. Nízká míra selhání úvěrů nadále vytváří prostor pro úvěrovou expanzi, zatímco robustní růst vkladů podporuje kapacitu pro financování ekonomiky, výrazný převis vkladů nad úvěry ale zřejmě přetrvá.

Nemovitostní a hypoteční trhy i přes zpomalení v letošním roce vlivem vyšších úrokových sazeb budou dále expandovat.

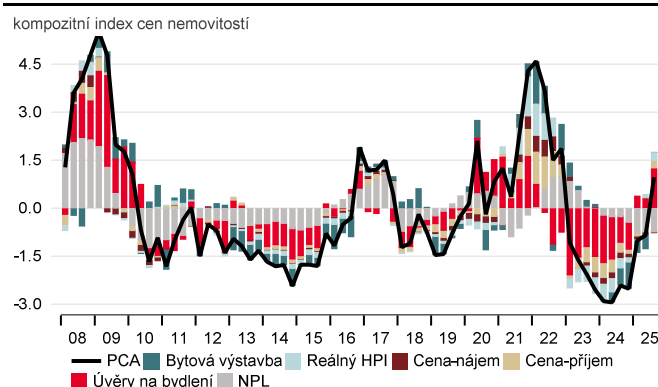
Nemovitostní a hypoteční trhy vykazují pouze omezené známky vyčerpávání. Růst cen nemovitostí sice vykazuje známky zpomalení, zůstává ale vysoký a nadále předhání tempo zvyšování příjmů domácností. Poté, co růst indexu cen obytných nemovitostí (HPI) v Q4 25 dosáhl 10,3 % y/y, očekáváme, že letos dále zpomalí s ohledem na slabší cyklické tlaky a nárůst úrokových sazeb. Mezičtvrtletně ceny nemovitostí v Q4 25 vzrostly o 2,4 %, což představovalo nepatrné zpomalení oproti 2,5 % v Q3. Zveřejněná data a realitní trh komentujeme zde: <https://bit.ly/HPM4Q25CZ>. Výraznější zpomalení by ale mělo přijít letos. Po loňském růstu v průměru o 10,4 % pro letošní rok předpokládáme růst HPI o 8,6 %. Zpomalení signalizují i nabídkové ceny bytů, jejichž meziroční růst klesl z 16,9 % v Q4 25 na 13 % y/y v Q1 26 a na mezičtvrtletní bázi zpomalil o 0,5 pb na 2,3 % q/q. Transakční data *Flat Zone* ale stále indikují setrvání vysokého růstu cen pražských prvoprodeje, který v závěru loňska, stejně jako v Q3, činil 11,3 % y/y. Růst cen nemovitostí by se měl zmírňovat i v dalších letech, přesto se zřejmě udrží nad mzdovým růstem vzhledem k přetrvávajícímu strukturálnímu nesouladu na trhu. Pro letošní i příští rok ale vnímáme riziko rychlejší dynamiky s ohledem na zdražující stavební materiály, případné zesílení investiční poptávky navzdory doporučení ČNB ohledně investičních hypoték nebo vliv podpůrných vládních opatření v souvislosti s bydlením. Cenový růst bude nicméně vlivem demografických faktorů diferencovaný napříč regiony a koncentrovaný v metropolích, které se již tak potýkají se zhoršenou cenovou dostupností.

I přes zpomalení zůstane růst cen nemovitostí zvýšený



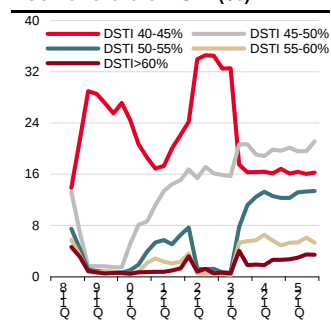
Zdroj: ČSU, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Údaje zahájených a dokončených bytů (k únoru 2026) jsou extrapolované a pouze indikativní pro Q1 26. 12M značí dvanáctiměsíční úhrny.

Expanze nemovitostního trhu na pozadí nízké míry selhání



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_biatic19-3_car.pdf

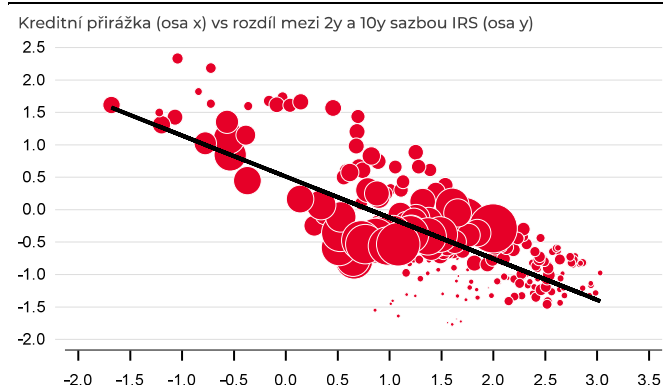
Podíl úvěrů dle DSTI (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

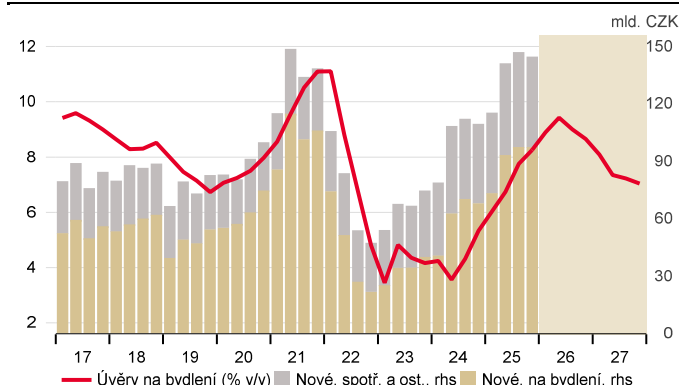
Růst hypotečního trhu letos pravděpodobně zesílí. Oproti loňskému růstu objemu (čistých) nových úvěrů na bydlení o 50 % by ten letošní ale měl citelně zpomalit. V úhrnu za letošní leden a únor sice narostl o 48 %, to ale reflektovalo předzásobení před doporučením ČNB ohledně investičních hypoték, přičemž vysoký březnový objem indikovaný daty z ČBA dodatečně reflektuje snahu předejít vyšším sazbám v důsledku blízkoovýchodního konfliktu. Růst stavu úvěrů v Q1 26 plně neodráží nové úvěry, které se do statistiky promítají se zpožděním. I přes ochlazení hypotečního trhu vlivem vyšších hypotečních sazeb zůstane růst stavu silný a výrazněji zpomalí zřejmě až v H2 26. Po loňském nárůstu o 8,3 % očekáváme pro letošní rok zrychlení na 8,7 %.⁶ Setrvání zvýšené dynamiky v dalších letech bude reflektovat silný růst cen nemovitostí, postupně by však měl slábnout. Snížená cenová dostupnost bydlení bude pro hypoteční trh pravděpodobně stále více limitujícím faktorem.

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



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

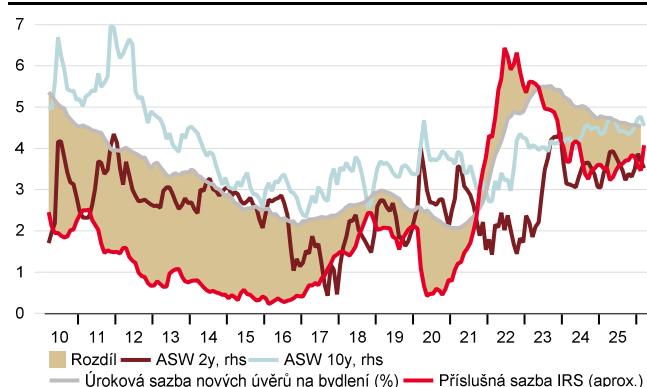
Růst hypotečního trhu letos postupně mírně zpomalí



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

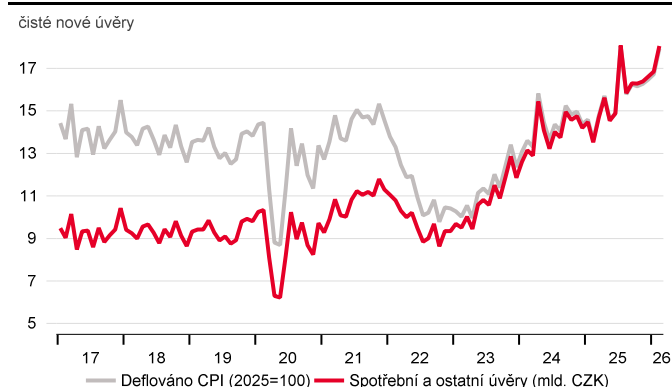
Nárůst tržních úrokových sazeb vlivem války v Íránu vytáhne hypoteční sazby do blízkosti 5 %. Následný postupný pokles tržních sazeb díky očekávané deeskalaci situace na Blízkém východě pravděpodobně ale nepřinese rychlý návrat hypotečních sazeb pod 4,5 %. Vyšší hypoteční sazby komplikují letošní vysoký objem refixací, který v Q1 26 tvořil zhruba 20 % nových úvěrů. Dopad na disponibilní příjem domácností ale kompenzuje zvýšený mzdový růst v posledních letech. Rizika pro hypoteční trh tak vnímáme jako omezená, to podporuje i nedávný [blog ČNB](#) k dopadu refixací hypotečních úvěrů.

Rozdíl mezi hypotečními sazbami a IRS (% , pb)



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

Spotřebitelské financování silně roste i v reálném vyjádření



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

⁶ Pokud není uvedeno jinak, jedná se o meziroční růst ke konci období.

Kreditní impuls úvěrů domácností by měl dále podporovat růst spotřeby domácností.

Spotřební financování dále silně roste a míra zadlužení domácností se zvyšuje
Kreditní impuls úvěrů domácností těží z expanze na nemovitostním trhu a obnovené spotřebitelské důvěry a nadále indikuje solidní růst spotřebních výdajů. Nové spotřebitelské úvěry v poměru k HDP za leden a únor dosáhly v průměru 0,2 % HDP, což je zhruba jednu standardní odchylku nad dlouhodobým průměrem. Jejich nominální objem narostl o 25 % y/y, přičemž *Šetření úvěrových podmínek ČNB* indikuje výrazný nárůst spotřebního financování v Q2. V krátkodobém horizontu to ale omezují vyšší úrokové sazby a zhoršení nálady domácností. Stav spotřebních úvěrů v poměru k HDP v Q1 26 podle našeho odhadu dosáhl 4,7 % HDP (+0,3 pb y/y). V dalších čtvrtletích by se měl dále zvyšovat a v závěru roku dosáhnout 4,8 % HDP. Po loňském růstu o 10,8 % pro letošní rok odhadujeme zpomalení na stále silných 10,2 % a v příštím roce dále na 8,8 %. Naše odhady růstu spotřebního a hypotečního financování jsme pro letošní i příští rok zvýšili s ohledem na vyšší inflaci a rychlejší růst cen nemovitostí. V dalších letech by měl růst spotřebního financování dále zpomalovat, v poměru k HDP bude ale jeho stav dále narůstat spolu se zvyšováním zadlužení domácností. To v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu v Q4 25 dosáhlo 53,8 % a zůstává viditelně pod vrcholem z roku 2022.

Bankovní úvěry a depozita (% , y/y)

	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Bankovní úvěry														
Celkem	6,1	7,0	8,1	7,2	8,5	7,8	7,3	7,2	6,2	7,9	7,3	6,7	6,0	5,4
Úvěry domácnostem na byt. potřeby	7,8	8,3	8,9	9,4	9,0	8,7	8,1	7,3	7,2	9,0	7,4	6,4	5,6	4,8
Spotřebitelské úvěry domácnostem	10,4	10,8	11,8	11,5	10,4	10,2	9,3	9,4	9,9	11,0	9,2	7,7	6,4	5,6
Úvěry nefinančním podnikům	2,9	5,1	7,3	6,3	9,3	7,0	5,6	6,3	4,5	7,5	6,6	6,8	6,2	5,9
Bankovní vklady														
Celkem	3,6	6,1	6,4	7,3	7,9	6,8	8,8	7,9	4,6	7,1	7,5	6,1	5,6	5,4
Obyvatelstvo	4,7	4,8	5,7	7,0	7,1	6,7	6,1	5,2	5,0	6,6	5,4	5,5	5,0	4,7
Nefinanční podniky	3,2	1,8	5,2	4,4	5,9	5,4	5,3	5,2	2,9	5,2	5,4	5,2	3,9	4,4
Ostatní	2,0	12,1	8,4	9,9	10,7	8,2	15,4	14,0	5,5	9,3	12,3	7,7	7,4	7,1
Podíl na HDP														
Podíl úvěrů na HDP	57,0	57,4	57,8	57,9	58,3	58,5	58,7	58,9	57,2	58,1	59,1	59,9	60,7	61,3
Podíl vkladů na HDP	91,1	89,5	91,7	92,8	92,7	90,5	94,5	95,0	91,1	91,9	93,6	94,5	95,3	96,2
Podíl úvěrů na vkladech	62,6	64,1	63,0	62,4	62,9	64,6	62,1	62,0	62,8	63,2	63,1	63,4	63,7	63,7
Úrokové sazby														
Úvěry pro bytové potřeby	4,6	4,6	4,6	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6	4,8	4,6	4,6	4,6	4,7
Spotřebitelské úvěry	8,0	8,0	8,0	8,2	8,4	8,4	8,4	8,4	8,0	8,2	8,4	8,4	8,6	9,0
Úvěry nefinančním podnikům	5,3	5,2	5,5	5,4	5,4	5,4	5,5	5,5	5,2	5,4	5,5	5,2	5,0	5,0
Podíl úvěrů v selhání														
Úvěry pro bytové potřeby	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	1,1	1,4
Spotřebitelské úvěry	4,2	4,1	4,1	4,4	5,0	5,4	5,7	6,0	4,2	4,7	6,1	6,8	7,6	8,6
Úvěry nefinančním podnikům	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,5	2,7	2,8	2,5	2,3	2,9	3,7	4,5	5,2

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

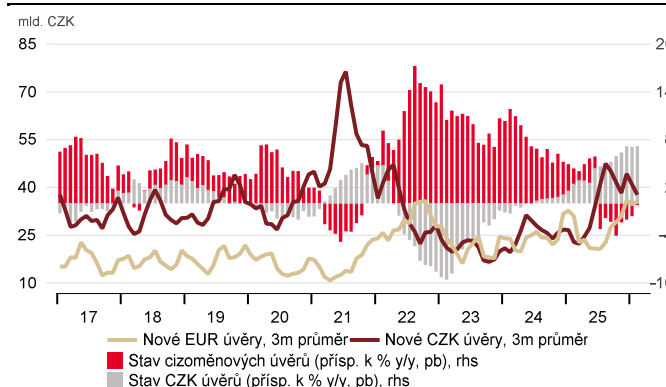
Pozn.: Hodnoty za jednotlivá čtvrtletí jsou ke konci období. Celoroční hodnoty jsou průměry za dané roky.

Oživení úvěrové aktivity podniků by mělo pokračovat.

Investiční apetit firem bude růst navzdory geopolitické nejistotě

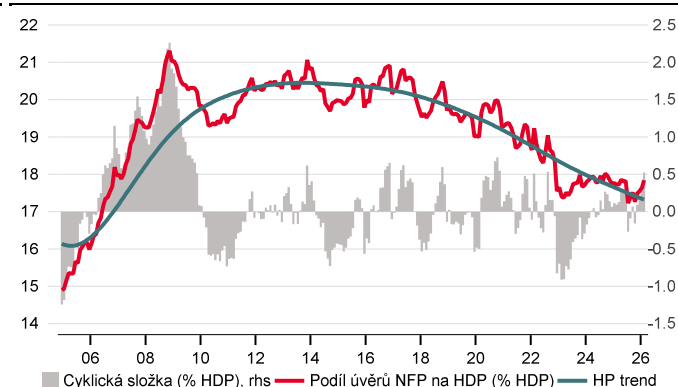
Oživení podnikové úvěrové aktivity bude pokračovat navzdory utáženějším finančním podmínkám. Samotná úroveň úrokových sazeb již nepředstavuje přílišnou restrikcii pro firemní úvěrování, jak ukazuje *Šetření úvěrových podmínek ČNB*. Dříve uzavřené nové úvěry se na začátku roku pravděpodobně podepsaly na zrychlení růstu stavu úvěrů nefinančním podnikům (NFP) na 6,9 % y/y v únoru. Z toho podle našeho odhadu navíc ukrájoval 2 pb efekt kurzu. K růstu dominantně přispívají dlouhodobé korunové úvěry, což svědčí o vyšším investičním apetitu v české ekonomice, který by ve zbytku roku měl posilovat vzhledem k fiskálnímu stimulu, růstu agregátní poptávky a solidním vyhlídkám pro českou ekonomiku. Objem nových úvěrů je sice za první dva letošní měsíce vyšší o 37 % y/y u korunových úvěrů a 21 % v případě těch eurových, v poměru k HDP ale celkově dosahuje v průměru 0,8 % HDP (+0,14 pb y/y). To je výrazně níže oproti předpandemickému průměru.

Úvěrová aktivita NFP výrazně oživila



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

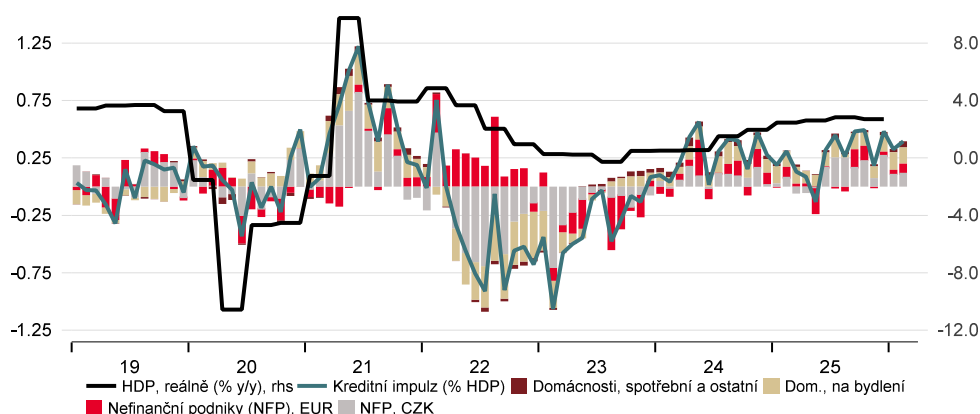
Poměr úvěrů NFP na HDP se dostává nad trend



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

Celkový finanční dluh domácích nefinančních podniků (včetně emise dluhopisů) v poměru k HDP setrvává na dlouhodobě klesající trajektorii a v závěru loňského roku dosáhl 53,8 % HDP. Míra zadlužení NFP (poměr finančního dluhu a hrubého provozního přebytku) zůstává nadále relativně nízká, zatímco stav úvěrů v poměru k HDP by podle nás měl letos i v dalších letech postupně narůstat a reflektovat obnovu míry finanční páky tuzemských podniků. Odhadujeme, že růst úvěrů NFP letos zrychlí na 7 % (vs 5,1 % v roce 2025) a relativně rychlé tempo kolem 6–7 % předpokládáme i pro další roky.

Kreditní impuls v české ekonomice zůstává silně pozitivní



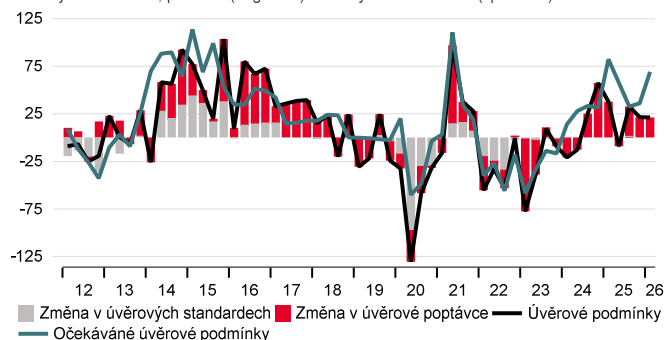
Zdroj: ČNB, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Kreditní impuls je definován jako změna objemu nových úvěrů, obvykle v poměru k HDP. Kreditní impuls vyjadřuje meziroční změnu objemu nových úvěrů soukromého nefinančního sektoru v poměru k nominálnímu ročnímu HDP. Impuls je rozložen dle účelu čerpaného úvěru u domácností a dle měny u podniků. Na rozdíl od měsíčních úvěrových ukazatelů (k únoru 2026) je HDP v čtvrtletní frekvenci (poslední údaj za Q4 25).

Poslední šetření úvěrových podmínek ČNB (duben 2026) signalizuje nárůst úvěrové poptávky podniků v nadcházejících měsících. Nárůst poptávky na začátku roku podle bank souvisel s fixními investicemi, M&A aktivitou a restrukturalizací dluhů, což by mělo pokračovat. Neznámou ale zůstává vývoj konfliktu na Blízkém východě, který mimo jiné utáhl finanční podmínky. Samotná úroveň úrokových sazeb ale dle šetření nepředstavovala dosud významnou bariéru pro financování podniků. Finanční podmínky se nicméně vlivem války v Íránu výrazně utáhly.

Úvěrové podmínky signalizují nárůst poptávky po financování

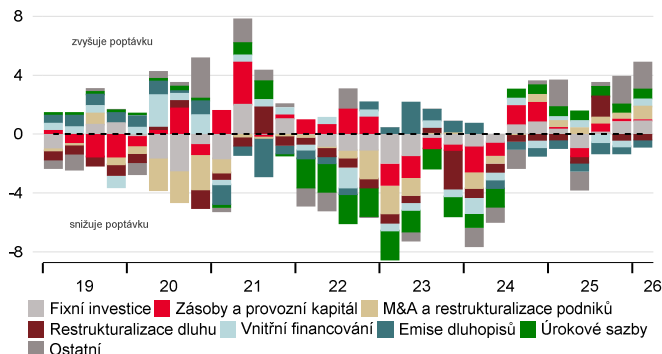
Úvěrové podmínky jsou rozdílem mezi (čistým) nárůstem poptávky a (čistým) zpřísněním úvěrových standardů, pozitivní (negativní) hodnoty značí uvolnění (zpřísnění)



Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Šetření úvěrových podmínek (ČNB, Q1 26); úvěry nefinančním podnikům. Očekávané úvěrové podmínky vychází z odpovědí pro očekávání bank v následujících 3 měsících.

Faktory ovlivňující úvěrovou poptávku NFP podle bank

Faktory ovlivňující změnu poptávky NFP po úvěrech, standardizováno



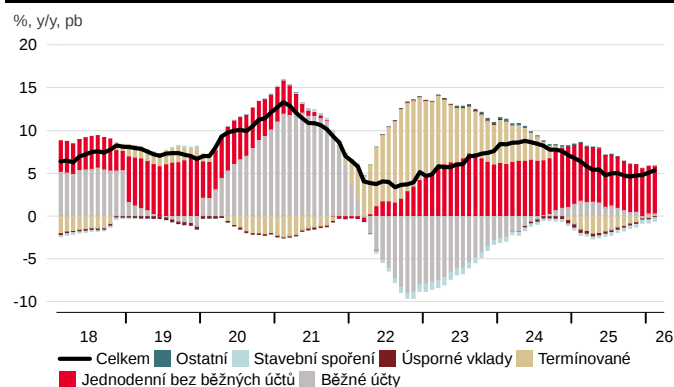
Zdroj: ČNB, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka
Pozn.: Skládání hodnot v sloupcovém grafu slouží pouze pro vizualizaci. Položka Ostatní zahrnuje půjčky z jiných bank a nebankovních institucí, emise akcií a jiné.

Poměr úvěrů a vkladů by se měl pomalu zvyšovat.

Solidní růst vkladů jen nepatrně narovnává nepoměr vůči úvěrům

Růst vkladů letos zrychlí. Vliv by na to mělo mít oživení úvěrové aktivity a růst financování obecně, zejména u podniků, a také expanzivní fiskální politika. I přes zrychlení ale převis vkladů nad úvěry přetrvá. V únoru dosáhl poměr bankovních úvěrů a vkladů 0,63x a meziročně narostl o necelou setinu. K tomu přispěly zejména domácnosti vzhledem k rostoucímu zadlužení, zatímco u podniků se tento poměr zvyšuje jen nepatrně. Solidně rostoucí depozitní báze tuzemských bank bude dále rozšiřovat úvěrovou kapacitu a potenciál absorpce státních dluhopisů, který v příštích letech může růst s ohledem na riziko většího uvolnění fiskální politiky. Pro letošní rok odhadujeme růst vkladů v průměru o 7,1 % a v příštím roce o 7,5 %.

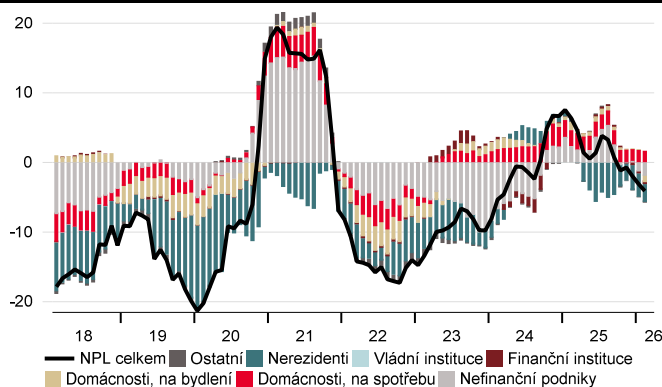
Růst vkladů domácností mírně zrychlil



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

Míra selhání navzdory zrychlujícímu finančnímu cyklu zůstává nízká.

Objem úvěrů v selhání dále klesá (% y/y)



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

Míra selhání zůstává nízká v prostředí zvyšujícího se úvěrování

Objem nesplácených úvěrů (NPL) na začátku roku oproti loňskému roku dále klesal. Setrvání podílu NPL poblíž historických minim svědčí o nízké míře rizika navzdory oživení úvěrové aktivity a především dokazuje solidní finanční situaci domácností a firem. Současná geopolitická nejistota podle nás nebude mít zásadní vliv na nárůst NPL, jejichž podíl by zejména v případě domácností měl setrvat nízký a růst jen nepatrně, přičemž mírný nárůst NPL je v prostředí výrazné finanční expanze běžný. Šetření úvěrových podmínek ČNB navíc ukazuje, že jen malá část bank očekává nárůst úvěrových ztrát, a to zejména v případě domácností.

Klíčové ekonomické ukazatele

Makroekonomické indikátory – dlouhodobý výhled

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

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měna a úrokové sazby – výhled

		28-04-2026	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27	Jun-27
CZK/EUR	konec období	24,4	24,5	24,5	24,4	24,3	24,3
USD/EUR	konec období	1,17	1,15	1,14	1,13	1,12	1,13
CZK/USD	konec období	20,8	21,3	21,5	21,6	21,7	21,5
3M PRIBOR	konec období, %	3,6	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6
10Y IRS	konec období, %	4,6	4,4	4,30	4,30	4,4	4,4

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

Pozn.: Prognózy KB jsou označeny červeně

Měsíční makroekonomická data

		VII-25	VIII-25	IX-25	X-25	XI-25	XII-25	I-26	II-26	III-26
Inflace (CPI)	%, y/y	2,7	2,5	2,3	2,5	2,1	2,1	1,6	1,4	1,9
Inflace (CPI)	%, m/m	0,5	0,1	-0,6	0,5	-0,3	-0,3	0,9	-0,1	0,6
Výrobní ceny (PPI)	%, y/y	-1,2	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-2,1	-3,0	-2,9	-1,1
Výrobní ceny (PPI)	%, m/m	0,1	0,0	-0,4	-0,1	0,3	-0,2	-0,7	0,1	1,5
Míra nezaměstnanosti	%, MPSV	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,8	5,1	5,2	5,0
Průmyslová produkce	%, y/y, stálé ceny	5,7	-2,9	4,0	1,8	-0,1	7,9	-0,2	1,3	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y, běžné ceny	3,5	-5,2	2,4	-0,7	-1,7	4,5	-3,4	-0,2	n.a.
Stavebnictví	%, y/y, stálé ceny	9,6	14,3	13,1	7,1	6,2	5,3	-1,5	4,1	n.a.
Zahraniční obchod	mld. CZK (nár. met.)	-2,4	1,4	28,1	22,4	12,5	15,6	20,3	19,3	n.a.
Běžný účet PB	mld. CZK	-27,0	-8,8	26,2	13,6	-4,7	4,8	29,2	17,4	n.a.
Finanční účet PB	mld. CZK	3,6	-28,4	72,1	39,8	-15,0	1,8	36,0	26,6	n.a.
M2	%, y/y	3,0	2,8	3,2	2,8	3,3	3,8	4,5	4,8	n.a.
Státní rozpočet	mld.CZK (od zač. roku)	-168,2	-165,4	-153,9	-183,1	-232,5	-290,7	32,4	-16,9	-27,6
3M PRIBOR	%, průměr	3,49	3,50	3,49	3,53	3,55	3,54	3,50	3,48	3,55
CZK/EUR	průměr	24,6	24,5	24,3	24,3	24,2	24,3	24,3	24,3	24,4
CZK/USD	průměr	21,1	21,0	20,7	20,9	21,0	20,7	20,7	20,5	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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz



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



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



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



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



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



Kokou Agbo Bloua
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



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



Galvin Chia
(852) 2166 4791
galvin.chia@sgcib.com



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



Juan Orts
(44) 20 7676 8210
juan.orts@sgcib.com