

Česká ekonomika v roce 2026: Odolnost navzdory náročnému prostředí

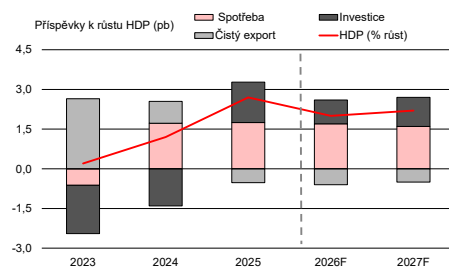
- **Česká ekonomika** zatím prokazuje překvapivou odolnost vůči náročnému vnějšímu prostředí. Na nabídkové straně ji podporuje slušná výkonnost průmyslu, jehož oživení získává plošnější charakter napříč odvětvími. Na poptávkové straně zůstává oporou robustní spotřeba domácností a silnější investiční aktivita, než jsme na začátku roku čekali. Pro letošek počítáme s reálným růstem HDP o 2,0 % a v roce 2027 s jeho zrychlením na 2,2 %. Výhled však zůstává zastřený značnou nejistotou kvůli obtížně předvídatelnému vývoji na energetických trzích.
- **Doposud nízká letošní inflace** podle nás vytváří až příliš uklidňující obrázek. Její úroveň tlačily dolů především levnější potraviny a administrativní vlivy v energetice, zatímco jádrová inflace se už déle než rok drží poblíž 3 %. K setrvalým domácím inflačním tlakům se navíc přidávají dražší energetické komodity, expanzivnější státní rozpočet a rychlý růst mezd ve veřejném sektoru. Riziko, že se dlouhodobě dražší energie začnou postupně přelévat do širšího cenového vývoje, v posledních měsících vzrostlo. Pro letošní rok čekáme průměrnou inflaci 2,1 % a příští rok její nárůst na 3,0 %.
- **Měnová politika ČNB** podle nás ještě nedopsala poslední kapitolu. Kombinace přetrvávající vysoké jádrové inflace, dražších energií, uvolněnější fiskální politiky a vyšších sazeb v zahraničí podle nás posune repo sazbu v listopadu na 4 %. Koruna mezitím geopolitické turbulence zvládá s překvapivým klidem, část její síly ale stojí na výrazně jestřábím nastavení tržních očekávání vůči ČNB. Jejich postupné vystřízlivění by mělo omezit prostor pro další posilování, a proto pro rok 2027 čekáme jen nepatrný posun průměrného kurzu EUR-CZK k 24,25.
- **FOCUS: Veřejné finance** vstupují do méně pohodlné éry. V prostředí vyšších úrokových sazeb už nebude možné spoléhat na to, že ekonomický růst sám „rozpuští“ důsledky vysokých deficitů. Při současné struktuře českého rozpočtu by stabilizace dluhu vyžadovala dlouhodobě mimořádně silný růst, který lze s těžší považovat za realistický. Návrat veřejných financí na udržitelnou trajektorii proto bude vyžadovat aktivní zásahy do příjmů či výdajů státu.

Hlavní makroekonomické ukazatele

Ukazatel	2025	2026 (F)	2027 (F)
Růst HDP (reálná změna, %)	2,6	2,0	2,2
Průměrná inflace (CPI, %)	2,4	2,1	3,0
Míra nezaměstnanosti (průměr, %)	4,4	4,9	4,7
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-2,1	-2,8	-3,5
Repo sazba ČNB (konec období, %)	3,50	4,00	3,50
Kurz EUR-CZK (průměr)	24,69	24,30	24,25

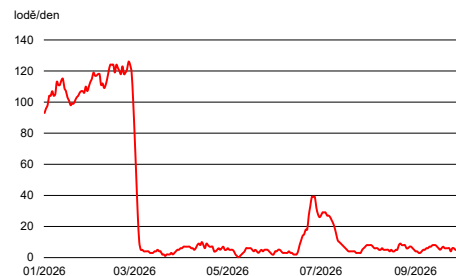
Pozn: Prognóza UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia založená na datech dostupných do 20. září 2026.

Graf 1: Růst HDP dle struktury poptávky



Zdroj: ČSÚ, UniCredit

Graf 2: Oficiální provoz v Hormuzském průlivu



Zdroj: Bloomberg, UniCredit

Autoři:

Martin Komrška
Hlavní ekonom
Tel: +420 725 983 065
E-mail: martin.komrska@unicreditgroup.cz

Jiří Pour
Ekonom
Tel: +420 602 937 576
E-mail: jiri.pour@unicreditgroup.cz

Macroeconomic and Market Research
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia
Web: www.unicreditbank.cz

Vnější ekonomické prostředí: Patová situace v Hormuzském průlivu

Konflikt mezi USA a Íránem trvá již více než sedm měsíců. Kolaps dříve oznámeného 60denního průměru a prozatímní neústupnost obou zúčastněných stran nedává naději na brzké nalezení trvanlivého řešení. V našem základním scénáři pracujeme s předpokladem zamrzlého konfliktu po zbytek letošního roku, což by mělo udržet průměrnou cenu **ropy Brent** ve 4Q26 lehce nad 90 USD/barel. S postupným uvolněním napětí (i dopravy v Hormuzském průlivu) počítáme v průběhu příštího roku, kdy by se cena ropy měla postupně vrátit k předválečné hladině 70 USD/barel.

Významným otazníkem pro energetickou situaci v Evropě není pouze ropa (případně ropné produkty), ale také **zemní plyn**. V posledních měsících byla na evropském trhu s plynem patrná nervozita související s nízkou naplněností místních plynových zásobníků. Benchmarková cena evropského zemního plynu TTF se krátce vyšplachala až nad 80 EUR/MWh (graf 3), což je nejvyšší hodnota od prosince 2022. Podobně jako v případě ropy počítá komoditní výhled skupiny UniCredit s postupným zklidňováním napětí na trhu s plynem v příštím roce, což reflektuje očekávaná průměrná spotová cena plynu pro rok 2027 na úrovni 44 EUR/MWh. Výhled cen energetických surovin však stejně jako v předchozích měsících zůstává nejméně spolehlivým vstupem do prognostického procesu.

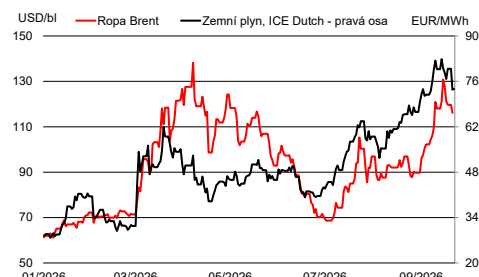
Globální ekonomika se zatím s narušením dopravy v Hormuzském průlivu vypořádala nad očekávání slušně. Příjemným překvapením je dosavadní vývoj v Německu, jehož ekonomické oživení probíhá navzdory nepříznivé situaci v energetice a vytváří tak příjemnější prostředí pro růst i české ekonomice. Neznámá to však, že by dlouhotrvající uzavření Hormuzského průlivu zůstalo bez efektu. S prodlužujícím se obdobím vysokých cen energií roste riziko jejich přelévání do širších cenových okruhů, což zvyšuje inflační výhled pro příští rok.

Domácí ekonomika: odolnost navzdory náročnému prostředí

Dosavadní vývoj české ekonomiky zapadá do širšího globálního kontextu, v němž se reálná ekonomika ukazuje být vůči energetickému šoku o něco odolnější, než se očekávalo. Vzhledem k prostředí vysokých cen energií a intenzivní globální konkurenci lze vyzdvihnout především výkonnost **domácího průmyslu** (graf 4). Za období leden-červenec je průmyslová produkce o 2 % vyšší než před rokem, přičemž poslední měsíce ukazovaly meziroční růsty mezi 3-4 %. Otázkou zůstává, do jaké míry se do letošního vývoje v průmyslu promítly přechodné faktory a do jaké míry se jedná o oživení trvalejšího charakteru. Pravděpodobná je kombinace obojího. Z podnikových průzkumů je patrné, že druhý kvartál byl kvůli bezprostředním obavám z dopadu Hormuzské krize ve znamení globální snahy o rychlé předzásobení, což produkci stimulovalo spíše dočasně. Naopak dlouhodobějším faktorem může být případná tendence evropských podniků zkracovat dodavatelské řetězce. Právě české firmy mohou zaujmout dodavatelská místa dříve obsazená geograficky vzdálenější konkurencí. Pozitivní zprávou pro krátkodobý výhled je skutečnost, že růst v letošním roce vykazuje většina průmyslových odvětví. Oživení nepůsobí dojmem jednorázového úspěchu vybraného odvětví, ale nabývá plošnějšího charakteru.

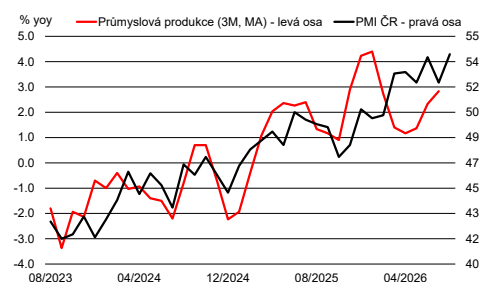
Pokud jde o poptávkovou stranu ekonomiky, v první polovině roku byl příjemným překvapením vývoj **fixních investic** (7,1% yoy ve 2Q26). Pohled do struktury sice v druhém kvartálu ukazuje i méně příjemné zprávy, jako je pokles investic do informačních technologií, každopádně celoroční dynamika fixních investic naše dřívější odhady zřejmě překoná. Stále však předpokládáme, že ve třetím a čtvrtém kvartálu investiční aktivita oproti první polovině roku zpomalí kvůli nejistotě spojené s volatilitou na energetickém trhu. **Spotřeba domácností** se opírá o robustní růst mezd. Data za 1Q26 sice přinesla revizi mzdového růstu z 8,1 na 6,1 % yoy, nicméně i tak se jedná o vysoké tempo, které navíc ve 2Q26 zrychlilo na 6,4 % yoy. Měsíční data z maloobchodu potvrzují slušný spotřebitelský apetit, když za leden až červenec vidíme reálný růst maloobchodních tržeb (mimo automobilový segment) přes 4 % meziročně. Pokud jde o vývoj zahraniční poptávky, úspěch průmyslu se zrcadlí v solidním tempu exportu, který ve 2Q26 dosáhl růstu 3,3 % yoy. Naše současná prognóza počítá letos s **růstem české ekonomiky** o 2 %, nicméně nedávno zveřejněná revize ČSÚ, která zpětně snížila růst ve 2Q26 na 1,8 % yoy, naplnění celoročního výhledu ohrožuje.

Graf 3: Ceny energetických komodit



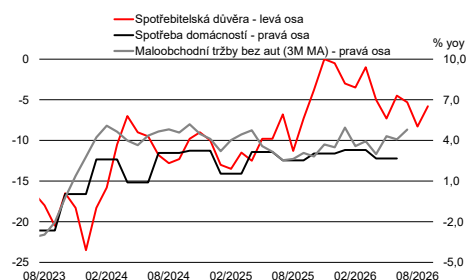
Zdroj: Macrobond, UniCredit

Graf 4: Průmyslová produkce ČR a S&P PMI ve zpracovatelském průmyslu



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, UniCredit

Graf 5: Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, UniCredit

Inflace, měnová politika a kurz koruny

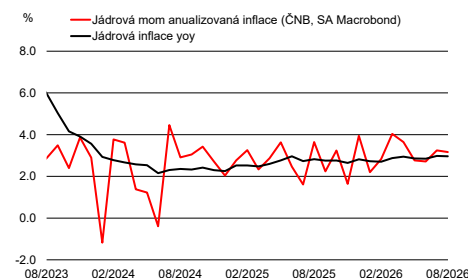
Domácí inflační vývoj letos přinesl jak zprávy pozitivní, tak ty méně příznivé. V dosavadní části roku byla inflace nepatrně nižší, než jsme očekávali, a to zejména kvůli cenám potravin, které prodělaly výrazný meziroční pokles. Právě potraviny jsou spolu s lednovým administrativním zásahem vlády do cen energií hlavním důvodem, proč se česká inflace zatím držela na velmi nízké úrovni (v srpnu 1,9 % yoy). Když však očistíme inflaci o vliv volatilitních položek, na které se centrální banka nemůže v dlouhodobém výhledu spoléhat (potraviny, energie), dostaneme tzv. **jádrovou inflaci**, která se nachází v těsné blízkosti 3 %. Nepříjemnou zprávou je navíc skutečnost, že se nejedná o jednorázový výkyv, ale stabilní trend, který trvá déle než rok. Je proto otázkou, zda jsou měnové podmínky v české ekonomice dostatečně restriktivní, když kromě setrvalé vysoké jádrové inflace vidíme v soukromém sektoru také svižnou dynamiku úvěrové aktivity.

Inflační výhled pro nejbližší kvartály zhoršuje také zmíněná patová situace v Hormuzském průlivu, která posunula vzhůru očekávané ceny ropy a plynu. Do mozaiky proinflačních rizik lze přidat i domácí fiskální politiku. Vládní návrh **státního rozpočtu pro rok 2027** směřuje k deficitu ve výši 3,5 % HDP, což je hlubší deficit, než předpokládala naše původní prognóza i letní prognóza ČNB (tématu udržitelnosti veřejného dluhu se věnuje Focus na str. 4). Zmíněný návrh počítá s růstem platů zaměstnanců veřejného sektoru v rozmezí 5–9 %, což bude dále spolu-přispívat k přetrvávajícím mzdovým tlakům na domácím trhu práce. V dalším rozhodování o sazbách bude ČNB zohledňovat také výhled na sazby významných **zahraničních centrálních bank**. Ten se během posledních měsíců opět posunul výše. ECB již letos zvedla úrokové sazby o půl procentního bodu a trh počítá, že sazby porostou i dále. Americký Fed, který dlouho s úpravou sazeb otálel, také v září přistoupil k růstu sazeb a naznačil, že se zřejmě nebude jednat o poslední krok. ČNB sice nemusí zvyšování sazeb ECB a Fedu mechanicky následovat, nicméně je to pro její rozhodování významný faktor.

V aktuální prognóze počítáme s tím, že domácí inflace ve zbytku letošního roku dále poroste a v prvním kvartálu 2027 významně překročí 3 %. Vzhledem k inflačnímu výhledu a výše popsané kumulaci rizik předpokládáme, že **ČNB** nakonec letos přistoupí ještě k jednomu **zvýšení repo sazby** na finální úroveň 4,0 %. Nejpravděpodobnějším termínem je listopadové zasedání, kdy bude mít Bankovní rada k dispozici novou makroekonomickou prognózu. **V roce 2027 čekáme průměrnou inflaci 3,0 %**, nicméně v její struktuře by postupně větší část mohly převzít oživující ceny potravin a naopak menší část cenové okruhy z inflačního jádra. V druhé polovině roku 2027 se inflace udržitelně vrátí pod 3 %, což vytvoří prostor, aby ČNB začala postupně sundávat nohu z brzdy a snížila do konce roku repo sazbu zpět na 3,50 %.

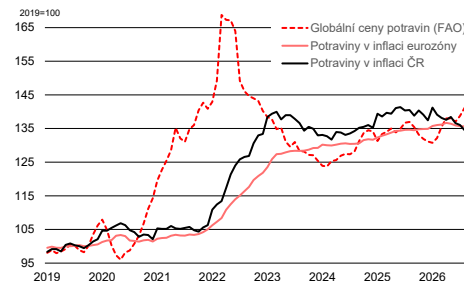
Kurz koruny (EUR-CZK) zatím prošel obdobím globálních turbulencí s noblesou. Koruna letos trendově sledovala zejména celkový sentiment na globálních trzích (graf 8). Po zahájení iránské války, kdy nervozita na trzích kulminovala, sice kurz oslabil, ale šlo o mírný pohyb v rozsahu 1 %. Koruna tak nadále zůstává překvapivě rezistentní a udržuje si pozici nejstabilnější měny regionu střední a východní Evropy (CEE). Jedním z faktorů, který korunu letos pomáhal držet na silných úrovních, jsou ambiciózní očekávání trhu ohledně dalšího zvyšování sazeb ČNB. Zatímco naše prognóza počítá s růstem sazeb ČNB o dodatečných 25 bazických bodů, trh spekuluje na zvýšení sazeb o 75-100 bazických bodů v horizontu následujících dvanácti měsíců. Taková očekávání považujeme v tuto chvíli za přehnaná. Jejich následná korekce by tak měla představovat brzdu výraznějšímu posilování koruny i v průběhu příštího roku, kdy by již geopolitická situace na globálních trzích mohla být klidnější. Pro vývoj všech středoevropských měn bude důležitým faktorem také měnová politika za Atlantikem. V posledních týdnech profitoval dolar z rostoucích očekávání dalšího vzestupu sazeb v USA, což tradičně vytvářelo tlak na oslabení měn regionu CEE včetně české koruny. Pro letošní rok počítáme s průměrným kurzem EUR-CZK 24,30, přičemž na příští rok projektujeme z výše uvedených důvodů pouze symbolické posílení k průměrnému kursu 24,25.

Graf 6: Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



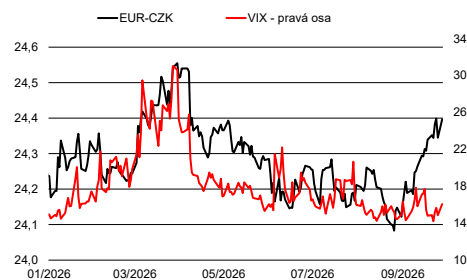
Zdroj: ČNB, Macrobond, UniCredit

Graf 7: Globální ceny potravin a potravinová inflace v ČR a eurozóně



Zdroj: Macrobond, UniCredit

Graf 8: Kurz koruny a „index strachu“ VIX



Zdroj: Macrobond, UniCredit

FOCUS: Vyrůst z vládních deficitů bude do budoucna velmi obtížné

Vládní návrh rozpočtu na rok 2027 s deficitem ve výši 3,5 % HDP vyvolal intenzivní diskusi o udržitelnosti českých veřejných financí. V tomto článku se snažíme ukázat, že parametry základní rovnice o udržitelnosti vládního dluhu se celosvětově změnily a nelze očekávat, že by ze současné úrovně deficitů mohly stát snadno „vyrůst“.

Obecně platí, že poměr dluhu k HDP, jehož stabilita je základním kritériem dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, z roku na rok narůstá s primárním¹ deficitem plus zaplacenými úroky a klesá s růstem HDP. Z toho vyplývá učebnicová poučka, že pokud nominální HDP roste vyšším tempem (g) než činí úroková míra z dluhu (r), pak si vláda může „beztrestně“ dovolit udržovat určitou výši primárního deficitu, aniž by dluhový poměr rostl. Jak vyplývá z níže uvedené rovnice, vyšší primárního deficitu, jež nezvyšuje dluhový poměr, lze spočítat jako rozdíl (r-g) krát výchozí poměr dluhu k HDP².

Luxus „obědu zdarma“ v režimu r < g si užívaly vlády řady vyspělých zemí minimálně v posledním čtvrtstoletí. Od roku 2000 se mediánové hodnoty ukazatele r-g pohybovaly kolem -2,0 % v Česku, -1,4 % v USA, -0,8 % v Německu a -0,4 % ve Francii. Pokud by tyto podmínky platily i do budoucna, pak by si při současných úrovních dluhu mohlo Česko dovolit udržovat primární deficit zhruba 0,9 % HDP, Německo a Francie 0,5 % HDP a USA velkorysých 1,7 % HDP. Období této fiskální pohody však, zdá se, na delší dobu skončilo.

Existují důvody se domnívat, že jsme vstoupili do éry vysokých úrokových sazeb, které nominální růst ekonomiky dorovnají či dokonce překonají. Rostoucí potřeba investic do obrany, energetické bezpečnosti, dekarbonizace či umělé inteligence zvyšuje poptávku po kapitálu, a tím i jeho cenu. Na rozdíl od mnoha investic minulých dekád však tyto výdaje nemusí vést k obdobně silnému růstu produktivní kapacity ekonomiky. Např. vyšší vojenské výdaje jsou z bezpečnostního hlediska nezbytné, avšak jejich přímý příspěvek k potenciálnímu produktu je omezený. Přesun výroby z Číny zpět do Evropy může zvýšit odolnost dodavatelských řetězců, avšak často za cenu vyšších nákladů a nižší efektivity. Také rozvoj umělé inteligence může nejprve vyvolat masivní investice do datových center, energetiky a digitální infrastruktury, zatímco pozitivní dopad na produktivitu se může projevit až s výrazným zpožděním, a zároveň může za sebou zanechat řadu padlých andělů stejně jako když krachovaly některé železniční společnosti po investičním boomu v 19. století. Současně stárnutí populace zpomaluje růst pracovní síly a potenciálního produktu, zatímco zvyšuje tlak na veřejné finance a emise státního dluhu.

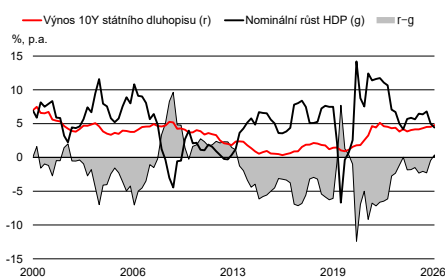
Data za 2Q26 ukazují, že výnos 10Y dluhopisu českého státu nepatrně překonal nominální růst ekonomiky (graf 9). Aktuálně se výnos tohoto dluhopisu pohybuje okolo 5,3 %, což sice může být dočasný výkyv, nicméně hodnoty poblíž 5 % mohou být z výše uvedených příčin představitelným novým normálem pro blízkou budoucnost. Pokud nominální růst HDP bude dlouhodobě dosahovat podobných hodnot (např. při 2,5 % růstu reálného produktu + 2,5 % inflaci), fiskální oběd zdarma zmizí a udržitelnost vládního dluhu by vyžadovala vyrovnané primární saldo veřejných rozpočtů. Pokud by český stát chtěl pokračovat v praxi deficitních primárních sald, jak moc by musel zrychlit ekonomický růst, aby zůstal dluh udržitelný?

Z avizovaného deficitu rozpočtu na rok 2027 (3,5% HDP) připadá na zaplacené úroky cca 1,4 pb a primární deficit tak činí lehce nad 2 % HDP. Udržení stabilního dluhového poměru při primárních deficitech kolem 2% HDP by ve scénáři s výnosem dluhopisu na úrovni 5 % vyžadovalo dlouhodobý reálný růst ekonomiky poblíž 7 %. Česko se sice v průměru financuje levněji, protože stát těží z historicky vydaného dluhu za nízké sazby a také se financuje na kratších splatnostech než 10 let, nicméně uvedená kalkulace ilustruje, jak by vypadala ekonomika, když se 5% úrok stane dlouhodobým novým normálem. Nicméně i kdybychom optimisticky předpokládali, že se efektivní úrok u českého dluhu udrží poblíž 3 %, vyžadoval by zmíněný primární schodek 2% HDP dlouhodobě reálný ekonomický růst kolem 5 % ročně. Takto vysoký růst je dlouhodobě obtížně představitelný i v případě úspěšných strukturálních reforem. Výchozí pozice relativně nízkého zadlužení ČR je sice příznivá, a momentálně nepozorujeme, že by trh ztrácel důvěru v český stát, ale aby tomu tak zůstalo i do budoucna, budou nutné aktivní zásahy do příjmové či výdajové strany rozpočtu. Pouze na ekonomický růst se spoléhat nelze.

¹ Primární vládní deficit zjednodušeně odpovídá celkovému deficitu očištěnému o zaplacené úroky z dluhu.

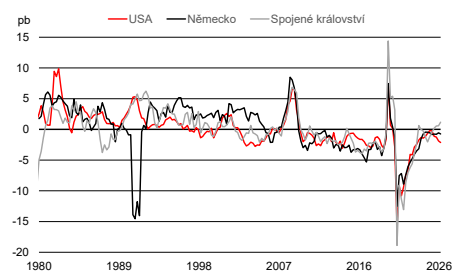
² Dynamika dluhového poměru je dána rovnicí
$$\frac{dluh}{HDP} = \frac{1+r}{1+g} \cdot \frac{dluh_{t-1}}{HDP_{t-1}} - \frac{prim.saldo}{HDP}$$
. V čase neměnný dluhový poměr proto vyžaduje primární saldo ve výši
$$\frac{prim.saldo}{HDP} = \frac{r-g}{1+g} \cdot \frac{dluh}{HDP} \approx (r-g) \cdot \frac{dluh}{HDP}$$
.

Graf 9: Výnos státního dluhopisu a nominální růst HDP v Česku



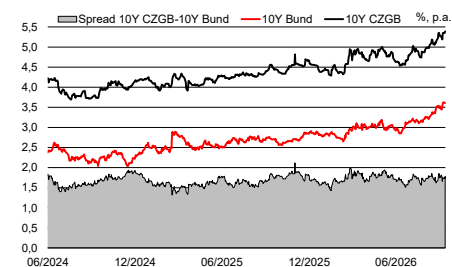
Zdroj: Macrobond, UniCredit

Graf 10: Rozdíl r-g ve vybraných ekonomikách



Zdroj: Macrobond, UniCredit

Graf 11: Výnosy českých a německých státních dluhopisů



Zdroj: Macrobond, UniCredit

Makroekonomický výhled ČR

Ukazatel	2023	2024	2025	2026F	2027F
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	0,0	1,3	2,6	2,0	2,2
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	-2,8	2,5	2,5	2,7	2,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	4,2	-2,3	3,1	4,6	2,8
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	-0,8	-1,0	2,1	2,4	2,8
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3,6	3,8	4,4	4,9	4,7
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	10,7	2,4	2,4	2,1	3,0
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	7,2	6,6	6,6	6,2	5,6
3M PRIBOR (konec období, %)	6,97	3,91	3,54	4,10	3,65
EUR-CZK (konec období)	24,73	25,19	24,25	24,30	24,20
EUR-CZK (průměr)	24,01	25,12	24,69	24,30	24,25
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-0,1	1,7	0,7	-0,1	-0,9
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	1,0	0,2	0,6	0,5	0,5
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)*	-3,7	-2,0	-2,1	-2,8	-3,5
Veřejná zadluženost (% HDP)	42,2	43,2	44,2	45,1	46,3

Pozn:

*/ ESA 2010 definice.

Zdroje: Czech National Bank, Czech Statistical Office.

Červnová prognóza UniCredit Bank

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.