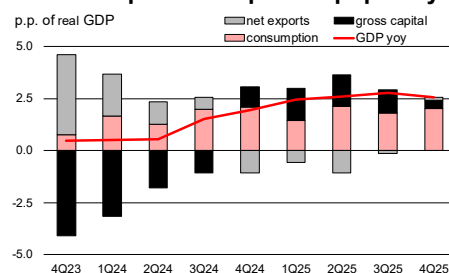


## Terapie ropného šoku

- Ve 4Q25 reálný růst HDP zpomalil mezikvartálně na 0,6% a meziročně na 2,6%. V meziročním srovnání byl růst tažen zejména soukromou spotřebou, která zrychlila na 3,2%. Vládní spotřeba se zvýšila o 2,5% a tvorba fixního kapitálu akcelerovala na 5,3% díky silným stavebním investicím. Tvorba zásob přispěla k růstu poprvé po šesti čtvrtletích záporně (-1,0 p.b.), zatímco čistý export dodal 0,1 p.b.
- Letošní lednová data naznačují pokračování růstu, i když pomalejším tempem. Průmyslová výroba vzrostla meziročně o 2,8% a maloobchod o 5,0%, naopak stavebnictví kleslo o 1,5%. Růst tlumilo rozpočtové provizorium trvající do druhé půlky března, cenový šok z Íránu zatím aktivitu neovlivnil. Za 1Q26 odhadujeme růst HDP na 0,2% qoq a 2,1% yoy.
- S předpokladem udržení ceny ropy v rozmezí USD/bl 90-100 do konce letošního roku snižujeme výhled růstu HDP na 1,6% letos a 1,7% v roce 2027 z dříve uvažovaných 2,2% a 2,4%. Dražší ropa přinese ztrátu kupní síly domácností kvůli vyšší inflaci, nižší dynamiku exportu a slabší investice firem. Růst soukromé spotřeby letos předpokládáme o 2,7%.
- Průměrná inflace letos dosáhne 2,4% a příští rok zrychlí na 3,5%, přičemž meziroční inflace by měla kulminovat nad 4% začátkem roku 2027. ČNB tak bude muset zohlednit sekundární dopady cenového šoku a zpřísnit měnovou politiku. Ve 4Q26 očekáváme růst repo sazby ve dvou krocích o 50 bazických bodů a její opětovné snížení na 3,5% ve druhé polovině roku 2027.

### Růst HDP podle komponent poptávky\*



\*/ Příspěvy k růstu reálného HDP v proc. bodech  
Zdroje: CZSO, UniCredit Research.

V 4Q25 přispěly k růstu HDP poprvé za čtyři a půl roku všechny tři hlavní komponenty poptávky, tedy spotřeba, tvorba hrubého kapitálu i čistý export. Spotřeba přitom zůstala hlavním tahounem. Fixní investice zrychlily, což ale bylo v celkové tvorbě hrubého kapitálu kompenzováno snižováním zásob. Bilance zahraničního obchodu se překlápila do plusu, velikostí ovšem nevýznamného.

### REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY 2020, OČIŠTĚNO)

	4Q25		3Q25 revidováno	
	Meziroč. Změna (%)	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. Změna (%)	Příspěvek k růstu (p.b.)
<b>HDP celkem</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
Spotřeba domácností	3.2	1.5	2.9	1.3
Spotřeba vlády	2.5	0.5	2.2	0.4
Tvorba fixního kapitálu	5.3	1.4	2.7	0.7
Změna stavu zásob	-	-1.0	-	0.4
Čistý export	-	0.1	-	-0.1

Zdroj: ČSÚ. Výpočty: UCB CZ.

Poznámka: Národní účty jsou založeny na řetězených datech, která vytvářejí nesoulad mezi HDP a součtem poptávkových komponent.

#### Autoři:

**Pavel Sobíšek**  
Tel: +420 605 236 570  
E-mail: [pavel.sobisek@unicreditgroup.cz](mailto:pavel.sobisek@unicreditgroup.cz)

**Jiří Pour**  
Tel: +420 602 937 576  
E-mail: [jiri.pour@unicreditgroup.cz](mailto:jiri.pour@unicreditgroup.cz)

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia  
Internet: [www.unicreditbank.cz](http://www.unicreditbank.cz)

## 4Q25: Další stabilizace výkonu

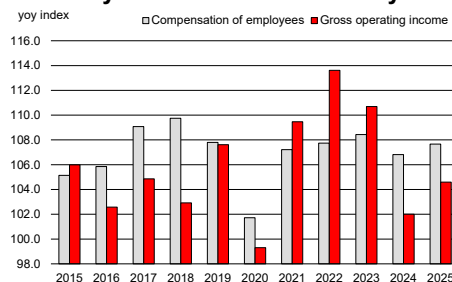
Ve 4Q25 přidal HDP reálně mezikvartálně 0,6% a meziročně 2,6% při zpomalení obou dynamik proti 3Q25 o 0,2 p.b. V meziročním srovnání byl růst tažený opět zejména soukromou spotřebou, která zrychlila na 3,2%. Vládní spotřeba se zvýšila meziročně o 2,5% s téměř vyrovnanými tempy v kolektivní a individuální části. Tvorba fixního kapitálu akcelerovala na meziročních 5,3%, a to převážně díky desetiprocentnímu růstu stavebních investic. Tvorba jiných než stavebních investic naproti tomu celkově meziročně stagnovala. Změna zásob byla ve 4Q25 záporná o 1,0 p.b. HDP, a to poprvé za šest kvartálů. Čistý export přidal k růstu nepatrných 0,1 p.b. při silných meziročních dynamikách exportu a importu 5,1%, resp. 5,3%. Teritoriálně byl na rozdíl od předchozích kvartálů růst exportní poptávky velmi vyrovnaný. Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách přidala meziročně 2,8%, téměř shodně s předchozími kvartály, při růstu ve všech základních odvětvích s výjimkou peněžnictví a pojišťovnictví. Nejvíc rostla HPH v ICT odvětví (7,7%), ve stavebnictví a ostatních činnostech (obojí 5,6%). Nominálně vzrostl HDP meziročně o 6,6%, nejrychleji za osm kvartálů. Deflátor HDP dosáhl meziročně 3,9% a byl nejvyšší za šest období. Celková zaměstnanost se zvyšovala stabilním meziročním tempem 1,0% a počet odpracovaných hodin stoupl o 2,9%. Produktivita na pracovníka tak přidala meziročně 1,6%, zatímco hodinová produktivita klesla o 0,3%. Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách byl meziročně vyšší o 5,3%, zatímco náhrady zaměstnancům rostly o 9,1%. Vyšší tempo náhrad než provozního přebytku pozorujeme již osm čtvrtletí.

Růst objemu stavebních investic při současném poklesu tvorby zásob se zdá být výsledkem dokončení několika větších infrastrukturních projektů. Pokračování silné dynamiky tvorby fixního kapitálu, pozorované v 4Q25, tak vypadá poměrně nepravděpodobně.

## 1Q26: Zpomalení růstu, ale ne kvůli cenám energií

Dosud zveřejněná měsíční data za 1Q26 naznačují pokračování růstu HDP, ale pomalejším tempem oproti 4Q25. Lednová produkce ve službách přidala meziročně 1,5% proti průměrnému tempu 1,8% za měsíce předchozího kvartálu. Průmyslová výroba byla v lednu vyšší meziročně o 2,8%, průmyslové tržby v běžných cenách ale klesly o 1,3%. Maloobchodní tržby v lednu stouply meziročně o 5,0%, zatímco stavební produkce zaznamenala meziroční pokles o 1,5%. Registrace nových aut za leden-únor meziročně přidaly nepatrně 1%. Únorová hodnota předstihového indexu S&P PMI pro průmysl dosáhla přesně 50,0, přičemž taková hodnota historicky odpovídá růstu průmyslu tempem kolem 2%. Důvodem k předpokládanému zpomalení HDP je také až do druhé půlky března trvajících vládní rozpočtové provizorium, které mohlo snížit nejen stavební aktivitu, ale i vládní spotřebu, kterou žádný z výše uvedených indikátorů nezachycuje. Cenový šok z války v Iránu zřejmě HDP v 1Q26 významně neovlivnil, mohl však přispět k tvorbě zásob vlivem vyšších nákupů pohonných hmot. Celkově předpokládáme HDP mezikvartálně 0,2%, což zpomalí meziroční růst na 2,1%.

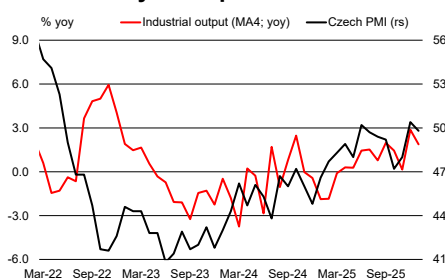
## Náhrady zaměstnancům vs. zisky firem



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Již dva roky v kuse předbíhají náhrady zaměstnancům dynamiku provozního přebytku, což lze chápat jako korekci let 2021-2023, kdy tomu bylo naopak. Vysoká dynamika mezd stála za silným růstem spotřeby domácností v posledních dvou letech, zatímco zaostávající zisky firem se podepisovaly na slabším růstu investic.

## Průmyslová produkce a PMI



Zdroje: ČSÚ, S&P, UniCredit Research.

Únorová hodnota předstihového indikátoru S&P PMI pro zpracovatelský průmysl v Česku dosáhla přesně „neutrální“ hodnoty 50, což historicky odpovídá tempu růstu průmyslu okolo 2%.

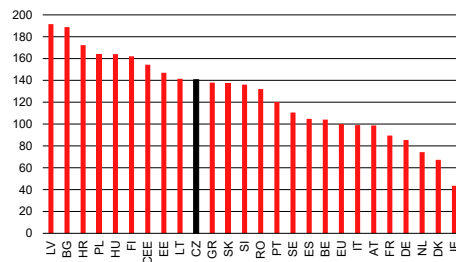
## Zbytek roku 2026 a rok 2027: Rozhodne cena ropy

Vývoj **cen ropy**, ovlivněných válkou v Iránu, je dominantním rizikovým faktorem pro inflaci a HDP v české ekonomice. Při scénáři, který nyní pokládáme za hlavní, že cena vydrží v pásmu **USD/bbl 90-100** do konce letošního roku a poté bude zvolna směřovat k rovnovážné hodnotě USD/bbl 80, předpokládáme kulminaci meziroční inflace těsně nad 4% v prvních měsících 2027. **HDP v Česku** by pak měl zpomalit na 1,6% letos a 1,7% v roce 2027 z dříve uvažovaných temp 2,2% a 2,4%. Kanály zpomalení jsou ztráta **kupní síly domácností** kvůli vyšší inflaci, nižší **dynamika exportu** a slabší **investice firem**. Podstatné je, že válka v Iránu neovlivňuje jen trh s ropou, ale také s plynem a dalšími komoditami. V úvahu musíme brát i riziko poruch v dodavatelských řetězcích. Evropa i Česko se nicméně zdají být méně zranitelné vůči **nabídkovému šoku** než v roce 2022, kdy vyvolal velkou inflační vlnu (v Česku zvedl meziroční inflace až na 17,5%) a následně prakticky vymazal ekonomický růst. Také soudíme, že je česká ekonomika díky široce založenému růstu a nízké inflaci v relativně lepší výchozí pozici vůči eurozóně oproti 2022. Vyšší ceny energií ji nicméně ovlivní silněji než eurozónu kvůli její o 40% vyšší **spotřebě energií na jednotku HDP**. Ropa sice má v české spotřebě energií nižší podíl (29%) než eurozóna, zdražení energií se ale neomezí jen na ropu.

**Průměrná inflace** by za uvedených předpokladů dosáhla letos 2,4% a příští rok 3,5%. Při neměnné predikci pro nominální mzdy a obvyklé reakci spotřebitelů na změnu kupní síly mezd lze pak předpokládat růst **soukromé spotřeby** o 2,7% letos a 1,9% v roce 2027. Vládní spotřeba po slabším 1Q26 patrně zrychlí po zbylé kvartály 2026 nad meziroční 2% a příští rok udrží obdobné tempo. Pokud jde o tvorbu **fixního kapitálu**, nachází se česká ekonomika ve fázi cyklu, kdy obvykle podniky posilují své investice. Letos je však bude brzdit geopolitická nejistota, kterou by případné ukončení války v Iránu omezilo jen částečně. Problémem může být na úrovni EU odkládání politik zvyšujících konkurenceschopnost kvůli nutnosti řešit akutní problémy cenového šoku u energií. Některé soukromé investice mohou být také odkládány kvůli změně ekonomických priorit po nástupu nové vlády. V **investicích veřejného sektoru** počítáme pro rok 2026 se stagnací na poměrně vysoké úrovni, dosažené loni. Celkově tak uvažujeme s růstem **tvorby hrubého kapitálu** (včetně zásob) i **fixního kapitálu** o 1,0%. Převahu dynamiky stavebních investic nad strojním vybavením, pozorovanou loni, by mělo vystřídat rovnoměrnější zastoupení. V roce 2027 může za předpokladu zmírnění geopolitických rizik tvorba kapitálu zrychlit (na očekávaná 2%), limitem pro podniky ale bude jejich **snížená ziskovost** kvůli slabší poptávce a růstu nákladů. Také pro **export** počítáme s tempem růstu objemu o 1% letos a 2% v roce 2027. Export na Blízký východ generoval asi 1% českého HDP a tento podíl se letos citelně sníží. Snížení poptávky zřejmě přijde i z jiných regionů.

Pro ceny energií jsou představitelné i mnohem černější scénáře oproti našemu hlavnímu. Ropa za **USD/bbl 125-130** po zbytek roku by spolu s dražším plynem pravděpodobně přivedla na přelomu let 2026-2027 ekonomiku eurozóny i Česka do **technické recese**.

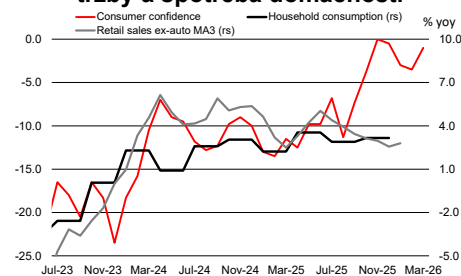
## Spotřeba energií na jednotku HDP (2024, průměr EU=100)



Zdroje: Eurostat, UniCredit Research.

Česko spotřebovává na jednotku HDP o 40% více energií než je průměr EU. Tento ukazatel za posledních 10 let citelně klesal v Česku i celé EU, takže se relativní pozice Česka téměř nezměnila.

## Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Tempa růstu maloobchodních tržeb a soukromé spotřeby se k sobě citelně přiblížila a nabízí stabilní obrázek. Spotřebitelská důvěra zůstává dle našeho názoru neodůvodněně vysoko a v dalších měsících očekáváme její pokles v souvislosti s inflačními riziky po vypuknutí války v Iránu. Dynamika spotřeby domácností bude v příštích kvartálech zřejmě lehce oslabovat.

## Měnová politika: Zpřísnění se možná stane nutností

Politika ČNB nebude reagovat na cenový šok exogenního původu, musí ale zohlednit jeho sekundární dopady do domácí cenové hladiny. Nízká výchozí inflace (meziročně 1,4% za únor) dává ČNB určitou časovou flexibilitu, nemění ale podstatu inflačního rizika. Při výhledu inflace nad 4% začátkem příštího roku bude třeba měnovou politiku zpřísnit. Ve 4Q26 očekáváme ve dvou krocích růst repo sazby o 50 b.b., následovaný jejím opětovným snížením na 3,5% ve 2H27. V alternativním scénáři extrémně vysokých cen ropy by musel být zákrok ČNB rozsáhlejší a dlouhodobější.

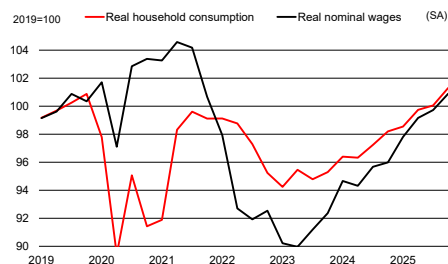
## Fokus: Vysoká spořivost domácností zřejmě vydrží

Sezónně očištěná hrubá reálná mzda se ve 4Q25 konečně vyhoupla nad průměr roku 2019 (o 0,9 %). Ruku v ruce se mzdami se vyvíjela i spotřeba domácností, jež se dostala ještě o kousek výše (1,3%). Z tohoto pohledu je překvapivé množství úspor, jaké domácnosti od počátku pandemie až do současnosti kumulují. Ve 3Q25 uspořily domácnosti ze svého disponibilního příjmu 18,6% (po sezónním očištění), což je zřetelně více oproti úrovni 12%, běžné během dvacetileté historie měření v letech 1999-2019. Pokud bychom tento historický standard považovali za normál, pak od začátku pandemie do 3Q25 akumulovaly domácnosti více než 1,8 bilionu „přebytečných“ úspor (téměř 30% HDP). Ohledně tohoto jevu se nabízí řada otázek.

Zprv, kde se vzal zdroj těchto přebytečných úspor, pokud spotřeba v konečném důsledku kopírovala hrubé mzdy? Odpověď hledáme především ve zrušení superhrubé mzdy, které znamenalo faktický růst čisté mzdy asi o 5%. Vedlejší roli mohou hrát i další (nemzdové) položky disponibilního příjmu domácností. Zadruhé, jaké jsou motivace domácností k tomu, že spoří téměř nejvíce v celé EU? Zde nabízí částečnou odpověď model ČNB, dle něhož dvě třetiny přebytečné míry úspor vysvětlí vysoké reálné úrokové sazby a opatrnostní motiv související (nejen) s geopolitickými riziky. Zbývající třetina (asi 2pb míry úspor) zůstává ovšem nevysvětlena a můžeme jen spekulovat o příčinách typu: demografické změny a související snaha zajistit se na stáří, zvýšená finanční gramotnost, rozvoj nových investičních platforem, relativní nasycenost domácností spotřebou apod. Zatřetí, lze očekávat do budoucna pokles míry úspor a související dodatečnou stimulaci ekonomiky? Zřejmě nikoliv. Domníváme se, že oba zmíněné motivy (geopolitická nestabilita a relativně vysoké úrokové sazby) jsou spíše novým normálem než přechodnou záležitostí. Také u nevysvětlených 2pb míry úspor půjde zřejmě převážně o trvalou změnu podmínek.

Může být vysoká míra úspor ekonomicky prospěšná? Zde hraje zásadní roli alokace těchto úspor. Hlavním makroekonomickým posláním úspor je financování produktivních investic. Míra fixních investic domácností ale zůstala na historickém normálu a přebytečné úspory tak byly alokovány do depozit a cenných papírů. V případě depozit jde o neproduktivní umístění úspor, zatímco cenné papíry mohou zčásti financovat produktivní investice. Ovšem vzhledem k nerovnováze českého kapitálového trhu si česká ekonomika z tohoto efektu ukrajuje naprosté minimum. Potřeba vybudovat funkční kapitálový trh v ČR se tak v tomto ohledu jeví ještě zřetelnější.

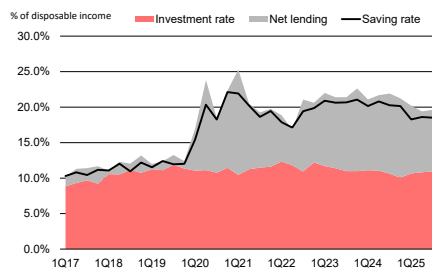
## Spotřeba domácností a reálné mzdy



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research

Reálná spotřeba domácností se ve 4Q25 dostala konečně nad úroveň roku 2019 a stoupala ruku v ruce s hrubou reálnou mzdou.

## Úspory domácností a jejich alokace



Zdroje: CZSO, UniCredit Research

Míra úspor českých domácností patří mezi nejvyšší v Evropě. Růst odstartovala pandemie Covid-19, avšak stabilizace na vysokých úrovních má dnes hlavní příčinu ve vysokých reálných úrokových sazbách a opatrnostním motivu domácností. Domníváme se, že vysoká míra úspor je spíše novým normálem než přechodnou záležitostí.

## Makroekonomický výhled ČR

	2023	2024	2025	2026	2027
				předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	0.2	1.1	2.6	1.6	1.7
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	-2.7	2.2	3.0	2.7	1.9
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	4.5	-3.0	2.0	1.0	2.0
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-0.8	-0.9	1.5	1.0	2.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.6	3.8	4.4	4.9	4.5
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	10.7	2.4	2.4	2.4	3.5
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	7.2	7.2	7.2	5.8	5.3
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	6.97	3.91	3.54	4.10	3.60
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	7.13	4.98	3.60	3.68	3.98
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	24.73	25.19	24.25	24.40	24.40
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	24.01	25.12	24.69	24.45	24.40
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-0.1	1.7	0.7	-0.1	0.1
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	1.0	0.5	0.5	0.8	0.9
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)	-3.7	-2.0	-2.5	-2.9	-3.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.2	43.3	43.3	44.7	45.3

Sources: Czech National Bank, Czech Statistical Office.

Forecasts: UniCredit Bank CZ+SK.

### Disclaimer:

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. within developing relationships with its clients and generally informing the public creates and publishes analytical outputs, mostly outputs related to financial markets, currencies and interest rates and stock or investment analyses.

These analytical outputs are meant for informational purposes only, do not represent any offer, or suggestion to buy or sell any investment instrument, they focus only on own and independent investment decision and do not substitute professional investment advice. If not stated otherwise, analytical outputs represent an opinion as of the date of their publishing, whilst can be changed without previous notice.

All information and views used to produce or found in the text of analytical outputs originate or are based on several sources, which UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. considers to be trustworthy. Despite devoting all care to content and verification of these information and views, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. cannot guarantee their correctness, accuracy and completeness.

Rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters achieved by individual investment instruments in the past cannot in any case serve as an indicator or guarantee of future rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters of these or similar financial instruments. Each investment is always connected to the risk of value fluctuation and the return on invested funds is not guaranteed. Financial instruments denominated in foreign currencies are also exposed to fluctuations following the changes in exchange rates, which can have both positive and negative influence particularly on their rates, prices, appreciations or yields. Change in circumstances affecting the derivation of recommendation can result in loss of validity of the respective recommendation.

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible in any way for potential damages arising from using information in the analytical outputs. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible for any losses resulting from investment established following any recommendation, forecast or other information contained in the analytical outputs.

Securities, financial instruments or strategies mentioned in analytical outputs do not have to be suitable for every investor. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. recommends to all investors to seek professional advice for their investment intentions and decisions prior to their realisation.