

# Zpráva o měnové politice

---

## podzim 2023



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — podzim 2023

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 9. listopadu 2023 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 20. říjnu 2023. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

# Obsah

<b>SLOVO GUVERNÉRA</b>	<b>5</b>
<b>ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA</b>	<b>6</b>
<b>I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>8</b>
BOX 1 Závislost českého vývozu na Německu	13
<b>II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE</b>	<b>15</b>
BOX 2 Úspory, čisté jmění a spotřeba domácností	23
BOX 3 Aktualizovaný výpočet indikátoru LUCI	25
<b>III. INFLACE</b>	<b>27</b>
<b>IV. MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>32</b>
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>42</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>43</b>



# 2%

## — Pečujeme o cenovou stabilitu

Podle Ústavy ČR a v souladu s primárním právem EU je hlavním cílem ČNB péče o cenovou stabilitu. Udržováním nízkoinflačního prostředí přispívá centrální banka k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. O cenovou stabilitu pečujeme již od roku 1998 v rámci režimu cílování inflace.

## — Jsme transparentní

Základem naší měnové politiky je veřejně vyhlášený inflační cíl ve výši 2 % a otevřená komunikace s veřejností. Věříme, že transparentní a předvídatelné jednání centrální banky pomáhá domácnostem i podnikům v jejich ekonomickém rozhodování.

## — Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 12–18 měsíců. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. Bankovní rada je o vznikající prognóze průběžně informována, diskutuje kontury rodícího se základního scénáře a zadává ke zpracování případné další prognostické scénáře. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoli jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

## — Rozhodujeme o sazbách

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je dvou týdenní repo sazba. Rozhodnutí o jejím nastavení vysílá impuls prostřednictvím finančního trhu do celé ekonomiky a ve svém výsledku ovlivňuje inflaci tak, aby zůstala v blízkosti cíle. Bankovní rada se k měnovým otázkám schází zpravidla osmkrát ročně. Při rozhodování o sazbách členové bankovní rady diskutují aktuální prognózu a hodnotí nově dostupné informace, rizika a nejistoty prognózy.

# Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

dovolte mi představit podzimní vydání Zprávy o měnové politice. Tato zpráva slouží jako jeden z hlavních podkladů pro rozhodování bankovní rady při nastavování měnové politiky ČNB.

Na listopadovém jednání jsme společně s kolegy a kolegy z bankovní rady ponechali úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 7 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro snížení sazeb o 25 bazických bodů.

Základní scénář nové makroekonomické prognózy, která je podrobně představena v této zprávě, implikuje postupný pokles úrokových sazeb od čtvrtého čtvrtletí letošního roku. Rozhodnutím o ponechání sazeb na vysoce přísné úrovni bankovní rada reaguje zejména na riziko neukotvených inflačních očekávání, které by se mohlo projevit ve výsledcích probíhajících mzdových vyjednávání či ve výraznějším než očekávaném přecenění zboží a služeb na začátku příštího roku. Výhled jádrové složky inflace na rok 2024 je navíc nadále zvýšený, a to na úrovni 3 %.

Měnové podmínky v české ekonomice působí i nadále výrazně restriktivně. Úrokové sazby ČNB se nacházejí na úrovni, která zpomaluje růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice. Na druhou stranu oslabení kurzu koruny vůči euru zhruba na hodnoty z loňského podzimu již doručilo mírné uvolnění celkových měnových podmínek.

Od podzimu 2022 došlo k výraznému poklesu inflace: celková inflace klesla z 18 % na 6,9 % v letošním září, jádrová ze 14,7 % na 5 %. Inflace se ale nadále nachází na nepřijatelných hodnotách. Bankovní rada potvrzuje své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována poblíž dvouprocentního cíle. Úrokové sazby proto zůstanou po určitou dobu na relativně vysoké úrovni. Na každém z příštích jednání budeme vycházet zejména z vyhodnocení nově dostupných dat a z vyhodnocení naplňování prognózy.

Bankovní rada ujišťuje veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k obnovení cenové stability v souladu se zákonným mandátem. Bankovní rada je zároveň připravena adekvátně reagovat na případné naplnění rizik prognózy.

**Jménem České národní banky**

**Aleš Michl**  
guvernéř

# Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

*Odezňování vysoké inflace pokračuje. V říjnu však bude dočasně přerušeno a meziroční inflace povyskočí, a to statistickým vlivem souvisejícím s loňským započtením úsporného energetického tarifu do indexu spotřebitelských cen. Již v lednu však uvedený efekt odezní a meziroční inflace klesne k horní hranici tolerančního pásma cíle. V probíhajícím dezinflačním vývoji se odráží jak odeznění výrazných cenových šoků z posledních let, tak i znatelné ochlazení domácích inflačních tlaků. To je patrné také v poklesu jádrové inflace, v jejímž vývoji se nejvíce odráží tlumící efekt přísného nastavení měnové politiky. S výhledem dosažení nízkých hodnot inflace v příštím roce se přitom přiblížil okamžik, kdy by pokračování současného nastavení měnové politiky mohlo působit nadměrně přísně. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je proto konzistentní pokles úrokových sazeb počínaje čtvrtým čtvrtletím 2023. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem. Rizikem jsou zejména nadále zvýšená inflační očekávání, která by se mohla projevit výraznějším přeceněním na začátku příštího roku a ve mzdových vyjednáváních. Bankovní rada proto na svém listopadovém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 7 %.*

Inflace pokračuje v poklesu. V září meziroční růst spotřebitelských cen zpomalil na 6,9 %. Pro hodnocení rychlosti odeznívání inflace je důležitý pohled na meziměsíční vývoj cen. Ten je už přes půl roku velmi utlumený. Současná meziroční inflace je tak převážně dozvukem cenového růstu ze samého počátku letošního roku, který byl z velké části způsoben zvýšením cen energií. Pokles inflace nastává s odezníváním dřívějších vnějších nákladových šoků souvisejících s energetickou krizí, narušenými dodavatelskými řetězci a nedostupností materiálů a komponent, ale také díky polevujícím domácím inflačním tlakům. Proto se začátkem příštího roku meziroční inflace sníží ke 3 %.

Česká ekonomika prochází v letošním roce útlumem. Ten dominantně souvisí s propadem spotřeby domácností, která odráží hluboký pokles reálné kupní síly mezd v předchozí vysokoinflační epizodě. Dynamiku české ekonomiky táhne dolů také snižující se tvorba zásob, která se vrací k normálu po období narušených dodavatelsko-odběratelských vazeb. V opačném směru působí růst spotřeby vládních institucí, příspěvek čistého vývozu a také obnovený růst fixních investic.

V nejbližších čtvrtletích se zvolna obnoví růst ekonomiky, který v příštím roce dosáhne 1,2 %, a to i přes restriktivní působení fiskální konsolidace. V roce 2025 růst české ekonomiky dále zrychlí téměř ke 3 %. Na obnovení hospodářského růstu se bude nejvýznamněji podílet oživení spotřeby domácností v návaznosti na opětovné zvyšování jejich reálných příjmů. Zmírní se též současný záporný příspěvek tvorby zásob. Na druhé straně se však sníží kladný vliv čistého vývozu, což bude odrážet nejen obnovení poptávky českých firem i domácností po dováženém

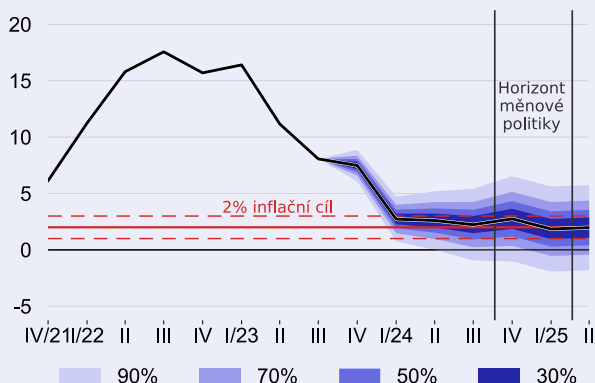
zboží a službách, ale i poněkud utlumenou (i když postupně narůstající) vývozní aktivitu. Ta souvisí především s poptávkou ze zahraničí, zejména z Německa. Charakteru česko-německých obchodních vztahů se věnuje [Box 1](#). Analýza naznačuje, že závislost českých firem na Německu může být ještě výraznější, než by odpovídalo jeho podílu na vzájemném obchodu.

Předpokládaný výpadek čistého vývozu z role tahouna hospodářského růstu bude od příštího roku nahrazen růstem domácí poptávky, zejména spotřeby domácností. Vedle již zmíněného růstu příjmů ji podpoří i pozvolný pokles nyní výrazně zvýšené míry úspor. Za ní stálo omezení spotřeby u středně- a vysokopříjmových skupin obyvatelstva, jak ilustruje [Box 2](#). Spotřební chování této části populace je přitom relativně méně závislé na příjmové situaci. Proto je také očekávaný pokles míry úspor velmi pozvolný. Rychlost poklesu míry úspor a souvisejícího oživení spotřeby domácností jsou i nadále nejistotou prognózy.

I přes útlum ekonomiky zůstává trh práce napjatý. Tuzemská míra nezaměstnanosti je v mezinárodním srovnání nadále velmi nízká, počet volných pracovních míst stále převyšuje počet lidí bez práce. Zvyšuje se i celková zaměstnanost. Přetrvávající napětí na trhu práce ilustruje souhrnný indikátor LUCI, jehož inovovaný výpočet představuje [Box 3](#). Prognóza očekává jen mírný nárůst míry nezaměstnanosti směrem k rovnovážným úrovním. Nominální mzdový růst v letošním roce zůstává v prostředí stále vysoké meziroční inflace nadále svižný. Zvýšený, avšak postupně zmírňující růst mezd prognóza očekává i v následujících letech. To však nenaruší dosažení inflačního cíle, neboť souběžně dojde ke korekci

## Inflace se začátkem příštího roku sníží do blízkosti 2% cíle, kde setrvá i na horizontu měnové politiky

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



aktuálně zvýšených ziskových marží podniků. Tak se postupně obnoví růst reálné kupní síly mezd, což podpoří spotřebu domácností. Mzdový vývoj je však další nejistotou prognózy.

Po dočasném zvýšení inflace v posledním letošním čtvrtletí se počátkem příštího roku cenový růst sníží ke 3 %. Na horizontu měnové politiky se pak inflace bude nacházet v blízkosti 2% cíle. Výrazné lednové zpomalení inflace bude způsobeno zejména odezněním nárůstu cen energií pro domácnosti z počátku letošního roku, které vypadne z meziročního srovnání. Zmírní se i růst cen potravin a meziroční dynamika cen pohonných hmot se naopak vrátí do kladných hodnot. Jádrová inflace, tedy růst cen po očištění o výše zmíněné kolísavé položky, se ještě v prvním pololetí udrží nad 3 %. To bude mimo jiné důsledkem schválených daňových změn v rámci vládního konsolidačního balíčku. Ty jsou sice účetně zhruba neutrální, avšak historicky vyzorovaný asymetrický dopad změn (snížení daní se v cenách bezprostředně projeví méně než jejich zvýšení) udrží jádrovou inflaci zvýšenou. Vedle nejistoty spojené s daňovými dopady je nejasný také dopad opět rostoucích cen energií do nákladů firem.

Koruna ve druhé polovině letošního roku oslabila. Na začátku příštího roku její kurz ještě dále lehce oslabí v důsledku zužujícího se úrokového rozpětí oproti eurozóně. Následné opětovné mírné posilování koruny bude odrážet zejména ožívování zahraniční poptávky a s tím související rozjezd domácí ekonomiky a její exportní výkonnosti.

S výhledem dosažení nízkých hodnot inflace v příštím roce (včetně horizontu měnové politiky) se přiblížil okamžik, kdy by pokračování současného nastavení měnové politiky mohlo být nadměrně přísné. Vysoké úrokové sazby splnily svůj účel, neboť úvěrová aktivita

## Letos ekonomika prochází útlumem, ale již v příštím roce se její růst obnoví

meziroční změny v % (není-li uvedeno jinak), v závorkách změny oproti minulé prognóze v p. b.

	2023	2024	2025
<b>Celková inflace (%)</b>	<b>10,8</b> (-0,2)	<b>2,6</b> (0,4)	<b>2,1</b> (0,4)
<b>HDP</b>	<b>-0,4</b> (-0,5)	<b>1,2</b> (-1,1)	<b>2,8</b> (0,1)
<b>Průměrná nominální mzda</b>	<b>7,5</b> (-1,1)	<b>6,7</b> (-1,2)	<b>6,4</b> (0,1)
<b>Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)</b>	<b>7,0</b> (0,1)	<b>4,3</b> (-0,5)	<b>3,4</b> (-0,3)
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	<b>24,0</b> (0,2)	<b>24,6</b> (-0,1)	<b>24,1</b> (-0,5)

Zeleně je vyznačen posun prognózy k vyšším hodnotám, resp. slabšímu kurzu koruny ve srovnání s minulou prognózou. Červený štítek označuje posun opačným směrem.

se výrazně snížila, a to jak v oblasti hypoték, tak i u korunových úvěrů podnikům. Zvýšené zahraniční úrokové sazby navíc nyní již snižují atraktivitu podnikových úvěrů v eurech. Přírůstek peněz v oběhu z titulu soukromé poptávky po úvěrovém financování je tak celkově relativně mírný. Inflační tlaky v tuzemské ekonomice polevily a na umírněných hodnotách setrvají po většinu příštích dvou let. S prognózou je proto konzistentní pokles úrokových sazeb již ve čtvrtém čtvrtletí 2023, a to v rozsahu přibližně půl procentního bodu.

Prognóza je však zatížena řadou nejistot a rizik, jejichž bilance je v souhrnu výrazná a jdoucí proinflačním směrem. Proinflačním rizikem je zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání. To by se mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích a také ve výraznějším přecenění na začátku příštího roku. Uvedené riziko je popsáno scénářem, který předpokládá výraznější lednové přecenění (o 1 procentní bod). To by bylo konzistentní s ponecháním sazeb na současné úrovni do konce prvního čtvrtletí 2024. Proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení hospodářské aktivity v Německu a potenciální dopady globálně zpřísněných měnových a finančních podmínek. Nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině a Blízkém východě, ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

S přihlédnutím k proinflačním rizikům a také všem dalším nejistotám rozhodla bankovní rada ponechat 2T repo sazbu na 7 %. Toto rozhodnutí je pojistkou sestupu inflace k cíli i v případě pozvolnějšího odeznívání inflačních tlaků, než se kterým počítá základní scénář prognózy ČNB.

## I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

*Ekonomika eurozóny v letošním roce zaznamená stagnaci; v příštím roce se očekává pozvolné oživení jejího růstu. Citelně je zasažena zejména exportně orientovaná průmyslová výroba, neboť podniky čelí poklesu nových objednávek vlivem zpomalení růstu globální poptávky a zároveň zpřísněným finančním podmínkám. Jádrové průmyslové ceny, které ztělesňují klíčové neenergetické náklady pro české podniky, na tuto situaci reagují mírným poklesem. Naopak ceny energií již dosáhly svého dna a v příštím roce energetická složka výrobních cen poroste vlivem zvýšení cen ropy a zemního plynu. ECB již svou měnovou politikou pravděpodobně dále nezpřísní, neboť i jádrová spotřebitelská inflace v eurozóně se v letních měsících začala snižovat. Přes pozorované oslabení eura v důsledku zvýšených geopolitických rizik spojených s konfliktem v Izraeli se očekává jeho postupné posilování.*

### Růst globální ekonomiky dále zpomaluje zejména v důsledku zpřísněných měnových podmínek a jen pomalu odeznívajících inflačních tlaků

Ekonomický výkon eurozóny ve třetím čtvrtletí 2023 opět meziročně zpomalil a jeho mezičtvrtletní růst se již rok pohybuje kolem nuly. Také ekonomika Spojeného království se nachází na hraně stagnace. Na druhé straně Atlantiku ekonomika USA zatím odolává zpřísněné měnové politice Fedu, nicméně pro příští rok se také očekává značné zpomalení hospodářské dynamiky. Výrazné zrychlení ekonomického růstu rozvinutých zemí tedy v příštím roce není pravděpodobné, což je zčásti ovlivněno očekáváním, že úrokové sazby zůstanou na vyšší úrovni po delší dobu. Růst čínské ekonomiky zůstane i přes vládní podpůrná opatření na tamní poměry poměrně slabý (Tab. I.1).

Po dobrém létě se ve většině zemí začíná zhoršovat situace. V odvětví služeb pokračuje zpomalování růstu cen, zatímco v průmyslu pozorujeme obnovení inflačních tlaků, především v důsledku nedávného nárůstu cen ropy (Graf I.1). Průmyslová produkce ve vyspělých zemích stagnuje na předcovidové úrovni (Graf I.2). Ve zpracovatelském průmyslu nadále pokračuje pokles produkce, byť již mírnějším tempem. Snižuje se množství nových zakázek a nově i zaměstnanost, přičemž nejhorší situace byla zaznamenána v eurozóně a ve Spojeném království. Firmy pokračují ve snižování zásob hotových výrobků i vstupních surovin, zčásti kvůli oslabení poptávky a zčásti kvůli klesajícímu riziku přerušení dodávek. Objem mezinárodního obchodu je v důsledku poklesu globální poptávky a přesměrování některých obchodních toků také utlumen.

Inflace spotřebitelských cen postupně ztrácí poptávkový charakter, který v minulém roce tlačil na růst cen zboží a v první polovině letošního roku i cen služeb. Začínají převládat nákladové faktory, mezi které patří nárůst cen ropy v průběhu třetího čtvrtletí (podrobněji viz níže), umocněný napjatou situací na trhu s ropnými deriváty. Ceny potravinářských komodit sice ve třetím

Tab. I.1

### Výhled hospodářského růstu pro vyspělé ekonomiky zůstává slabý

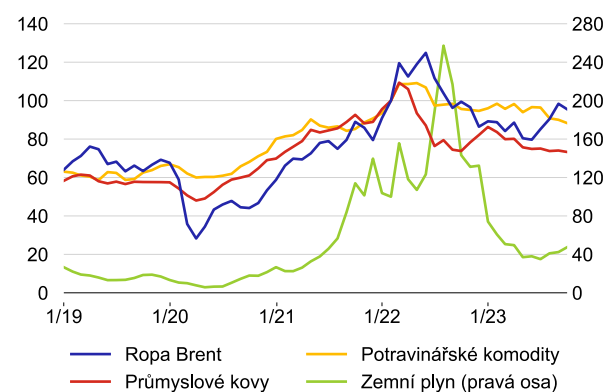
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen CF a Oxford Economics

	2022	2023	2023	2023	2024	2025
		1Q	2Q			
Eurozóna	3,4	1,1	0,5	0,5	0,6	1,4
USA	1,9	1,7	2,4	2,2	0,9	1,9
Spojené království	4,3	0,5	0,6	0,4	0,3	1,1
Čína	3,0	4,5	6,3	5,0	4,4	4,0

Graf I.1

### Růst cen ropy a plynu v letošním třetím čtvrtletí působil proti rychlejšímu poklesu produkčních a následně i spotřebitelských cen

ceny vybraných komodit, únor 2022 = 100, pramen: Bloomberg, výpočet ČNB



**Tržní výhledy cen komodit** (v USD za příslušnou jednotku) jsou pro účely prognózy ČNB odvozovány z křivky standardizovaných termínovaných burzovních kontraktů pro danou komoditu. Aby se zabránilo přílišnému kolísání mezi jednotlivými prognózami, je pro danou předpověď a příslušnou komoditu použit průměr burzovních dat za posledních deset obchodních dnů. Jednotlivé předpovědi mohou být dále agregovány do širších indexů (cen průmyslových kovů, potravinářských komodit), přičemž jejich složení a váhová struktura vychází z komoditních indexů *The Economist*.



čtvrtletí zaznamenaly mírný pokles, přesto však zůstávají na historicky vysokých úrovních, stejně jako ceny průmyslových kovů (Graf I.1).

### **Ekonomika efektivní eurozóny zažívá v letošním roce stagnaci, která je důsledkem zpomalení globální poptávky a restriktivních domácích měnových podmínek; v roce 2024 ekonomika ožíví**

Meziroční tempo růstu HDP v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí 2023 dále zpomalilo na 0,3 % (Graf I.3). K růstu nejvíce přispělo Slovensko, zatímco příspěvek Německa byl záporný. V mezičtvrtletním vyjádření ekonomická aktivita v efektivní eurozóně zhruba stagnovala. Ve třetím čtvrtletí pak ekonomika efektivní eurozóny dle prognózy meziročně i mezičtvrtletně nepatrně poklesla.<sup>1</sup> Zpomalení bylo do značné míry ovlivněno slabší zahraniční poptávkou, které čelí zejména exportně orientované Německo, dlouho vnímané jako ekonomický tahoun Evropy.<sup>2</sup> Negativně působila zejména zhoršená situace v průmyslu eurozóny; v srpnu se zintenzivnil meziroční pokles průmyslové produkce. V rámci eurozóny lze nicméně pozorovat rozdílné tendence. Německá ekonomika zpomalila, určitou podporu jí však může poskytnout stabilní spotřeba, neboť němečtí spotřebitelé se zdají být odolní vůči negativním faktorům a navzdory ekonomické nejistotě zůstávají jejich nákupní zvyklosti stabilní. Naopak Slovensko vykázalo dynamický růst průmyslu a rostoucí maloobchodní tržby, což svědčí o relativně robustní ekonomice. Jižní státy eurozóny si zásluhou úspěšné turistické sezóny udržely solidní ekonomickou dynamiku. Podle zářijového šetření Evropské komise se mírně zhoršil ekonomický sentiment. K útlumu ekonomické aktivity navíc přispěla zpřísněná měnová politika ECB. Naproti tomu se zatím příliš nezhoršují očekávání ohledně zaměstnanosti, která setrvávají nad svým dlouhodobým průměrem (Graf I.4).

Meziroční růst HDP efektivní eurozóny letos ve srovnání s loňskem zpomalí a dosáhne v souhrnu pouze 0,2 %, v příštím roce mírně zrychlí na 0,9 % a v roce 2025 ekonomika dále vzroste tempem 1,8 %. Letošní zpomalení bude ovlivněno především příspěvkem Německa, zatímco výhled pro Francii a Španělsko je optimističtější vlivem významnější role služeb, které si dobře vedly zejména během jara a léta. Průmyslové podniky, zejména v Německu, hlásí dopady přísnější měnové politiky na investice a omezený růst globální poptávky. Náročné podmínky budou také v Itálii, na kterou – vzhledem ke struktuře její ekonomiky – dopadne nepříznivá situace

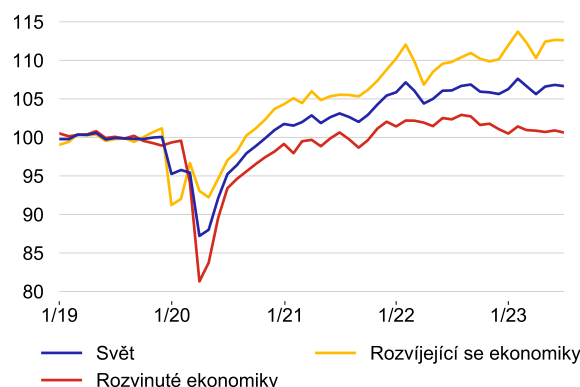
1 Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí 2023 mezičtvrtletně i meziročně stagnoval. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn 31. října, tedy po její uzávěrce.

2 Situaci v Německu podrobně popisuje článek [Německo – opět nemocný muž Evropy?](#) z října 2023, závislost českého vývozu na Německu pak [Box 1](#) na konci této kapitoly.

Graf I.2

### **Průmyslová produkce v rozvinutých ekonomikách stagnuje na předcovidové úrovni**

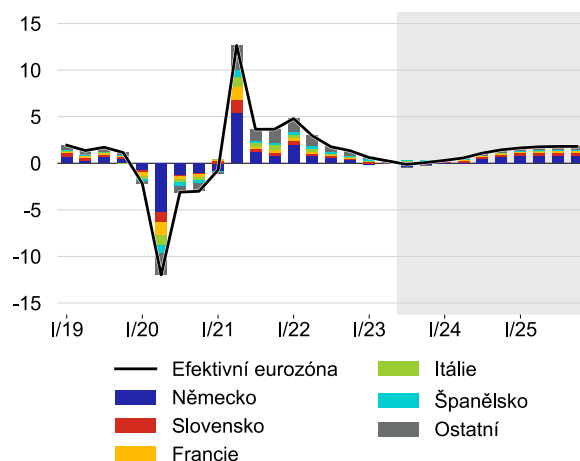
globální průmyslová výroba, rok 2019 = 100, pramen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy



Graf I.3

### **Za nevýrazným výkonem efektivní eurozóny stojí zejména útlum v Německu**

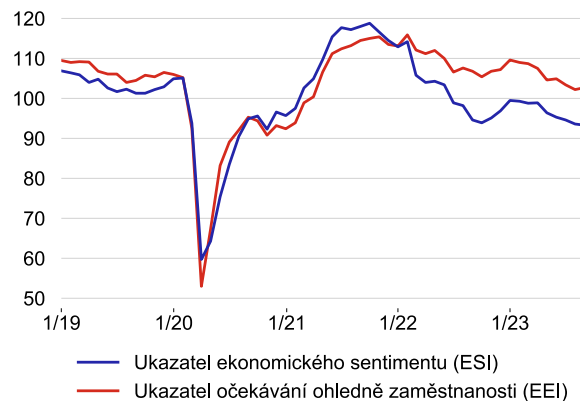
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.4

### **Přes mírné zhoršení ekonomického sentimentu zůstává situace na trhu práce příznivá**

indikátory důvěry, pramen: Evropská komise



v evropském průmyslu. Eurozóna ve standardním pojetí tak ve srovnání s efektivní eurozónou poroste mírně rychleji. Mezera výstupu efektivní eurozóny se v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku dostala do záporných hodnot, v příštím roce se začne postupně uzavírat.

### Ceny energií poslední dobou rostou, což zastavilo prohlubování meziročního poklesu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně

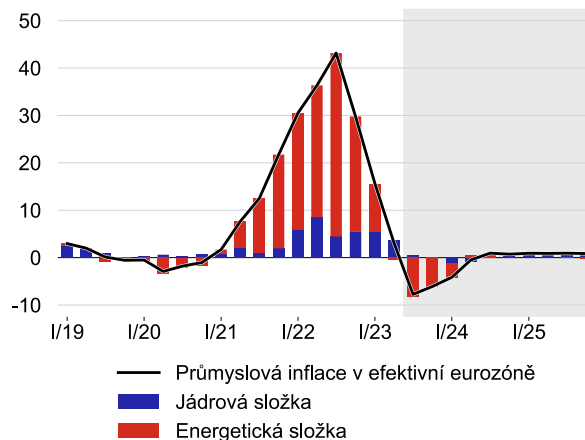
Na konci září vyvrcholil tři měsíce trvající silný růst cen ropy v důsledku omezené produkce ze strany Saúdské Arábie a Ruska a extrémně nízkých zásob ropy a ropných produktů. Poté však převážily obavy, že by delší období zpřísněných finančních podmínek mohlo zpomalit globální ekonomický růst, což by se odrazilo i v poklesu poptávky po této komoditě. Cena ropy Brent tak prudce korigovala předchozí růst a klesla až k 84 USD/barel. Nárůst geopolitického napětí v souvislosti s nečekaným útokem palestinského radikálního hnutí Hamás na Izrael však způsobil opětovný nárůst ceny. IEA odhaduje, že vedl k růstu rizikové prémie na trhu o 3 až 4 USD/barel. Prudce vzrostla také cena zemního plynu v Evropě (až nad 50 EUR/MWh), mimo jiné kvůli stávce v australských vývozních terminálech LNG a odstávce plynovodu mezi Finskem a Estonskem v důsledku jeho poškození. Vzhledem k nadprůměrně vysoké naplněnosti evropských zásobníků a slabé poptávce z průmyslu se přitom cena zemního plynu od května letošního roku pohybovala na svém dvouletém minimu. I přesto byla cena plynu v Evropě více než čtyřnásobná oproti Spojeným státům, což dále podkopávalo konkurenceschopnost zejména energeticky náročné části evropského průmyslu. Těsně před zahájením letošní topné sezóny je očekáván nárůst ceny zemního plynu nad aktuálně pozorované zvýšené hodnoty. Cena ropy Brent podle tržního výhledu poklesne k 76 USD/barel na konci roku 2025.

Za aktuálním meziročním poklesem produkčních cen v efektivní eurozóně stojí zejména předchozí pokles cen energií, tedy ropy, zemního plynu a elektřiny (Graf I.5). Energetická složka průmyslových cen začala meziročně klesat již v květnu. Její meziroční pokles podle prognózy dosáhl dna v září na úrovni cca 20 %. Aktuálně zvýšená cena ropy a očekávaný nárůst ceny zemního plynu v době topné sezóny však povedou k postupnému zpomalování jejich meziročních poklesů. Příspěvek energetické složky PPI tak bude již ve druhém čtvrtletí příštího roku opět kladný. Naproti tomu ústup cenových tlaků v jádrových cenách byl pozvolnější. I u nich se však stále silněji projevuje zhoršení ekonomické situace v efektivní eurozóně dotýkající se zejména průmyslu, který se potýká s výrazným poklesem nových zakázek. Jádrové ceny tak v první polovině příštího roku mírně klesnou. S očekávaným oživením hlavních evropských ekonomik pak bude na konci příštího roku docházet

Graf I.5

### Meziroční pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně letos táhla energetická složka

meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno

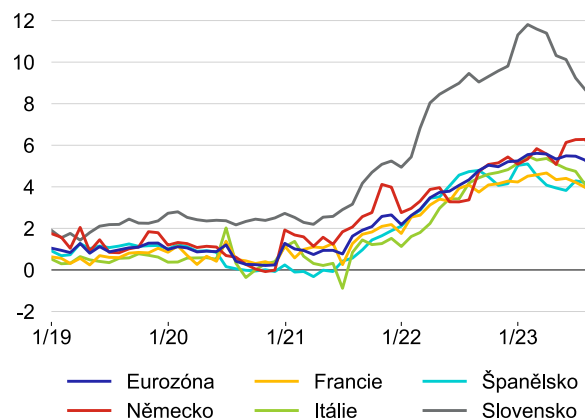


*V ukazatelích efektivní eurozóny pro HDP, inflaci a ceny průmyslových výrobců má Německo zhruba 50% váhu. To odpovídá podílu Německa na celkovém českém vývozu do eurozóny. V eurozóně je přítomná váha Německa pouze třetinová. To představuje hlavní rozdíl mezi efektivními ukazateli, které jsou využívány v předpokladech prognózy, a běžně používanými ukazateli pro eurozónu jako takovou. Druhým nejvýznamnějším obchodním partnerem ČR po Německu je Slovensko, které má v ukazatelích efektivní eurozóny pro HDP, inflaci a ceny průmyslových výrobců zhruba 11% váhu (což opět odpovídá podílu této země na celkovém českém vývozu do eurozóny). Váhy dalších velkých zemí eurozóny (Francie, Itálie či Španělska) se pohybují pod 10%. Ukazatele pro efektivní eurozónu se tak liší od běžně používaných ukazatelů pro eurozónu.*

Graf I.6

### Jádrová inflace v eurozóně zpomaluje

jádrová inflace (HICP), meziroční změny v %, pramen: Eurostat



k opětovnému zesilování cenové dynamiky v neenergetických odvětvích průmyslu. Nejvýrazněji letos poklesnou průmyslové ceny v Itálii a ve Španělsku, naopak Slovensko zaznamená letos v průmyslu další růst cen. V eurozóně jako takové proto poklesnou ceny jak v letošním, tak v příštím roce. V eurozóně v efektivním vyjádření dosáhne zdražování průmyslové produkce v letošním roce tempa jen 0,6 % (oproti loňským 35 %) a v roce 2024 ceny dokonce lehce poklesnou, a to o 0,8 %. V roce 2025 růst výrobních cen ožíví a dosáhne 0,9 %.

Od konce roku 2022 klesá i inflace spotřebitelských cen v efektivní eurozóně, přičemž dle předpokladu prognózy se ve druhé polovině příštího roku dostane pod 3 %. Vedle nedávného útlumu inflačních tlaků v oblasti energií se projevuje i zpomalování růstu cen v neenergetické produkční sféře. To se promítá i do cen průmyslového spotřebního zboží. Cenové tlaky v segmentu služeb nicméně prozatím příliš neustupují. Pro návrat inflace k 2% cíli ECB bude klíčový vývoj jádrové inflace, která v posledních měsících začala také zpomalovat (Graf I.6).

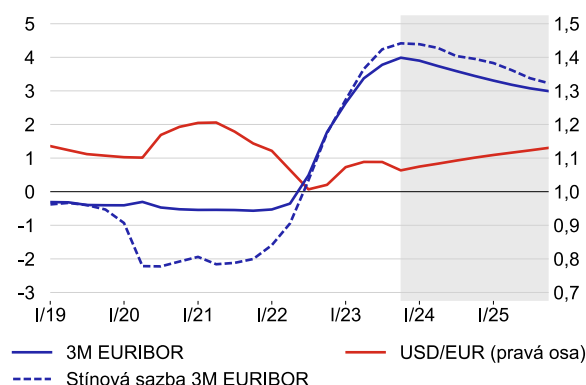
### ECB v září pokračovala ve zvyšování úrokových sazeb, zatímco Fed ponechal sazby beze změny

ECB zvýšila na svém zářijovém zasedání sazby o 0,25 procentního bodu. Depozitní sazba tak dosáhla 4 %. V říjnu ECB ponechala úrokové sazby beze změny.<sup>3</sup> Sazba 3M EURIBOR dle tržních očekávání kulminuje na aktuálních úrovních, tedy také v blízkosti 4 %, kde setrvá do začátku příštího roku (Graf I.7). Vedle dosavadního zvýšení úrokových sazeb pokračuje ECB ve snižování objemu své bilance. To je zachyceno v odhadu stínové sazby, která se nachází nad tržní úrokovou sazbou 3M EURIBOR. Utahování měnové politiky ECB se projevilo v postupném zpřísnění finančních podmínek v eurozóně až na historicky nejvyšší úrovně. To odráží i růst výnosů vládních dluhopisů s desetiletou splatností napříč zeměmi eurozóny (Graf I.8). Fed na svém zářijovém i listopadovém zasedání ponechal základní úrokovou sazbu beze změny (v pásmu 5,25–5,50 %). Vývoj kurzu USD/EUR je nadále ovlivňován zejména očekáváním ohledně dalších kroků centrálních bank, vývoje inflace a nově také rostoucími geopolitickými riziky. Euro proto v posledních měsících oslabovalo, nicméně analytici očekávají jeho postupné posilování vůči dolaru (Graf I.7).

Graf I.7

### Zpřísnění měnové politiky ECB a snižování její bilance se promítá do tržního výhledu úrokových sazeb a do stínové sazby

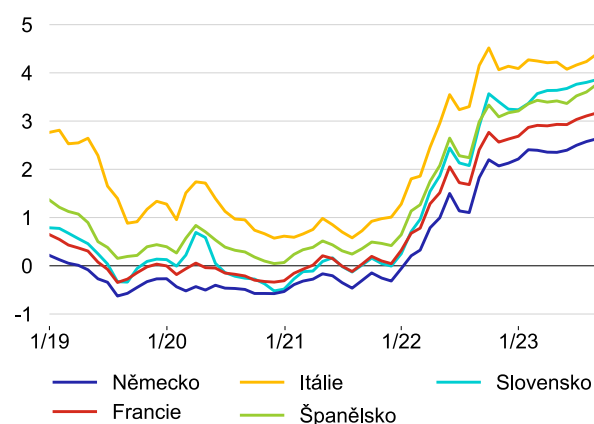
3M EURIBOR a stínová sazba v %, nominální kurz USD/EUR



Graf I.8

### Finanční podmínky v eurozóně se dále zpřísnily

výnosy státních dluhopisů se splatností 10R, pramen: Eurostat



<sup>3</sup> Prezidentka Ch. Lagardeová zdůraznila, že rozhodování na každém zasedání je závislé na nových datech. ECB vyhodnocuje vývoj inflace, její výhled a transmissi měnové politiky. Stávající úrokové sazby napomáhají ve snižování inflace, její výhled je nicméně stále dlouhodobě vysoký, proto je třeba měnovou politiku udržovat na přísné úrovni.

## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2023	2024	2025	
<b>HDP</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>0,2</b> (-0,1)	<b>0,9</b> (-0,4)	<b>1,8</b> (0,0)	Očekávaný růst efektivní eurozóny se pro letošní i příští rok oproti minulé prognóze snižuje, a to v důsledku horší kondice průmyslu zejména v Německu.
<b>Spotřebitelské ceny</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>6,6</b> (0,2)	<b>3,0</b> (0,1)	<b>1,9</b> (0,0)	Prognóza spotřebitelské inflace byla lehce zvýšena vlivem vyššího výhledu cen energií.
<b>Ceny výrobců</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>0,6</b> (0,0)	<b>-0,8</b> (-0,4)	<b>0,9</b> (0,3)	Nižší jádrová složka je jen částečně kompenzována vyšší energetickou složkou v důsledku nárůstu cen ropy, celkově je proto výhled cen výrobců pro příští rok mírně nižší.
<b>Cena ropy Brent</b>	USD/barel	<b>83,7</b> (6,2)	<b>82,7</b> (9,9)	<b>78,0</b> (7,6)	Výhled ceny ropy Brent leží na celém horizontu na výrazně vyšší hladině v důsledku omezené těžby ze strany aliance OPEC+ a rostoucích geopolitických rizik, nadále ale zůstává klesající.
<b>3M EURIBOR</b>	% procentní body	<b>3,4</b> (0,0)	<b>3,7</b> (-0,2)	<b>3,1</b> (-0,2)	Výhled tržních úrokových sazeb se lehce snižuje s ohledem na vyjádření představitelů ECB, zpomalující inflaci a aktuální geopolitická rizika.
<b>Měnový kurz</b>	USD/EUR	<b>1,08</b> (-0,01)	<b>1,09</b> (-0,03)	<b>1,12</b> (-0,02)	Očekávaný kurz eura vůči dolaru se posouvá ve směru silnějšího dolaru vzhledem k dosud pozitivní ekonomické náladě v USA a preferenci investorů orientovat se na bezpečná aktiva.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, resp. posun ke slabšímu kurzu dolaru, červený štítek označuje snížení hodnoty, resp. posun k silnějšímu kurzu dolaru)

## BOX 1 Závislost českého vývozu na Německu

Slabý výkon německého průmyslu a zhoršující se výhledy hospodářského růstu této největší evropské ekonomiky jsou pro Česko důležitým signálem. Nejen proto, že se jedná o nejdůležitější destinaci českého vývozu, ale i kvůli dalším specifikům ve vzájemných ekonomických vztazích. Tento box s pomocí podnikových i makro dat<sup>1</sup> rozplétá české obchodní vztahy se zahraničím a ukazuje přitom nejen zvláštní význam Německa pro naši ekonomiku, ale i osobitost českého vývozu obecně.

V českém vývozu zboží převažují meziproducty, například kovové výrobky či součásti strojů. Naopak podíl zboží určeného pro finální spotřebu (15 %) je jeden z nejnižších v EU. Důsledkem této struktury vývozu je rychlejší (rozuměj dřívější) a silnější reakce českého exportu na vývoj globální poptávky. Zatímco český vývoz finálního zboží závisí na domácí poptávce v dané destinaci a vyvíjí se napříč exportními teritorii relativně nezávisle (Graf 1)<sup>2</sup>, český vývoz meziproductů do různých destinací je více synchronní (Graf 2). Poptávka po meziproductech totiž reaguje s předstihem na očekávaný vývoj světové poptávky, protože se v ní velmi záhy odráží sentiment konečných výrobců a naplněnost jejich objednávkových knih.<sup>3</sup> Aktuální ochlazování globální ekonomiky je tak ve vývozech meziproductů patrné již od jara. V českém vývozu do Německa je podíl meziproductů obzvláště vysoký a je tedy o to citlivější na očekávaný globální ekonomický vývoj.

Související charakteristikou českého vývozu je vysoký podíl tzv. specifických meziproductů, které jsou určené a užitečné jen pro konkrétní odběratele (Graf 3).<sup>4</sup> Jedná se například o součásti používané v autoprůmyslu, procesory do počítačů či namíchané léky. Vývoz takových výrobků nedává exportérům velký prostor pro případnou geografickou reorientaci či vyhledávání nových příležitostí v situaci, kdy stávající odběratel své objednávky omezí. Orientace na výrobu specifických produktů činí vývozce zranitelnější a citlivější na makroekonomický vývoj. Podniková data českých exportérů umožňují rozklíčovat, pro jak velký podíl specifických meziproductů neexistují alternativní exportní destinace. V případě našich exportů do Německa tvoří až 15 % celkové hodnoty specifických meziproductů českých firem výroby, které se nevyváží nikam jinam. Vyšší podíly jsou patrné už jen u našeho exportu na Slovensko a do Spojeného království.

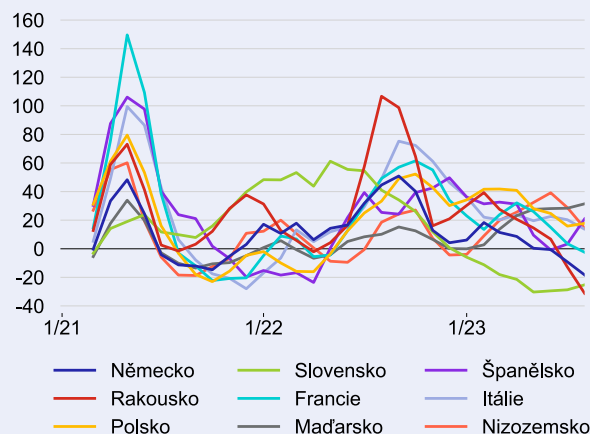
Klíčovou roli stálých obchodních vazeb potvrzuje i rozklad růstu vývozu na tzv. intenzivní a extenzivní. Ten ukazuje, do jaké míry vývoz roste díky stálým obchodním vazbám a do jaké míry díky novým příležitostem – ať už protože se zapojují nové firmy, stávající firmy vyváží nové výrobky nebo pro své výrobky nacházejí nová odbytiště. V českém vývozu mají dlouhodobě dominantní vliv stálé obchodní vazby a vývoz tedy roste a klesá v důsledku rostoucích a klesajících objednávek za stejnými exportéry, poptávkou po stejných produktech a ze stejných zemí (Graf 4).<sup>5</sup>

Vývoz do Německa představuje extrém i touto optikou. Na rozdíl od jiných destinací totiž změny vývozu do Německa plynou jen zanedbatelně z nových produktů či vstupu nových českých vývozců na tamní trh. Přes tři pětiny všech českých exportérů dodávají na německý trh a víc než šestina dokonce nedodává nikam jinam. Německý trh může být z tohoto pohledu z velké části „nasyčen“ českými produkty a hledání nových příležitostí na německém trhu

Graf 1

### Vývoj českého vývozu spotřebního zboží je značně odlišný dle destinace

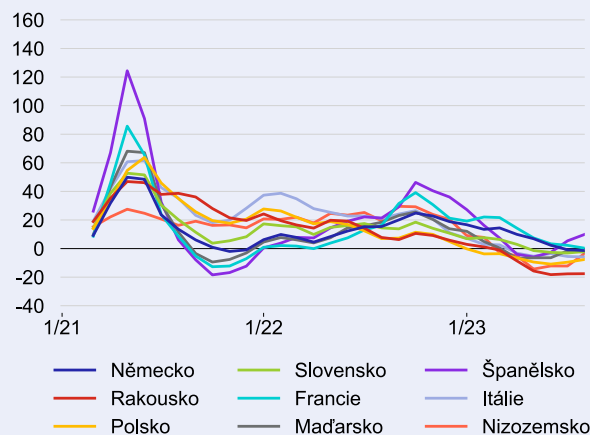
český vývoz spotřebního zboží dle destinace, meziroční změny v %



Graf 2

### Vývoj českého vývozu meziproductů je poměrně synchronizován napříč destinacemi

český vývoz meziproductů dle destinace, meziroční změny v %



pro případné další vývozce z ČR může být obtížné. Stávající vývozci přitom nedokáží nahradit pokles objednávek novými odběrateli, což opět naznačuje vyšší citlivost stávajícího českého vývozu na stav německé ekonomiky.

Co stojí za tak neobvykle pevnými obchodními vazbami mezi českými a německými podniky? Zásadní roli bezpochyby hraje velikost a geografická blízkost německé ekonomiky. Důležitá je současně vysoká vlastnická provázanost českých a německých podniků. Téměř tři čtvrtiny českého vývozu realizují podniky pod zahraniční majetkovou kontrolou. Z pohledu konečného vlastnictví českých firem je přitom Německo s velkým odstupem nejvýznamnějším přímým investorem v ČR.<sup>6</sup>

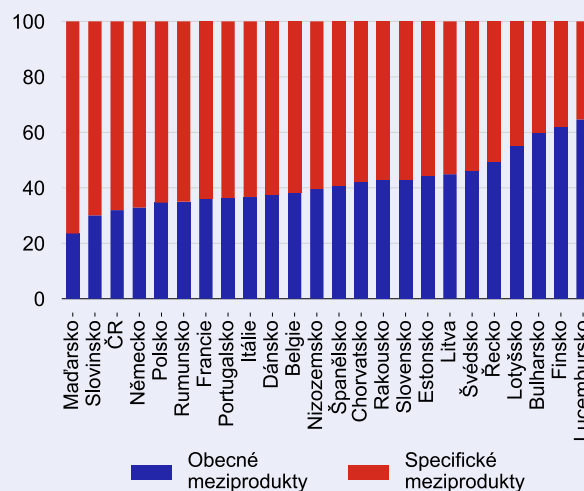
Byť je role Německa v českém vývozu zásadní, dva faktory dopad na českou ekonomiku tlumí. Prvním je to, že v českém vývozu do Německa mají nadprůměrný podíl odvětví s nižším podílem domácí přidané hodnoty. Vezměme jako příklad strojírenství. U něj činí podíl v tuzemsku vytvořené přidané hodnoty ve vývozu podle odhadů OECD jen 54 %. Toto odvětví přitom má o 4 procentní body větší zastoupení ve vývozu do Německa, než má v celkovém vývozu. Naopak ve vývozu služeb, kde ČR přidává přes 80 % hodnoty, je podíl Německa podprůměrný. Druhým tlumícím faktorem je již zmíněné rozsáhlé zahraniční vlastnictví českých vývozců. Pokud se exportérům daří, část jejich zisku prostřednictvím dividend českou ekonomiku opouští. Když naopak vývoz vázne, uvedený odliv je mírnější.

V souhrnu je český vývoz na poptávce Německa ještě závislejší, než by odpovídalo roli našeho západního souseda jako největšího odběratele tuzemských firem. Vysoký podíl meziproductů na našem vývozu dále zvyšuje jeho citlivost na globální sentiment. Závislost na stálých obchodních vazbách a „nasycenost“ německého trhu českou produkcí navíc omezují hledání nových příležitostí v případech, kdy stávající odběratelé omezují objednávky. Výsledný dopad této asymetrické vývozní orientace na Německo pro českou ekonomiku je ale zčásti tlumen podprůměrným podílem doma vytvořené přidané hodnoty ve vývozu do Německa oproti vývozu do jiných destinací a rozsáhlým zahraničním vlastnictvím českých vývozců.

Graf 3

### Český vývoz je charakterizován vysokým podílem výrobků určených jen pro konkrétní odběratele

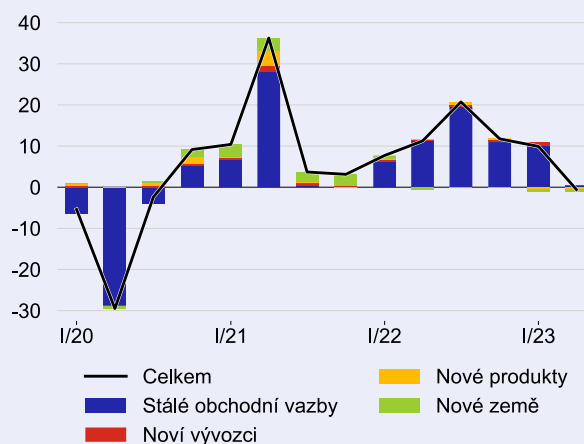
podíl obecných a specifických meziproductů na celkovém vývozu těchto meziproductů zemí EU v roce 2022, Eurostat, výpočet ČNB



Graf 4

### Dynamiku českého vývozu z velké části určují stále obchodní vazby

roční míra růstu vývozu ČR a čisté příspěvky, firemní data ČSÚ o pohybu zboží za rezidenty, výpočet ČNB



Poznámka: Vážené součty meziročních změn vývozu na úrovni podniku, produktu podle šestimístné klasifikace kódů zboží (Harmonized System) a cílové země. Ve jmenovateli je průměrný vývoz v obou periodách.

1 Jde o řady Zahraniční obchod se zbožím a Pohyb zboží přes hranice (ČSÚ) a International Trade (Eurostat).

2 V grafech jsou zobrazeny nejvýznamnější vývozní destinace České republiky.

3 Viz čnBlog [Německo – opět nemocný muž Evropy?](#) z října 2023.

4 Rozlišení na obecné a specifické meziproducty vychází z výrokové klasifikace BEC (Broad Economic Categories) Rev. 5.

5 Viz [Margins of Trade: Czech Firms Before, During and After the Crisis](#), Kamil Galuščák a Ivan Sutóris: ČNB WP 12/2016. Obdobnou situaci představuje Francie, kde ve francouzských podnikových datech tvoří stále obchodní vazby největší příspěvek, nicméně jejich role není tak rozhodující jako v ČR (viz [From Macro to Micro: Large Exporters Coping with Common Shocks](#), Jean-Charles Bricongne, Juan Carluccio, Lionel Fontagné, Guillaume Gaulier and Sebastian Stumpner, Banque de France WP 881, červenec 2022).

6 Viz tematický článek [Jak rozplést finanční globalizaci aneb kdo jsou koneční vlastníci zahraničních investic v ČR?](#) ve Zprávě o vývoji platební bilance z června 2021.

## II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Na nevýrazném výkonu české ekonomiky se nic nezmění ani ve druhém pololetí letošního roku. Spotřeba domácností se odráží ode dna jen velmi pomalu, což reflektuje jen pozvolné obnovování růstu reálných mezd, nadále nepřilíš optimistický spotřebitelský sentiment a pokračující zvýšenou míru úspor. Donedávna silně prorůstový příspěvek čistého vývozu se začne snižovat v návaznosti na zpomalení zahraniční poptávky, dílčí problémy zejména v tuzemském průmyslu a posléze i vlivem oživení domácí poptávky. Poroste hrubá tvorba fixních investic vládních institucí i soukromého podnikového sektoru, který využije vysokých zisků z posledních čtvrtletí. Příspěvek změny zásob bude naopak působit proti růstu ekonomiky. V celoročním úhrnu letos český HDP mírně klesne a nadále se tak bude nacházet pod svým potenciálem. V příštím roce se ekonomická aktivita vrátí k růstu. K tomu přispěje zejména svižná dynamika spotřeby domácností podpořená solidním růstem reálných mezd a v menší míře také růst soukromých fixních investic při klesajících úrokových sazbách a oživení zahraniční poptávky. Fiskální konsolidační balíček přitom bude růst spotřeby domácností a v menší míře také investic částečně brzdit. Trh práce zůstává stále napjatý, byť se jeho napětí bude pozvolna snižovat. Míra nezaměstnanosti se zvýší jen mírně při zhruba stagnující zaměstnanosti. Nominální mzdy v tržní sféře dostanou v prvním pololetí příštího roku čerstvý impuls k růstu z titulu zvyšování mzdových tarifů ve firmách. Mzdová dynamika bude následně zvolňovat.

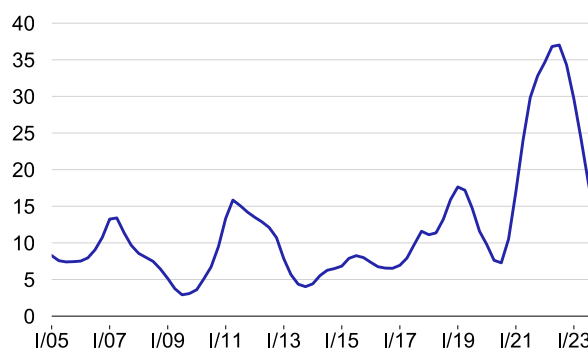
### Domácí hospodářská aktivita letos v úhrnu mírně klesne především vlivem propadu spotřeby domácností, která však v příštím roce oživí a ekonomický růst naopak potáhne

Déletrvající obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích spojené s pandemií a energetickou krizí již odezněly (Graf II.1). Ve třetím čtvrtletí však mj. vlivem záplav ve Slovinsku došlo ke krátkodobým odstávkám tuzemských automobilek. Spolu s problémy v průmyslu, které odrážejí zejména slabou poptávku doma i v zahraničí, to bude mít negativní vliv na celkový vývoj ekonomické aktivity skrze snižující se příspěvek čistého vývozu. Finanční situace domácností se bude zlepšovat jen velmi zvolna. Spotřebu domácností bude brzdit nadále nepřilíš optimistický spotřebitelský sentiment a pokračující zvýšená tvorba úspor. Ziskovost firem zůstane solidní a promítne se jak do oživení investic, tak do pokračujícího svižného růstu mezd. Celková ekonomická aktivita bude ve druhé polovině tohoto roku mezičtvrtletně zhruba stagnovat a meziročně bude pokračovat v poklesu (Graf II.2). V celoročním úhrnu letos HDP mírně poklesne.<sup>4</sup> V roce 2024 ekonomika poroste o 1,2 %,

Graf II.1

### Problémy v globálních dodavatelských řetězcích z pohledu českého průmyslu již odezněly

podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



<sup>4</sup> Podle předběžného odhadu ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2023 český HDP klesl mezičtvrtletně o 0,3 % a meziročně o 0,6 %, což je v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 31. října 2023.

přičemž její oživení bude tlumeno fiskálním konsolidačním balíčkem<sup>5</sup>. V roce 2025 růst HDP zrychlí na 2,8 %.

### Spotřeba domácností začala mezičtvrtletně růst, do konce letošního roku se bude zvyšovat jen pozvolna

Celková důvěra v ekonomiku<sup>6</sup> zůstává na nízkých úrovních a ani ve čtvrtém čtvrtletí se nedá čekat její zásadní zlepšení, vzhledem k problémům v průmyslu a přechodnému zvýšení inflace. Obavy z dalšího zdražování na začátku roku 2024 a z působení fiskálního konsolidačního balíčku povedou k pokračující zvýšené tvorbě opatrnostních úspor. To vše bude tlumit rozjezd spotřeby domácností, jejíž meziroční dynamika zůstane do konce letošního roku záporná (Graf II.3). V mezičtvrtletním vyjádření však začal převažovat obnovený růst reálných příjmů, a spotřeba domácností tak z tohoto pohledu i ve druhém pololetí mírně vzroste. Za celý letošní rok spotřeba domácností klesne o 3,2 %.

V příštím roce bude růst reálných příjmů domácností pokračovat a i v meziročním vyjádření se vlivem výrazného snížení inflace dostane jeho tempo do kladných hodnot. Spolu se zlepšením sentimentu a poklesem úrokových sazeb to bude mít za následek svižný růst spotřebitelské poptávky, který překoná i tlumící efekty fiskálního konsolidačního balíčku. Spotřeba domácností se tak v příštím roce v úhrnu zvýší o zhruba 2,5 % a v roce 2025 její dynamika ještě dále zrychlí.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností během letošního roku dále zvolní a v následujících dvou letech poroste jen umírněně. Na celém prognostickém horizontu bude nejvíce tažen příspěvkem mezd a platů (Graf II.4), který se nejprve mírně sníží a od roku 2024 bude zhruba stabilní. Bude přitom odrážet stále napjatý, byť mírně se ochlazující trh práce. Spolu se zvolněním mzdové dynamiky povede ke zpomalení růstu nominálního disponibilního důchodu také pokles důchodů z vlastnictví, podprůměrný růst příjmů podnikatelů a relativně výrazné negativní působení daní. Příspěvky ostatních běžných transferů a sociálních dávek zahrnujících mimo jiné opakované valorizace důchodů a některá další podpůrná fiskální opatření budou postupně slábnout.

### Míra úspor zůstane po následující dva roky na zvýšených úrovních, přičemž její pokles k dlouhodobému průměru bude jen postupný

Míra úspor se ve druhém čtvrtletí 2023 mírně zvýšila, a stále tak zůstává na vysokých hodnotách (Graf II.5). Zhoršená spotřebitelská nálada domácností přetrvává i ve třetím čtvrtletí. Obavy z dalšího růstu cen energií

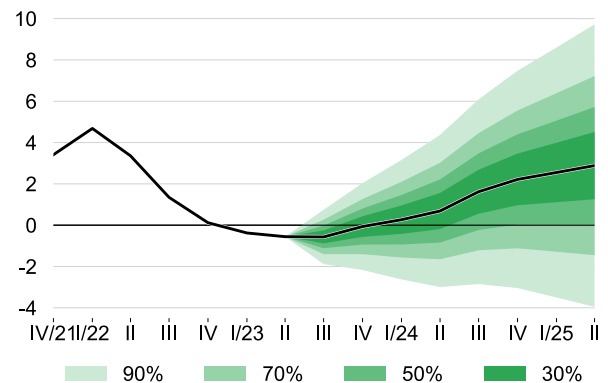
5 Prognóza ČNB zohledňuje fiskální konsolidační balíček v podobě, která byla schválena ve třetím čtení v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR dne 13. října 2023.

6 Dle říjnových dat z konjunkturálního průzkumu zůstávají spotřebitelská i podnikatelská důvěra pod svými dlouhodobými průměry, oproti září však došlo k jejich zlepšení.

Graf II.2

### Ekonomická aktivita po letošním meziročním poklesu obnoví svůj růst během roku 2024

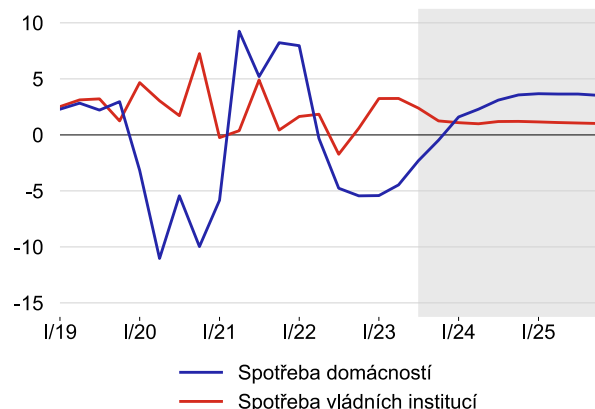
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.3

### Spotřeba domácností bude v celém letošním roce meziročně klesat a její růst se obnoví až začátkem příštího roku, spotřeba vládních institucí poroste umírněným tempem

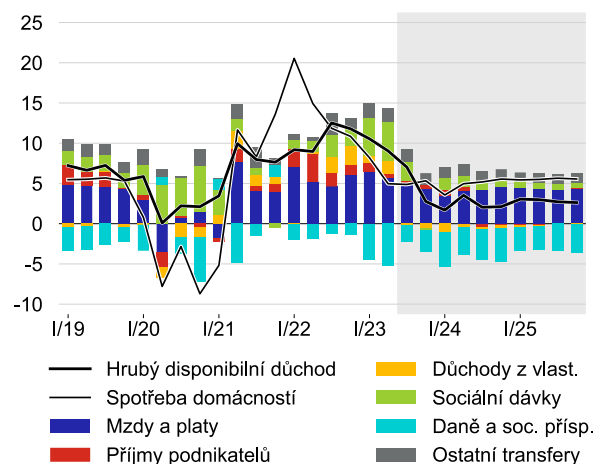
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

### Růst nominálního disponibilního důchodu bude letos postupně zpomalovat zejména vlivem snižujícího se příspěvku mezd a platů, důchodů z vlastnictví a sociálních dávek

spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno





a pochmurné vyhlídky ohledně vývoje ekonomiky podporují vysokou tvorbu opatrnostních úspor. Nelze očekávat, že by se míra úspor ve zbytku letošního roku dramaticky snížila, a rozjezd spotřeby domácností bude tedy utlumený. Spotřeba je tlumena též umírněným vývojem poptávky po úvěrech, který odráží – stejně jako růst termínovaných vkladů – zvýšené úrokové sazby. Tyto faktory začnou výrazněji odeznívat počátkem příštího roku a konzistentně s tím začne sklon k úsporám pozvolna klesat. Ke svému dlouhodobému průměru se míra úspor dostane až v průběhu roku 2025. Podrobnější pohled na tvorbu úspor v posledním období ukazuje [Box 2](#) na konci této kapitoly.

### Vývoz ve zbytku roku poroste jen umírněným tempem v důsledku utlumené zahraniční poptávky, s jejím oživením pak v příštím roce zrychlí

Slabá zahraniční poptávka ve druhé polovině letošního roku bude stát za zpomalením růstu českého vývozu ([Graf II.6](#)).<sup>7</sup> Vývozně orientovanou část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) navíc brzdí dílčí problémy v dodávkách výrobních vstupů. Propadu exportní dynamiky do záporných hodnot bude bránit vyvezení zkompletované dříve nedokončené a nuceně naskladněné výroby. V příštím roce růst zahraniční poptávky zrychlí a dynamika vývozu se tak začne navracet směrem k dlouhodobě rovnovážným úrovním.

Dovoz bude ovlivněn růstem vývozu, bude ovšem současně tlumen pomalým zotavováním spotřeby tuzemských domácností a meziročně přejde do poklesu. V roce 2024 jeho dynamiku naopak podpoří zrychlení růstu spotřeby domácností a solidní růst dovozně náročných fixních investic. Jeho dynamika se bude nacházet na nižších tempech než v případě vývozu, a čistý vývoz tak bude přispívat k růstu HDP kladně. Tento efekt se však bude v čase snižovat a v roce 2025 bude jeho příspěvek přibližně neutrální ([Graf II.6](#)).

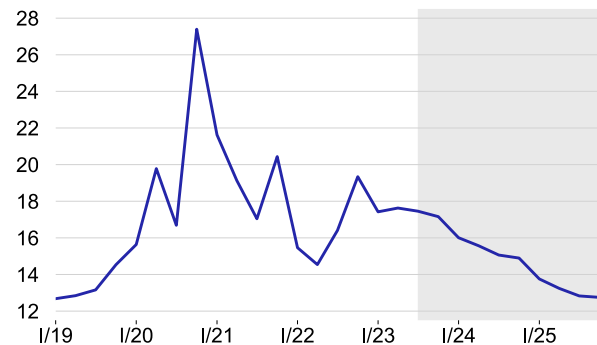
### Růst fixních investic bude zrychlovat především v souvislosti s oživením výdajů na soukromé investice taženým dobrou ziskovostí podniků

Finanční kondice podniků zůstává v souhrnu více než solidní, což dokládá zvyšující se míra zisku. Firmy proto budou nadále investovat do rozšiřování výroby i do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor. Investiční aktivitu na konci letošního roku dále podpoří pozvolna oživující zahraniční poptávka. Výše domácích úrokových sazeb bude stále negativně působit především na investice domácností do obydli. V souhrnu tak letos soukromé fixní investice porostou přibližně o 1,5 %. Výraznější dynamiku budou mít investice vládních institucí ([Graf II.7](#)). Vedle dočerpávání

Graf II.5

### Míra úspor se nadále nachází na vysokých hodnotách a její pokles bude jen pozvolný

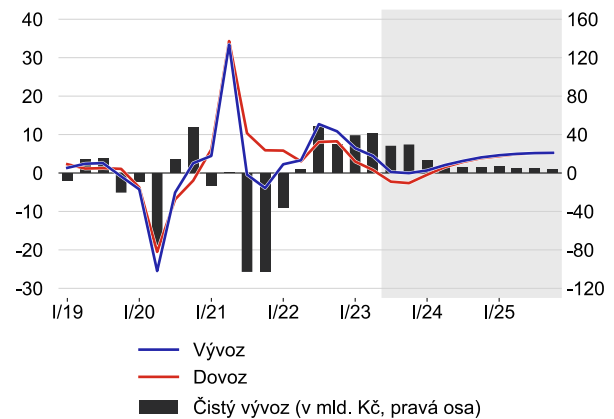
míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



Graf II.6

### Dynamiky vývozu a dovozu nejprve kvůli slabé zahraniční i domácí poptávce zpomalí, s jejím oživením v roce 2024 růst obratu zahraničního obchodu opět zrychlí

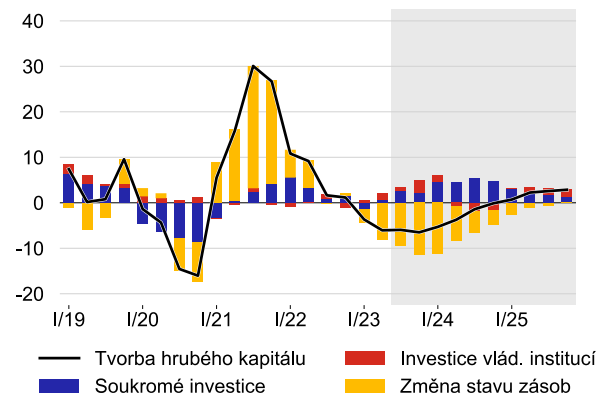
reálný vývoz a dovoz zboží a služeb, meziroční změny v % v případě vývozu a dovozu a v mld. Kč v případě čistého vývozu, sezonně očištěno



Graf II.7

### Dynamika celkových hrubých investic bude do konce roku 2024 dominantně ovlivněna záporným příspěvkem změny stavu zásob

investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



<sup>7</sup> [Box 1](#) popisuje závislost českého vývozu zboží na Německu.

evropských fondů z předchozího programového období to bude dáno i jednorázovým nákupem vojenských vrtulníků.<sup>8</sup> Celkově proto fixní investice za rok 2023 vzrostou zhruba o 3 %.

V příštím roce výraznější oživení zahraniční poptávky a pokles domácích úrokových sazeb převáží nad dopady fiskálního konsolidačního balíčku a růst soukromých fixních investic ještě dále zrychlí. Investice vládních institucí naopak poklesnou vlivem pomalého náběhu čerpání evropských fondů na začátku nového programového období a zvýšené srovnávací základny z konce letošního roku. Za celý rok 2024 fixní investice vzrostou o 4,5 %, v roce 2025 jejich růst zpomalí k dlouhodobě rovnovážné hodnotě kolem 3 %.

Přírůstek zásob se bude ve zbytku letošního roku dále snižovat (Graf II.8). I přes dílčí problémy v dodávkách dílů bude možné zkompletovat a expedovat dříve rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu letos setrvá vlivem negativního příspěvku změny stavu zásob v záporných hodnotách. Klesat budou celkové investice vlivem vývoje zásob i během příštího roku. V roce 2025 porostou celkové investice zhruba o 2 %.

### Fiskální politika bude letos přispívat k růstu HDP zhruba neutrálně, příští rok jej bude tlumit

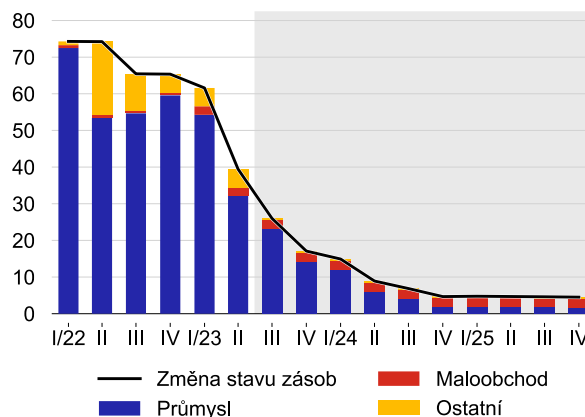
Růst reálné spotřeby vládních institucí letos v celoročním úhrnu zrychlí nad 2 % (Graf II.3). Na tom se podílí navýšení výdajů zejména ve zdravotnictví a školství související s příchodem ukrajinských občanů, zvýšení celkového objemu vypláceného příspěvku na bydlení i vyšší mezispotřební výdaje institucí vládního sektoru. Dynamika nominální spotřeby vládních institucí v příštích letech zpomalí vlivem úspor ve mzdové oblasti a v provozních výdajích plynoucích z konsolidačního balíčku.

Fiskální politika bude letos na růst HDP působit v souhrnu zhruba neutrálně (Graf II.9). Odeznění některých podpůrných opatření z minulého roku bylo vykompenzováno pokračováním části opatření na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů. Ta souvisela dominantně s vysokou inflací a pomocí s drahými energiemi. Mezi tato opatření patřilo zejména dočasné prodloužení snížené spotřební daně na motorovou naftu (do konce letošního července) nebo finanční kompenzace distributorům energií. Ve stejném směru působilo navýšení limitu pro registraci plátců DPH a vyplácení výchovného v rámci starobních důchodů. Protisměrně působilo ukončení úsporného energetického tarifu, odeznění některých opatření na podporu

Graf II.8

### Změna stavu zásob se bude v průběhu letošního roku výrazně snižovat, v následujících dvou letech se bude nacházet poblíž předkrizových hodnot

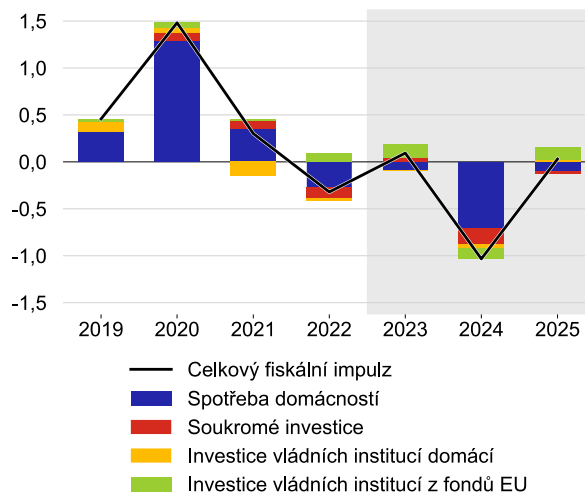
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

### Fiskální politika bude letos na růst HDP působit v souhrnu zhruba neutrálně, v roce 2024 jej bude výrazně tlumit především vlivem konsolidačního balíčku

fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



<sup>8</sup> Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rozložením do druhé poloviny letošního roku a malou částí do prvního čtvrtletí 2024.

Ukrajinců a snížení rozsahu mimořádné valorizace důchodů od letošního června<sup>9</sup>. Dynamiku HDP v roce 2024 budou znatelně tlumit definitivní ukončení podpůrných opatření, dopady fiskálního konsolidačního balíčku<sup>10</sup>, výpadek čerpání investic z fondů EU z důvodu již zmíněného pomalého náběhu nového programového období a snížení výdajů na penze plynoucí z krácení letošní mimořádné valorizace. V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální, přičemž dodatečný tlumící dopad konsolidačního balíčku vyváží očekávané zrychlení čerpání fondů EU.

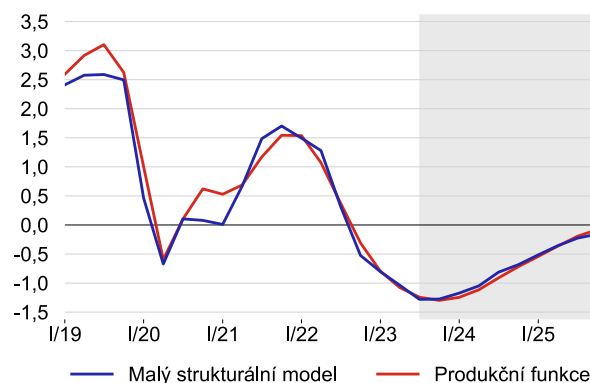
### Česká ekonomika se bude i v příštích dvou letech nacházet pod potenciálem

Tuzemská ekonomika se během období mírné recese a následné stagnace v letošním prvním pololetí dostala pod svůj potenciál. Očekávaná stagnace ve zbytku letošního roku zápornou mezeru výstupu ještě dále prohloubí, což bude plynout z utlumené domácí i zahraniční poptávky. Začátkem příštího roku se s oživující poptávkou začne záporná mezeru výstupu postupně uzavírat, tempo jejího uzavírání však bude brzdit fiskální konsolidační balíček. Mezera výstupu se proto téměř uzavře až na konci roku 2025 (Graf II.10). Dynamika potenciálního produktu letos ještě vlivem dílčích nabídkových omezení mírně zpomalí, v průběhu příštího roku se růst potenciálu začne pomalu navracet ke střednědobému tempu, ke kterému se dále přiblíží v roce 2025.

Graf II.10

**Ekonomika se bude i v příštím roce nacházet pod potenciálem zejména z důvodu utlumené domácí poptávky ovlivněné působením konsolidačního balíčku**

mezera výstupu v % potenciálního produktu



9 Vedle pravidelné lednové valorizace došlo letos opět k mimořádné inflační valorizaci, a to od června. Průměrná starobní penze se zvýšila o 760 Kč místo navýšení o 1770 Kč, které by odpovídalo původnímu valorizačnímu schématu.

10 Celkový rozpočtový dopad konsolidačního balíčku zohledněný ve fiskálním impulzu v roce 2024 činí -1,4 % HDP (včetně dalších opatření mimo balíček bude fiskální impulz v příštím roce činit -1,1 procentního bodu do dynamiky HDP). V roce 2025 pak bude rozpočtový dopad balíčku činit dodatečných -0,2 % HDP. Na straně příjmů konsolidační balíček zahrnuje růst spotřebních daní, změnu sazeb DPH, zvýšení daně z nemovitých věcí, zvýšení odvodů OSVČ, úpravu daně z příjmů fyzických i právnických osob, zrušení daňových výjimek, zavedení nemocenského pojištění a odvody z dohod o provedení práce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele, snížení objemu platů ve veřejné sféře a úsporu provozních a ostatních výdajů.

## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2023	2024	2025	
<b>HDP</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-0,4</b> (-0,5)	<b>1,2</b> (-1,1)	<b>2,8</b> (0,1)	Výhled dynamiky HDP se posouvá níže zejména vlivem slabší zahraniční poptávky, s čímž je konzistentní nižší příspěvek čistého vývozu v letošním i příštím roce.
<b>Spotřeba domácností</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-3,2</b> (0,2)	<b>2,6</b> (-1,1)	<b>3,6</b> (-0,5)	Předikce spotřeby domácností na rok 2023 je ovlivněna revizí údajů ze začátku roku, její pomalejší rozjezd ve druhém pololetí vlivem nižší dynamiky mezd se projeví i v příštím roce.
<b>Spotřeba vládních institucí</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,5</b> (0,3)	<b>1,1</b> (0,0)	<b>1,1</b> (0,0)	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje směrem nahoru kvůli vyšším nemzdovým výdajům v první polovině roku, pro příští roky se nemění.
<b>Tvorba hrubého fixního kapitálu</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,9</b> (2,3)	<b>4,5</b> (0,1)	<b>3,2</b> (0,1)	Letošní rychlejší růst fixních investic je důsledkem dynamičtějšího růstu kapitálových výdajů v soukromém i veřejném sektoru, pro další roky se výhled téměř nemění.
<b>Čistý vývoz</b>	přísp. k růstu HDP procentní body	<b>2,3</b> (-0,9)	<b>0,5</b> (-1,1)	<b>0,3</b> (0,4)	Příspěvek čistého vývozu se ve srovnání s minulou prognózou výrazně snižuje kvůli slabší zahraniční poptávce v letošním i v příštím roce, v roce 2025 je mírně vyšší.
<b>Zaměstnanost</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,1</b> (1,1)	<b>0,8</b> (0,7)	<b>0,0</b> (0,0)	V rychlejší dynamice zaměstnanosti se odráží především vyšší pozorované údaje z počátku roku způsobené větším zapojením pracovníků z Ukrajiny a změnou metodiky VŠPS.
<b>Nezaměstnanost (ILO)</b>	% procentní body	<b>2,7</b> (0,0)	<b>3,0</b> (0,2)	<b>3,0</b> (0,1)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve srovnání s minulou prognózou posouvá mírně nahoru z důvodu pozvolněji oživující domácí ekonomické aktivity.
<b>Průměrná měsíční nominální mzda</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>7,5</b> (-1,1)	<b>6,7</b> (-1,2)	<b>6,4</b> (0,1)	Nižší dynamika mezd v letech 2023–24 odráží slabší pozorovaný mzdový růst v první polovině letošního roku a utlumenější ekonomickou aktivitu oproti minulé prognóze.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, červený její snížení)

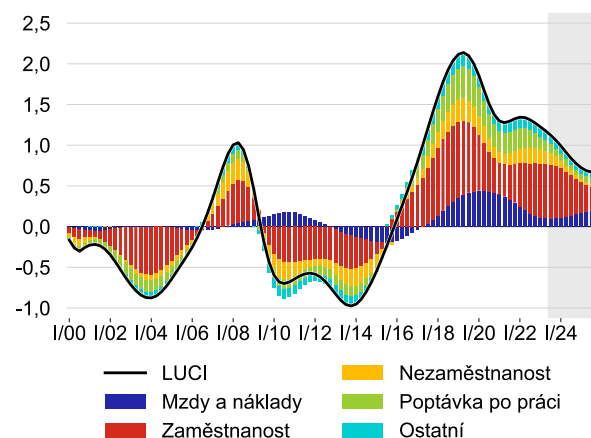
### Napětí na trhu práce přetrvává, i když se pozvolna zmiřuje

Trh práce je i přes mírné zchlazování stále znatelně napjatý (Graf II.11).<sup>11</sup> Celková zaměstnanost od konce minulého roku rostla silnými meziročními tempy především díky zapojení ukrajinských pracovníků a pracovníků v předdůchodovém věku. V příštím roce bude zaměstnanost dále pokračovat v růstu, avšak již zpomalujícím tempem z důvodu postupně se vyčerpávajícího pracovního trhu. Následně bude na dosažené úrovni stagnovat. Míra nezaměstnanosti pokračovala v mírném růstu, dále se však bude zvyšovat už jen pozvolna a z historického pohledu zůstane velmi nízká. Mzdová dynamika v tržních odvětvích ve druhém čtvrtletí sice výrazně zpomalila, i nadále se však udrží na zvýšených hodnotách. K tomu přispěje vysoká ziskovost firem, další růst minimální mzdy a silná pozice zaměstnanců při mzdových vyjednáváních a uzavírání kolektivních smluv.

Graf II.11

### Pohledem indikátoru LUCI se bude napětí na trhu práce postupně zmiřovat, zůstane však znatelné

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



<sup>11</sup> Aktualizovaný výpočet indikátoru LUCI popisuje Box 3 na konci této kapitoly.

## Meziroční růst reálných příjmů se obnoví počátkem příštího roku a i do budoucna se udrží na solidních hodnotách

Meziroční růst průměrné nominální mzdy na počátku letošního roku významně zrychlil, následně ve druhém čtvrtletí zpomalil. Přesto zůstává z historické perspektivy na zvýšených hodnotách (Graf II.12). Ke zpomalení dynamiky mezd ve druhém čtvrtletí přispěla všechna odvětví. Meziroční mzdová dynamika stále výrazně zaostává za růstem cen v prostředí přetrvávající vysoké ziskovosti firem, stále nemalé inflace a napjatého trhu práce. Nadále však přetrvávají tlaky podporující dlouhodobý svižný mzdový růst a ten tak na konci letošního roku ve svém meziročním vyjádření zpomalí jen mírně, neboť se dle prognózy projeví vyplácení výkonnostních odměn a bonusů. Na začátku příštího roku pak dynamika mezd ještě mírně zrychlí. To bude způsobeno dalším růstem minimální mzdy<sup>12</sup> a výraznějším efektem zvyšování mzdových tarifů (základních mezd) ve firmách pro příští rok. V něm se odrazí vysoká inflace uplynulých období a silná vyjednávací pozice zaměstnanců, kteří budou usilovat o alespoň částečnou kompenzaci předchozího propadu reálných příjmů. Dynamika mezd bude podpořena i předpokládaným oživením ekonomické aktivity.

Reálná mzda se ve druhém čtvrtletí odrazila ode dna a počátkem roku 2024 meziročně vzroste. To bude podpořeno solidní dynamikou nominálních mezd a výrazným zpomalením inflace do blízkosti 2% cíle ČNB.

V netržních odvětvích platy také porostou<sup>13</sup>, avšak mírnějším tempem než v tržní sféře. V roce 2024 prognóza zohledňuje zvýšení platů učitelů v souladu s projednávaným návrhem státního rozpočtu na rok 2024. U ostatních státních zaměstnanců, jejichž platy podléhají regulaci státního rozpočtu, prognóza očekává růst průměrného platu, ale avizovaný pokles objemu mezd a platů.

Růst nominálního objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn zvýšenou dynamikou průměrných mezd v letošním a příštím roce. V menší míře bude k růstu celkového objemu vyplacených mezd přispívat také růst přepočteného počtu zaměstnanců. V reálném vyjádření se objem mezd a platů v první polovině letošního roku ještě meziročně výrazně propadl (Graf II.13). To bylo dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za – v té době dvoucifernou – inflací. Na počátku příštího roku už však dojde k opětovnému meziročnímu růstu reálného objemu mezd a platů a tento růst bude na výhledu dále akcelarovat. To bude odrážet pokračující svižný mzdový růst a rychlý pokles inflace zpět k inflačnímu cíli. Růst

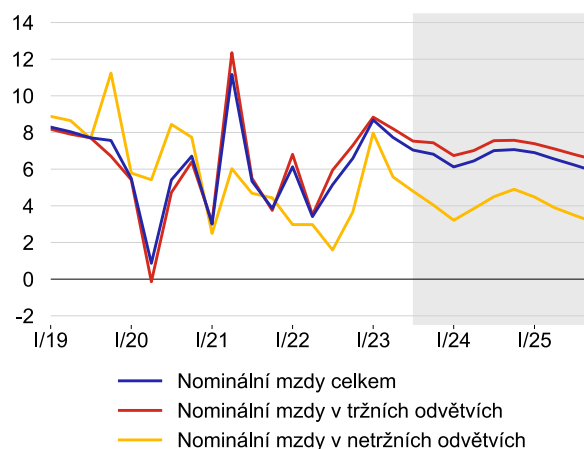
12 Prognóza předpokládá zvýšení minimální mzdy o 2100 Kč od 1. 1. 2024.

13 V letošním roce prognóza očekává meziroční růst průměrných platů v netržní sféře o 5,5 %, v roce 2024 o 4,2 % a v roce 2025 o 3,7 %.

Graf II.12

### Růst nominálních mezd zůstane zvýšený v návaznosti na dosavadní vysokou inflaci

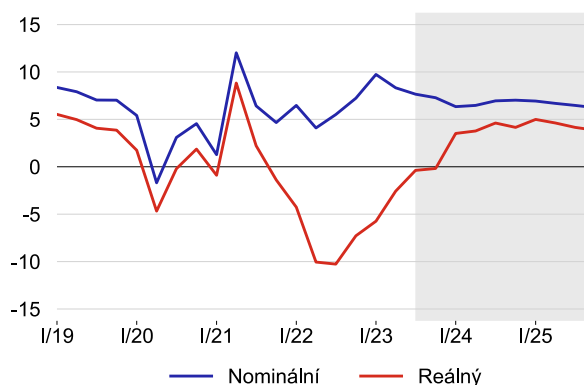
nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



Graf II.13

### Dynamika reálného objemu mezd a platů se od příštího roku vrátí do kladných hodnot, a pomůže tak oživit růst spotřeby domácností

objem mezd a platů, meziroční změny v %



reálného objemu mezd a platů tak výrazně přispěje k zotavení spotřeby domácností.

### Poptávka po práci zůstane i ve zbytku roku silná a zaměstnanost tak ještě poroste

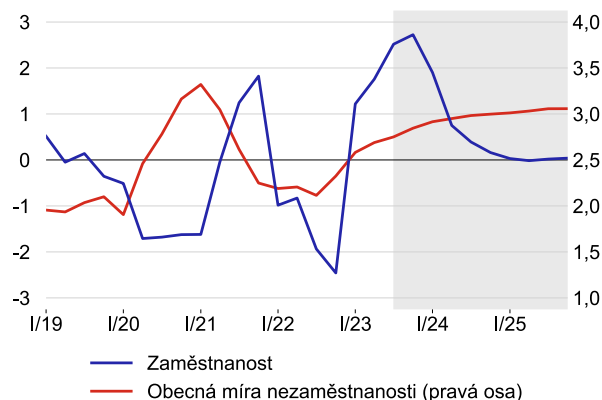
Zaměstnanost na konci letošního a na počátku příštího roku i nadále poroste, což bude odrážet pokračující solidní poptávku po práci. Od druhé poloviny roku 2024 pak bude zaměstnanost zhruba stagnovat (Graf II.14). Počet zaměstnanců do konce letošního roku ještě meziročně poroste vysokými tempy, následně ale jeho dynamika zvolní a na konci příštího roku přejde do stagnace. Šetření Evropské komise očekává pro následující tři měsíce obrat směrem k poklesu počtu zaměstnanců, naopak index očekávané zaměstnanosti a některé jiné vysokofrekvenční a předstihové indikátory<sup>14</sup> naznačují pokračující náborovou aktivitu firem odrážející se v oficiálních datech o vývoji zaměstnanosti z předchozích čtvrtletí. Ze strukturálního pohledu bude krátkodobý růst zaměstnanosti tažen nejen rostoucím počtem zaměstnanců, ale i nárůstem počtu podnikatelů.

Obecná míra nezaměstnanosti od konce minulého roku mírně roste, na výhledu se pak bude zvyšovat již jen lehce. U podílu nezaměstnaných osob očekává prognóza v příštím roce obdobný vývoj.

Graf II.14

### Zaměstnanost letos ještě mírně vzroste, nezaměstnanost se bude zlehka zvyšovat

zaměstnanost, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno



<sup>14</sup> Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro čtvrté čtvrtletí 2023 signalizuje pokračující nárůst počtu zaměstnanců z předchozích čtvrtletí. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech mírně narostlo. Celkový počet volných pracovních míst se ve třetím čtvrtletí 2023 oproti předchozímu čtvrtletí téměř nezměnil.

## BOX 2 Úspory, čisté jmění a spotřeba domácností

Míra úspor domácností dosahovala ve druhém čtvrtletí 2023 téměř 19 % a pohybovala se zhruba o 7 procentních bodů nad svým dlouhodobým průměrem. Rychlý pokles míry úspor domácností v případě obnovení optimistických spotřebitelských očekávání může představovat potenciál pro výraznější oživení růstu jejich spotřeby. V daném kontextu přináší tento box několik pohledů na bilanci domácností z hlediska rozdílného stupně likvidity aktiv a jejich distribuce podle příjmových skupin.

Čisté jmění domácností se v nominálním vyjádření v letech 2017–2022 zvýšilo o 48 %. V tom se dlouhodobě projevuje růst čistého finančního jmění. V podmínkách růstu cen nemovitostí se ještě výrazněji zvýšila hodnota obydlí. V reálném vyjádření však čisté jmění v roce 2022 vlivem vysoké inflace poprvé za posledních deset let meziročně pokleslo o 0,6 %, v případě čistého finančního jmění o 3,1 %. To bylo při zvýšených úrokových sazbách a negativním sentimentu doprovázeno tvorbou opatrnostních a spekulativních úspor.

Domácnosti své vytvářené úspory od roku 2021 ve větší míře oproti minulosti umísťují do méně likvidních finančních aktiv, zejména do účastí a podílových listů v investičních fondech a do dluhopisů (Graf 1). Vzrostla i likvidní finanční aktiva ve formě spořicíh a termínovaných vkladů u bank. Tvorba likvidních finančních aktiv je v posledních obdobích nižší než během pandemie covidu, kdy domácnosti v podmínkách uzavření ekonomiky akumulovaly vynucené vysoce likvidní jednodenní vklady (často současně při čerpání vládní finanční pomoci). Jejich výše dosáhla vrcholu na počátku roku 2021, kdy se navíc projevilo i zrušení superhrubé mzdy. Následně byly tyto vynucené úspory částečně rozpuštěny. Část vytvořených úspor má rovněž podobu investic do nefinančních aktiv jako např. obydlí, jejich tvorba se však v posledním období snížila. V umístění úspor převažují v současnosti méně likvidní aktiva, jejichž případná přeměna do likvidních aktiv a potažmo do spotřebních výdajů může být spíše pozvolná.

Míra úspor roste s vyšší příjmů domácností (Graf 2). Do roku 2019 byla míra úspor výrazně vyšší u vysokopříjmových domácností než u domácností s nižšími příjmy. V roce 2020 se míra úspor vlivem výše uvedených faktorů během pandemie covidu výrazně zvýšila i u nižších příjmových skupin (což by mohlo implikovat případný rychlejší pokles míry úspor). V roce 2022 byla ve srovnání s rokem 2019 míra úspor domácností nadále zvýšená především u domácností se středními a vyššími příjmy.

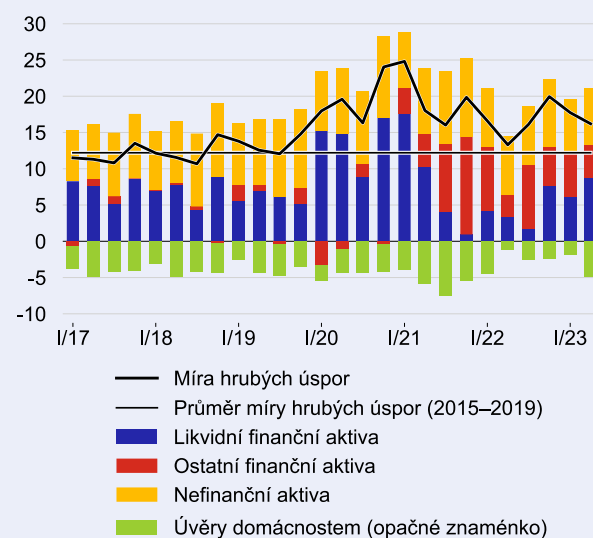
Tvar Lorenzovy křivky ukazuje, že do roku 2019 se domácnosti s nejvyššími příjmy podílely na tvorbě úspor z 80 %. Naopak domácnosti v nejnižších dvou příjmových skupinách je netvořily a na středněpříjmové domácnosti připadalo zhruba 20 %. To dokládá značnou nerovnoměrnost při tvorbě úspor.

Podle dotazníkového Šetření Evropské komise ohledně vnímání českých spotřebitelů se v roce 2023 podílejí na tvorbě úspor nadále nejvíce domácnosti s vyššími příjmy (Graf 3).<sup>1</sup> Obdobné výsledky ukazuje i výzkum společnosti PAQ Research.<sup>2</sup> Od loňského roku více spoří i středněpříjmové domácnosti. Na druhou stranu

Graf 1

### Rozložení vytvářených úspor se oproti minulosti částečně posunulo k méně likvidním složkám

poměr toků k hrubému disponibilnímu důchodu v %, výpočet ČNB

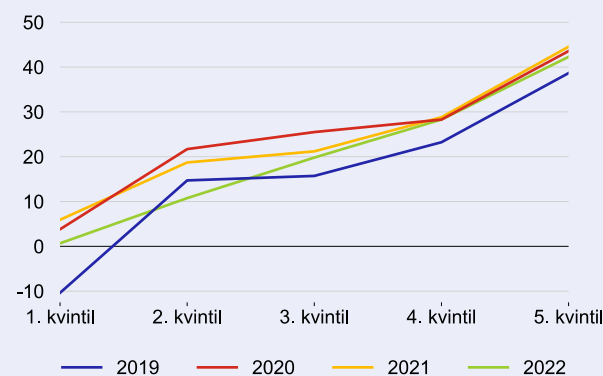


Poznámka: Likvidní finanční aktiva zahrnují oběživo a vklady, nefinanční aktiva tvorbu hrubého kapitálu. Ostatní finanční aktiva jsou spočtena jako rozdíl mezi úsporami a uvedenými složkami.

Graf 2

### Na tvorbě úspor se v předchozích letech podílely zejména vysokopříjmové domácnosti, které si udržují poměrně stabilní míru úspor

poměr k čistému peněžnímu příjmu, výpočet ČNB na základě dat z Rodinných účtů a Životních podmínek domácností (ČSÚ)



nízkopříjmové domácnosti téměř nespoří. Tyto domácnosti také vlivem růstu inflace a životních nákladů zaznamenaly největší zhoršení finanční situace ze všech příjmových skupin.

Spotřební výdaje ve vztahu k příjmům (sklon ke spotřebě) se v roce 2022 oproti roku 2021 snížily zejména u potravin a nealkoholických nápojů, a to napříč většinou příjmových skupin (Graf 4). Naopak poměr výdajů na bydlení vůči příjmům vzrostl u domácností prvního až třetího kvintilu. Zvýšil se i poměr výdajů na dopravu a stravování, nejméně však u domácností s vyššími příjmy. Celkově je podíl spotřebních výdajů na příjmech nejnižší u vysokopříjmových domácností.

Pro vývoj spotřeby je důležitá i distribuce úvěrů domácnostem. Podle šetření Finanční situace domácností<sup>3</sup> připadalo v roce 2021 zhruba 51 % úvěrů na bydlení na domácnosti v nejvyšším příjmovém kvintilu. Ve dvou nejvyšších příjmových kvintilech je to 77 %. Jde tedy o ty domácnosti, které se největší měrou podílejí na tvorbě úspor.

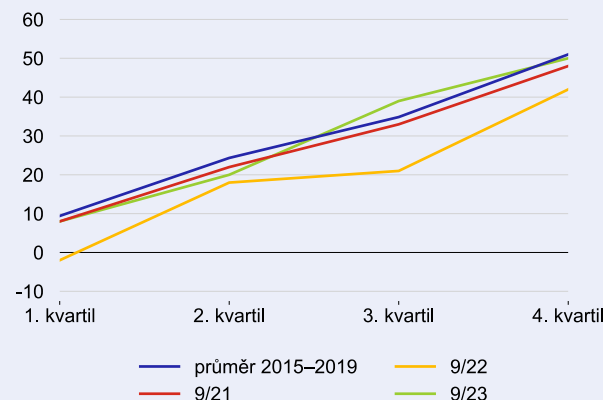
Podle uvedeného šetření dosáhlo čisté jmění v průměru 3,6 mil. Kč na domácnost (Tab. 1). Reálná aktiva tvoří zhruba 96 % celkového čistého jmění, následují likvidní finanční aktiva a ostatní (7,6 %, resp. 2,5 %), zatímco podíl celkového zadlužení činí 5,7 %. Více než polovina celkového čistého jmění v populaci připadá na pětinu nejmajetnějších domácností, jejichž čisté jmění dosahuje v průměru 10 mil. Kč. Míra zadluženosti je nejvyšší u domácností v prvním kvintilu a jejich čisté jmění je dokonce záporné.

Celkově z uvedeného vyplývá, že objem čistého jmění domácností v nominálním vyjádření v loňském roce dále vzrostl. V reálném vyjádření však jejich čisté jmění vlivem vysoké inflace meziročně pokleslo. Vytvářené úspory jsou na rozdíl od minulosti v podmínkách zvýšených úrokových sazeb více umísťovány do méně likvidních aktiv. Na tvorbě úspor a čistého jmění se nejvýrazněji podílejí domácnosti s vyššími příjmy, které se navíc vyznačují nižším sklonem ke spotřebě. Meziroční zvýšení vytvořených úspor je však v roce 2023 patrné u všech příjmových skupin domácností. Lze předpokládat, že zlepšení spotřebitelského sentimentu a pokles inflace i úrokových sazeb může v následujících čtvrtletích přispívat k postupnému oživení růstu spotřeby domácností a snižování jejich míry úspor. Přetrvává však značná nejistota o rychlosti jejího návratu k dlouhodobým hodnotám.

Graf 3

### V roce 2023 se akumulace úspor i nadále koncentruje především u domácností s vyššími příjmy

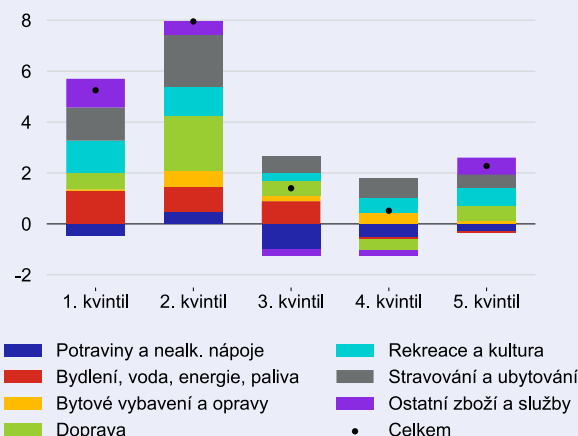
čisté saldo odpovědí domácností ohledně schopnosti/neschopnosti tvořit úspory v %, pramen: European Commission Business and Consumer Survey



Graf 4

### Sklon ke spotřebě se v roce 2022 snížil zejména u potravin, zatímco u výdajů na bydlení vzrostl

porovnání spotřebních výdajů ve vztahu k čistým peněžním příjmům mezi lety 2022 a 2021, rozdíly v p. b., výpočet ČNB na základě dat z Rodinných účtů a Životních podmínek domácností (ČSÚ)



Tabulka 1

### Čisté jmění tvoří především reálná aktiva majetnějších domácností

pramen: Finanční situace domácností, úvěry s opačným znaménkem, výpočet ČNB

	Čisté jmění		Podíl na celkovém čistém jmění v %			
	Průměr na domácnost (tis. Kč)	ČR celkem (mld. Kč)	Reálná (nefinanční) aktiva	Likvidní finanční aktiva	Ostatní finanční aktiva	Úvěry celkem
Čisté jmění	3 562	16 017	95,6	7,6	2,5	-5,7
z toho:						
1. kvintil	-28	-25	0,9	0,3	0,1	-1,5
2. kvintil	1 207	1 086	6,7	0,9	0,2	-1,0
3. kvintil	2 494	2 241	13,7	1,1	0,3	-1,0
4. kvintil	4 097	3 680	21,8	1,7	0,4	-0,9
5. kvintil	10 050	9 035	52,6	3,6	1,5	-1,2

1 Viz [Šetření Evropské komise](#).

2 Viz [Kolik domácnostem zbývá po zaplacení všech výdajů](#), projekt Českého rozhlasu a výzkumné společnosti PAQ Research.

3 Viz [Šetření o financích a spotřebě domácností](#) (HFCS) organizované ECB, k dispozici jsou předběžné výsledky.



## BOX 3 Aktualizovaný výpočet indikátoru LUCI

Souhrnný indikátor trhu práce – LUCI – představila ČNB poprvé v roce 2017 a po dvou letech ho dále rozšířila.<sup>1</sup> Česká ekonomika byla v posledních letech zasažena řadou šoků, které výrazně zkomplikovaly makroekonomickou analýzu a prognózu, a některé dříve používané postupy vzaly za své. Jelikož trh práce hraje významnou roli ve vývoji domácích inflačních tlaků, bylo užitečné podrobit revizi také propočtu jeho souhrnného indikátoru. Tento box stručně představuje dopady revidované metody do výsledné trajektorie indexu LUCI a jeho příspěvků.

Prvním motivem ke změně metody byla skutečnost, že v několika posledních letech došlo u většiny časových řad k významnému zvýšení volatility. Bylo tedy nezbytné revidovat citlivost výpočtu na prudké pohyby tak, aby docházelo k intuitivnější identifikaci trendů a především cyklů v nedávné minulosti. Výsledný souhrnný indikátor tak lépe odpovídá expertnímu pohledu na pozorovaný vývoj na trhu práce. Druhým významným motivem ke změně metody byl vliv výsledků Sčítání lidu, domů a bytů 2021 v ČR na průběh některých časových řad trhu práce. Změněné váhové schéma výběrového šetření pracovních sil u nich totiž vyvolalo výrazné změny. Ty však mají pouze statistický charakter, neodrážejí strukturální změnu na trhu práce<sup>2</sup> a nenesou tedy fundamentální informaci. Z tohoto důvodu byly tyto řady nahrazeny alternativami, kde k těmto problémům nedošlo.<sup>3</sup>

Nový způsob výpočtu indikátoru LUCI nicméně zůstává v principu shodný s dosavadní metodou. Z celkem 28 časových řad zachycujících dílčí proměnné trhu práce je simultánně oddělena trendová a cyklická složka. Souhrnná informace ze všech cyklických složek, de facto jejich první společná komponenta, pak nabízí komplexní pohled na cyklickou pozici trhu práce, kterou agregátně vyjadřuje indikátor LUCI.

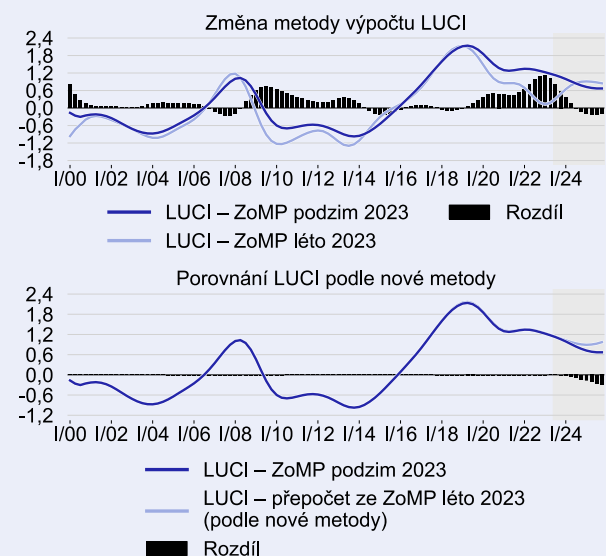
Výše popsané změny přinesly změněný profil celé trajektorie indikátoru LUCI (Graf 1). Kvalitativní vyznění nicméně zůstává (až na výsledky v nedávné minulosti) podobné. I podle nové metody identifikujeme podchlazený trh práce do roku 2006, a také v období po velké hospodářské a finanční krizi. Shodná zůstává i interpretace silného přehřátí trhu práce v období 2017–2020. S příchodem pandemie a dalších šoků naopak podle nové metody dochází pouze k mírnému oslabení napětí na trhu práce. Ten se tedy výrazněji nepřibližuje stavu dlouhodobé rovnováhy. Tato interpretace lépe odpovídá jak jednotlivým časovým řadám, tak dalším dílčím analytickým indikátorům napětí na trhu práce, jako je například Beveridgeova křivka. Ani na výhledu nedochází k opětovnému utahování podmínek na trhu práce na rozdíl od minulých prognóz.

Jak je vidět z dolního obrázku v Grafu 1, pokud bychom nový propočtení LUCI aplikovali zpětně na údaje dostupné při zpracování minulé prognózy (ZoMP léto 2023), pak bychom prizmatem upravené metody dnešní situaci na trhu práce hodnotili téměř shodně, jako ji hodnotíme nyní. Celková situace na trhu práce se od té doby změnila zanedbatelně, neboť silná

Graf 1

### Přehodnocení LUCI se v největší míře týká nedávné minulosti, kdy byla ekonomika zasažena řadou šoků

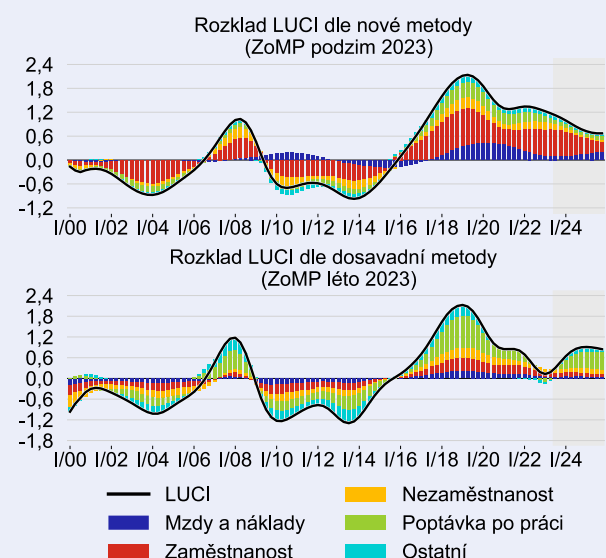
index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf 2

### Nově je vývoj dílčích příspěvků jednotlivých kategorií vzájemně konzistentnější a lépe odpovídá celkovému příběhu trhu práce

index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



dynamika zaměstnanosti, stále nízká míra nezaměstnanosti a neutuchající ochota zaměstnavatelů najímat nové zaměstnance převáží nad značným propadem reálných mezd. To udržuje trh práce stále napjatý.

Nový propoččet lépe odráží makroekonomický vývoj trhu práce, a to i optikou jeho jednotlivých složek ([Graf 2](#)). S výhodou zpětného pohledu lze konstatovat, že předchozí metoda všechny významné pohyby indikátoru (jak na minulosti, tak na výhledu) v nadměrné míře přiřazovala vývoji poptávky po práci, a to především na úkor zaměstnanosti a také mezd a nákladů. V novém LUCI příspěvky jednotlivých složek lépe odrážejí pozorovaný vývoj dílčích veličin trhu práce. Nový indikátor LUCI tedy popisuje současný stav na trhu práce věrněji a nadále poskytuje důležité souhrnné hodnocení i dílčí informace pro tvorbu prognózy.

- 
- 1 Konstrukci a důvody vzniku indikátoru LUCI popisoval [Box 1](#) ve Zprávě o inflaci IV/2017. Rozšíření tohoto indikátoru pak představoval [Box 2](#) ve Zprávě o inflaci IV/2019. Podrobnější popis indikátoru LUCI a jeho technické zpracování bude publikováno v podobě Working Paperu ČNB v průběhu následujících měsíců.
  - 2 Více informací v [oficiálním vyjádření ČSÚ](#).
  - 3 Nově jsou využity zejména řady nezaměstnaností s různě dlouhou délkou trvání publikovaných také MPSV, a navíc dříve oproti ČSÚ (statistika VŠPS).

### III. INFLACE

Inlace se v průběhu třetího čtvrtletí s přispěním většiny jejích složek dále viditelně snižovala. Ve čtvrtém čtvrtletí se dezinflační proces, vyjádřeno v meziročním růstu spotřebitelských cen, dočasně přerušil vlivem nízké srovnávací základny loňského roku dané zlevněním elektřiny z důvodu zavedení vládního úsporného tarifu. To významně zvýší příspěvek regulovaných cen k meziroční inflaci v závěru roku (počínaje říjnem). Naproti tomu růst tržních cen bude i nadále zvolňovat vlivem utlumených nákladových tlaků ze zahraničí a pokračujícího zmírňování inflačního působení domácí ekonomiky. Přitom dojde k postupné korekci ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. Po odeznění vlivu snížené srovnávací základny a s přispěním dosavadní zpřísněné měnové politiky se začátkem roku 2024 celková i měnověpolitická inflace skokově sníží do blízkosti 2% cíle ČNB, kde se bude nacházet i na horizontu měnové politiky.

#### Inlace se na počátku příštího roku sníží do blízkosti 2% inflačního cíle

Meziroční růst spotřebitelských cen ve čtvrtém čtvrtletí lehce klesne, a to v průměru pod 8 % (Graf III.1).<sup>15</sup> Zbrzdění poklesu meziroční inflace vůči předchozím čtvrtletím bude dáno sníženou srovnávací základnou loňského roku, která souvisí s tehdejšími poklesy cen elektřiny z důvodu zavedení vládního energetického úsporného tarifu. (Graf III.2 ukazuje, jak by se celková meziroční inflace vyvíjela bez vlivu tohoto opatření a také bez odpuštění a znovuzavedení poplatku za obnovitelné zdroje energie.) Příspěvek regulovaných cen z tohoto důvodu dočasně znatelně vzroste (Graf III.3). Naproti tomu příspěvek jádrové inflace a zejména cen potravin se bude dále viditelně snižovat. Příspěvek cen pohonných hmot se i v závěru roku udrží v záporném teritoriu. Počátkem příštího roku se pak inflace výrazně sníží, přičemž odezní vysoká dynamika regulovaných cen a obvyklé lednové přecenění zboží a služeb proběhne dle prognózy přibližně ve standardní míře. Počátkem příštího roku se tak inflace vrátí do blízkosti inflačního cíle, poblíž kterého se bude pohybovat až do konce horizontu prognózy.

#### Dynamika regulovaných cen se na začátku příštího roku skokově sníží, i přesto však zůstane na zvýšené úrovni

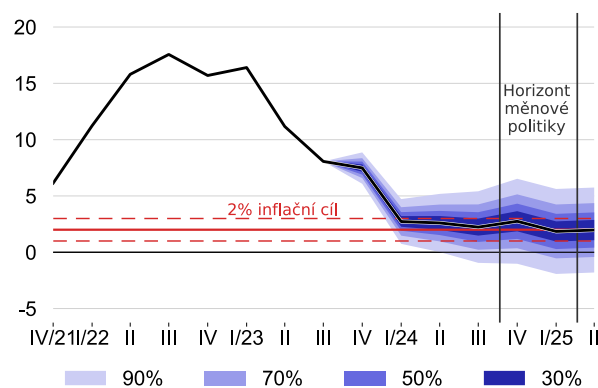
Meziroční růst regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí dočasně skokově vzroste, na čemž se bude podílet téměř výhradně příspěvek cen elektřiny. Projeví se v něm již zmíněný efekt mimořádně snížené srovnávací základny z konce loňského roku daný zavedením úsporného tarifu, který vedl k dočasnému zlevnění elektřiny od října do prosince 2022. Proti tomu bude působit zlevňování komoditní složky cen energií pro domácnosti již před začátkem letošní topné sezóny.

<sup>15</sup> V říjnu meziroční inflace nejprve zrychlí nad 8 %, ve zbylých měsících letošního roku pak zvolní k 7 %.

Graf III.1

#### Inlace se začátkem roku 2024 vrátí do blízkosti 2% cíle, kde setrvá i na horizontu měnové politiky

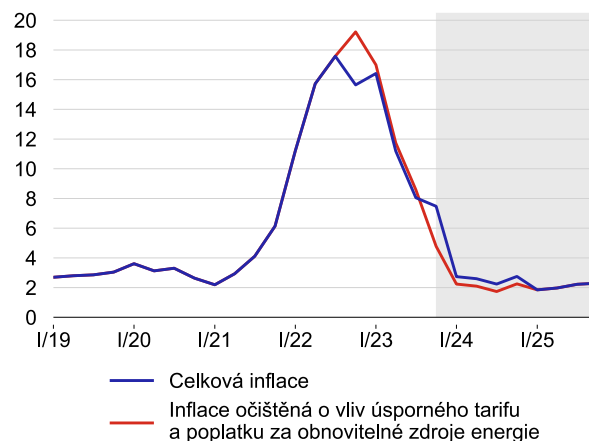
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

#### Bez vlivu snížené srovnávací základny loňského roku by svižný pokles meziroční inflace pokračoval i v letošním čtvrtém čtvrtletí

celková inflace, meziročně v %



Na počátku příštího roku se s odezněním vlivu snížené srovnávací základny dynamika regulovaných cen skokově sníží, udrží se však na zvýšené úrovni kolem 4 % (Graf III.4). Zlevnění silové složky cen energií výrazně pod úroveň vládních cenových stropů platných v letošním roce bude totiž převáženo významným zdražením regulované složky cen energií souvisejícím se zrušením vládních dotací na jejich distribuci a znovuzavedením poplatků za obnovitelné zdroje<sup>16</sup>. Proinflačně pak budou v příštím roce působit také plánovaná opatření vládního konsolidačního balíčku v podobě zdražení dálniční známky<sup>17</sup> a zvýšení sazby DPH na vybrané položky regulovaných cen (zejména teplo, vodné, stočné a dopravu).

### Meziroční dynamika cenového jádra dále zvolní

Jádrová inflace se v průběhu třetího čtvrtletí dále znatelně snižovala, což bylo způsobeno zpomalujícím růstem cen obchodovatelných, ale i neobchodovatelných statků. Během čtvrtého čtvrtletí jádrová inflace dále přibrzdí. To bude souviset se stále utlumenou dynamikou výrobních cen v zahraničí a jejím přelivem do domácích cenových okruhů. Ke zmírňující se jádrové inflaci přispěje také slabá domácí poptávka a pokračující snižování příspěvku imputovaného nájemného (Graf III.5). V něm se projevuje souběh stabilizace cen nových nemovitostí a klesající dynamiky cen ve stavebnictví (prací i materiálů). S přispěním doposud přísných domácích měnových podmínek bude snižování jádrové inflace pokračovat jak ve zbytku letošního, tak v celém příštím roce.

### Růst cen potravin zpomalí až na nízké jednociferné hodnoty

Rychlé tempo růstu cen potravin atakující počátkem letošního roku hranici 20 % se v jeho dalším průběhu znatelně snížilo. Ve čtvrtém čtvrtletí bude tento trend pokračovat (Graf III.3) a v závěru roku se dostane na nízké jednociferné hodnoty. K tomu přispějí klesající světové ceny agrárních komodit i snížení cen domácích zemědělských výrobců. V příštím roce budou ceny potravin zhruba stagnovat.

### Meziroční dynamika cen pohonných hmot se po celý letošní rok udrží v záporu, v příštím roce pohonné hmoty meziročně zdraží

Meziroční pokles cen u čerpacích stanic v průběhu třetího čtvrtletí 2023 významně zvolnil, a to zejména vlivem zdražení ropy a oslabení kurzu koruny. I tak budou v závěru letošního roku ceny pohonných hmot

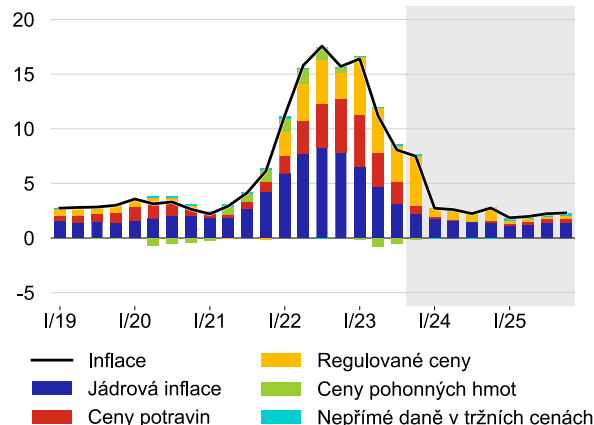
<sup>16</sup> Opuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR má platnost od října 2022 do prosince 2023.

<sup>17</sup> Cena roční dálniční známky se od března 2024 zvýší o 800 Kč (z 1500 na 2300 Kč, tedy o více než 50 %). Dále bude zavedeno pravidelné valorizační schéma, které bude reflektovat výši inflace.

Graf III.3

**Růst spotřebitelských cen zůstane ve čtvrtém čtvrtletí 2023 vlivem nízké srovnávací základny zvýšený, na počátku roku 2024 se s přispěním většiny složek prudce zbrzdí**

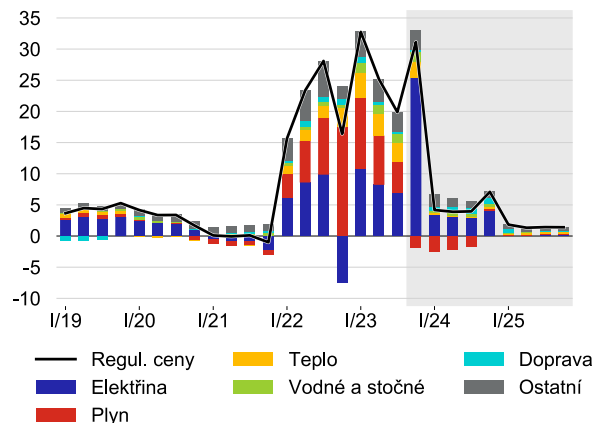
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.4

**Dynamika regulovaných cen se na počátku příštího roku skokově sníží, i tak zůstane zvýšená**

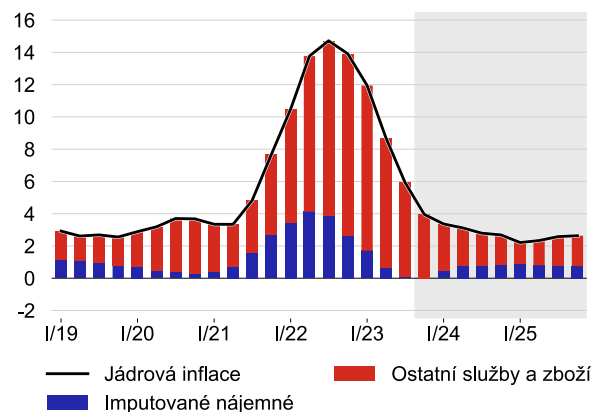
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.5

**Jádrová inflace bude i ve zbytku letošního roku a v roce příštím brzdít vlivem poklesu celkových inflačních tlaků při nízkém příspěvku imputovaného nájemného**

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



v průměru meziročně klesat. Od prvního čtvrtletí 2024 se jejich dynamika vrátí do kladného teritoria.

### **Pokles inflace během léta odrážel mírné snížení celkových nákladových tlaků, ty však na přelomu roku přechodně zesílí vlivem nárůstu energetických nákladů firem**

Růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru byl ve třetím čtvrtletí 2023 dominantně tažen nadále vysokým růstem cen domácí meziprodukce. Dynamika nákladů jako celku přitom dále zvolnila, a to především vlivem prohloubení záporného příspěvku dovozních cen energií. V něm se projevila korekce cen energetických komodit z první poloviny letošního roku. Snížil se i příspěvek domácích nákladů. Naopak opačným směrem přispěly mírně vyšší dovozní jádrové ceny (Graf III.6).

Na přelomu letošního a příštího roku celkové nákladové tlaky přechodně zesílí. Doposud záporný příspěvek dovozních cen energií totiž koncem roku téměř odezní. V dovozních cenách jako celku se projeví také vliv oslabujícího kurzu koruny. Začátkem příštího roku se navíc v energetických nákladech firem (jejichž komoditní část pochází primárně z dovozu) projeví zrušení vládních dotací na distribuci elektřiny. Příspěvek cen dovážených energií jako celku k mezičtvrtletnímu růstu celkových nákladů tak bude v prvním čtvrtletí 2024 jednorázově výrazně kladný. Vedle toho bude růst celkových nákladů nadále tažen pokračujícím zvyšováním domácích nákladů. Zároveň se bude na prognóze postupně obnovovat kladný příspěvek cenové konvergence.

Po odeznění vlivu uvedeného zdražení regulované složky cen energií pro firmy ze začátku příštího roku se dynamika celkových nákladů opět zmírní a v roce 2025 se bude postupně snižovat k rovnovážným hodnotám konzistentním s plněním inflačního cíle. Obnovené posilování kurzu se během příštího roku projeví v lehce záporných příspěvcích dovozních cen. Příspěvek domácích nákladů bude na výhledu zpočátku zvýšený, k jeho postupnému snížení dojde v roce 2025.

### **Domácí nákladové tlaky se letos dále zmírnily, i přes postupné další slábnutí od poloviny příštího roku setrvají na zvýšené úrovni**

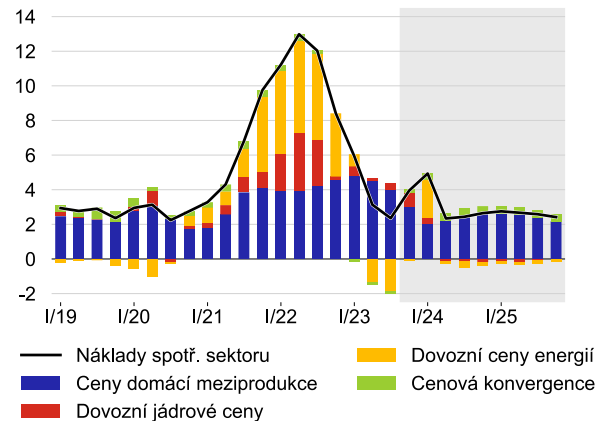
Ke zvolnění dynamiky domácích nákladů (Graf III.7) ve třetím čtvrtletí 2023 dominantně přispěl zpomalující mzdový růst v tržním sektoru. V návaznosti na doznívající mělkou recesi v tuzemské ekonomice byl během léta příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů lehce záporný. Souběžně se zhoršila efektivita práce, přičemž útlum ekonomiky byl doprovázen pokračujícím růstem zaměstnanosti. To naopak domácí nákladové tlaky mírně zesilovalo.

V závěru letošního roku se příspěvek mezd k růstu domácích nákladů dále zmírní. Začátkem příštího roku

Graf III.6

### **Nákladové tlaky na přelomu roku přechodně zesílí v návaznosti na výrazný nárůst regulované složky cen energií pro firmy a oslabující kurz koruny**

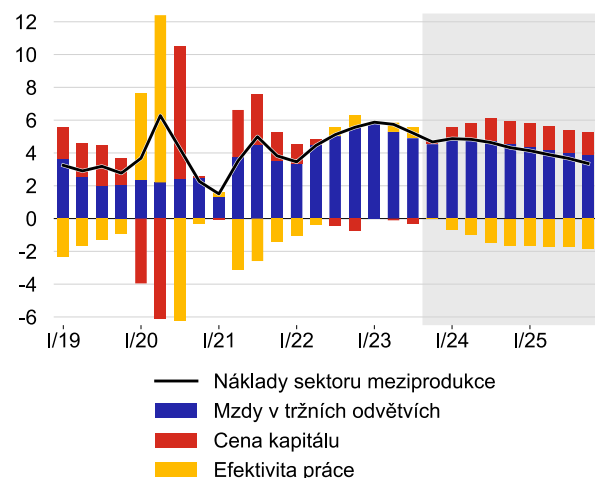
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.7

### **Domácí nákladové tlaky se budou od poloviny příštího roku postupně zmírňovat s tím, jak se bude pozvolna snižovat mzdová dynamika**

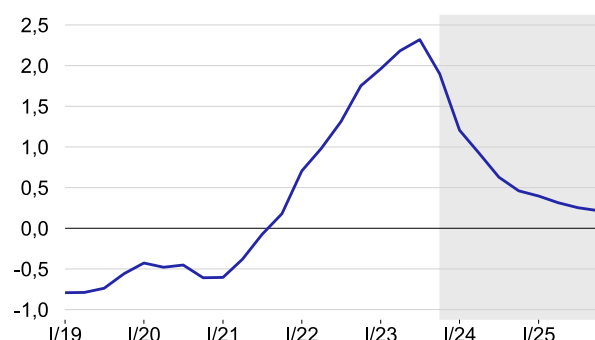
náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.8

### **Kladná mezera marží se začne ztlačovat při jen pomalu se zotavující domácí poptávce tlumené doposud přísnou měnovou politikou a v příštím roce restriktivní fiskální politikou**

mezera marží u spotřebních statků v p. b.



však krátkodobě mírně zrychlí, neboť kolektivní smlouvy na příští rok se budou uzavírat v podmínkách doznívající vysoké inflace a zvýšených ziskových marží firem. Nicméně postupně se opět prosadí snižování příspěvku mzdových nákladů. Koncem letošního roku se začne obnovovat růst ekonomické aktivity a s tím posléze i kladný příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů. Souběžné zvyšování efektivity práce bude od příštího roku naopak působit v protiinflačním směru a růst ceny kapitálu zhruba vyvažovat. Od poloviny příštího roku se mezičtvrtletní mzdový růst začne opět postupně snižovat, což povede i k postupnému zmírňování domácích nákladových tlaků. Ke kompenzaci dřívějších propadů v reálných příjmech domácností tak bude docházet postupně na celém horizontu prognózy zejména díky obnovení nízkoinflačního prostředí.

### Výrazně kladná mezera marží se na přelomu roku rychle sníží v návaznosti na utlumenou domácí poptávku a přechodně zvýšený růst nákladů

Dosud výrazně kladná mezera marží ve spotřebitelském sektoru odráží zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli zboží a služeb pro domácnosti, které šlo značně nad rámec růstu nákladů. Od přelomu letošního a příštího roku se však mezera marží začne viditelně snižovat (Graf III.8). Celkové nákladové tlaky totiž krátkodobě zřetelně zesílí, zatímco cenový vývoj zůstane umírněný. Domácí poptávka totiž bude utlumená doposud přísnou měnovou politikou a v příštím roce i fiskální konsolidací. Spotřeba domácností se tak – spolu s úrovní reálných mezd – bude ze své současné nízké úrovně zotavovat jen postupně. Prodejci přitom nebudou schopni plně přenést vysoký růst nákladů spojený se skokovým zdražením regulované složky cen energií do koncových cen pro spotřebitele a ziskové marže se tak začnou snižovat. To bude celkové inflační tlaky výrazně tlumit. V návaznosti na plošný charakter aktuální zvýšené ziskovosti tuzemských firem prognóza očekává obdobný vývoj mezery marží také v sektoru domácí meziproduktce.

### Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací

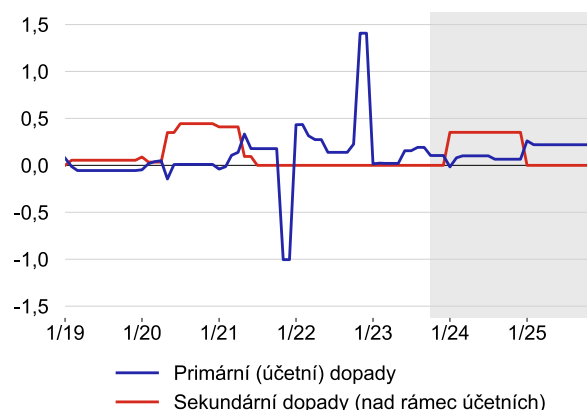
I ve zbytku letošního roku bude meziroční růst spotřebitelských cen zvyšován nárůstem spotřební daně z tabáku o 5 % od letošního ledna a srpnovým navrácením spotřební daně z nafty na původní úroveň (9,95 Kč/l). Na počátku příštího roku budou změny nepřímých daní plynoucí z vládního konsolidačního balíčku působit na růst spotřebitelských cen různorodě a v souhrnu mírně proinflačně. Součástí plánovaných opatření s proinflačním dopadem je zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu o 10 %. Protiinflačně by naopak měla působit redukce počtu sazeb DPH a přesuny vybraného zboží a služeb mezi nimi. V souhrnu povedou

**Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi cenou a jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Relativní vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty. Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „ziskové příirážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou příirážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).**

Graf III.9

### Primární a bezprostřední sekundární dopady změn nepřímých daní budou odrážet zejména plánovaná opatření vládního konsolidačního balíčku

primární a sekundární dopady změn daní, příspěvky v p. b. k meziročnímu růstu cen



**U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy bezprostředních dopadů do cen – primární (neboli účetní v dotčených položkách) a sekundární (jdoucí v dotčených položkách nad rámec účetních dopadů). Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (účetnímu) promítnutí daňových změn do cen příslušných položek spotřebního koše. Sekundární dopady zachycují okamžité cenové změny nad rámec jejich primárních dopadů a mohou být kladné i záporné. Kladné jsou v případě zvyšování (snižování) nepřímých daní tehdy, když je růst (pokles) cen dotčených položek vyšší (méně výrazný), než by odpovídalo mechanickému promítnutí změn daní. Záporné nastávají naopak v případě, kdy je růst (pokles) cen menší (výraznější), než by odpovídalo zvýšení (snížení) nepřímých daní. Sekundární dopady ovlivňují jak měnověpolitickou inflaci, tak inflaci celkovou. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek a nastavuje úrokové sazby s ohledem na výhled měnověpolitické inflace.**

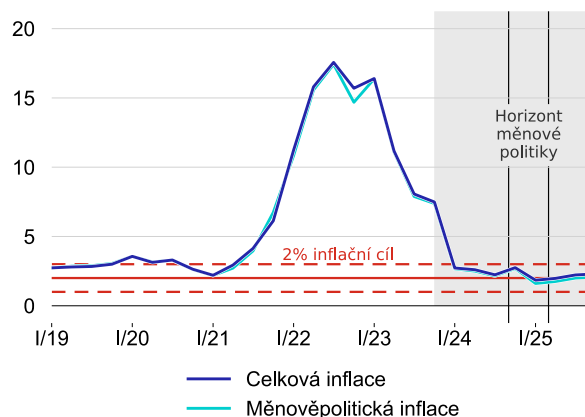
tyto změny k lehce kladným primárním (účetním) dopadům a budou růst spotřebitelských cen mírně zvyšovat. Prognóza zároveň předpokládá, že se snížení sazby DPH do cen dotčených položek<sup>18</sup> promítne pouze částečně. Z toho důvodu jsou bezprostřední sekundární dopady těchto změn kladné a souběžně ovlivní celkovou i měnověpolitickou inflaci v příštím roce. K dalšímu zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu pak dojde na počátku roku 2025, a to o 5 %, resp. 10 %. Celková inflace se tedy bude na celém výhledu nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf III.9).

Na horizontu měnové politiky, tedy ve čtvrtém čtvrtletí 2024 a prvním čtvrtletí 2025, se měnověpolitická inflace i díky dosavadní přísné měnové politice udrží v blízkosti inflačního cíle (Graf III.10).

Graf III.10

### Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky bude nalézat v blízkosti 2% cíle, celková inflace se bude nacházet lehce nad ní

celková a měnověpolitická inflace, v %



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2023	2024	2025	
<b>Spotřebitelské ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>10,8</b> (-0,2)	<b>2,6</b> (0,4)	<b>2,1</b> (0,4)	Prognóza inflace se v příštím roce přehodnocuje směrem nahoru zejména vlivem vyšší dynamiky regulovaných cen.
<b>Regulované ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>27,3</b> (-0,7)	<b>4,8</b> (3,6)	<b>1,5</b> (0,1)	Výhled regulovaných cen se pro příští rok posouvá výše vlivem výraznějšího zdražení regulované složky cen energií spojených s bydlením.
<b>Jádrová inflace</b>	% procentní body	<b>7,6</b> (-0,3)	<b>3,0</b> (-0,5)	<b>2,4</b> (0,1)	Za přehodnocením predikce jádrové inflace směrem dolů stojí slabší domácí poptávka a o něco menší inflační tlaky z trhu práce.
<b>Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>10,1</b> (-0,2)	<b>0,2</b> (-0,3)	<b>1,1</b> (0,6)	Prognóza cen potravin leží pro roky 2023 a 2024 mírně níže z titulu nižší pozorované skutečnosti během letošního léta a nižšího výhledu cen zemědělských výrobců.
<b>Ceny pohonných hmot</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-11,3</b> (3,0)	<b>3,8</b> (2,7)	<b>0,5</b> (0,8)	Predikce cen pohonných hmot se posouvá výrazně směrem vzhůru zejména v návaznosti na vyšší výhled cen ropy.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, červený její snížení)

18 Nejvýznamnějšími položkami, u nichž dojde ke snížení sazby DPH, jsou potraviny, stavební práce a knihy. Snížení sazby DPH na stavební práce se v inflaci projeví skrze imputované nájemné. Knihy nově nebudou DPH zatíženy vůbec.

## IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 7 %, diskontní sazbu na 6 % a lombardní sazbu na 8 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem. Proinflačním rizikem je zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání. To by se mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích a také ve výraznějším přecenění na začátku příštího roku, které by znamenalo inflaci výrazněji nad cílem po celý příští rok. Proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení hospodářské aktivity v Německu a potenciální dopady globálně zpřísněných měnových a finančních podmínek. Nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině a Blízkém východě, ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb počínaje čtvrtým čtvrtletím 2023. V jejich trajektorii se odráží odeznění mimořádných nákladových tlaků z vnějšího prostředí a také zmírňování domácích inflačních faktorů. V kontextu uvedených rizik, nejistot a vyznění základního scénáře prognózy se bankovní rada rozhodla odložit zahájení poklesu úrokových sazeb na později.

### Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb počínaje čtvrtým čtvrtletím 2023

Podzimní prognóza implikuje potřebu poklesu tržních úrokových sazeb během následujících několika čtvrtletí (Graf IV.1). Úrokové sazby se podle základního scénáře začínají snižovat ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku a koncem příštího roku se zhruba stabilizují mírně nad měnověpoliticky neutrální úrovní. To je v souladu s odezněním mimořádných nákladových tlaků z vnějšího prostředí a odezníváním inflačních faktorů z domácí ekonomiky. Přechodné zvýšení nákladových tlaků na přelomu letošního a příštího roku nezabrání v poklesu spotřebitelské inflace do blízkosti inflačního cíle už počátkem příštího roku. V návaznosti na utlumenou spotřebitelskou poptávku totiž firmy promítnou nárůst nákladů spíše do snížení svých ziskových marží než do zvýšení cen. Aktuálně mimořádně vysoké ziskové marže tuzemských výrobců a prodejců se tak začnou rychle snižovat a cenový růst budou na výhledu tlumit. K tomu se od poloviny příštího roku připojí klesající dynamika mezd. V blízkosti cíle pak inflace setrvá i na horizontu měnové politiky, tj. na přelomu let 2024 a 2025. Důležitým předpokladem základního scénáře prognózy i nadále zůstává ukotvenost inflačních očekávání 2% cílem, která přispívá k návratu inflace do jeho blízkosti.

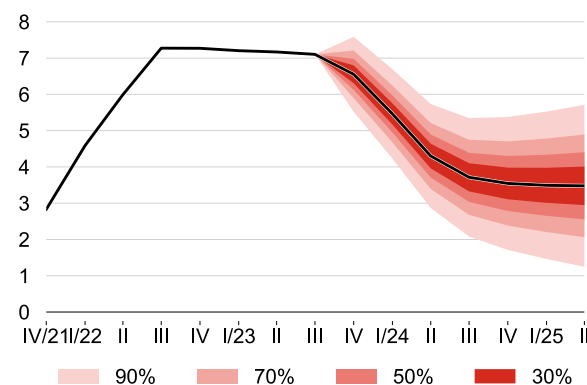
### Koruna v poslední době oslabila

Od dubna byl patrný trend oslabování koruny, a to o více než 5 %. V první polovině října bylo zaznamenáno další oslabení koruny spojené se zveřejněním nižší než očekávané zářijové inflace. V reakci na to začaly trhy předpokládat dřívější snižování úrokových sazeb. K tomu přispěly i komentáře některých členů bankovní rady. V důsledku toho koruna oslabila

Graf IV.1

### Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



**Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující. V případě celkové inflace se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí a poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.**



o cca 1 % až do intervalu 24,6–24,7 CZK/EUR, ve kterém se v druhé polovině října stabilizovala.

Příznivým, avšak jen sezónním faktorem je odeznění zvýšené poptávky po devizách (spojené zejména s obdobím výplaty dividend a letní výjezdové turistiky)<sup>19</sup>. Naopak v neprospěch koruny hovoří především vysoké úrokové sazby v USA a očekávání finančních trhů, že tyto sazby setrvávají na vysokých úrovních po delší dobu. Druhým negativním faktorem pro korunu je mnohem méně příznivý ekonomický vývoj a výhled Evropy (ekonomické dopady Green Dealu a války na Ukrajině) oproti východní Asii a Severní Americe. Za této situace zůstává klíčovým faktorem pro budoucí vývoj kurzu koruny aktuální, resp. trhy očekávaný úrokový diferenciál vůči USD a EUR.

### Koruna v nejbližších čtvrtletích ještě dále lehce oslabí

Podzimní prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí 2023 ve výši 24,6 CZK/EUR. Začátkem příštího roku pak koruna ještě dále lehce oslabí (Graf IV.2), což bude spojeno zejména se zužujícím se úrokovým rozpětím oproti eurozóně<sup>20</sup> (Graf IV.3), které se však od konce příštího roku přibližně stabilizuje. Následné mírné posilování koruny bude odrážet zejména oživování zahraniční poptávky a s tím související rozjezd domácí ekonomiky a její exportní výkonnosti.

### Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB výše, současně analytici očekávají podobný vývoj kurzu koruny jako centrální banka

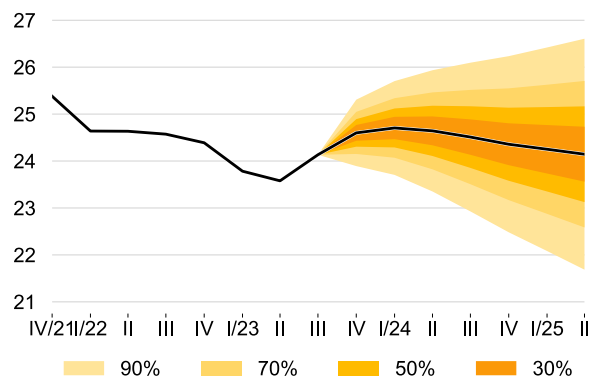
Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech posunul níže. Trh očekává postupné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled se přitom nachází výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře prognózy ČNB. Pro listopadové měnověpolitické jednání většina respondentů šetření IOFT očekávala ponechání 2T repo sazby na stávající úrovni, čtyři z nich předpokládali snížení o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v širokém rozmezí 3,50 % až 5,75 % (v průměru 4,8 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny nedaleko od současných hodnot okolo 24,6 CZK/EUR (Tab. IV.1). Nedávné oslabení považují za přechodné a v ročním horizontu předpokládají lehké posílení české měny. Jimi předpokládaný kurzový vývoj je tak téměř shodný s výhledem centrální banky. Rozdíl mezi minimální a maximální

Graf IV.2

### Po počátečním oslabení se v průběhu příštího roku obnoví posilování koruny

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

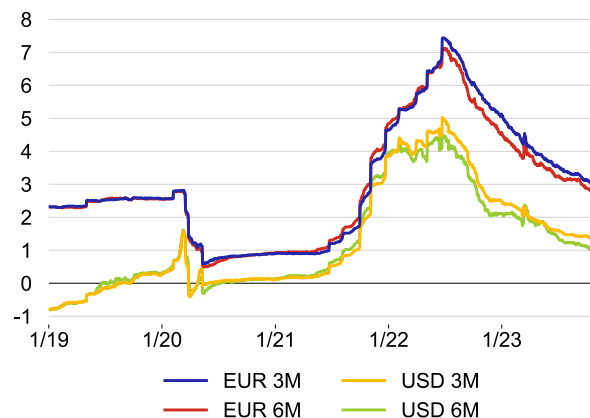


*Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti (standardně vzdálený 12–18 měsíců), na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje časovou délku transmise měnové politiky. Cílením inflace na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.*

Graf IV.3

### Úrokový diferenciál vůči eurovým i dolarovým sazbám se postupně zužuje

procentní body, diferenciál sazeb na českém peněžním trhu vůči sazbám v EUR a USD



<sup>19</sup> U dividend se jedná o nižší stovky miliard Kč, v případě turistiky o desítky miliard Kč.

<sup>20</sup> Tento vliv je částečně expertně tlumen, ale méně než v letní prognóze.

očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních přibližně dvě koruny.

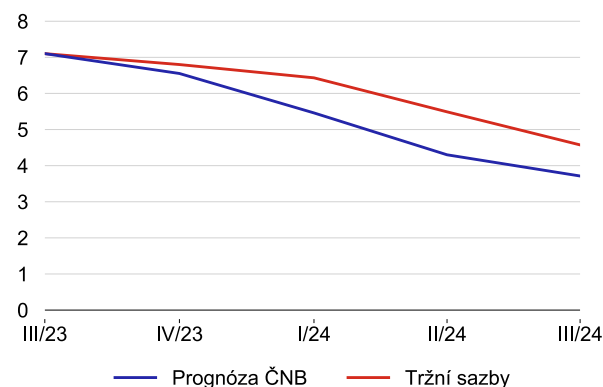
### Komunikace bankovní rady vyznívala ve smyslu, že přístup ke snižování úrokových sazeb bude opatrný

Od většiny členů bankovní rady zaznělo, že k rozhodování o snižování sazeb je třeba přistupovat s opatrností z hlediska načasování a rychlosti prvních kroků. Důvodem k opatrnosti se snižováním sazeb je podle jednoho člena riziko vyššího lednového přecenění, tři členové citovali jako důvod k opatrnosti inflační nálož v jádrové inflaci, která je a v příštím roce bude stále značná. Vzhledem k vysokým očekávaným hodnotám jádrové inflace v celém příštím roce bude podle jedné členky bankovní rady třeba držet sazby na přísných úrovních delší dobu. Jeden člen uvedl, že dočasné podstřelení inflačního cíle považuje za menší riziko než ukotvení inflace po delší dobu na hodnotách mezi 4 až 6 procenty. Několikrát však také zaznělo, že v případě nízké jednociferné inflace začátkem příštího roku bude stávající nastavení sazeb přehnaně přísné. Tři členové bankovní rady uvedli, že nevyklučují možnost snížení úrokových sazeb před koncem letošního roku. Dva členové zdůrazňovali, že je vhodné finanční trhy na myšlenku budoucího snižování sazeb centrální bankou komunikačně připravit.

Graf IV.4

**Trh většinově očekával na listopadovém zasedání stabilitu úrokových sazeb, oproti prognóze ČNB leží výhled trhu na vyšší hladině**

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/23 3M PRIBOR, pro IV/23 až III/24 průměrné hodnoty sazeb FRA 1\*4, 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. říjnu 2023.

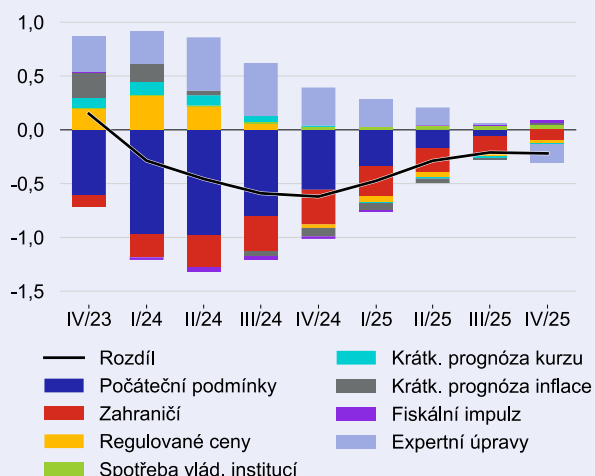
*Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je dvoutýdenní (2T) repo sazba, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Aktuálně je tento rozdíl téměř nulový.*

## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

**Oproti letní prognóze je trajektorie sazeb zejména v příštím roce o něco níže**

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

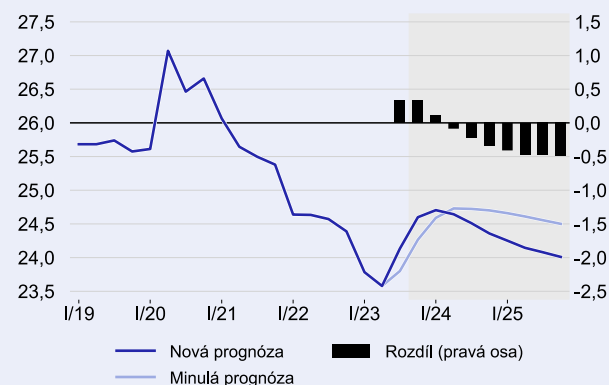
**Srovnání trajektorie úrokových sazeb s minulou prognózou (Graf IV.5)**

- V záporném příspěvku **zahraničí** se projevuje především snížený výhled jádrové složky cen zahraničních výrobců a také o něco rychlejší očekávané snižování úrokových sazeb ECB na výhledu.
- **Počáteční podmínky** v domácí ekonomice působí ve směru viditelně nižších sazeb, což je důsledkem nižší pozorované mzdové dynamiky a utlumenějšího růstu HDP. Ve stejném směru se projevuje také přehodnocení dovozních cen energií ve smyslu rychlejšího průsaku jejich předchozího poklesu do nákladů tuzemských firem.
- **Krátkodobá prognóza kurzu i inflace** pro čtvrté čtvrtletí letošního roku působí mírně ve směru vyšších sazeb.
- Kladné příspěvky regulovaných cen v nejbližších čtvrtletích jsou odrazem očekávaného zvýšení **regulované složky cen energií** na začátku příštího roku v souvislosti s rušením vládních dotací na jejich distribuci.
- Dopady zpřesněného výhledu **spotřeby vládních institucí** a **fiskálního impulzu** jsou v příštím roce zhruba neutrální. V roce 2025 přispívá vyšší reálná spotřeba vlády k lehce vyšším sazbám.
- **Expertní úpravy** působí téměř na celém výhledu směrem k vyšším úrokovým sazbám. To je dominantně důsledkem očekávaného zvýšení regulované složky cen elektřiny od začátku příštího roku, které jednorázově zvedne náklady firem na energie. Ve stejném směru pak působí také zmírnění expertních úprav tlumících oslabování kurzu

Graf IV.6

**Měnový kurz bude oproti letní prognóze zpočátku na slabších hodnotách, v příštím roce bude koruna naopak posilovat výrazněji**

změna prognózy kurzu CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa



koruny v reakci na zužující se úrokový diferenciál. V opačném směru jsou předchozí efekty částečně vyvažovány expertními zásahy ve směru nižší dynamiky mezd na začátku prognózy a tlumením částečné indexace mezd dále na prognóze a také zohledněním odloženého a pozvolnějšího oživení spotřeby domácností.

**Srovnání kurzu koruny s minulou prognózou (Graf IV.6)**

- Posun kurzu ke slabším hodnotám na bližším konci prognostického horizontu je dán primárně jeho **pozorovanými hodnotami**. Stejným směrem působí i zpočátku rychleji se zužující **úrokový diferenciál** vůči eurozóně a **zhoršený výhled platební bilance**.
- Výraznější posilování kurzu v příštím roce je naopak odrazem rychlejšího zvyšování **nominálního čistého vývozu** na výhledu.

## Podmínky dlouhodobého financování se během letošního roku uvolnily

Úrokové sazby PRIBOR s krátkou dobou splatnosti zůstávaly stabilní, v delších splatnostech (nad 3M) se přibližně od června letošního roku začaly snižovat. Výnosová křivka na peněžním trhu tak získala záporný sklon. Tuzemské sazby s delší splatností (nad 1R) se zpočátku vyvíjely zhruba v souladu se sazbami na zahraničních trzích (Graf IV.7). Přibližně od června se od nich částečně odchyly směrem dolů. Trhy v zahraničí totiž zcela nevyklučují – na rozdíl od ČR – ještě další mírné zpřísnění měnových politik centrálních bank. Na začátku října se na trhu zvýšila nejistota po útoku hnutí Hamás na Izrael, útek do bezpečných aktiv se však v sazbách promítl jen omezeně. Celkově se od počátku letošního roku domácí sazby IRS v jednotlivých splatnostech snížily až o 1,2 procentního bodu, což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů.<sup>21</sup> Podmínky dlouhodobého financování se tak uvolnily. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal přibližně zachován (Graf IV.8).

## Vývoj domácích tržních sazeb se promítá v klientských úrokových sazbách

Úrokové sazby z úvěrů se v některých segmentech v posledním období lehce snížily mimo jiné i s tím, jak trh očekává budoucí pokles měnověpolitických sazeb ČNB. Sazba z nových čistých úvěrů nefinančním podnikům dosáhla v září 8,5 % (Graf IV.9) a je oproti sazbě z eurových úvěrů vyšší o necelé 3 procentní body. Úroková sazba z nových čistých hypoték se pohybuje na úrovni 5,8 %. Sazba z nových úvěrů na bydlení se v posledním období mírně zvýšila na 5,5 % v důsledku postupných refixací hypoték sjednávaných se značným časovým předstihem. Úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností setrvala ve třetím čtvrtletí na úrovni 6,4 %. Reálné úrokové sazby se vlivem poklesu inflace očekávané analytiky finančního trhu v ročním horizontu zvýšily do více kladných hodnot, u úvěrů podnikům dosáhly 5,7 %. Do kladných hodnot překmitne v následujícím období i reálná sazba z úvěrů podnikům při zohlednění aktuální inflace.

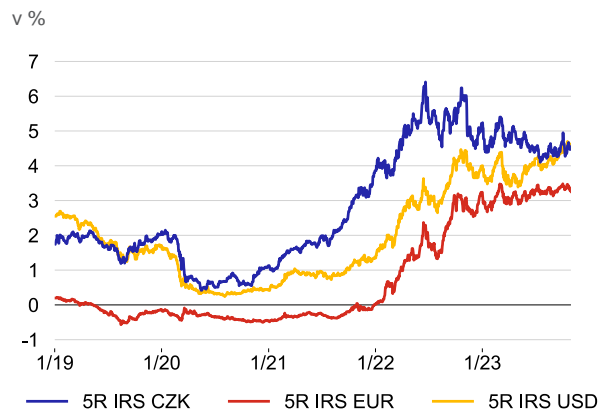
## Dynamika úvěrů podnikům a domácnostem dále zpomalila

Tempo růstu úvěrů podnikům zpomalilo a v září dosáhlo 4,3 %. V podmínkách zlevnění výrobních vstupů poklesly především krátkodobé úvěry. Podíl úvěrů v cizí měně je na vysoké úrovni 49,3 %, intenzita jeho zvyšování však v letošním roce zvolnila, a to v podmínkách snižujícího se úrokového diferenciálu

<sup>21</sup> Od počátku letošního roku Ministerstvo financí ČR emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 357 mld. Kč. Aktualizovaná Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2023 předpokládá emise v objemu 400 až 500 mld. Kč.

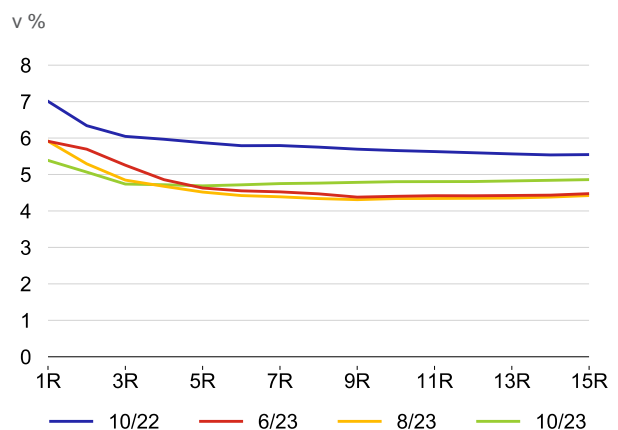
Graf IV.7

Domácí úrokové sazby s delší splatností měly v posledním roce klesající tendenci



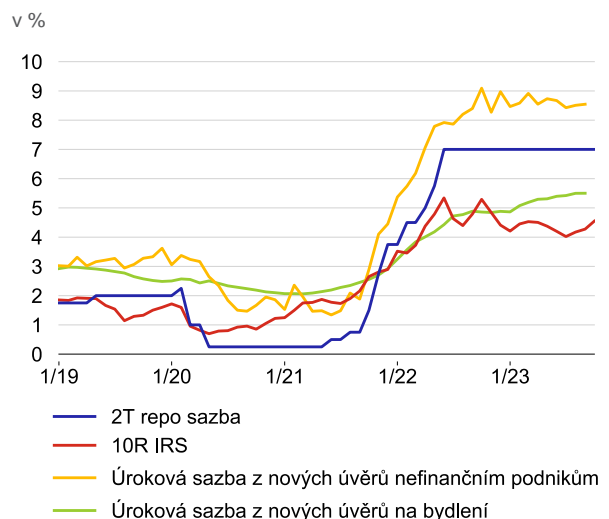
Graf IV.8

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se oproti minulému roku posunula na nižší hladinu, její sklon na kratším konci zůstal záporný



Graf IV.9

Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení se po zpřísnění měnových podmínek pohybují na zvýšených úrovních



vůči zahraničí a zpřísněných úvěrových standardů bank v tomto segmentu. Dle vnímání bank poptávka podniků po úvěrech po předchozím poklesu ve třetím čtvrtletí mírně oživila v důsledku financování fúzí, akvizic a restrukturalizace podniků a dluhů. I přes aktuální oživení je poptávka po úvěrech stále oslabená vlivem vysokých úrokových sazeb a utlumené soukromé investiční aktivity. To dokládá i meziroční dvouciferný pokles nových čistých podnikových úvěrů. Dle prognózy se růst úvěrů podnikům v následujícím období stabilizuje (Graf IV.10) v reakci na postupné snižování úrokových sazeb a obnovení ekonomického růstu.

Růst úvěrů domácnostem na bydlení rovněž dále zvolnil na 4,4 %. Banky však vnímaly zvýšení poptávky po úvěrech na bydlení, což odráželo očekávání změny trendu vývoje cen rezidenčních nemovitostí, mírné snížení úrokových sazeb z hypoték a deaktivaci úvěrového limitu DSTI. Nové čisté hypotéky poprvé od konce roku 2021 meziročně vzrostly, i když z významné části vlivem efektu loňské nízké základny. Nárůst hypotečního trhu bude v následujícím období ovlivněn především očekáváním domácností ohledně dalšího vývoje úrokových sazeb. Dle prognózy růst úvěrů na bydlení začne v polovině roku 2024 pozvolna zrychlovat, bude se však pohybovat na značně nižší úrovni než v předchozích letech (Graf IV.10).

### Rizika prognózy a nejistoty výhledu jsou výrazné a jdoucí proinflačním směrem

Proinflační riziko prognózy plyne zejména z vyššího než očekávaného lednového přecenění zboží a služeb, které by mohlo být zhmožněním nadále zvýšených inflačních očekávání a vést k pomalejšímu poklesu inflace v příštím roce, resp. k setrvání inflace ztatečněji nad 2% cílem po celý příští rok. Dalším proinflačním rizikem pak je déletrvajícím působením deficitního hospodaření sektoru vládních institucí, které se projevuje ve zvýšeném růstu množství peněz v oběhu.

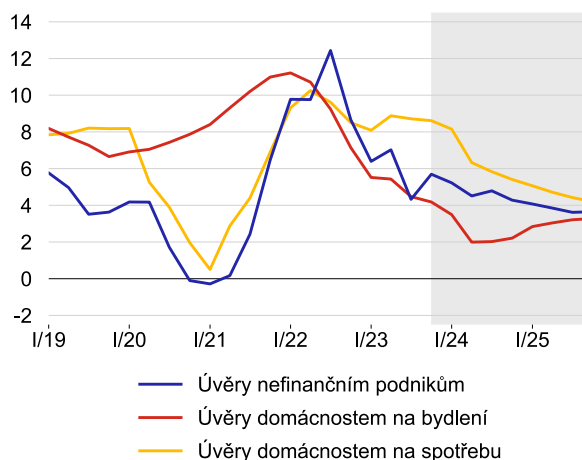
Protiinflačním rizikem je pomalejší než očekávané oživení zahraniční poptávky v podmínkách výrazně zpřísněných globálních finančních podmínek. Naopak novým nákladovým proinflačním rizikem ze zahraničí je pak probíhající konflikt na Blízkém východě. Případné zapojení okolních zemí, zejména Íránu, by kvůli ohrožení dodávek mohlo způsobit další nárůst ceny ropy a případně i zemního plynu.

Přetrvávající nejistotou je rychlost snižování míry úspor z aktuálně vysokých hodnot. V prostředí nadále napjatého trhu práce je nejistotou také dynamika mezd. Stejně tak jsou nejisté i bezprostřední (sekundární) dopady změn nepřímých daní do celkové inflace a zvýšení regulované složky cen energií v lednu příštího roku. Zdrojem nejistoty zůstává také průsak dovozních cen energií a administrativních úprav v cenách elektřiny a plynu do nákladů tuzemských firem.

Graf IV.10

### Růst úvěrů domácnostem i podnikům se postupně stabilizuje

roční míry růstu v %

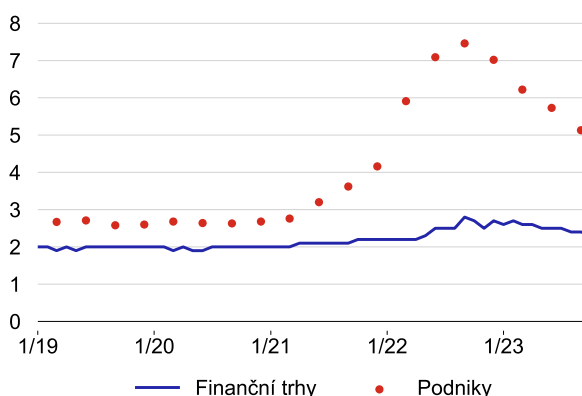


Poznámka: Roční míry růstu úvěrů byly ve druhém čtvrtletí 2023 ovlivněny dubnovým odkupem úvěrů Sberbank CZ ze strany České spořitelny.

Graf IV.11

### Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků dále klesla, stále však zůstávají vysoko nad 2% cílem

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



## Inflační očekávání poklesla, zůstávají však zatím vysoko nad 2% cílem

Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání nadále přetrvává, byť v menší míře než dříve. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu dosáhla v září 6,6 % (Tab. IV.1). V tříletém horizontu poklesla na 5,1 %, i tak se však pohybují výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.11). Podniky jsou dotazovány i na vývoj cen hlavních vstupů (surovinových, materiálových, energetických atd.) v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v září k poklesu na 7,3 %. Také konjunkturní šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb se významně snížil.

Rovněž u domácností oslabují obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise se sice pohybuje nedaleko historicky nejvyšších hodnot, avšak indikátor inflace očekávané v ročním horizontu se v průběhu posledního roku výrazně snížil (Graf IV.12). Dle konjunkturního šetření ČSÚ spotřebitelé zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace, i když méně než před rokem. Přetrvává také zhoršený výhled jejich finanční situace, což souvisí především s nedávným rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu nadále prognózuji inflaci mírně nad 2% cílem ČNB (v říjnovém šetření IOFT v průměru očekávali 2,3 %).

## V prostředí zvýšených inflačních očekávání může dojít k výraznějšímu než předpokládanému lednovému přecenění zboží a služeb

Základní scénář prognózy sekce měnové očekává, že efekt tradičního lednového přecenění zboží a služeb proběhne v podobné míře jako před energetickou krizí (2019–2021). Meziroční míra inflace by se tak dle základního scénáře měla v lednu snížit ke 3 %.

V prostředí zvýšených inflačních očekávání a dočasného přerušení dezinflačního trendu během posledního čtvrtletí letošního roku však hrozí, že lednové přecenění proběhne ve vyšší než očekávané míře.

K ilustraci tohoto rizika byl vypracován scénář vyššího lednového přecenění, který uvažuje výraznější růst tržních cen s dopadem jednoho procentního bodu do lednové meziroční inflace a při stabilitě úrokových sazeb na současné úrovni do konce prvního čtvrtletí příštího roku.

Tab. IV.1

### Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků pohybují již delší dobu nad inflačním cílem, u podniků přesahují 5 %

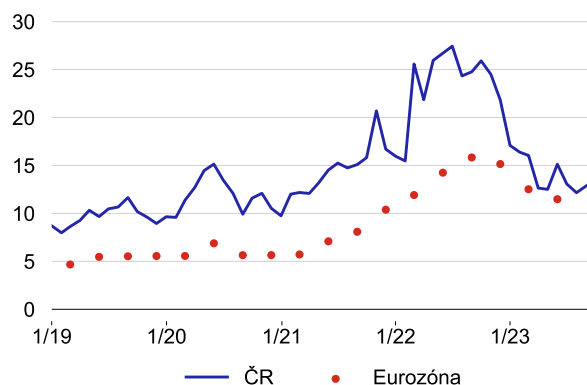
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	6/23	7/23	8/23	9/23	10/23
<b>IOFT:</b>					
Index spotřebitelských cen	3,1	3,1	2,7	2,7	2,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3
Reálný HDP v roce 2023	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0
Reálný HDP v roce 2024	2,5	2,5	2,3	2,2	2,1
Nominální mzdy v roce 2023	8,7	8,5	8,8	8,4	8,2
Nominální mzdy v roce 2024	6,5	6,4	6,8	6,7	6,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	23,9	24,0	24,2	24,3	24,4
2T repo (v %)	5,4	5,3	5,1	4,9	4,8
1R PRIBOR (v %)	5,3	5,2	4,9	4,7	4,6
<b>Podniky:</b>					
Index spotřebitelských cen	8,0			6,6	
Index spotř. cen v horizontu 3R	5,7			5,1	
<b>CF:</b>					
Reálný HDP v roce 2023	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0
Reálný HDP v roce 2024	2,6	2,5	2,4	2,2	2,2
Nominální mzdy v roce 2023	8,6	8,5	8,5	8,5	8,1
Nominální mzdy v roce 2024	6,3	6,5	6,5	6,6	6,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	23,9	23,8	24,1	24,4	24,5
3M PRIBOR (v %)	5,3	5,2	4,9	4,7	4,6

Graf IV.12

### Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se během posledního roku výrazně snížila, v posledních měsících však v případě ČR stagnují

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, pro ČR vzorek cca 1000 domácností, v %



**Inflační očekávání domácností, firem a finančních trhů** podstatným způsobem ovlivňují jejich chování a rozhodování a tím i celkový ekonomický vývoj a výslednou inflaci. Do značné míry přitom mohou být očekávání sebenaplnující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a snažit se je udržet v blízkosti svého inflačního cíle.

## Scénář výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb

Nelze vyloučit, že zvýšená inflační očekávání v kombinaci se stále ještě poměrně vysokou pozorovanou meziroční mírou inflace v závěru letošního roku by mohla vyústit ve výraznější lednové přecenění zboží a služeb, než uvažuje základní scénář prognózy.

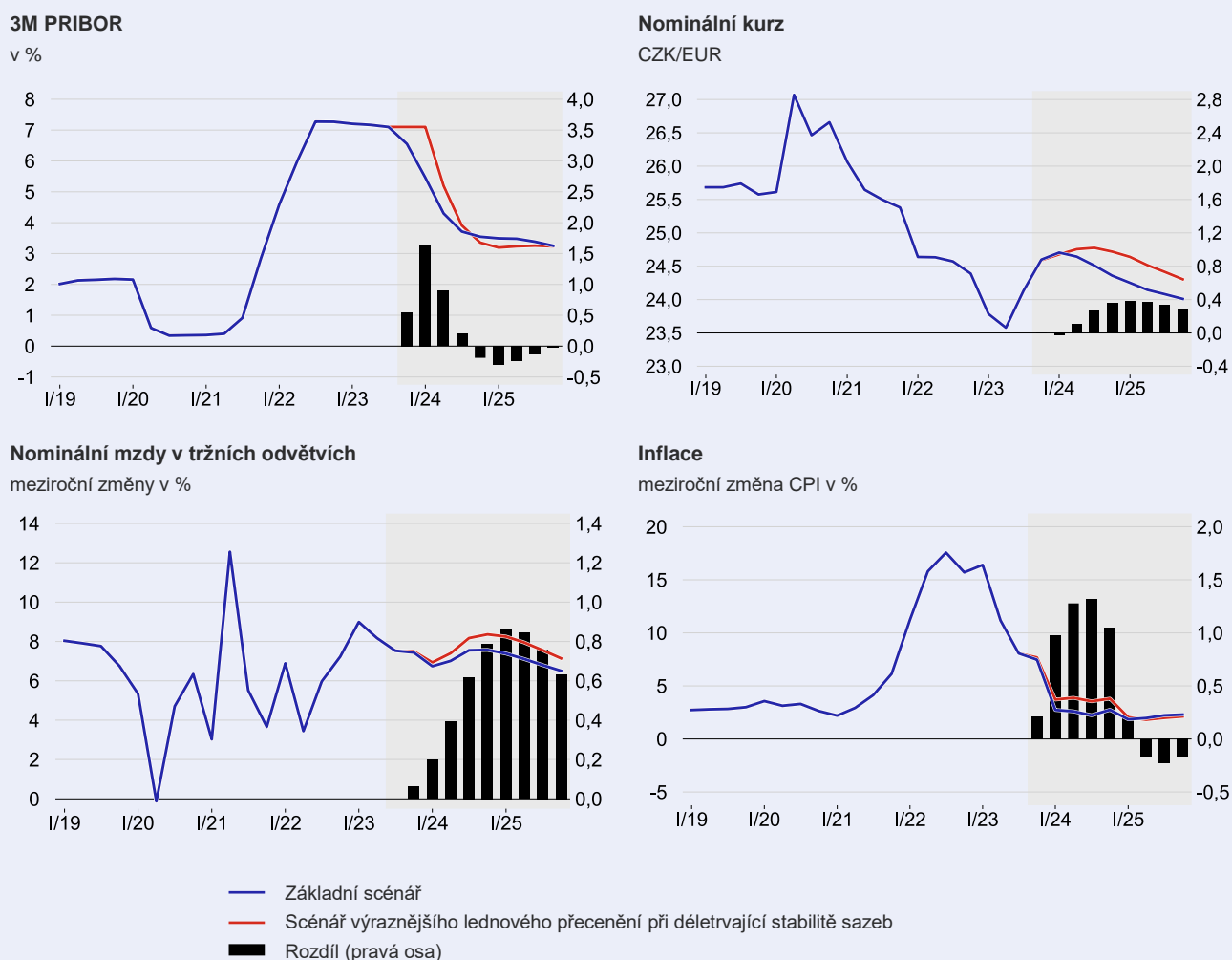
Scénář výraznějšího lednového přecenění předpokládá oproti základnímu scénáři vyšší nárůst tržních cen v lednu 2024, a to s dopadem ve výši jednoho procentního bodu do celkové meziroční inflace. Inflace pak zůstává výrazně zvýšena po celý příští rok a do blízkosti cíle se navrácí až v roce 2025.

Měnová politika na výraznější přecenění reaguje přísnějším nastavením úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Úrokové sazby setrvávají do konce prvního čtvrtletí příštího roku na své současné úrovni, což zajistí návrat inflace do blízkosti cíle na horizontu měnové politiky. Následně sazby rychle poklesnou k hodnotám ze základního scénáře. Kurz koruny i přes přechodně vyšší trajektorii sazeb oslabí nad hodnoty ze základního scénáře, a to kvůli vyšší domácí inflaci, která se odrazí ve zhoršené cenové konkurenceschopnosti českých firem. Vyšší inflace a slabší koruna se rovněž projeví v rychlejším nominálním mzdovém růstu oproti základnímu scénáři.

Graf IV.13

### Výraznější lednové přecenění vede ke ztlačně vyšší inflaci po celý rok 2024 i při déletrvající stabilitě úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem výraznějšího lednového přecenění při déletrvající stabilitě sazeb



### Proinflačním rizikem prognózy je také zvýšený růst množství peněz v ekonomice související s deficitním hospodařením sektoru vládních institucí

Dynamika peněžního agregátu M3 se nadále pohybuje na poměrně vysoké úrovni (Graf IV.14) a výrazně nad úrovní eurozóny. Z hlediska hlavních zdrojů tvorby peněz k vyššímu růstu M3 přispívá profinancování zvýšených fiskálních deficitů (viz níže). Příspěvek zadlužení vlády k růstu M3 dosahuje v dosavadním průběhu letošního roku v průměru téměř 4 procentní body, zatímco v letech 2010–2019 dosáhla průměrná výše tohoto příspěvku 0,2 procentního bodu. Naproti tomu zvýšená úroveň úrokových sazeb se promítá v pokračujícím zpomalování dynamiky úvěrů soukromému sektoru na 5,5 %. Z hlediska sektorové struktury je oproti minulosti zvýšený příspěvek finančních neměnových institucí k růstu M3 mimo jiné i v důsledku realokace portfolií. Přesouvání vysoce likvidních jednodenních vkladů do více úročených produktů se zmírnilo, což se projevuje v obnovení růstu vysoce likvidního peněžního agregátu M1, k jehož budoucí dynamice by mělo přispět snižování míry úspor domácností.

Saldo hospodaření vládních institucí dosahovalo v posledních letech hlubokých deficitů (Graf IV.15). Proinflačním rizikem pro příští rok je tak potenciální zpožděný dopad déletrvajícího výrazně deficitního hospodaření sektoru vládních institucí. V příštích letech by se však mělo toto riziko s ohledem na plánovanou konsolidaci veřejných financí zmírňovat.

### Fiskální politika je vedle toho zdrojem dílčích nejistot

U fiskální politiky nadále panuje nejistota ohledně dopadů kompenzací vyplácených v důsledku stropů na ceny energií, stejně jako ohledně výběru daně z neočekávaných zisků a mimořádných odvodů za účelem financování zmíněných kompenzací. V příštím roce panuje nejistota zejména ohledně skutečného rozsahu krácení dotačních titulů a ostatních běžných výdajů, které je zahrnuto v konsolidačním balíčku. Nejistota panuje také ohledně dopadu chystaných změn v oblasti nepřímých daní a jejich dopadů do lednového přečeňování zboží a služeb.

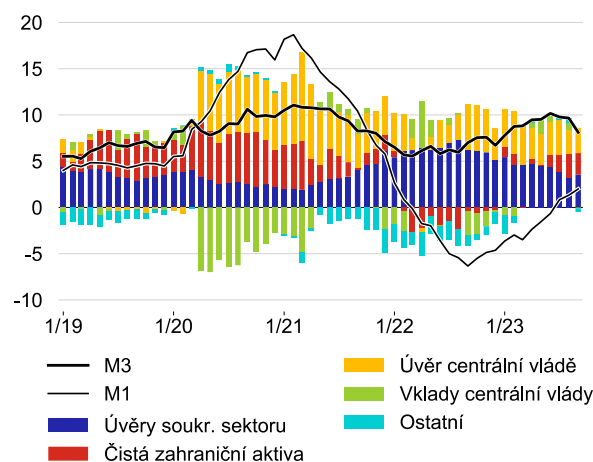
### Nejistotou prognózy je také budoucí vývoj míry úspor a její vliv na spotřebu domácností

Míra úspor domácností se v posledních letech pohybuje vysoko nad dlouhodobým předkrizovým průměrem, který činil zhruba 12 %. V letošním roce je vysoká míra úspor ovlivněna zejména nastavením úrokových sazeb a zhoršeným sentimentem kvůli energetické krizi, kdy domácnosti tvoří dodatečné rezervy i z opatrnostních důvodů. Tento trend se nicméně časem obrátí a zlepšení spotřebitelské důvěry povede – v základním scénáři prognózy – k poklesu míry úspor z aktuálně nadprůměrných hodnot. Návrat k dlouhodobě rovnovážným hodnotám míry úspor by

Graf IV.14

### Dynamika peněžního agregátu M3 je poměrně vysoká vlivem výrazného příspěvku úvěrového financování vlády

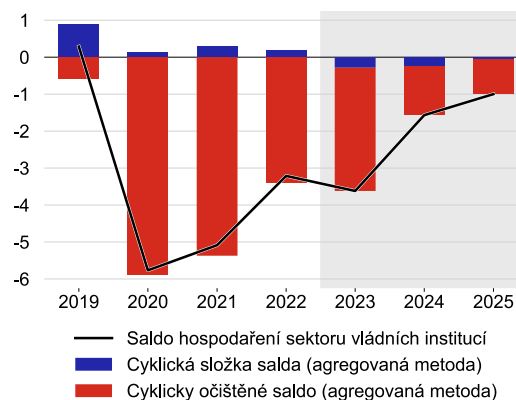
roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech



Graf IV.15

### Hospodaření vládních institucí zůstává deficitní, v příštích letech se však schodek ztelně zmírní

v % nominálního HDP





se však ve skutečnosti mohl lišit oproti základnímu scénáři s dopady na rychlost oživení spotřeby domácností a z toho plynoucích poptávkových inflačních tlaků.

### **V prostředí napjatého trhu práce a dlouhodobě zvýšené inflace je nejistotou výhledu také dynamika mezd**

Dostupná data z trhu práce signalizují zpomalující, ale nadále solidní mzdovou dynamiku. Výrazná ziskovost firem může v prostředí velmi napjatého trhu práce a dlouhodobě zvýšené inflace dynamiku mezd i nadále podporovat.

### **Nejistota panuje také ohledně průsaku dovozních cen energií do firemních nákladů**

Ceny zahraničních výrobců přešly ve třetím čtvrtletí letošního roku do meziročního poklesu, který je tažen zejména poklesem energetické složky. Nejistota panuje v tom, kdy a s jakou intenzitou se tento pokles promítne do dovozních cen energií, resp. do nákladů tuzemských firem, a tím i do koncových cen pro spotřebitele. Závisí to totiž na tom, jak dlouhodobé kontrakty mají domácí producenti uzavřeny s dodavateli energií a kdy dojde k jejich přecenění a následnému promítnutí do finálních cen včetně možného vlivu konkurenčního prostředí. Roli bude navíc hrát plánované navýšení regulované složky cen energií, které bude mít vliv – vedle dopadu na měsíční účty domácností za elektřinu a plyn – i na náklady tuzemských firem.

### **Snižování sazeb může být v kontextu proinflačních rizik pomalejší oproti prognóze**

Se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní pokles sazby 3M PRIBOR, a to z výchozí hodnoty 7,1 % na průměrnou hodnotu 6,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023 a 5,5 % v prvním čtvrtletí 2024. Rizika a nejistoty prognózy jsou ovšem hodnoceny v souhrnu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem, tedy ve směru pozvolnějšího poklesu úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Zejména s ohledem na proinflační riziko vyššího než očekávaného lednového přecenění, které může být potvrzením zvýšených inflačních očekávání, je adekvátní reakcí centrální banky zaujmout obezřetný přístup a zmírnit rychlost snižování úrokových sazeb.

### **Celková inflace v příštím roce poklesne k cíli s podstatným přispěním kolísavých položek spotřebního koše**

Obezřetný postoj spočívající v pomalejším poklesu úrokových sazeb je adekvátní reakcí i z toho důvodu, že se celková inflace sníží do blízkosti inflačního cíle s podstatným přispěním těch položek spotřebního koše, jejichž ceny obecně vykazují zvýšenou kolísavost (zejména ceny potravin). Jádrová inflace, která nejvíce odráží inflační podhoubí, se k cíli přiblíží až na začátku roku 2025.

# Seznam zkratek

BoE	centrální banka UK	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
BoJ	centrální banka Japonska	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CF	Consensus Forecasts	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CZK, Kč	česká koruna	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČNB	Česká národní banka	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
ČR	Česká republika	M1, M3	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MF	Ministerstvo financí
DPH	daň z přidané hodnoty	MFI	měnové finanční instituce
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MMF	Mezinárodní měnový fond
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EET	elektronická evidence tržeb	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EHP	Evropský hospodářský prostor	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblastí energetiky)	NHPP	národohospodářská produktivita
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIU	Economist Intelligence Unit	NÚ	národní účty
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESA	Evropský systém národních účtů	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	p. b.	procentní body
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EU	Evropská unie	PPI	ceny průmyslových výrobců
EUR	Euro	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PZI	přímé zahraniční investice
FECF	Foreign Exchange Consensus Forecasts	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
Fed	centrální banka USA	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
FOMC	Federální výbor pro volný trh	USA	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
HDP	hrubý domácí produkt	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HICP	harmonizovaný cenový index	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HNP	hrubý národní produkt	ZoI	Zpráva o inflaci
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr	ZoMP	Zpráva o měnové politice
HPH	hrubá přidaná hodnota		
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)		
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu		
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		

# Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,6	5311,6	5290,8	5354,2	5505,2
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4344,6	4627,4	4794,9	5116,9	5416,4	5793,9	5710,8	6107,0	6784,3	7295,8	7532,1	7905,1
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,4	-0,4	1,2	2,8
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,1	-0,8	-3,2	2,6	3,6
Výdaje na konečnou spotřebu vlád, institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,6	2,5	1,1	1,1
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	4,4	-9,2	19,0	5,6	-5,5	-2,7	2,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,8	-6,0	0,7	3,0	2,9	4,5	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-8,1	6,8	7,2	2,7	2,5	5,0
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,4	-8,2	13,2	6,3	-0,3	1,9	4,9
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	283,4	276,2	337,7	400,0	336,5	337,6	315,3	97,2	143,4	282,3	313,4	332,9
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,8	2,6	2,1
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,3	4,8	1,5
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,1	0,2	1,1
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	7,6	3,0	2,4
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-11,3	3,8	0,5
Ménovopolitické inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,7	2,5	1,9
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	5,3	2,7	0,7
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,7	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,8	-10,3	-2,8
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	5,3	7,5	6,7	6,4
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	5,9	8,0	7,2	6,9
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	2,6	2,8	3,7	4,1	5,9	4,9	1,4	2,0	-8,4	-2,8	4,0	4,2
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,8	8,7	5,2	3,7
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,9	-1,8	0,5	2,8
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,2	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,7	3,0	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	4,1	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,7	1,3	1,8	1,5	-1,4	0,1	-1,4	0,3	-1,6	2,1	0,8	0,0
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,5	0,6	0,0	0,2
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-310,6	-217,9	-263,8	-118,0	-78,8
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,6	-1,6	-1,0
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,7	2997,6	3279,5	3413,8	3503,7
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	45,0	45,4	44,4
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	69,0	-99,3	254,2	306,6	373,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,1	-1,5	3,5	4,1	4,7
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	105,0	89,9	77,5	85,6	88,2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-168,0	-415,3	-60,8	-34,1	25,2
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-0,8	-0,5	0,3
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-172,4	-75,0	-60,0	-70,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	22,3	21,4
Kč/EUR (průměr)	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	24,6	24,1
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	8,9	8,5	8,1
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	6,9	4,2	3,3
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,0	4,3	3,4
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,1	4,6	2,7	0,2	0,9	1,8
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	9,2	6,6	3,0	1,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	10,9	34,9	0,6	-0,8	0,9
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	83,7	82,7	78,0
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,7	3,1
USD/EUR (průměr)	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024				čtvrtletí roku 2025			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1324,2	1323,8	1320,7	1322,1	1327,7	1332,9	1342,1	1351,5	1361,6	1371,4	1381,3	1390,9
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1815,4	1835,5	1815,8	1829,1	1840,3	1868,7	1898,7	1924,5	1946,6	1964,9	1984,3	2009,3
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,4	-0,6	-0,6	-0,1	0,3	0,7	1,6	2,2	2,6	2,9	2,9	2,9
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-5,4	-4,5	-2,3	-0,5	1,6	2,3	3,1	3,6	3,7	3,6	3,6	3,5
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,2	3,2	2,4	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,7	-6,0	-6,0	-6,5	-5,3	-3,7	-1,4	-0,1	0,7	2,3	2,6	2,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,8	2,5	4,1	5,9	7,0	4,2	3,7	3,2	3,4	3,4	3,2	2,9
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,4	4,4	0,2	0,0	0,7	2,1	3,2	4,1	4,6	5,0	5,2	5,2
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,0	0,8	-2,2	-2,6	-0,5	1,6	2,9	3,8	4,4	4,9	5,2	5,3
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	62,4	70,6	74,2	75,2	75,3	77,8	79,6	80,7	81,6	82,7	84,0	84,5
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	16,4	11,2	8,1	7,5	2,7	2,6	2,2	2,8	1,8	2,0	2,2	2,3
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	32,8	25,2	19,9	31,1	4,2	3,9	4,0	7,1	1,8	1,3	1,4	1,4
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	18,2	11,8	7,3	2,9	0,6	0,0	-0,1	0,4	0,4	1,0	1,4	1,5
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	11,9	8,7	5,9	4,0	3,4	3,1	2,8	2,7	2,2	2,3	2,6	2,6
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,7	-21,5	-15,5	-4,4	3,6	9,0	3,3	-0,5	0,2	0,1	0,6	0,9
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	16,4	11,1	7,9	7,4	2,7	2,5	2,2	2,7	1,6	1,7	2,0	2,1
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	15,0	3,9	1,3	1,7	1,1	3,4	3,6	2,9	0,2	0,6	0,9	1,1
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	19,6	-8,2	-14,7	-16,1	-19,1	-12,1	-4,2	-3,7	-3,1	-2,9	-2,9	-2,2
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	8,7	7,7	7,0	6,8	6,1	6,4	7,0	7,1	6,9	6,6	6,2	5,9
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,8	8,2	7,5	7,4	6,7	7,0	7,6	7,6	7,4	7,1	6,8	6,5
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-6,6	-3,1	-1,0	-0,6	3,3	3,8	4,7	4,2	5,0	4,5	3,9	3,5
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	10,2	9,3	8,6	6,9	5,3	5,7	5,2	4,7	4,2	3,7	3,4	3,3
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,4	-1,9	-2,0	-1,8	-1,4	-0,1	1,2	2,1	2,5	2,9	2,9	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,6	3,6	3,6	3,6	3,9	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	1,2	1,8	2,5	2,7	1,9	0,8	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,0	0,6	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	80,1	80,6	39,1	54,5	91,6	86,4	60,8	67,7	118,5	105,9	71,3	77,8
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,7	4,4	2,1	2,9	5,3	4,6	3,2	3,4	6,4	5,3	3,5	3,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	19,7	24,6	17,8	15,3	25,2	27,2	20,9	12,3	24,4	28,0	22,3	13,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	34,1	-30,4	-59,3	-5,1	64,5	-12,7	-63,3	-22,6	87,6	2,0	-53,7	-10,8
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	2,0	-1,6	-3,2	-0,3	3,7	-0,7	-3,3	-1,1	4,8	0,1	-2,7	-0,5
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-32,8	-25,4	15,7	-32,5	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	22,2	21,6	22,2	22,8	22,7	22,5	22,2	21,9	21,6	21,4	21,3	21,2
Kč/EUR (průměr)	23,8	23,6	24,1	24,6	24,7	24,6	24,5	24,4	24,3	24,1	24,1	24,0
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,5	9,6	9,2	8,3	7,8	7,5	8,9	9,8	10,0	8,8	7,2	6,4
2T repo sazba (% , průměr)	7,0	7,0	7,0	6,5	5,4	4,2	3,6	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2
3M PRIBOR (% , průměr)	7,2	7,2	7,1	6,6	5,5	4,3	3,7	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,6	1,1	1,4	1,7	1,8	1,8	1,8
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	9,3	7,4	5,9	4,2	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	15,6	3,2	-7,8	-6,1	-4,1	-0,5	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	82,2	77,7	85,9	88,4	85,1	83,2	81,8	80,5	79,4	78,4	77,4	76,6
3M EURIBOR (% , průměr)	2,6	3,4	3,8	4,0	3,9	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

ISSN 2695-1150 (Print)  
ISSN 2695-1169 (Online)