

KKIP Monthly

Makroekonomický a tržní vývoj doma i ve světě



Říjen 2025: inflace jako na houpačce, výhled na rok 2026

- Pokles inflace v ČR a v USA, růst cen v EU
- Měnová politika nyní stabilní
- Výhled na rok 2026

Obrat ve vývoji inflace

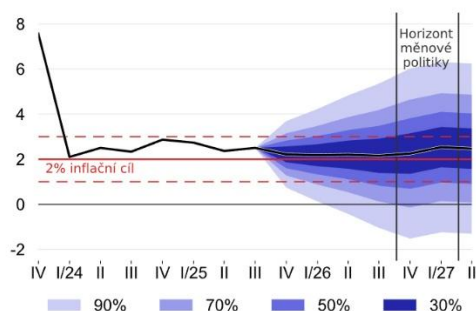
Inflace v ČR v listopadu překvapivě zvolnila na 2,1%. Jedinou položkou, která ve srovnání s loňským listopadem zlevnila, byly energie včetně pohonných hmot. Jejich ceny meziročně klesly o 3,8%. Naopak stále vysoké zůstávají ceny služeb. Bez započítání energií by celková inflace v Česku v listopadu stoupla na 2,9%. Silná koruna bude v dalších měsících zlevňovat dovážené zboží i zboží v e-shopech. Česká republika by tak neměla mít

s inflací problém.

Úroková sazba pravděpodobně klesat nebude
v závorkách změny oproti minulé prognóze

	2025	2026	2027
Celková inflace	2,5	2,2	2,5
v %, změny v p. b.	(-0,2)	(-0,1)	(0,0)
HDP	2,3	2,4	2,8
meziročně v %, změny v p. b.	(-0,3)	(-0,2)	(-0,1)
Průměrná nominální mzda	7,0	5,7	4,9
meziročně v %, změny v p. b.	(0,5)	(0,2)	(0,0)
Úroková sazba 3M PRIBOR	3,5	3,5	3,8
v %, změny v p. b.	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Měnový kurz	24,7	24,6	24,6
CZK/EUR	(-0,2)	(-0,3)	(-0,3)

Inflace se bude v příštím roce pohybovat v blízkosti 2% cíle, na počátku roku 2027 mírně zrychlí celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Zdroj: ČNB

Zdroj: ČNB



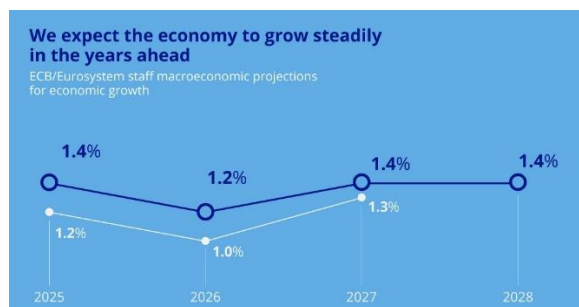
ČNB podle očekávání ponechala úrokovou sazbu beze změny na hodnotě 3,5%. Rizika pro zvýšení i snížení inflace v příštím roce vnímá jako vyrovnaná. Přestože se inflace velmi přiblížila inflačnímu cíli ČNB, zůstávají v ní problémy v podobě rychlého růstu cen služeb a také cen bytů na realitním trhu. ČNB nejspíše bude ve své monetární politice opatrná i v roce 2026.

Nezaměstnanost v Česku zůstala v listopadu na hodnotě 4,6%. Z dlouhodobého pohledu nezaměstnanost v České republice roste. Od roku 2019 klesl počet zaměstnaných v průmyslu o 150.000 pracovníků. Většina z nich našla uplatnění v sektoru služeb. Přesto v listopadu 2019 činil podíl nezaměstnaných na obyvatelstvu 2,6%, tedy o dva procentní body méně než letos. V evropském srovnání stále patříme mezi země s nejnižší nezaměstnaností.

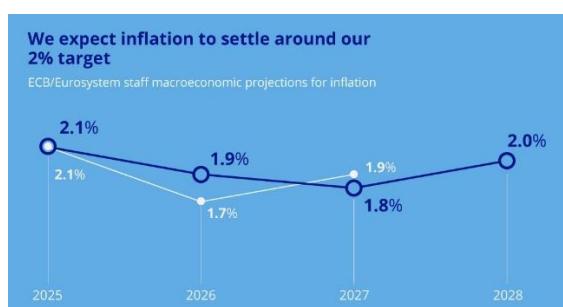
Důvěra spotřebitelů v ČR vzrostla v listopadu na 111,7 bodu, což je nejvyšší hodnota za posledních šest let. Tento růst velmi pravděpodobně souvisí s výsledkem parlamentních voleb. Jiná velká událost se v ČR neudála a v okolních zemích takový nárůst spotřebitelské důvěry není. Potvrzuje se, že růst HDP bude i nadále tažen spotřebou domácností.

Inflace v eurozóně v listopadu stoupla na 2,2%. Za růstem stojí především ceny služeb a potravin včetně alkoholu a tabáku. Inflace v eurozóně se tak již třetí měsíc drží nad inflačním cílem ECB. K růstu úrokových sazeb by to však zatím vést nemělo.

ECB zasedala v podobném termínu jako ČNB a také ponechala sazby beze změny na úrovni 2%. Je docela možné, že ECB ponechá sazby na této úrovni i po celý rok 2026. Inflace je sice pod kontrolou a ekonomika eurozóny stabilní, ale investice firem by mohly z obchodních i geopolitických důvodů zpomalit. Sama ECB zdůrazňuje, že další kroky bude činit čistě na základě dat. ECB také zveřejnila nové prognózy vývoje HDP a inflace v následujících letech.



Zdroj: ECB



Zdroj: ECB

Míra nezaměstnanosti v eurozóně i v říjnu stagnovala a zůstala na hodnotě 6,4%. nemění se tak ani absolutní čísla - bez práce je v eurozóně 11,003 milionu lidí a nezaměstnanost mladých (do 25 let) je v eurozóně 14,4%.

Spotřebitelská důvěra v eurozóně dosáhla v listopadu 2025 hodnoty -14,2 bodu, což je nejvyšší hodnota za osm měsíců. Změna oproti minulé hodnotě je malá, očekávání ohledně budoucí finanční situace



domácností a jejich záměry uskutečňovat větší nákupy zůstaly víceméně nezměněny. Index se však stále pohybuje v pesimistickém pásmu.

Inflace v USA v listopadu klesla na 2,7%. Pro trhy byl tento pokles překvapením, ale kvůli americkému shutdownu nepanuje jistota ohledně kvality sběru dat v posledních měsících. A také zcela chybí data za říjen. Pokles inflace znamená naději na další snížení úrokových sazeb. Zvláště pokud prezident Trump prosadí do čela FEDu někoho, kdo bude sdílet jeho názor na nutnost jejich výrazného snížení.

Americká centrální banka (FED) snížila na prosincovém zasedání základní úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu do pásma 3,50 až 3,75%. Úroková sazba v USA se tak pomalu dostává k dlouhodobému cíli kolem 3%. V průběhu roku 2026 se čeká pouze jedno snížení úrokové sazby.

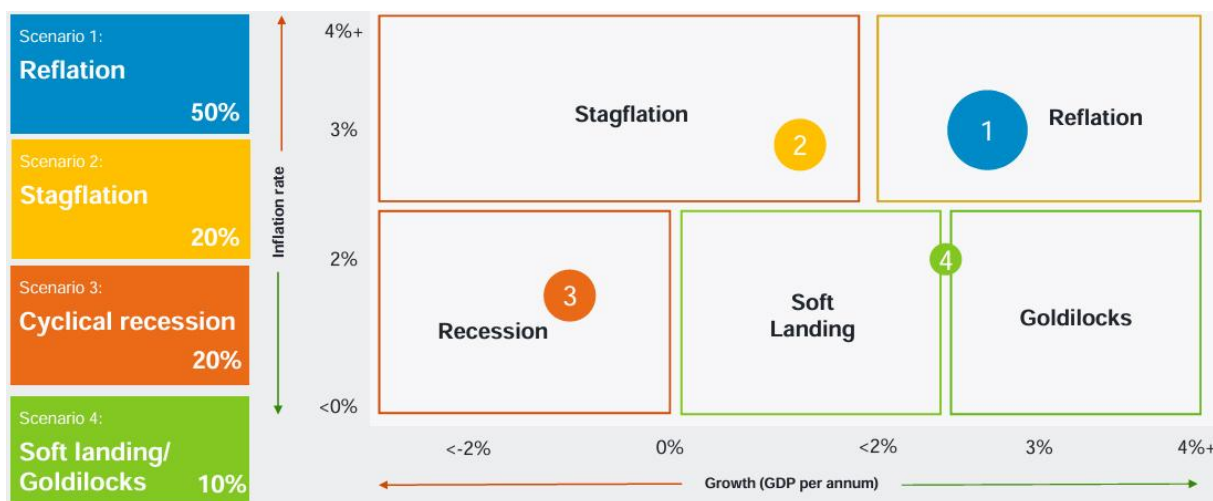
FED spolu se sazbou zveřejnil i výrazně změněnou prognózu růstu amerického HDP pro příští rok. Zatímco ještě v září FED odhadoval růst ve výši 1,8%, nyní ho zvedl na 2,9%. Inflace by pak měla klesnout z letošních 2,9% na 2,4% příští rok a na 2,1% v roce 2027.

Říjnový report nezaměstnanosti v USA publikován nebude. V listopadu nezaměstnanost vzrostla na 4,6% oproti zářijovým 4,4% a je tak nejvyšší od konce roku 2021. Zároveň americká ekonomika vytváří velmi málo nových pracovních míst. Rostoucí nezaměstnanost i nízká tvorba nových pracovních míst znamenají, že americká ekonomika nepracuje tak jak má. Snížení úrokových sazeb by ji podpořilo a zároveň by nezaměstnanost měla začít klesat. Proto prezident Trump na snížení úrokových sazeb tak tlačí.



Výhled na rok 2026 – ekonomika, akciový trh a dluhopisový trh

Podobně jako v roce 2025 bude i v roce 2026 nejsilnější americká ekonomika. Dá se očekávat dvouciferný růst firemních zisků a masivní kapitálové výdaje na AI infrastrukturu (globálně přes 2 biliony USD). Daňové škrtky z konce 2025 (One Big Beautiful Bill Act) a nižší sazby Fedu podpoří růst ekonomiky, protože efektivní daňová sazba firem klesne až o 7 %. Goldman Sachs počítá s růstem HDP USA na 2–2,5 %. Přestože je Fed ohledně prosincového rozhodnutí o úrokových sazbách rozdělený, předpokládá se v příštím roce další snížení sazeb směrem k neutrální úrovni.



Zdroj: Fidelity international Global macro outlook

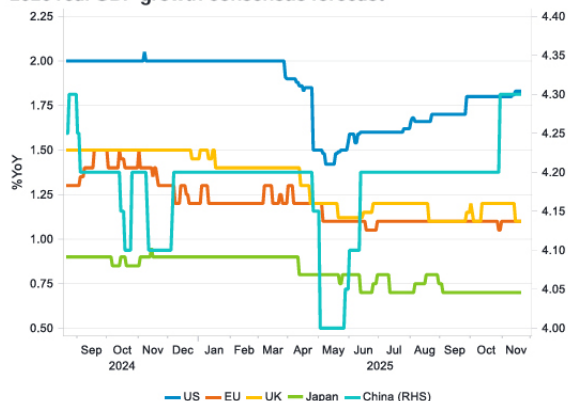
Evropa se probouzí. Základní růst v eurozóně pokračuje pomalým, ale stabilním tempem a tato dynamika přetrvá i v příštím roce. Akceleraci by měl nastartovat německý fiskální stimul, investice do infrastruktury a obrany a nižší inflace. ECB v nejbližší době sazby pravděpodobně udrží na stávající úrovni, ale od 2. čtvrtletí bude mít prostor pro snížení, protože se inflace začátkem roku pravděpodobně dostane pod cíl ECB.

Emerging markets budou profitovat ze slabšího dolaru a lokálních stimulů – zvláště Čína, Indie, Korea a Jižní Afrika mají potenciál překvapit vyšším ekonomickým růstem. Čína si v roce 2026 udrží stabilní růstové tempo. Čínská vláda bude cílit na „kontrolovanou stabilizaci“ (růst ~4,5 %) prostřednictvím reaktivní politiky namísto agresivní podpory. Fiskální uvolňování se přeorientuje na cílenější podporu domácností, zatímco měnové uvolňování bude mírné a bude nadále vyvažovat více cílů – udržení stability měny, ochranu úrokových marží bank a podporu domácí reflace (úmyslné zvýšení míry inflace ze strany centrální



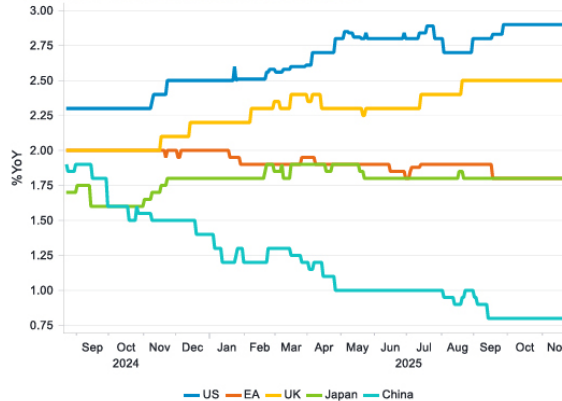
banky - stimulace ekonomického růstu poté, co ekonomika prošla obdobím příliš nízké inflace, deflace nebo recese).

2026 real GDP growth consensus forecast



Zdroj: Fidelity international Global macro outlook

2026 CPI inflation consensus forecast



Zdroj: Fidelity international Global macro outlook

Na druhou stranu i pro rok 2026 zůstávají výrazná rizika. Velké investiční společnosti Fidelity, Goldman Sachs, BNP Paribas a Schroders shodně varují před kombinací přetrvávající inflace, extrémně vysokých fiskálních deficitů, protekcionistických tarifů, geopolitického napětí a přehnaných valuací na akciových trzích. Tyto faktory mohou způsobit vyšší volatilitu, zpomalení růstu nebo dokonce lokální recese, i když základní scénář zůstává pozitivní (bez tvrdé globální recese).

USA – hlavní rizika

- masivní fiskální deficit (přes 7–8 % HDP) a rychle rostoucí dluh (debt-to-GDP blízko poválečného maxima), což může tlačit na vyšší dlouhodobé výnosy a omezit prostor FEDu pro další uvolňování.
- návrat inflace kvůli celním tarifům (efektivní celní sazba je 18 %, nejvyšší od roku 1934) a fiskálním stimulům (OBBBA přidá 3,4 bilionu USD k deficitu).
- slabší spotřebitelská důvěra a zpomalení trhu práce (vyšší nezaměstnanost kvůli imigračním restrikcím, federálním škrtům a AI).
- extrémní koncentrace trhu (top 10 firem = 40 % S&P 500) a riziko zklamání z AI monetizace – pokud kapitálové výdaje na AI zpomalí, hrozí korekce podobná dotcom bublině.

Evropa – hlavní rizika

- eskalace rusko-ukrajinské války, energetická nejistota a vyšší ceny energií při případném přerušení dodávek.
- čínská exportní konkurence a tlaky na evropský průmysl (vytlačení lokálních výrobců).
- přetrvávající strukturální inflace a pomalejší růst než v USA, což může omezit efektivitu německého fiskálního stimulu.



Rozvíjející se trhy (EM) – hlavní rizika

- vyšší americké tarify a pokračující US-China de-coupling - oddělování ekonomik USA a Číny, tedy proces postupného snižování vzájemné ekonomické závislosti, který nejtvrději dopadne na exportně orientované ekonomiky Asie (Čína, Korea, Taiwan).
- možná re-eskalace obchodního napětí nebo nové regulace v Číně, což historicky vedlo k prudkým výprodejům.
- vyšší citlivost na posílení dolaru (pokud FED zpomalí snižování sazeb) a na ceny komodit/energií.
- lokální dluhové problémy a politická rizika v některých zemích (Blízký východ – Gaza/Rudé moře, Latinská Amerika – fiskální deficity).

Akciové trhy

Všechny výše zmíněné investiční společnosti očekávají, že globální akcie v roce 2026 dosáhnou 7–12 % ročního růstu, poháněného robustními firemními zisky (dvouciferný růst zisků společností v USA a Evropě) a investicemi do nových technologií. AI zůstává hlavním katalyzátorem, což podpoří další ekonomická odvětví - od výrobců čipů, přes softwarové společnosti až po infrastrukturu (např. datacentra a elektrické sítě). Nicméně, vysoká koncentrace (top 10 firem tvoří 40 % S&P 500) a valuace na 24x forward P/E signalizují riziko korekce, pokud se AI nenaplní očekávání, která jsou do ní vkládána.

V USA se čeká zrychlení meziročního růstu ziskovosti firem z indexu S&P 500 na 13%. Při nezměněné valuaci by to mělo znamenat růst akciového trhu v podobné výši. K tomu je potřeba připočítat dividendový výnos. Je tedy pravděpodobné index S&P 500 dodá skutečně dvojcifernou výkonnost i v roce 2026. Čeští investoři by také měli vzít do úvahy měnové riziko.

Alternativou je však diverzifikace do globálního světového indexu, který by mohl, podobně jako v letošním roce, přinést v dolarovém vyjádření více než americké akcie.

Podobně jsou na tom letos rozvíjející se trhy, když index MSCI Emerging Markets vzrostl od začátku roku o více než 30%. Předpoklady pro vysoký růst rozvíjejících se trhů jsou jsi pro rok 2026, zvláště pokud dolar bude nadále oslabovat.



Many emerging markets are attractively valued



Zdroj: Fidelity international Outlook 2026

I v roce 2026 tedy platí, že by investoři měli dbát na diverzifikaci svých portfolií.

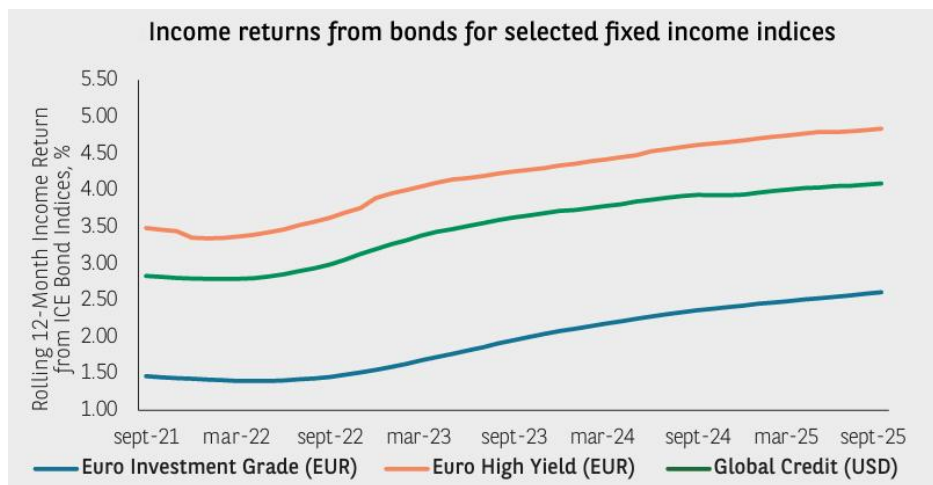
Dluhopisové trhy

Dluhopisové trhy by v roce 2026 měly přinést celkové výnosy mezi 4–6 % díky snižování sazeb (FED by se s vyšší sazbě měl přiblížit ke 3 % a ECB by se se sazbami mohla dostat pod 2 %). Protekcionistická obchodní opatření, zvyšujících se fiskální deficity a geopolitická rizika přinesou tlak na růst výnosů ze státních dluhopisů. to znamená, že výnosové křivky (graf ukazující úroky pro různé doby splatnosti) budou strmější.

V USA budou atraktivní americké hypoteční dluhopisy (půjčky na domy zajištěné vládou), které pravděpodobně přinesou lepší výnos než obyčejné firemní dluhopisy s nižším rizikem. Americké firmy jsou silné, málo z nich krachuje a jsou finančně stabilní, to znamená dobré výnosy pro americké high yield dluhopisy.

V Evropě se najde hodně příležitostí k dluhopisovým investicím v různých oborech. Například v bezpečnějších sektorech jako veřejné služby (elektřina, voda) nebo telekomunikace (mobilní sítě), kde firmy mají silné finanční zázemí. Stabilní jsou také banky a finance instituce, které díky přísným pravidlům mají hodně peněz v rezervě a dobré zisky. Evropské kvalitní dluhopisy přinesou okolo 3–3,5 %, rizikovější (high yield) dluhopisy kolem 5 %. Zájem o evropské dluhopisy by vzhledem ke snižujícím se úrokům na spořicí produktech měl růst.

Slabší americký dolar je příznivý pro emitenty rozvíjejících se trzích, kde relativně vysoké výnosy nabízejí odpovídající kompenzaci za související riziko.



Zdroj: BNP Paribas The investment outlook for 2026

Do roku 2026 bude klíčové mít v dluhopisových strategiích flexibilní, různorodý a dynamický přístup – to znamená, že lepší než investovat jen do jednoho typu dluhopisů, bude měnit portfolio podle situace na trhu.

Zdroje:

Obr 1: ČNB

Obr 2: ČNB

Obr 3: ECB

Obr 4: ECB

Obr 5: Fidelity international Global macro outlook

Obr 6: Fidelity international Global macro outlook

Obr 7: Fidelity international Global macro outlook

Obr 8: Fidelity international Outlook 2026

Obr 9: BNP Paribas The investment outlook for 2026

Autor článku: Tomáš Přecechtěl, externí spolupracovník KKIP

Právní upozornění: Tento dokument má pouze informační charakter a může být použit pouze k propagaci příslušné investiční služby KK INVESTMENT PARTNERS, a.s. v České republice. Tento dokument není nabídkou ke koupi cenných papírů. S investováním jsou spojena některá rizika. Minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Hodnota investice může kolísat a není zaručena návratnost investované částky. Investor by si měl zjistit, které investiční nástroje jsou pro něj vhodné. Všechny důležité informace a dokumenty týkající se zmiňovaných fondů, včetně souvisejících rizik, jsou k dispozici na www.kkip.cz.