

MAKRO REFRESH STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

27. dubna 2026



Makroekonomické pohyby a geopolitická transformace v regionu

Stopař	Česko	Slovensko	Maďarsko	Bulharsko	Polsko
HDP, 1. čtvrtletí 2026 (mezičtvrtletní růst, %)	0,64	0,32	0,31	0,51	0,50

Maďarsko: politický obrat a ekonomická liberalizace

Dubnové parlamentní volby přinesly Maďarsku zásadní politickou změnu. Strana Tisza, vedená Péterem Magyarem, získala rozhodující dvoutřetinovou ústavní většinu, čímž fakticky ukončila dlouhou éru vládnutí Viktora Orbána. K politickému zemětřesení přispěla rekordně vysoká volební účast, která svědčí o skutečně masovém odmítnutí předchozího establishmentu ve prospěch centristické, proevropské alternativy.

Nová vláda se podle dostupných informací zaměří na obnovu právního státu a modernizaci podnikatelského prostředí. Hlavním pilířem její strategie bude okamžité odblokování přibližně 18-19 miliard eur (11 % HDP Maďarska) ze zmrazených fondů EU. Pomoci by k tomu měly mimo jiné užší spolupráce s Úřadem evropského veřejného žalobce a důsledný audit dosavadních postupů při zadávání veřejných zakázek. Fiskální politika nastíněná maďarskou vládou představuje posun směrem k progresivnějšímu danění a podpoře malých a středních podniků. Navrhovaná opatření zahrnují snížení sazby daně z příjmu fyzických osob pro osoby s minimální mzdou a 1% daň z majetku pro bohaté jednotlivce. Tento redistribuční přístup má posílit disponibilní příjem domácností a domácí poptávku, která v posledních letech stagnuje nebo klesá. V roce 2026 očekáváme meziroční růst maďarského reálného HDP +1,5 % a v roce 2027 +2,5 %, což by znamenalo citelné zrychlení oproti roku 2025, a to navzdory nepříznivým dopadům probíhajícího americko-iránského konfliktu.

Finanční trhy přijaly výsledek maďarských voleb velmi pozitivně. Forint prudce zpevnil a po zprávě o vítězství opozice poklesl na úroveň blízkou 360 HUF/EUR (viz graf 1). K posílení forintu došlo navzdory silnější averzi k riziku na světových trzích způsobené blízkovýchodním konfliktem, což

signalizuje výraznou redukci "maďarsky specifické" rizikové prémie. Věříme, že HUF bude pevnější i v budoucnu: do konce letošního roku by se mohl obchodovat za 368 HUF/EUR a do konce roku 2027 se stabilizuje na úrovni 365 HUF/EUR.

Obrázek 1 - EUR/HUF



Zdroj: ČSOB na základě Macrobond

Maďarská centrální banka (MNB) zůstává prozatím opatrná. Na březnovém zasedání ponechala její Měnová rada základní úrokovou sazbu na úrovni 6,25 %, přičemž hlavní příčinou tohoto "jestřábího" rozhodnutí bylo riziko, které představuje hrozící prudký nárůst světových cen energií. Přestože březnová meziroční inflace byla překvapivě nízká (1,8 %), banka očekává výrazný průsakový efekt rostoucích cen ropy a plynu počínaje druhým čtvrtletím letošního roku. Podle našeho názoru k dalšímu snížení základní úrokové sazby MNB pravděpodobně nedojde dříve než ve 4. kvartálu 2026.

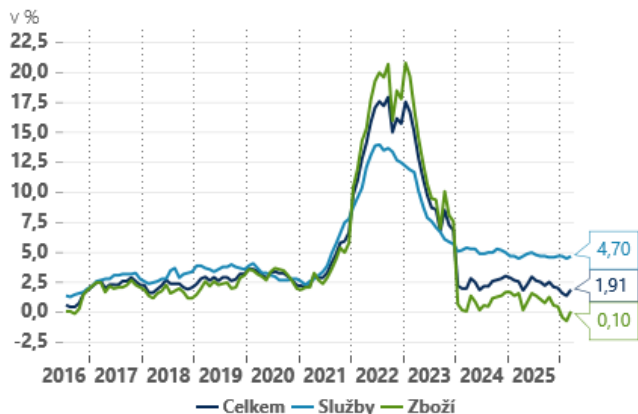
Česko: Měnová rigidita a urputná jádrová inflace

ČNB zůstala věrna svému opatrnému a vyčkávacímu postoji, když v březnu ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 3,50 %.

Pro ponechání sazby na nezměněné úrovni hlasovalo všech sedm členů bankovní rady, což odráží konsenzuální přesvědčení, že i když se celková inflace přiblížila 2% cíli, proinflační tlaky zůstávají silné.

Významným zdrojem obav vedení ČNB je přetrvávající napjatá situace na českém trhu práce. Mzdy v závěru roku 2025 meziročně vzrostly o 7,4 %, což v kombinaci s nízkou nezaměstnaností (3,2 % v únoru 2026) podporuje setrvale vysokou inflaci ve službách. V březnu 2026 činila inflace ve službách 4,7 % (viz graf 2), což naznačuje, že růst jádrových cen je strukturálně oddělen od dezinflace pozorované na počátku roku u zboží a energií.

Obrázek 2 - Česká inflace



Zdroj: ČSOB na základě Macrobond

ČNB dlouhodobě deklaruje odhodlání udržovat "relativně přísnou" měnovou politiku ve srovnání s minulostí, aby tak byla zajištěna dlouhodobá stabilita. Banka naznačila i to, že budoucí nastavení jejích úrokových sazeb bude záviset mimo jiné na vývoji kurzu koruny a fiskálních dopadech vládních opatření (k nimž patří například snížení účtu za energii pro domácnosti).

Slovensko: Průmyslové výzvy a energetické spory

Makroekonomická situace Slovenska vykazuje na počátku roku 2026 pozoruhodný paradox: návrat k přebytku obchodní bilance, k němuž dochází při prohlubujícím se poklesu průmyslu. Průmyslová produkce v únoru 2026 meziročně poklesla o 2,9 %, především vlivem o 7,3 % nižší výroby dopravních prostředků. Vzhledem k tomu, že automobilový průmysl reprezentuje 33 % průmyslové produkce Slovenska, má jeho propad významné důsledky pro trajektorii růstu celého HDP země. V letošním roce tento růst podle našich očekávání nepřesáhne skromných 1,3 %.

Slovenská obchodní bilance dosáhla v únoru 2026 po dvou měsících deficitu přebytku ve výši 321,6 milionu EUR. Ke zlepšení bohužel více přispělo snížení hodnoty dovozu (-2,5 %) než solidní výkonnost vývozu (-1,3 %). Pokles dovozu byl nejvýraznější v kategorii minerálních paliv, což odráží jak nižší domácí poptávku, tak pokračující problémy s žádoucí regionální diverzifikací zdrojů energie.

V této souvislosti premiér Robert Fico zopakoval plán Slovenska napadnout zákaz dovozu ruského plynu z EU u Evropského soudního dvora. Vláda tvrdí, že přijetí nařízení o zákazu kvalifikovanou většinou narušuje smluvní požadavky na jednomyslnost při přijímání citlivých rozhodnutí v oblasti energetiky a zahraniční politiky a představuje riziko pro bezpečnost dodávek.

Současně Bratislava zavedla dočasné diferencované ceny nafty pro vozidla registrovaná v zahraničí, aby ochránila domácí spotřebitele před skokovým nárůstem cen pohonných hmot. Evropská komise uvedla, že toto opatření může porušovat pravidla jednotného trhu a mohlo by vyvolat řízení pro porušení práva, což by do vztahů Slovenska s orgány EU vneslo dodatečnou vrstvu napětí.

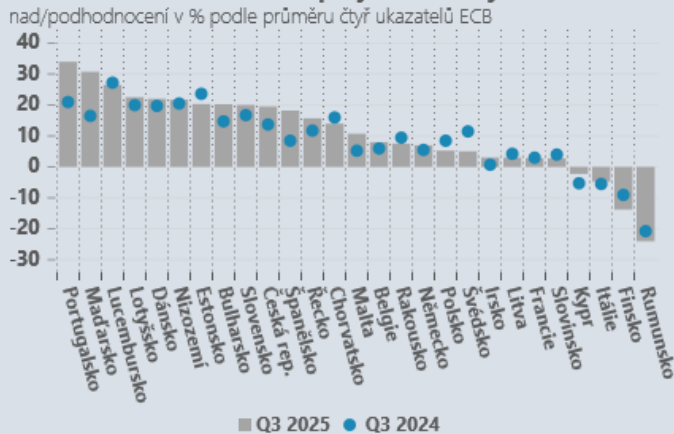
Střední a východní Evropa: Ceny nemovitostí zrychlují, nabídka zaostává

Začátkem dubna zveřejnil Eurostat údaje o cenách nemovitostí za 4. čtvrtletí 2025. V Maďarsku (+4,2 % mezičtvrtletně) a na Slovensku (+3,1 %) zůstala dynamika cen silná, zatímco vliv očekávaného zavedení eura na ceny domů v Bulharsku (+0,3 % mezičtvrtletně) se zřejmě zmírnil. Podíváme-li se na vývoj za celý rok, země střední a východní Evropy zaznamenaly dvouciferný růst cen. Podle údajů Eurostatu rostly ceny domů v loňském roce nejrychleji v Maďarsku (+18,3 %), následovalo Bulharsko (+14,6 %), Slovensko (+12,4 %) a Česko (+10,4 %).

Odhadované nadhodnocení na trzích s bydlením v uvedených zemích se podle různých metod odhadu ECB zvýšilo (viz graf 3, údaje jsou zatím k dispozici jen do třetího čtvrtletí 2025). Naše vlastní modely naznačují další nárůst nadhodnocení ve čtvrtém čtvrtletí, a to především v Maďarsku a na Slovensku. Mírnější růst cen zaznamenaný ve čtvrtém čtvrtletí v Bulharsku pravděpodobně tlumí nadhodnocení uvedené ve statistikách ECB. Vzhledem k problémům s nabídkou na trzích rezidenčních nemovitostí (které několik odhadů ocenění zachycuje nedostatečně) by vyšší metriky nadhodnocení neměly být mechanicky interpretovány jako signály bubliny.

Ceny rostou, zatímco nabídka nikoli. Ať se podíváme na počet stavebních povolení, tvorbu hrubého fixního kapitálu v bytech nebo objem výstavby, údaje byly v mnoha případech v roce 2025 slabé nebo klesající. Pokud se ceny bytů rozloží na složky nabídky a poptávky¹, je zřejmé, že většinu růstu cen v roce 2025 způsobilo omezení nabídky. To dobře ilustruje obrázek 4 pro Slovensko. Podobné pozorování platí i pro Maďarsko a Česko, i když současný růst cen v Česku do značné míry odráží dřívější nabídkové šoky, které se stále projevují, neboť v posledních čtvrtletích nebyly zaznamenány žádné nové. V případě Bulharska je dynamika cen tažena především silnější poptávkou.

¹S využitím identifikační strategie vysvětlené v Boxu 3 příspěvku Battistini, Niccolò & Le Roux, Julien & Roma, Moreno & Vourdas, John, 2018. "The state of the housing market in the euro area," *Economic Bulletin Articles, European Central Bank*, vol. 7.

Obrázek 3 - Oceňování evropských trhů s bydlením

Zdroj: ČSOB na základě ECB

Obrázek 4 - Rozklad cen nemovitostí na Slovensku

Zdroj: ČSOB na základě Eurostat

Problém nabídky, tedy že poptávka po bydlení převyšuje dostupnou nabídku, dále podtrhuje rychlejší růst cen stávajících bytů, zejména na Slovensku a v Maďarsku. Mezi možná vysvětlení patří potíže se získáváním stavebních povolení a přetrvávající nedostatek pracovních sil, který stavební firmy hlásí již několik let a který se v celé střední a východní Evropě nezmínil. Nedostatek stavebních materiálů se v roce 2025 snížil, nicméně krize týkající se Íránu by mohla tlaky na dodávky opět vrátit na pořad dne.

Co znamenají nabídkové šoky pro statistiku nadhodnocení? Mnoho metod oceňování se zaměřuje především na poptávkovou stranu trhu, například na dostupnost bydlení vzhledem k disponibilním příjmům domácností. Nabídkový šok snižuje reálný příjem, zatímco ceny bydlení nadále rostou. Vyšší metriky nadhodnocení proto zachycují spíše problém s dostupností než bublinu způsobenou nadměrnou poptávkou nebo příliš optimistickými očekáváním. V našem scénáři proto očekáváme vcelku mírný růst cen bydlení, ale rozhodně nikoli jejich pokles. Pro rok 2026 předpokládáme růst cen v Česku o 7,7 %, na Slovensku o 7,5 % a v Bulharsku i Maďarsku o 9,0 %. V případě Maďarska očekáváme pozitivní poptávkové šoky v souvislosti s vládními dotacemi pro prvonabyvatele, zejména s hypotečním programem Home Start zavedeným na podzim 2025. Celkově se rizika na trhu s bydlením ve střední a východní Evropě nadále soustřeďují spíše na tlaky na dostupnost než na prudkou dynamiku cenových korekcí.

Bulharsko: členství v eurozóně a měnící se politický kompas

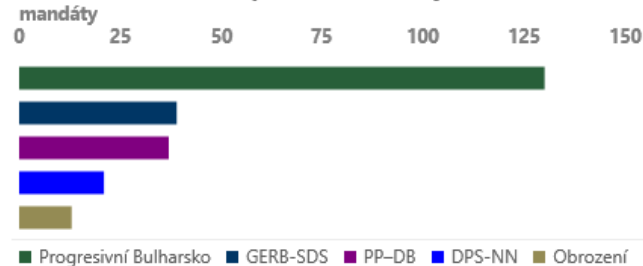
Bulharsko se po svém historickém vstupu do eurozóny 1. ledna 2026 nadále zaměřuje na cenovou stabilitu a odolnost trhu práce. Bulharská míra nezaměstnanosti byla v únoru 2026 na rekordně nízké úrovni 3,2 %, čímž se země zařadila vedle Polska a Česka mezi země s nejlepšími výsledky v EU. Tento přechod však doprovázely přetrvávající inflační tlaky, které zůstávají nad průměrem eurozóny.

Bulharská meziroční inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhla v březnu 2026 hodnoty 4,1 %, což představuje nárůst z únorových 3,3 %. Zrychlení bylo způsobeno prudkým nárůstem nákladů na dopravu o 7,2 % a zvýšením cen informačních a komunikačních služeb. Naši prognózu celkové meziroční inflace měřené HICP v Bulharsku jsme zvýšili na 4,1 % v letošním roce a 3,2 % v roce příštím.

Průmyslová výroba v Bulharsku zůstává pod výrazným tlakem a v únoru 2026 se meziročně snížila o 8,1 %. Důvodem byl především ohromující pokles o 36,1 % v odvětví dodávek elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu. Zpracovatelský průmysl naopak vykázal známky oživení, když meziročně vzrostl o 0,4 % a meziměsíčně o 3,8 %, v čele se základními kovy a farmaceutickým průmyslem.

V dubnu se rovněž dramaticky změnila bulharská politická krajina. Od roku 2021 Bulharsko zažívalo trvalou politickou nestabilitu, vystřídal sedm premiérů a absolvovalo osm

parlamentních voleb. Tento vzorec může nyní doznat změny díky čerstvě proběhnutým předčasným volbám, v nichž si hnutí Progresivní Bulharsko, vedené bývalým prezidentem Rumenem Radevem, zajistilo absolutní parlamentní většinu (viz obrázek 5).

Obrázek 5 - Bulharské parlamentní volby v dubnu 2026

Zdroj: ČSOB na základě bulharské Ústřední volební komise

Radev se ve své kampani zaměřil na odstranění toho, co označuje za zakofeněný "mafiaňský stát". Nespokojenost bulharské veřejnosti se správou věcí veřejných je velmi vysoká, což se odráží i v tom, že Bulharsko se v posledním indexu vnímání korupce organizace Transparency International umístilo až na 84. místě, což je jedno z nejhorších míst v rámci EU.

Radevovo vítězství má rovněž důležité zahraničněpolitické důsledky. Radev zaujímá skeptický postoj k vojenské podpoře Ukrajiny, zpochybňuje účinnost sankcí EU a vyzývá k pragmatičtějším vztahům s Moskvou. Jeho přístup k energetické politice, včetně otevřenosti vůči dalšímu dovozu

ruské ropy, posune Bulharsko v rámci EU do tábora zemí vůči Rusku tolerantnějších.

Polsko: růst tažený fondy EU a rozpočtovými schodky

Makroekonomická situace v Polsku se změnila letos v březnu, kdy se v důsledku energetického šoku způsobeného konfliktem v Íránu meziroční inflace vyšplhala na osmiměsíční maximum (3,0 %). V reakci na to NBP v dubnu ponechala svoji referenční sazbu na úrovni 3,75 % a přešla do opatrného "vyčkávacího" modu.

I když únorová průmyslová produkce (růst o 1,5 %) potvrdila ekonomickou odolnost země, nově představená vládní iniciativa "Nakupuj polské" ilustruje snahu vlády o upevnění ekonomické suverenity země primárně cestou podpory polských firem ucházejících se o účast na investičních projektech, především v oblasti infrastruktury a energetiky. V širším kontextu pak má kampaň povzbudit veřejné subjekty

i soukromý sektor, aby v duchu ekonomického patriotismu a posílení domácího průmyslu dávali přednost polskému zboží, službám a firmám.

Z regionálního hlediska registrujeme právě v Polsku nejsilnější očekávaný růst HDP v roce 2026 (+3,4 %), a to při vrcholícím čerpání prostředků z Nástroje pro oživení a odolnost EU (RRF). Zároveň však země čelí silným inflačním tlakům (naše predikce inflace měřené HICP pro rok 2026 činí 3,0 % a pro rok 2027 2,7 %). Polská ekonomika navíc patří do skupiny zemí s největším fiskálním deficitem v EU (7,2 % HDP v roce 2025). V rámci postupu při nadměrném schodku od roku 2024 dostala vláda od Evropské komise za úkol, provést nápravu do roku 2028. Návrh rozpočtu na rok 2026 nicméně předpokládá pouze mírné snížení deficitu na 6,5 %, neboť přetrvávají rekordní výdaje na obranu (4,8 % HDP) a silné strukturální sociální transfery. Předpokládáme proto, že polský veřejný dluh do roku 2027 vzroste o dalších deset procentních bodů z 60 % odhadovaných na konci roku 2025.

Martin Kupka

tel.: +420 737 201 100, e-mail: mkupka@csob.cz

Wouter Beeckman

tel.: +420 261 353 554, e-mail: wbeeckman@csob.cz

Ekonomický výhled v dubnu 2026

Česká republika	2025	2026	2027
Reálný HDP (průměrná roční změna, v %)	2,6	2,1	2,1
Inflace (průměrná roční změna, harmonizovaný index spotřebitelských cen, v %)	2,3	1,9	2,9
Míra nezaměstnanosti (definice Eurostatu, v % pracovní síly, konec roku)	3,1	3,2	3,0
Saldo státního rozpočtu (v % HDP)	-2,1	-2,7	-2,9
Hrubý veřejný dluh (v % HDP)	44,3	45,5	47,2
Saldo běžného účtu (v % HDP)	0,7	0,0	-0,1
Ceny domů (definice Eurostatu, průměrná roční změna v %)	10,4	7,7	4,5

Slovensko	2025	2026	2027
Reálný HDP (průměrná roční změna, v %)	0,8	0,6	1,2
Inflace (průměrná roční změna, harmonizovaný index spotřebitelských cen, v %)	4,2	4,3	3,5
Míra nezaměstnanosti (definice Eurostatu, v % pracovní síly, konec roku)	5,6	5,9	5,9
Saldo státního rozpočtu (v % HDP)	-4,9	-5	-5,2
Hrubý veřejný dluh (v % HDP)	61,5	63,5	63,8
Saldo běžného účtu (v % HDP)	-3,7	-4	-3,3
Ceny domů (definice Eurostatu, průměrná roční změna v %)	12,4	7,5	5

Maďarsko	2025	2026	2027
Reálný HDP (průměrná roční změna, v %)	0,4	1,5	2,5
Inflace (průměrná roční změna, harmonizovaný index spotřebitelských cen, v %)	4,4	3,3	3,7
Míra nezaměstnanosti (definice Eurostatu, v % pracovní síly, konec roku)	4,5	4,5	4,1
Saldo státního rozpočtu (v % HDP)	-4,7	-5,5	-4,5
Hrubý veřejný dluh (v % HDP)	74,6	75	74,8
Saldo běžného účtu (v % HDP)	1,8	0,3	1
Ceny domů (definice Eurostatu, průměrná roční změna v %)	18,3	9	5

Bulharsko	2025	2026	2027
Reálný HDP (průměrná roční změna, v %)	3,2	2,6	2,8
Inflace (průměrná roční změna, harmonizovaný index spotřebitelských cen, v %)	3,5	4,1	3,2
Míra nezaměstnanosti (definice Eurostatu, v % pracovní síly, konec roku)	3,2	3,3	3,2
Saldo státního rozpočtu (v % HDP)	-3	-3	-3
Hrubý veřejný dluh (v % HDP)	27,2	31,3	34,2
Saldo běžného účtu (v % HDP)	-5,4	-5,5	-4,5
Ceny domů (definice Eurostatu, průměrná roční změna v %)	14,6	9	6,5

Polsko	2025	2026	2027
Reálný HDP (průměrná roční změna, v %)	3,6	3,4	3,2
Inflace (průměrná roční změna, harmonizovaný index spotřebitelských cen, v %)	3,4	3	2,7
Míra nezaměstnanosti (definice Eurostatu, v % pracovní síly, konec roku)	3,2	3,4	3,5
Saldo běžného účtu (v % HDP)	-0,9	-1,4	0,6

Upozornění

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s., (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit. Tento dokument má pouze informační charakter a jeho text není právně závazný, nepředstavuje nabídku podle §1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“), ani veřejnou nabídku podle § 1780 občanského zákoníku. Obsah tohoto materiálu nelze rovněž vykládat jako poskytování investičního poradenství nebo jiné investiční služby.