

Fiskální politika | Návrh rozpočtu na rok 2027

Aktuální téma

Fiskální politika šlape na plyn navzdory solidnímu růstu

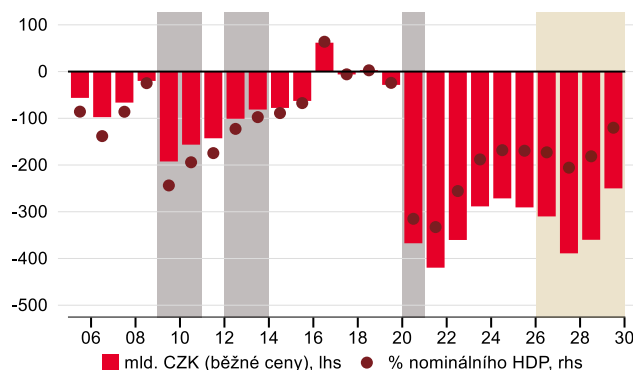


Jaromír Gec
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz

Návrh státního rozpočtu na rok 2027 počítá s meziročním prohloubením schodku o 79 mld. CZK na 389 mld. CZK, což by v poměru k HDP znamenalo nejhlubší deficit od roku 2022. Negativní saldo veřejných financí by se mělo prohloubit z letošních 2,8 % HDP na 3,5 % HDP, expanzivní působení fiskální politiky by tak oproti letošku ještě zesílilo. Vzhledem k téměř neměnnému podílu veřejných kapitálových výdajů na HDP a solidní kondici tuzemské ekonomiky očekáváme od dalšího uvolnění rozpočtové politiky v příštím roce pouze dočasnou podporu ekonomické aktivity. Zvýšené inflační tlaky současně mohou přispět k udržení úrokových sazeb a výnosů dluhopisů na relativně vyšší úrovni po delší dobu. Dluhová kvóta bude pravděpodobně dále růst; nedejde-li k významné konsolidaci předpokládané ve zveřejněném střednědobém výhledu MF, mohla by do konce dekády překročit 50 % HDP.

Ministerstvo financí pro příští rok navrhuje schodek státního rozpočtu ve výši 389 mld. CZK. Příjmy by měly meziročně vzrůst o 71 mld. CZK (+3,4 %) na 2 189 mld. CZK a výdaje o 150 mld. CZK (+6,2 %) na 2 578 mld. CZK. Deficit by se měl ve výsledku prohloubit ve srovnání s letoškem o 79 mld. CZK. V poměru k HDP je navržený schodek navzdory solidnímu růstu ekonomiky nejhlubší od roku 2022.

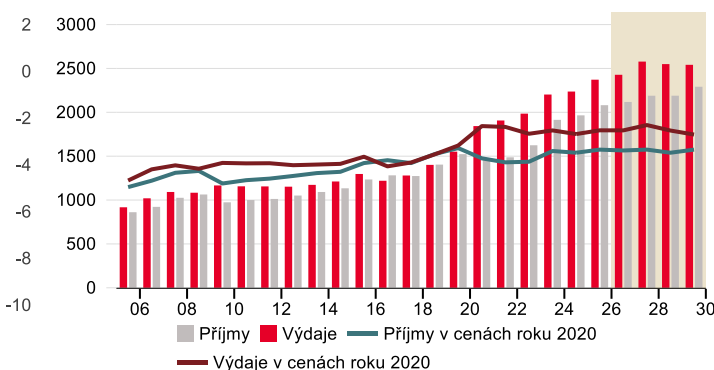
Bilance státního rozpočtu – návrh na rok 2027 a střednědobý výhled MF 2028-2029 (hotovostní metodika)



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

Pozn. Šedé podbarvení označuje období recese, béžové prognózu. Výhled nominálních sald odpovídá pro rok 2026 schválenému rozpočtu, v roce 2027 návrhu rozpočtu, a v letech 2028-2029 střednědobému výhledu MF. Výhled nominálního HDP je podle prognózy KB.

Příjmy a výdaje státního rozpočtu – návrh na rok 2027 a střednědobý výhled MF 2028-2029 (hotovostní metodika)



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

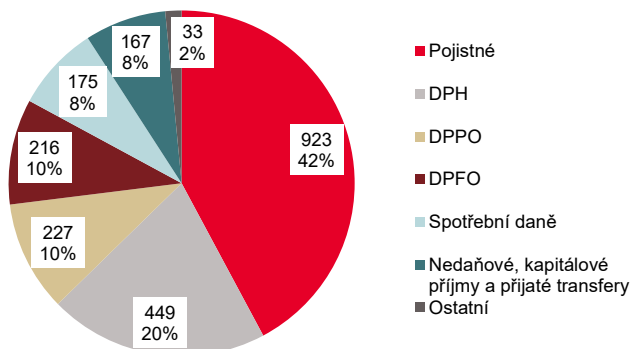
Pozn.: Deflováno deflátořem HDP, výhled růstu i deflátoř HDP vycházejí z prognózy KB.

K meziročnímu nárůstu příjmů o 71 mld. CZK nejvíce přispívá váhově nejvýznamnější pojistné.

Solidní mzdový růst a s tím související silná domácí poptávka by měly být hlavními faktory zvýšení inkasa nejen pojistného, ale i DPH a DPFO. To naopak částečně kompenzuje meziroční pokles příjmů z DPPO (o 8 mld. CZK, -3,5 %) a zejména ostatních nedaňových příjmů, na čemž se podílí výrazně nižší investiční (-24 mld. CZK) i neinvestiční (-11 mld. CZK) přijaté transfery, mj. z EU.

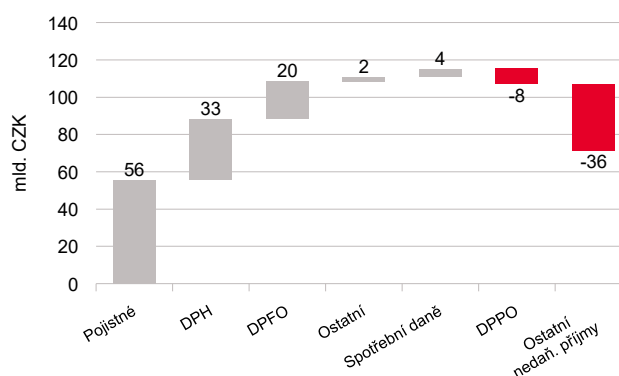
Příjmy státního rozpočtu v roce 2027 (mld. CZK, % z celku)

Celkem: 2 189 mld. CZK



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Meziroční změna příjmů státního rozpočtu v roce 2027

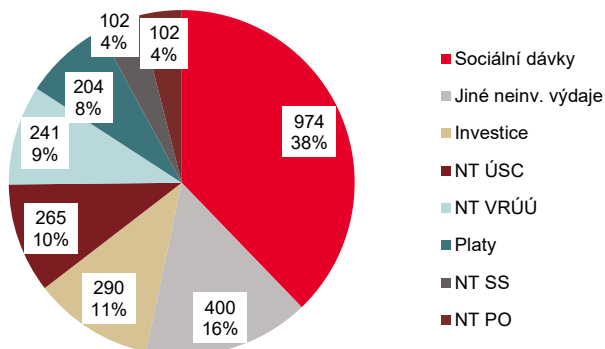


Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

K meziročnímu nárůstu výdajů o 150 mld. CZK by v příštím roce měly nejvýrazněji přispět běžné výdaje. Ty se na jejich celkovém zvýšení podílí z více než 80 %. Z jednotlivých položek se na tom podepsaly hlavně „jiné neinvestiční výdaje“, což ze dvou třetin souvisí s vyššími neinvestičními transfery do zahraničí a náklady na obsluhu státního dluhu (úroky), přičemž na druhé jmenované bude podle návrhu v příštím roce vynaloženo již 128 mld. CZK (1,4 % HDP). Nárůst je patrný také u kapitálových výdajů (+26 mld.; +10 %) a sociálních dávek (+25 mld. CZK; +2,6 %), které jsou s 38% podílem na celkových výdajích zdaleka váhově nejvýznamnější položkou výdajové strany rozpočtu.

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

Celkem: 2 578 mld. CZK



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

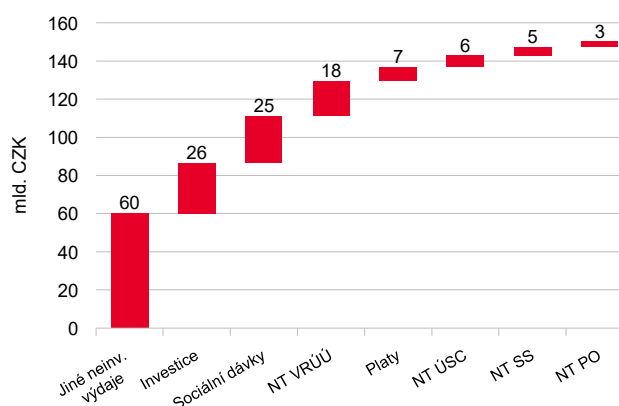
NT SS - neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům

NT VRÚÚ - neinvestiční transfery veřejným rozpočtům ústřední úroveň a státním fondům

NT ÚSC - neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úroveň

NT PO - neinvestiční transfery příspěvkovým a podobným organizacím

Meziroční změna výdajů státního rozpočtu v roce 2027



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

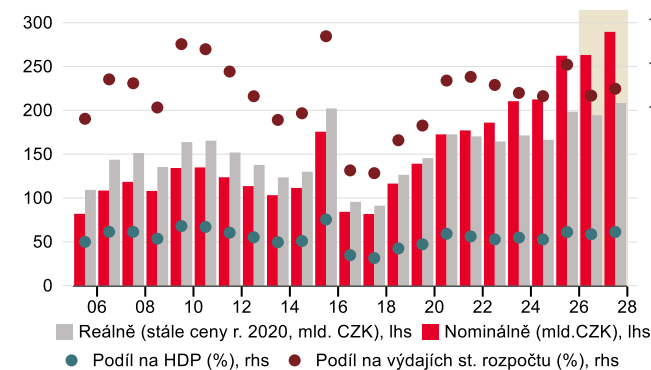
Navržený rozpočet se optikou poměrových ukazatelů u kapitálových výdajů zásadně neodlišuje od předchozích let. Podíl kapitálových výdajů na celkových výdajích státního rozpočtu v příštím roce vzroste jen nepatrně z 10,8 % v roce 2026 na 11,2 %. Relativně k velikosti ekonomiky tvoří investice ze státního rozpočtu v letošním roce 2,9 % HDP a v příštím by se měly zvýšit na bezmála 3,1 % HDP.

Prohlubování deficitu veřejných financí¹ zpravidla zvyšuje inflační tlaky, ekonomický výkon podporuje pouze dočasně. Z naší předchozí empirické analýzy (dostupné zde: <https://bit.ly/3JJbZC1>) založené na historických tuzemských datech vyplývá, že pozitivní stimul pro

¹ Veřejné finance zachycují kromě hospodaření ústřední vlády (st. rozpočtu) také bilanci obcí a krajů, státních fondů nebo systému veřejného zdravotního pojištění.

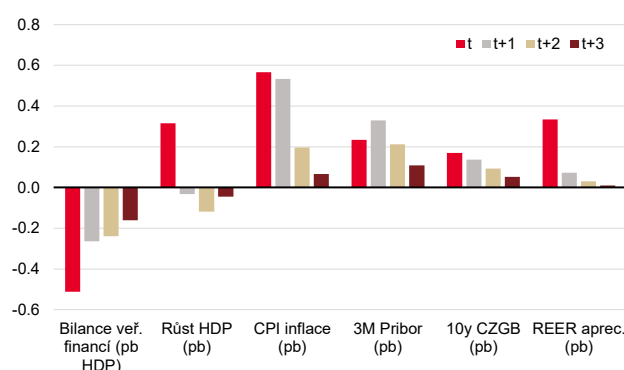
ekonomickou aktivitu postupně vyprchává s tím, jak na zvýšené inflační tlaky vyvolané uvolněnější fiskální politikou reaguje centrální banka relativně přísnější měnovou politikou. Utaženější měnové podmínky pak přispívají k relativnímu poklesu soukromých investic, spotřeby i čistého vývozu. Tím dochází k tzv. efektu vytěsnění. Obecně by dopad na reálnou ekonomiku měl být slabší při převaze běžných výdajů ve fiskálním impulsu namísto (efektivních) investic a také v situaci, kdy ekonomika netrpí nevyužitými produkčními kapacitami, přičemž oba tyto znaky struktura rozpočtu, respektive současná kondice tuzemské ekonomiky z našeho pohledu spíše splňuje.

Kapitálové výdaje státního rozpočtu



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

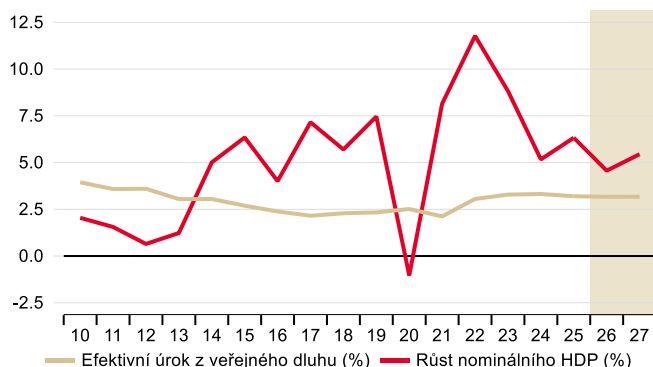
Modelové dopady prohloubení deficitu veřejných financí o 1pb HDP po dobu jednoho čtvrtletí (celoroční průměry)



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

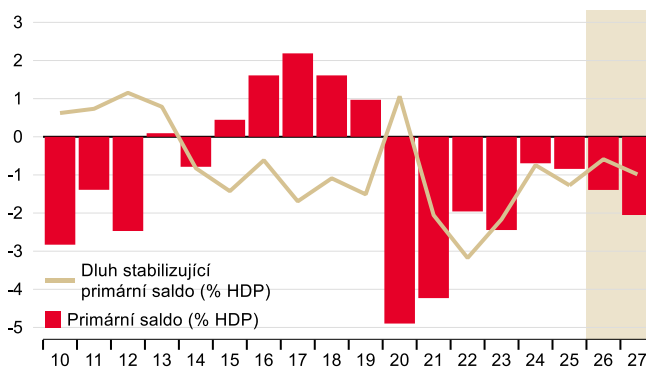
Růst ekonomiky umožňuje stabilizaci poměru dluhu k HDP (dluhovou kvótu) i při deficitním hospodaření veřejných rozpočtů. Klíčový je rozdíl mezi efektivní nominální úrokovou sazbou (i) a růstem nominálního HDP (g). Pokud růst nominálního HDP převyšuje úrokovou sazbu z existujícího dluhu, lze hospodařit s primárním deficitem (balance očištěná o úrokové náklady) ve výši přibližně $(i-g)*D$, kde D je podíl dluhu na HDP.² Je-li úrok z dluhu vyšší než dynamika HDP, ke stabilizaci dluhu může dojít pouze v případě primárního přebytku. Proto je někdy situace, kdy $i > g$, nazývána *efektem sněhové koule*. V případě české ekonomiky přitom platí, že růst nominálního HDP dlouhodobě převyšuje efektivní nominální úrok. Návrh rozpočtu na příští rok však přesto směřuje k dalšímu nárůstu veřejného dluhu, jelikož primární deficit podle nás nejvýrazněji od pandemie COVID-19 překročí hladinu konzistentní se stabilizací dluhové kvóty.

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



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

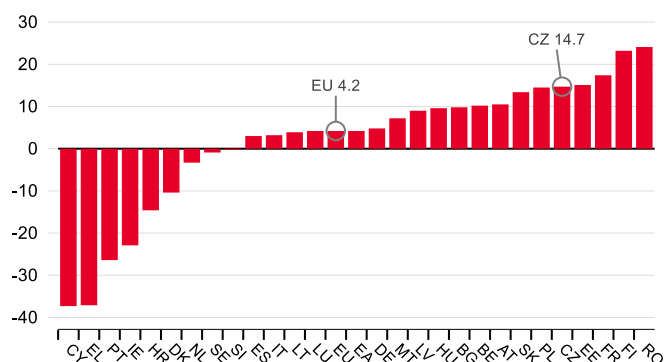
Dluh stabilizující a skutečné primární saldo veřejných financí



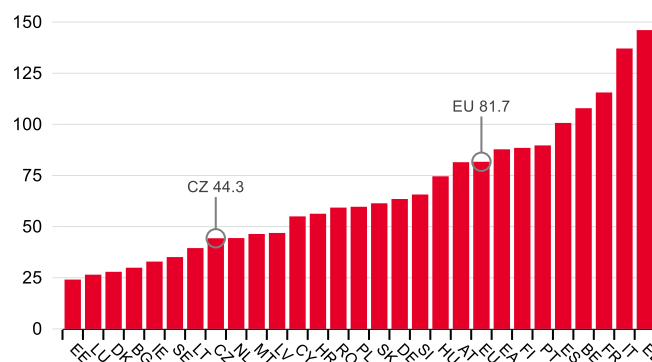
Zdroj: MFČR, ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

² Podrobnější popis vztahu mezi růstem HDP, úrokem z dluhu a dluhovou kvótou naleznete v příloze.

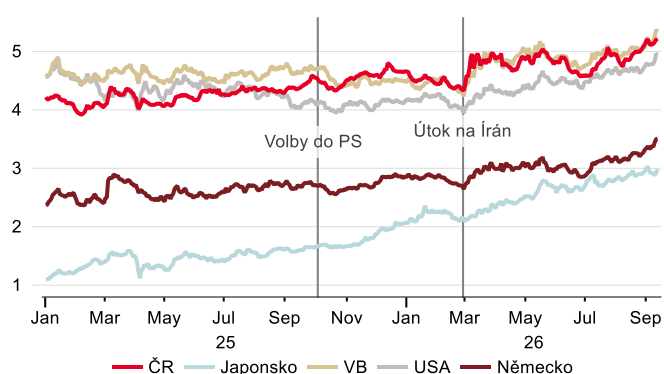
Rozdíl poměru veřejného dluhu vůči HDP v roce 2025 a 2019 (pb)



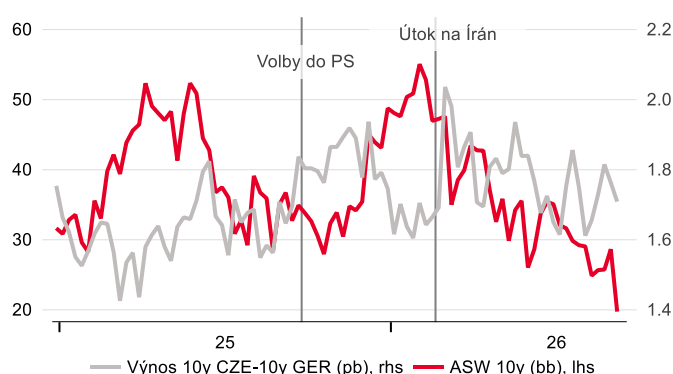
Veřejný dluh v roce 2025 (% HDP)



Výnosy 10y státních dluhopisů (%)



Rozpětí výnosů tuzemských dluhopisů k tržním úrokovým sazbám a k výnosu německého dluhopisu

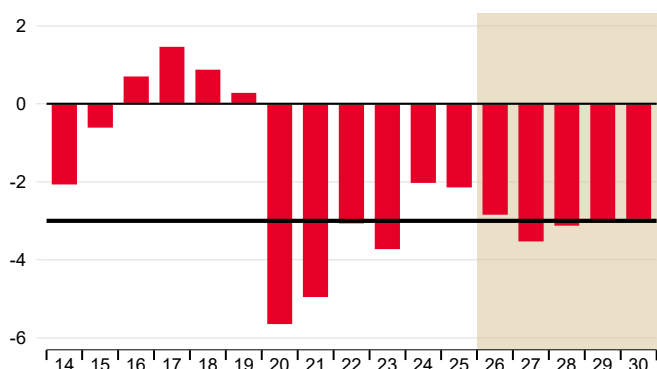


Prohloubení deficitu veřejných financí v příštím roce zvyšuje riziko dalšího utážení měnové politiky ČNB. V našich červencových *Ekonomických výhledech* (dostupných zde: https://bit.ly/CEO_3Q26_CZ) jsme předpokládali pro rok 2027 schodek ve výši 3,2 % HDP, ČNB ve své srpnové prognóze očekávala 2,9 % HDP. Na pozadí ostatních proinflačních rizik tak expanzivnější fiskální politika zvyšuje tlak na tuzemskou centrální banku. Vyšší než dosud očekávaný schodek veřejných financí pak může mít dopad i na dluhopisovém trhu z důvodu významného nárůstu jejich nabídky v příštím roce. Nedávný vývoj rozpětí tuzemských dluhopisů vůči tržním

sazbám i zahraničním výnosům však nevykazuje jasný trend. To naznačuje, že většina nedávného růstu jejich výnosů souvisela spíše s vývojem na globálních dluhopisových trzích než se zhoršenou trajektorií domácích veřejných financí. Dočasně k tomu může přispívat také relativně utlumená emisní aktivita MF na finančních trzích v souvislosti s výrazným objemem emitovaných Dluhopisů Republiky.

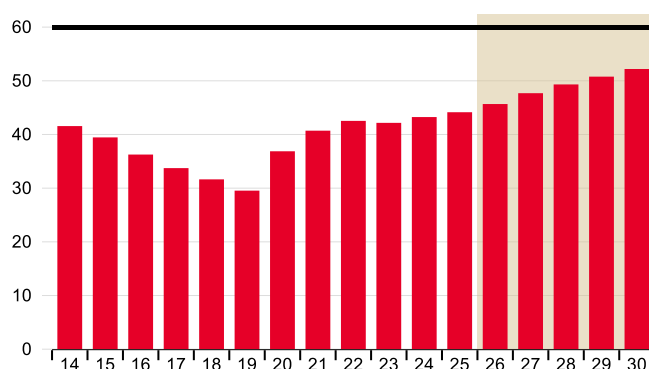
Veřejný dluh by do konce dekády mohl překročit 50 % HDP. Podle našeho odhadu se jeho poměr k HDP v období 2026–2030 zvýší v průměru o 1,6 pb ročně a v roce 2030 dosáhne 52,2 % HDP. Střednědobý výhled MF sice předpokládá konsolidaci veřejných rozpočtů, zejména v roce 2029, kdy by se měly konat další řádné volby do Poslanecké sněmovny. Vzhledem k dosud nejasným opatřením, která by k takovému výsledku měla vést, však na celém horizontu prognózy prozatím předpokládáme schodek poblíž 3 % HDP.

Bilance veřejných financí (% nominálního HDP)



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

Veřejný dluh (% nominálního HDP)



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

Současný energetický šok představuje pro veřejné finance negativní riziko. Výdaje na pohonné hmoty, a tím i inkaso DPH sice může krátkodobě 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. V případě déletrvajícího konfliktu existuje riziko zavedení 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 navázány na inflaci.

Příloha

Vztah mezi úrokem z dluhu, růstem HDP a dluhovou kvótou

Vývoj dluhové kvóty (poměr celkového veřejného dluhu k HDP) lze popsat jako

$$D_{t+1} = \frac{1+i}{1+g} D_t - pb_{t+1}$$

kde D_t je dluh vůči HDP v čase t , i je efektivní (nominální) úroková sazba z veřejného dluhu, g je (nominální) růst HDP a pb_t označuje primární saldo veřejných financí, tedy saldo očištěné o úrokové náklady.

Primární bilanci veřejných financí, která stabilizuje veřejný dluh k HDP (D) můžeme vyjádřit jako

$$pb^* = \underbrace{\frac{i-g}{1+g}}_{\equiv \lambda} D \approx (i-g)D$$

Platí-li $i > g$ potom $\lambda > 0$ a dluhová kvóta narůstá „automaticky“, ke stabilizaci dluhu je tedy zapotřebí primární přebytek. Pokud je naopak růst nominálního HDP g vyšší než nominální úroková sazba z dluhu i , lze hospodařit s primárním deficitem a současně zachovat konstantní dluhovou kvótu. Velikost stabilizačního primárního salda závisí kromě rozdílu $i - g$ rovněž na výchozí úrovni dluhu D . Koeficient λ se také označuje jako koeficient *sněhové koule*.

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 Gurtler
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz



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



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



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

Akciový analytik



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

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

Velká Británie



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

Japonsko



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

Eurozóna



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

Latinská Amerika



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

Čína a okolí



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

Německo/ECB



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

Indie



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

Francie/ESG



Fabien Bossy
(33) 1 5898 2873
fabien.bossy@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

Jorge Garayo



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

Anamika Misra



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

Vedoucí strategie sazeb pro USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



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



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



Mathias Kpade
(33) 1 5729 4393
mathias.kpade@socgen.com



Ninon Bachet
(33) 1 58 98 30 26
ninon.bachet@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 Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



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

Upozornění

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

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

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

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

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku 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>.