

# Zpráva o měnové politice

---

## podzim 2024



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — podzim 2024

**ČNB** ČESKÁ  
NÁRODNÍ  
BANKA

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 14. listopadu 2024 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 31. říjnu 2024. 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>
Rovnovážné hodnoty v prognóze ČNB	8
<b>I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>9</b>
<b>II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE</b>	<b>14</b>
<b>III. INFLACE</b>	<b>22</b>
<b>IV. MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>26</b>
PŘÍLOHA      Rezidenční trh a ceny nemovitostí v České republice	39
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>44</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>45</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 Zprávu 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 kolegyněmi a kolegy z bankovní rady snížili dvoutýdenní repo sazbu o 0,25 procentního bodu na 4 %. Ve stejném rozsahu jsme snížili i ostatní základní sazby. Jedná se již o osmé opatrné zmírnění restriktce naší měnové politiky, které jsme započali v prosinci loňského roku. Nastavení měnové politiky přesto zůstává přísné. Reálné úrokové sazby jsou kladné a tlumí úvěrovou aktivitu, a tudíž tvorbu peněz v ekonomice, a následně i dlouhodobou inflaci.

Inflace se od začátku letošního roku pohybuje poblíž inflačního cíle 2 %, čímž byla obnovena cenová stabilita. V krátkém horizontu, tedy v příštích měsících, očekáváme dočasné zvýšení inflace vlivem obnoveného růstu cen potravin. K tomu navíc zůstává stále zvýšená jádrová inflace, a to zejména v kategorii služeb. Proto bude bankovní rada v budoucnu přistupovat k dalšímu uvolnění měnové politiky velmi opatrně, případně snižování sazeb přerušit.

Nová makroekonomická prognóza sekce měnové, která je podrobně popsána v této zprávě, implikuje mírný pokles úrokových sazeb. Vedle toho měla bankovní rada k dispozici také dva alternativní scénáře. První předpokládá další útlum ekonomické aktivity v eurozóně, což se promítá do nižší zahraniční poptávky a rychlejšího poklesu domácí inflace směrem k cíli. Druhý scénář předpokládá vyšší marže obchodníků než v základním scénáři. To by vedlo k vyšší perzistenci inflace, zejména v sektoru služeb.

Právě využití alternativních scénářů jako nástroje pro komunikaci rizik prognózy je jedním ze závěrů revize modelového rámce ČNB, zveřejněné 11. listopadu na webu ČNB. Očekávám, že alternativní scénáře budeme i nadále využívat častěji než v minulosti, což nám umožní lépe komunikovat uvažované scénáře vývoje a případné odchylky měnové politiky od základního scénáře. Další závěry revize měnové politiky budeme postupně implementovat, přičemž nyní vedeme diskusi o prioritách jednotlivých doporučení.

Na závěr úvodního slova bych chtěl jménem bankovní rady ujistit veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k udržení 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**

guvernér

# Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

*Bankovní rada na svém listopadovém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,25 procentního bodu na 4 %. Inflace se po většinu letošního roku držela v blízkosti 2% cíle. V září se nicméně zvýšila na 2,6 % a na přelomu roku krátkodobě vzrostla mírně nad 3 %. Za tímto zrychlením stojí zejména ceny potravin, jejichž obnovený růst bude v následujících měsících ještě zesilovat. Naopak jádrová inflace očištěná o vliv kolísavých položek potravin, energií a administrativních vlivů zůstává mírně nad 2 % a odráží pomalé odeznívání útlumu poptávky v domácí ekonomice i v zahraničí. Od začátku příštího roku se vlivem zpomalení růstu regulovaných cen a posléze i cen potravin bude inflace opět postupně snižovat a v roce 2026 se stabilizuje poblíž cíle. Růst ekonomiky pomalu oživuje. K tomu přispívá nejen spotřeba domácností v prostředí obnoveného růstu reálných mezd, ale také spotřeba sektoru vládních institucí. Protisměrně naopak působí vývoj zásob a utlumená zahraniční poptávka. V příštím roce růst ekonomiky zrychlí na 2,4 %. Bude přitom tažen obnoveným růstem investiční aktivity, dále zesilující spotřebou domácností a oživením poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. S podzimní prognózou je konzistentní nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku. Stále ještě přísné nastavení úrokových sazeb podpoří na horizontu měnové politiky stabilizaci inflace u cíle, potřeba měnověpolitické restrikce se však bude s odezníváním inflačních tlaků zmírňovat. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako mírně proinflační.*

V letošním roce se inflace nacházela buď přesně na 2% cíli ČNB, nebo v jeho blízkosti. V posledních měsících však došlo k jejímu mírnému zvýšení, které bude v závěru roku ještě pokračovat. Na přelomu roku inflace krátkodobě mírně překoná horní hranici tolerančního pásma cíle. Za tímto vývojem stojí obnovený růst cen potravin, nápojů a tabáku, který v nejbližších měsících ještě zrychlí. To bude z hlediska meziročního srovnání důsledkem nejen toho, že loni touto dobou ceny potravin klesaly, ale též postupného průsaku zvýšených cen některých potravinářských komodit.

Růst regulovaných cen v příštím roce naopak výrazně zvolní pod 2 %. Již ohlášený pokles komoditní složky cen energií spojených s bydlením přitom bude kompenzován zdražením ostatních položek, z nichž lze zmínit např. koncesionářské poplatky. Ceny pohonných hmot pak budou pokračovat v meziročním poklesu jak v letošním, tak i příštím roce.

Jádrová inflace je naopak stabilní, drží se mírně nad 2 % a poblíž této hodnoty se bude pohybovat i v následujících letech. V jejím vývoji se odrážejí nejen odeznívající nákladové tlaky, ale také utlumené poptávkové prostředí v české ekonomice, které se projevuje poklesem donedávna výrazně zvýšených ziskových marží.

V rámci jádrové inflace rostou rychleji ceny služeb než ceny zboží. Setrvalě zvýšený růst cen tržních služeb přitom zvyšuje náchylnost vývoje celkové inflace vůči

šokům v kolísavých položkách, jak se v posledních měsících ukazuje na příkladu obnoveného růstu cen potravin. Proto byl zpracován scénář pomalejšího poklesu ziskových marží, který implikuje rychlejší růst cen služeb oproti prognóze. Scénář vede k vyšší inflaci v průběhu příštího roku i přes přísnější nastavení měnové politiky v podobě vyšších úrokových sazeb.

S cenovou oblastí souvisí další riziko prognózy, a to vyšší než očekávané oživení poptávky na realitním a hypotečním trhu. Další akcelerace poptávky po hypotečních úvěrech by znamenala dodatečnou tvorbu peněz a vytvářela podhoubí pro vznik nerovnováh v ekonomice. Tímto rizikem se podrobněji zabývá [příloha](#).

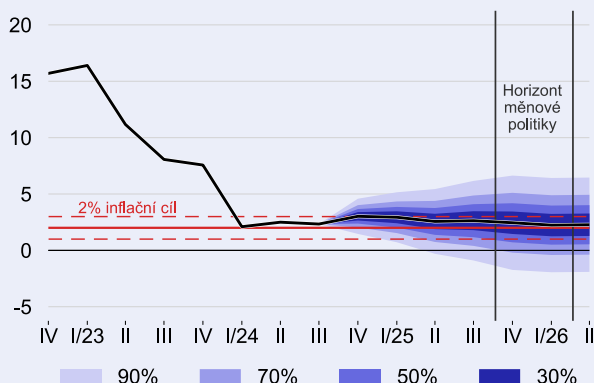
Růst ekonomiky se v letošním roce obnovil. K oživení přispívá zejména spotřeba domácností, avšak v porovnání se solidním růstem reálných příjmů je její dynamika slabá. Míra úspor totiž zůstává na výrazně nadprůměrných hodnotách, přičemž tvorbu úspor nadále motivují vedle slabé spotřebitelské důvěry též zvýšené reálné úrokové sazby. Následkem toho v příštím roce poroste spotřeba domácností slušným tempem. V tom ji podpoří i nadále nízká nezaměstnanost a pokračující solidní růst nominálních mezd, který však bude oproti předchozím dvěma letům nižší.

Investiční aktivita je v dosavadním průběhu letošního roku utlumená. Odráží zejména záporný příspěvek tvorby zásob, jejichž samotná úroveň dokonce klesá.



## Inflace se bude na přelomu roku nacházet poblíž horní hranice tolerančního pásma cíle, následně se začne postupně snižovat k 2% cíli

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



## Letos se česká ekonomika vrací k růstu, který v příštích dvou letech zrychlí na 2,4 %

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

	2024	2025	2026
<b>Celková inflace (%)</b>	<b>2,5</b> (0,2)	<b>2,6</b> (0,7)	<b>2,2</b> (0,2)
<b>HDP</b>	<b>1,0</b> (-0,2)	<b>2,4</b> (-0,3)	<b>2,4</b> (0,1)
<b>Průměrná nominální mzda</b>	<b>6,4</b> (-1,0)	<b>5,7</b> (-0,7)	<b>5,1</b> (-0,1)
<b>Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)</b>	<b>4,9</b> (-0,2)	<b>3,2</b> (-0,7)	<b>3,0</b> (-0,3)
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	<b>25,1</b> (0,0)	<b>25,4</b> (0,5)	<b>25,5</b> (0,8)

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

Za tím stojí obnovení hladkého fungování dodavatelských řetězců, které umožnilo zkompletovat a vyvézt nedokončenou výrobu a také již nenutí firmy držet nadměrné zásoby vstupů. S postupným oživením zahraniční poptávky a s pokračujícím poklesem úrokových sazeb v domácí ekonomice i v zahraničí zrychlí též růst fixních investic. Naopak čistý vývoz zboží a služeb bude s růstem dovozně náročných investic i spotřeby přispívat k růstu ekonomiky záporně.

Spotřeba vládních institucí v letošním roce nadále silně roste, v příštích letech ale její dynamika zpomalí. Odrazem konsolidačního úsilí vlády je letošní restriktivní fiskální impulz, který se nejvíce projevuje skrze tlumení spotřeby domácností a dynamiku HDP snižuje o 0,7 procentního bodu. V příštím roce již budou vládní opatření působit na hospodářský růst zhruba neutrálně.

Zahraněční poptávka se bude zotavovat jen velmi pozvolna. Navíc ani toto mírné oživení není bez rizika. Případné prohloubení problémů německého průmyslu by mělo negativní dopady na ostatní ekonomiky v EU, českou nevyjímaje. Toto riziko je kvantifikováno dalším zpracovaným scénářem, který zahrnuje pokračující stagnaci německé ekonomiky s přelivem do ostatních zemí, spojenou s dezinflačními tendencemi a rychlejším snižováním sazeb ECB v souladu s jejich aktuálním tržním výhledem. Scénář je tak v mnoha ohledech blízko současnému pohledu finančních trhů, které však často mají tendenci vnímat situaci nadměrně pesimisticky. Pro domácí ekonomiku pak uvedený scénář implikuje znatelně pomalejší hospodářský růst zejména v příštím roce, nižší inflační tlaky a hlubší pokles úrokových sazeb, a to až pod jejich dlouhodobě neutrální úroveň.

Naproti tomu základní scénář prognózy předpokládá pozvolnější snižování sazeb ECB v příštím roce

v souladu s její dosavadní komunikací. Tento očekávaný opatrný přístup bude odrážet nárůst inflace v eurozóně na přelomu roku a též setrvalý zvýšený růst cen služeb, podobně jako v domácí ekonomice.

S tímto celkovým vývojem je konzistentní nepatrné oslabování kurzu. Podle prognózy se tak kurz bude v průměru v příštích dvou letech pohybovat poblíž hodnoty 25,50 CZK/EUR. V tom se projevuje velmi pomalé obnovování růstu zahraniční poptávky, utlumený vývoj domácí produktivity a zužující se úrokové rozpětí vůči eurozóně. Zároveň bylo již počínaje letní prognózou sníženo i tempo rovnovážného posilování kurzu koruny.

S podzimní prognózou je konzistentní nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku. I přes uvedený pokles sazeb zůstane jejich působení – vzhledem k inflaci a inflačním očekáváním – do začátku příštího roku přísné a podpoří plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky.

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako mírně proinflační. Rizikem ve směru vyšší inflace je větší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb. Případný nadměrný růst celkových výdajů veřejného sektoru by vedl k riziku inflačního působení státního rozpočtu. Dalším proinflačním rizikem jsou zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru. Na delším horizontu je proinflačním rizikem možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na reálním trhu. Naopak výrazným rizikem ve směru nižší inflace je zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé a potažmo české ekonomiky. To se promítá i do výhledu dalšího snižování sazeb velkých centrálních bank.

## Rovnovážné hodnoty v prognóze ČNB

Počínaje ZoMP léto 2024 se v prognóze snížily hodnoty dlouhodobého růstu potenciálního produktu a na něj navázaných dalších veličin včetně reálného rovnovážného posilování kurzu koruny. Motivace pro posuny byly detailně popsány v příloze ZoMP léto 2024 [Zpomalení růstu dlouhodobého potenciálu české ekonomiky](#). Změny byly v letní prognóze zapracovány pomocí expertních úprav, v ZoMP podzim 2024 již jsou překalibrovány samotné rovnovážné hodnoty v jádrovém predikčním modelu g3+. Následující tabulka připomíná rovnovážná roční tempa růstů daných proměnných ve srovnání s dřívějšími předpoklady.

	Dřívější rovnováha	Nová rovnováha
HDP (včetně domácích složek)	3,0 %	2,5 %
Produktivita	3,0 %	2,5 %
Nominální mzdový růst	5,0 %	4,5 %
Posilování kurzu CZK/EUR	1,5 %	1,0 %



## I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

*Hospodářský růst efektivní eurozóny zůstává utlumený, pozvolna by měl oživovat až v průběhu příštího roku. Zvyšování reálných příjmů domácností se zatím neprojevilo na jejich spotřebě, zejména kvůli přetrvávající pesimistické náladě. Průmysl trápí zvýšené ceny energií a s tím spojená ztráta konkurenceschopnosti, růst ekonomické aktivity je naopak tažen segmentem služeb. Robustní poptávka po službách spolu se stále zvýšeným růstem mezd vedou k přetrvávající zrychlené inflaci v tomto sektoru. Ta však bude pozvolna ustupovat a spolu s tím bude zpomalovat i celkový růst spotřebitelských cen. K poklesu inflace přispějí i dopady předchozího snížení dynamiky jadrových cen průmyslových výrobců, která i nadále zůstává umírněná. Snížování spotřebitelské inflace umožní ECB pokračovat v započatém uvolňování měnové politiky, což podpoří investiční aktivitu firem.*

### Růst globální ekonomiky je nadále tažen především velkými asijskými zeměmi

V největších asijských ekonomikách došlo ve druhém čtvrtletí 2024 k viditelnému zpomalení a mírné oslabení dynamiky hospodářského růstu se očekává v případě Číny i v příštím roce (Tab I.1). Zatímco v první polovině letošního roku globální průmysl nadějně oživoval, ve třetím čtvrtletí se příznivý trend otočil. Předstihové ukazatele PMI naznačují, že v závěru roku se situace v průmyslu dále zhorší. Zatím jen mírné zpomalení vykazuje sektor služeb. Pokles inflace by však měl pokračovat, mimo jiné i v důsledku ochlazení trhu práce ve většině ekonomik. Reálné příjmy domácností a spotřebitelské výdaje ve většině zemí však nadále porostou a ekonomickou aktivitu bude podporovat i další uvolňování měnové politiky velkých centrálních bank. Rizikem pro budoucí vývoj zůstává zvýšené geopolitické napětí, zejména na Blízkém východě a ve východní Evropě.

Z velkých vyspělých zemí si nadále udržují nejsilnější hospodářský růst Spojené státy. I tam by ale v příštím roce mělo dojít ke zpomalení. To potvrzuje i zhoršený sentiment podnikatelů ohledně očekávaného vývoje v ročním horizontu, a to kvůli současné politické nejistotě. I v USA vykazuje průmysl slabou dynamiku a hospodářský růst je tak tažen výhradně výdaji spotřebitelů v sektoru služeb. Jádrová inflace se letos i v příštím roce dále zmírní, což umožní Fedu další, byť opatrné snižování úrokových sazeb.

Čínskou ekonomiku nadále sužují problémy v sektoru nemovitostí a slabá domácí poptávka, zatímco vývoz zůstává i přes nově zaváděná dovozní cla v USA a EU solidní. Vláda oznámila konkrétní kroky měnové politiky na podporu úvěrování, které by měly zvýšit domácí poptávku. Nicméně zatím nebylo blíže specifikováno, jak budou příslibené finanční prostředky v oblasti fiskální politiky konkrétně využity pro podporu domácí poptávky, což oslabuje důvěru investorů i výhled ekonomického růstu. Daří se exportně orientovanému průmyslu, zatímco produkce spojená se stavebnictvím

Tab. I.1

### Hospodářský růst v příštím roce zeslábně v USA a Číně

reálný HDP, meziroční změny v %, pramen: Oxford Economics

	2023	2024	2024	2024	2025	2026
		1Q	2Q			
Eurozóna	0,5	0,5	0,6	0,8	1,2	1,5
USA	2,9	2,9	3,0	2,7	2,5	2,5
Spojené království	0,3	0,3	0,7	1,0	1,5	1,6
Čína	5,2	5,3	4,7	4,8	4,1	4,0
Indie	7,8	7,8	6,7	6,8	7,0	6,8

nadále silně klesá. Ceny průmyslových výrobců se snižují a vývoj spotřebitelských cen se pohybuje těsně nad hranicí deflace.

### Růst HDP efektivní eurozóny zůstává utlumený, neboť průmyslová aktivita nadále klesá a spotřeba domácností je i přes růst reálných mezd nízká

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v první polovině roku 2024 rostla velmi slabě (Graf I.1).<sup>1</sup> Hlavním důvodem je stále zdrženlivé chování domácností, které udržují zvýšenou míru úspor i přes rostoucí reálné příjmy. Vliv na to má i nízká důvěra domácností (Graf I.2). V eurozóně přetrvává různorodý vývoj, pokud jde o výkonnost jednotlivých sektorů. Průmysl se nachází v krizi nejen vlivem slabé globální poptávky, ale zejména kvůli své nízké konkurenceschopnosti pramenící jednak z vyšších cen energií a jednak z nízké inovativnosti. Růst ekonomiky eurozóny naopak táhne sektor služeb, nicméně i zde předstíhové ukazatele PMI naznačují postupné zpomalování (Graf I.3). Trh práce zůstává relativně stabilní s mírou nezaměstnanosti na historickém minimu (6,4 % v srpnu). Indikátory zaměstnanosti PMI však ukazují na ochlazování trhu a postupný pokles zaměstnanosti v průmyslu. Mezi zeměmi však existují velké rozdíly: v Německu a Francii lze pozorovat ochlazování na trhu práce, ve Španělsku naopak nezaměstnanost klesá. Dosavadní působení přísné měnové politiky ECB a zvýšená politická nejistota udržují investiční aktivitu firem na nízkých úrovních, nicméně pokles úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí přispěl k mírnému navýšení objemu úvěrů. Úvěrová a investiční aktivita by tak měla dále růst.

Německá ekonomika se nadále potýká s problémy<sup>2</sup>, snížila se však pravděpodobnost její technické recese ve třetím čtvrtletí vlivem povzbudivého růstu maloobchodních tržeb během léta. Průmyslová produkce byla během třetího čtvrtletí značně rozkolísaná vlivem kalendářních posunů celozávodních dovolených a budoucí nejistotu zvyšuje nerovnoměrný vývoj nových objednávek. V letošním roce rovněž neustále roste počet insolvencí, které jsou v historickém kontextu na výrazně zvýšených úrovních. Nálada spotřebitelů se zhoršila vlivem očekávané nepříznivé příjmové a ekonomické situace. Německu se stále nedaří vyřešit strukturální potíže a střednědobý výhled tamní ekonomiky ukazuje na pokračování nevýrazného výkonu. Riziko výraznějšího hospodářského útlumu

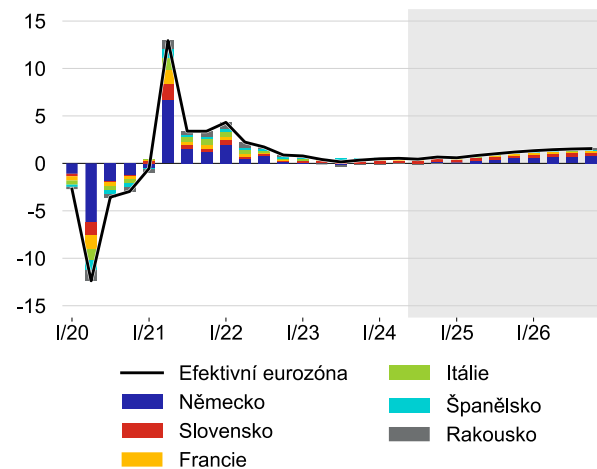
1 Ve druhém čtvrtletí 2024 HDP efektivní eurozóny vzrostl mezičtvrtletně jen nepatrně a tempo jeho meziročního růstu dosáhlo 0,5 %.

2 Se slábnoucí poptávkou při značném tlaku na růst mezd a trvale vyšších cenách energií se potýká celá řada německých podniků. Například největší evropská automobilka Volkswagen zvažuje řadu úsporných opatření, od snížení mezd až po rozsáhlejší propouštění zaměstnanců a uzavírání výroby.

Graf I.1

### Růst HDP efektivní eurozóny se bude postupně oživovat

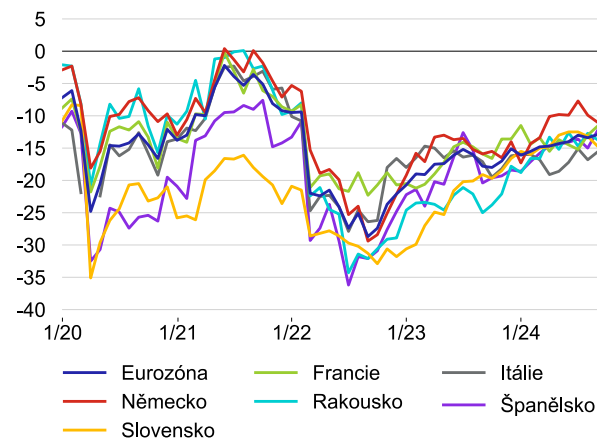
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.2

### Důvěra spotřebitelů ve většině zemí eurozóny v posledních měsících spíše stagnuje

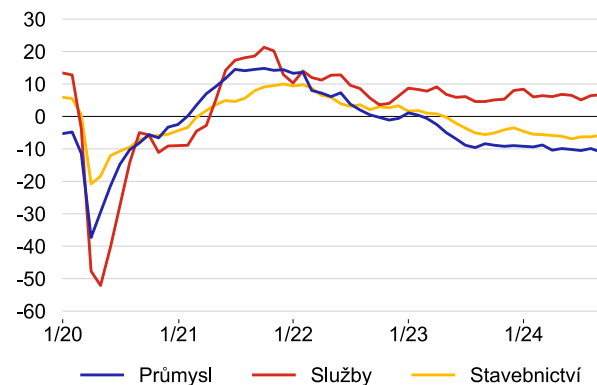
indikátory spotřebitelské důvěry, vážené saldo odpovědí, sezonně očištěno, pramen: Evropská komise



Graf I.3

### Situace v sektoru služeb v eurozóně je na rozdíl od průmyslu pozitivní

indikátory důvěry, sezonně očištěno, pramen: Evropská komise



v Německu, potažmo v celé eurozóně je předmětem scénáře v kapitole IV.

Nedaří se ani Rakousku, jehož ekonomika v letošním roce poklesne. Naše jižní sousedy dlouhodobě trápí špatná kondice průmyslu (úzká vazba na Německo a dopady energetické krize) a výrazná zdrženlivost spotřebitelů, protože navzdory svižnému růstu mezd přetrvává zvýšená míra úspor. Podobně jako v Německu trpí rakouská ekonomika v posledních letech ztrátou konkurenceschopnosti.

Na opačné straně stojí Španělsko, kterému se aktuálně ekonomicky daří, a je tak tahounem hospodářského růstu efektivní eurozóny. Země těží ze zájmu turistů a slušné domácí poptávky díky růstu důvěry spotřebitelů. Ve Francii se krátkodobě projevil pozitivní efekt olympijských her, v září však služby dle indikátoru PMI opět poklesly, ačkoli důvěra spotřebitelů vzrostla. Slovensko zůstává svižně rostoucí ekonomikou a mělo by tomu tak být i v příštím roce. Oznamovaný fiskální konsolidační balíček přibrzdí podle odhadu NBS hospodářský růst výrazněji až v roce 2026. Pro řadu dalších zemí eurozóny je budoucí vývoj fiskálních politik rizikem z důvodu jejich potřebné konsolidace.

V průměru za celý letošní rok vzroste HDP v efektivní eurozóně podle prognózy o 0,5 %<sup>3</sup> a v příštím roce růst zrychlí zhruba na 1 %. To povede k pozvolnému uzavírání záporné mezery výstupu, která se však zcela uzavře až za horizontem prognózy.

### Letošní pokles cen průmyslových výrobců odezní v příštím roce především vlivem energetické složky

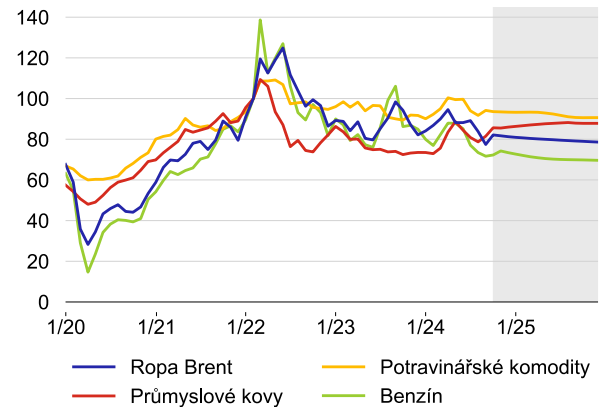
Cena ropy Brent ve třetím čtvrtletí převážně klesala kvůli očekávanému oslabení poptávky z Číny a značně negativnímu sentimentu investorů. Až začátkem října se s vyostřením geopolitické situace na Blízkém východě cena ropy vrátila zpět k 75 USD/barel. Nadále však silně kolísá, k čemuž přispívají i institucionální investoři, kteří budují masivní spekulativní pozice a při neočekávaném vývoji je zase rychle uzavírají. Tržní výhled ceny ropy Brent zůstává lehce klesající (Graf I.4) směrem k 73 USD/barel na konci roku 2026. Z důvodu strukturálního slábnutí poptávky (hlavně v Číně) jsou pod tlakem marže rafinérií na pohonné hmoty. Cena zemního plynu v Evropě se po dočasném poklesu v polovině září vrátila zpět k úrovni 40 EUR/MWh. I v tomto případě byl důvodem zesílený konflikt na Blízkém východě, neboť zásoby v Evropě jsou na sezonně vysoké úrovni, dodávky jsou stabilní a poptávka z průmyslu nadále slabá. Nicméně v průběhu zimy trh očekává přechodný mírný růst ceny plynu a v souvislosti s tím i elektřiny. Index cen průmyslových kovů v září a říjnu silně vzrostl, protože ceny podpořilo jednak snížení

<sup>3</sup> Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí 2024 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %, meziročně se zvýšil o 0,6 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. října 2024, tedy po uzavěrcce prognózy.

Graf I.4

### Cena ropy Brent se ve třetím čtvrtletí snížila, v říjnu ale opět vzrostla, nicméně její výhled zůstává lehce klesající

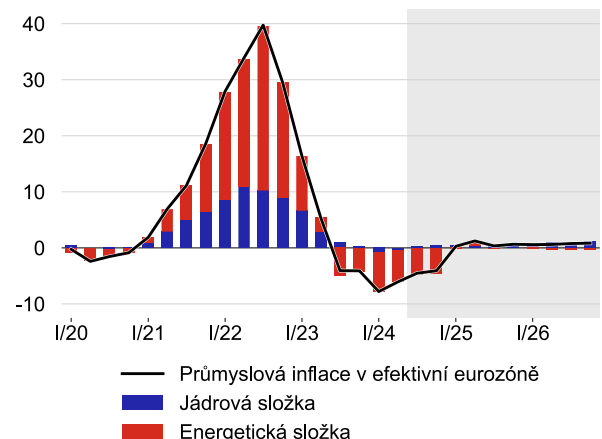
cen vybraných komodit, index: únor 2022 = 100, cena evropského benzínu (ICE) na burzách ARA, pramen: Bloomberg, výpočet: ČNB



Graf I.5

### Letošní meziroční pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně je dominantně dán cenami energií, jejichž záporný příspěvek v roce 2025 odezní

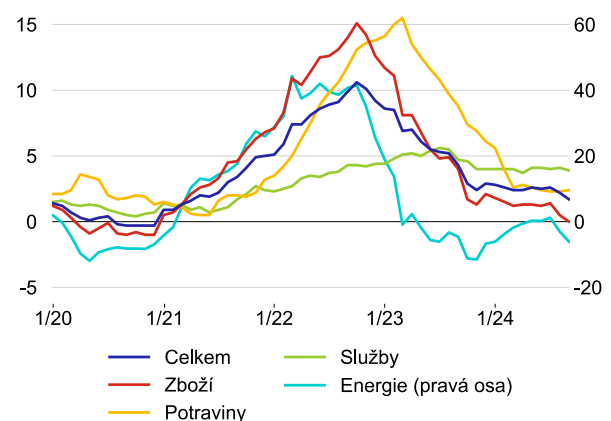
meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.6

### Růst cen služeb v eurozóně zůstává nadále zvýšený – na rozdíl od cen zboží

složky HICP inflace v eurozóně, meziroční změny v %



úrokových sazeb v USA a jednak ohlášená stimulační prorůstová opatření čínské vlády. Další významnější růst se ale už neočekává. Index cen potravinářských komodit ve třetím čtvrtletí prakticky stagnoval, jeho výhled je mírně klesající.<sup>4</sup>

Pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně je v letošním roce tažen energetickou složkou (Graf I.5), tedy meziročním poklesem cen energií (především zemního plynu a ropy Brent). V příštím roce záporný příspěvek cen energií odezní. Jádrové ceny po poklesu v první polovině roku vykazují od třetího čtvrtletí jen nepatrný růst. Ani v následujícím období k jejich výraznějšímu nárůstu nedojde, především s ohledem na zhoršený výhled ekonomické aktivity v efektivní eurozóně. V souhrnu ceny průmyslové produkce klesnou v letošním roce o 5,5 %, v následujících dvou letech jen mírně porostou (o 1,1 % v roce 2025 a o 0,6 % v roce 2026). Nejhlubší cenový pokles letos zaznamená Slovensko, naopak nejmírnější bude v Německu. V příštím roce by ceny průmyslové produkce měly růst ve většině států eurozóny.

Zmírnění extrémních nákladových tlaků z předchozích let a dopady přísných měnových podmínek se postupně promítají do klesající inflace spotřebitelských cen v eurozóně. V letošním roce se výrazně snížil příspěvek cen průmyslového zboží k celkové inflaci, zdražování potravin zůstává umírněné. Růst cen služeb je však stále zesílený (Graf I.6) v důsledku robustní poptávky v tomto segmentu. Vliv má také vývoj mezd, které ve službách představují hlavní nákladový faktor. Růst mezd se díky silnému trhu práce udržuje na zvýšené úrovni. Dle údajů o vyjednaných mzdách však dochází k postupnému slábnutí jejich dynamiky, což by mělo přispět ke snížení inflačních tlaků v sektoru služeb do budoucna. Inflace v efektivní eurozóně zpomalí v souhrnu za celý letošní rok na 2,5 % a v následujících dvou letech se v průměru dostane těsně nad 2% inflační cíl. Nejvyšší cenový růst bude letos zaznamenán na Slovensku, naopak nejnižší v Itálii.

### ECB v říjnu snížila úrokové sazby, trh zvyšuje sázky na snížení sazeb i v prosinci, prognóza ČNB expertně zmírnila trhem očekávaný pokles úrokových sazeb 3M EURIBOR

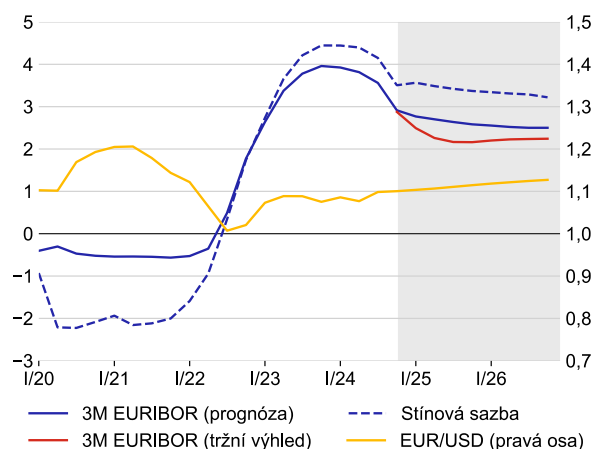
Na svém říjnovém zasedání ECB snížila úrokové sazby o 0,25 procentního bodu, což odpovídalo očekávání trhu i analytiků. Tisková konference se nesla v holubičím tónu. Prezidentka Ch. Lagardová uvedla, že dezinflační proces je rychlejší oproti předpokladům a ECB očekává, že se inflace dostane k 2% cíli již během roku 2025, nikoli až na jeho konci. Především zářijová inflace byla nižší, než se očekávalo. Zmínila obavy ze slabého ekonomického růstu, ale současně

*Tržní výhled sazby 3M EURIBOR je především v posledním roce velmi kolísavý a byl častým zdrojem významného přehodnocení výhledu domácí měnové politiky. Výhled trhu je citlivý především na slabý ekonomický růst v eurozóně (zejména v Německu) a zohledňuje obavy z recese. Na druhé straně zdrženlivá komunikace ECB se příliš nemění („ponechání měnověpolitických sazeb na dostatečně restriktivní úrovni po nezbytně dlouhou dobu“). Trh reaguje na nová data citlivě také proto, že ECB stále zdůrazňuje přístup závislý na přicházejících údajích („data-dependent“). ECB uvedla, že rovnovážná úroková sazba se nachází na vyšší hladině než dříve, ale neupřesnila, jaký je její odhad; o její hodnotě napanuje shoda ani mezi analytiky. Trajektorie tržního výhledu je z výše uvedených důvodů v podzimní prognóze ČNB expertně upravena. Předpokládá, že ECB bude své sazby snižovat mírněji, než aktuálně očekává finanční trh, který má v poslední době tendenci vnímat situaci nadměrně pesimisticky.*

Graf I.7

### Úrokové sazby v eurozóně se budou dále snižovat, pokles stínové sazby bude tlumen očekávaným snížením tempa reinvestic ze strany ECB

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



<sup>4</sup> Světové ceny kakaa a kávy se sice udržují na historicky značně zvýšených úrovních, ale na výhledu se očekává jejich silný pokles.

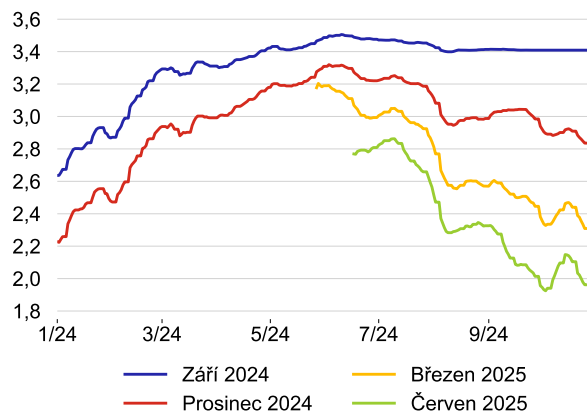
zdůraznila, že riziko recese je nízké a ECB stále předpokládá „hladké přistání ekonomiky“. S tímto scénářem pracuje i prognóza ČNB (Graf I.7). Na rozdíl od zdrženlivého postoje ECB finanční trh po říjnovém zasedání postupně začal zvyšovat sázky na snížení úrokových sazeb na prosincovém zasedání až o 0,50 procentního bodu. V polovině roku 2025 pak trh očekává pokles depozitní – nyní již oficiálně hlavní měnověpolitické<sup>5</sup> – úrokové sazby ECB na 2 % (Graf I.8). Z posledního průzkumu mezi analytiky vyplývá hodnota 2,25 %. Riziko rychlejšího poklesu úrokových sazeb ECB dle tržního očekávání v kombinaci s horší ekonomickou situací popisuje scénář hospodářského útlumu v Evropě v kapitole IV.

Kurz eura vůči americkému dolaru se ve třetím čtvrtletí udržel na silnějších hodnotách a do konce horizontu prognózy by měl pozvolna posilovat k hodnotě 1,15 USD/EUR. Očekává se postupná normalizace měnové politiky v USA s tím, jak se postupně ochlazuje tamní trh práce. Rychlejší posilování eura však brzdí utlumená ekonomika eurozóny a naopak solidní kondice americké ekonomiky.

Graf I.8

**Trh na počátku letošního roku očekával rychlé snižování sazeb ECB, které se však nenaplnilo, aktuální očekávání opět vyznívají ve směru poměrně strmého poklesu**

implikovaná sazba pro dané zasedání ECB v % dle Overnight Indexed Swap, desetidenní průměr, pramen: Bloomberg



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2024	2025	2026	
<b>HDP</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>0,5</b> (-0,2)	<b>0,9</b> (-0,5)	<b>1,5</b> (-0,1)	Výhled ekonomického růstu efektivní eurozóny se snižuje s tím, jak se německé ekonomice nedaří vymanit z potíží.
<b>Spotřebitelské ceny</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>2,5</b> (-0,1)	<b>2,1</b> (-0,1)	<b>2,1</b> (0,0)	V lehkém poklesu predikce spotřebitelských cen se pro letošní rok promítá zejména hlubší propad energetické složky, v příštím roce pak nižší výhled mzdového růstu.
<b>Ceny výrobců</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>-5,5</b> (0,4)	<b>1,1</b> (0,3)	<b>0,6</b> (-0,6)	Prognóza cen průmyslových výrobců se vlivem pozorovaných dat posouvá výše pro roky 2024–2025, naopak její pokles v roce 2026 odráží zhoršený ekonomický výhled efektivní eurozóny.
<b>Cena ropy Brent</b>	USD/barel	<b>80,6</b> (-3,3)	<b>75,0</b> (-5,1)	<b>73,2</b> (-3,0)	Výhled ceny ropy Brent se posouvá dolů v důsledku negativního sentimentu na trhu a nižší globální poptávky (mimo jiné v Číně), cena ropy na výhledu přitom zůstává klesající.
<b>3M EURIBOR</b>	% procentní body	<b>3,6</b> (-0,1)	<b>2,7</b> (-0,4)	<b>2,5</b> (-0,3)	Výhled úrokových sazeb se posouvá níže vlivem rychlejšího dezinflačního procesu a pomalejšího růstu ekonomické aktivity v eurozóně oproti letní predikci.
<b>Měnový kurz</b>	USD/EUR	<b>1,09</b> (0,01)	<b>1,11</b> (0,02)	<b>1,12</b> (0,00)	Očekávání lehkého posilování kurzu eura vůči dolaru se oproti minulé prognóze mění jen nepatrně, evropská měna bude přitom posilovat z počáteční silnější hodnoty.

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)

<sup>5</sup> Blíže viz [Změny provozního rámce pro provádění měnové politiky](#) z 13. března 2024.



## II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Česká ekonomika se po loňské stagnaci letos vrací k růstu, který je tažen zejména spotřebou domácností a vládních institucí. Oživení spotřeby domácností podporuje obnovený růst jejich reálných příjmů díky snížení inflace a také pokles úrokových sazeb. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP je rovněž kladný, vlivem utlumené zahraniční a oživující domácí poptávky se však záhy přetočí do záporných hodnot. Fixní investice rostou nevýrazně. V soukromém sektoru se budou zvyšovat jen zvolna kvůli pomalému čerpání prostředků EU a slabé zahraniční poptávce, u vládních institucí dokonce mírně poklesnou. Firmy letos rozpouštějí zásoby z předchozích tří let. V celoročním úhrnu letos HDP vzroste o 1 % a bude se stále nacházet pod svým potenciálem. V příštím roce růst ekonomické aktivity zrychlí na 2,4 %. K tomu přispěje zejména zesilující spotřební apetit domácností podpořený stále solidní dynamikou reálných mezd a zrychlující růst investic. Ekonomická expanze bude naopak dočasně brzděna čistým vývozem, a to i přes oživený růst zahraniční poptávky. Napětí na trhu práce se bude dále postupně snižovat. Doposud zvýšená dynamika nominálních mezd postupně zvolní.

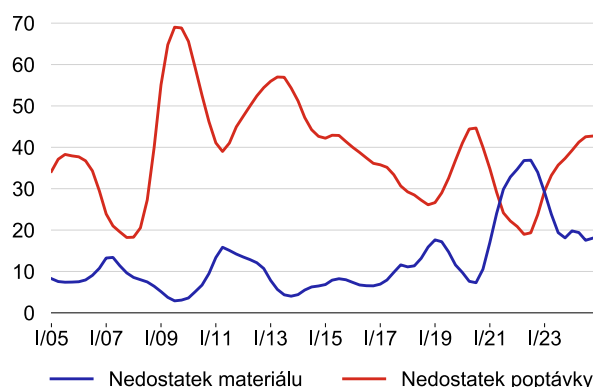
### Hospodářský růst se letos obnovuje a v příštím roce jeho dynamika citelně zrychlí

Letošní oživení růstu HDP táhne zotavený růst spotřeby domácností, který je podporován především rychlým zvyšováním reálných příjmů spolu s klesajícími úrokovými sazbami. Naproti tomu stále poněkud křehký spotřebitelský sentiment bude růst spotřeby i ve druhé polovině letošního roku tlumit. Vývozně orientované průmyslové firmy stále více vnímají jako hlavní faktor limitující produkci nedostatek poptávky zejména ze zahraničí (Graf II.1). Doposud výrazný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se tak sníží, zůstane ovšem kladný a k růstu HDP přispěje v obdobné míře jako spotřeba domácností. Podobnou měrou přispěje k růstu HDP i spotřeba vládních institucí, v níž jsou zahrnuty též předpokládané výdaje na obnovu po zářijových povodních. Tyto výdaje se projeví i ve fixních investicích vládních institucí, které ovšem z důvodu vysoké srovnávací základny z minulého roku meziročně mírně poklesnou. Soukromé fixní investice sice letos vzrostou, kvůli utlumené zahraniční poptávce ale velmi slabě. Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích již z velké části odezněly, což dokládá absolutní pokles stavu zásob v tuzemské ekonomice trvající od konce loňského roku. Zásoby budou klesat i v příštích několika čtvrtletích a na předkrizových hodnotách se jejich příspěvek ustálí v průběhu roku 2025. Domácí ekonomická aktivita se bude ve výsledku meziročně zvyšovat (Graf II.2).<sup>6</sup> V celoročním úhrnu HDP letos vzroste o 1 %. V roce 2025 jeho růst zrychlí na 2,4 % a toto tempo si zachová i v roce 2026.

Graf II.1

### Podíl podniků hlásících nedostatek poptávky se i nadále zvyšuje

podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících jako faktor limitující produkci nedostatek materiálů či zařízení, respektive nedostatečnou poptávku, řady vyhlazeny HP filtrem (lambda = 1), pramen: Konjunkturální průzkum ČSÚ



<sup>6</sup> Podle předběžného odhadu ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2024 český HDP vzrostl mezičtvrtletně o 0,3 % a meziročně o 1,3 %, což je v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. října 2024, tedy po uzavěření prognózy.



## Spotřeba domácností letos roste vlivem obnovy růstu reálných mezd

Spotřeba domácností se postupně zotavuje z déletrvajícího útlumu. V mezičtvrtletním vyjádření rostou výdaje spotřebitelů od konce loňského roku, zaostávají však stále za výrazně kladnou dynamikou reálných mezd. Důvodem je jednak stále poněkud křehký spotřebitelský sentiment<sup>7</sup> i dosud přísné nastavení měnové politiky ČNB. Aktuální předstihové indikátory z maloobchodu a služeb naznačují, že mezičtvrtletní růst spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí setrval na podobně slabé hodnotě jako ve druhém čtvrtletí. Opatrnostní motivy a obavy z budoucí ekonomické situace budou růst spotřebitelských výdajů brzdit i v nejbližších čtvrtletích. Snižující se úrokové sazby a stále svižný – ač zpomalující – růst nominálních mezd a celkových příjmů však nakonec tyto negativní efekty převáží a růst mezičtvrtletní spotřeby domácností tak bude postupně zrychlovat. V celoročním úhrnu letos vzroste o 1,6 % (Graf II.3).

V příštím roce bude růst reálných příjmů (disponibilního důchodu) domácností pokračovat a zvyšování jejich spotřebitelského apetitu ještě zrychlí poté, co dále klesnou úrokové sazby. S postupujícím oživením ekonomiky odezní pesimistická nálada. Spotřeba domácností se tak v letech 2025 a 2026 zvýší o 2,2 %, resp. o 2,8 %.

Meziroční růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností letos zpomalí oproti zvýšeným tempům minulých let a do konce prognostického horizontu se bude pohybovat okolo 3 %. Jeho dynamika bude nejvíce tažena přibližně stabilním příspěvkem mezd a platů (Graf II.4). Snížení dynamiky nominálního hrubého disponibilního důchodu v letošním roce bude přitom ovlivněno především utlumením příspěvku příjmů podnikatelů, kterým klesají ziskové marže. Důchody z vlastnictví letos meziročně klesají v návaznosti na snižující se úrokové sazby. Negativní příspěvek daní je umocněn působením konsolidačního balíčku, který má vliv i na postupně se snižující kladné příspěvky sociálních dávek.

## Míra úspor se bude v následujících letech postupně snižovat

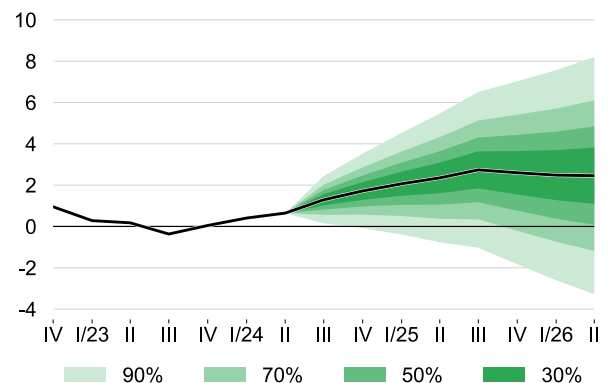
Míra úspor se již několik let drží na zvýšených hodnotách (Graf II.5). Může za to stále vrtkavá spotřebitelská nálada (křehká důvěra), která odráží obavu domácností z budoucí ekonomické a finanční situace. Opatrnostní motiv tvorby úspor tak bude působit i v nejbližších čtvrtletích stejně jako nadále kladné reálné úrokové sazby. V průběhu příštích dvou let však postupně převáží pokles úrokových sazeb

<sup>7</sup> Dle říjnových dat z konjunkturálního průzkumu celková důvěra v ekonomiku stagnovala na podobné hodnotě jako v září při mírném zhoršení důvěry podnikatelů a zlepšení spotřebitelského sentimentu.

Graf II.2

### Růst domácí ekonomické aktivity zrychlí

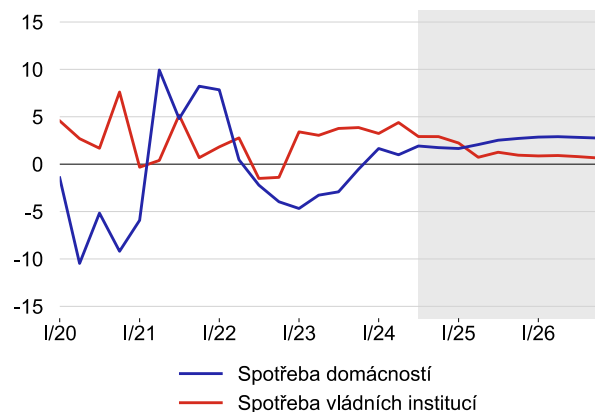
meziroční změny v %, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.3

### Růst spotřeby domácností bude postupně nabírat na síle, spotřeba vládních institucí ve zbytku roku zpomalí a dále poroste umírněným tempem

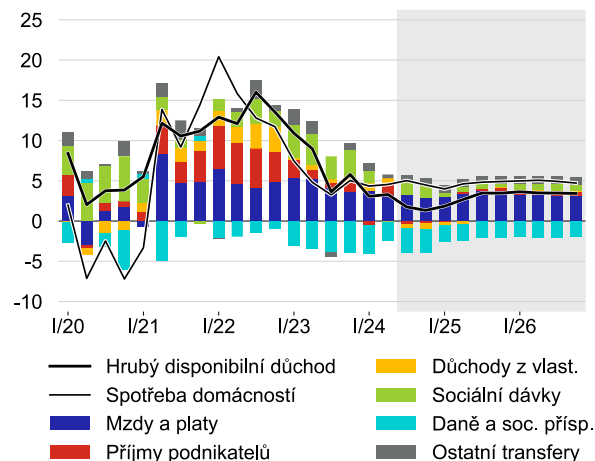
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf II.4

### Růst nominálního disponibilního důchodu letos zpomaluje, v příštích letech se jeho dynamika opět mírně zvýší

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



a odeznění negativního sentimentu. To při zpomalujícím, ale stále nadprůměrném mzdovém růstu povede k postupnému poklesu míry úspor směrem k její dlouhodobě obvyklé úrovni.

### Růst vývozu bude v následujících dvou letech zrychlovat v návaznosti na zotavování zahraniční poptávky, také dovoz se ztlačí

Vývozní aktivita byla v první polovině letošního roku utlumená a podobně tomu bude i ve zbytku roku. To je dáno nevýrazným výkonem zahraničních ekonomik, především aktuální hospodářskou stagnací největšího obchodního partnera ČR – Německa. Růstu vývozu v mezičtvrtletním vyjádření však pomohlo vyvezení předchozí nedokončené a nuceně naskladněné výroby, které je od konce loňského roku doprovázeno absolutním poklesem stavu zásob. Tento faktor bude působit až do začátku příštího roku a spolu s postupným oživením zahraniční poptávky povede ke zrychlení dynamiky českého vývozu (Graf II.6).

Dovoz v první polovině letošního roku vzrostl mezičtvrtletně o něco více než vývoz, což bylo dáno oživující domácí poptávkou. Růst dovozu byl solidní i přes rozpouštění nahromaděných zásob, které se nemusely dovážet. Ve zbytku letošního roku bude dynamika dovozu zrychlovat, jednak kvůli silící domácí poptávce a jednak také kvůli oživení vývozu, který je dovozně náročný. V roce 2025 růst dovozu dále zesílí kvůli svižnému růstu spotřeby domácností a fixních investic. V roce 2026 pak dynamika dovozu zpomalí (Graf II.6). Čistý vývoz letos stále významně přispívá k růstu HDP. V příštím roce však bude čistý vývoz i přes oživení zahraniční poptávky tuzemský ekonomický růst mírně tlumit a v roce 2026 bude jeho působení zhruba neutrální.

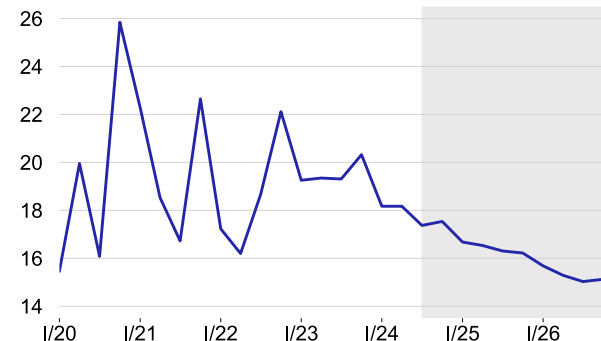
### Fixní investice budou letos utlumené a ztlačí oživit v příštím roce

Tvorba hrubého fixního kapitálu v první polovině roku v úhrnu vzrostla pouze velmi mírně, přičemž jejím tahounem byl soukromý sektor, naopak investice vládních institucí se mírně snížily. Podobný obrázek prognóza očekává i ve druhé polovině letošního roku. Investice vládních institucí za celý letošní rok poklesnou zhruba o 1 %, především kvůli efektu zvýšené srovnávací základny<sup>8</sup> a také kvůli konsolidačnímu úsilí vlády. Nic na tom nezmění ani původně neplánovaná investiční aktivita ke konci roku vyvolaná potřebou oprav škod po povodních. Soukromé investice budou naopak pokračovat v růstu a jejich dynamika bude s oživením zahraniční poptávky a poklesem domácích i zahraničních úrokových sazeb zrychlovat. Tlumit je

Graf II.5

### Míra úspor se z aktuálně zvýšených hodnot postupně sníží vlivem zlepšujícího se sentimentu a poklesu úrokových sazeb do blízkosti dlouhodobě obvyklých hodnot

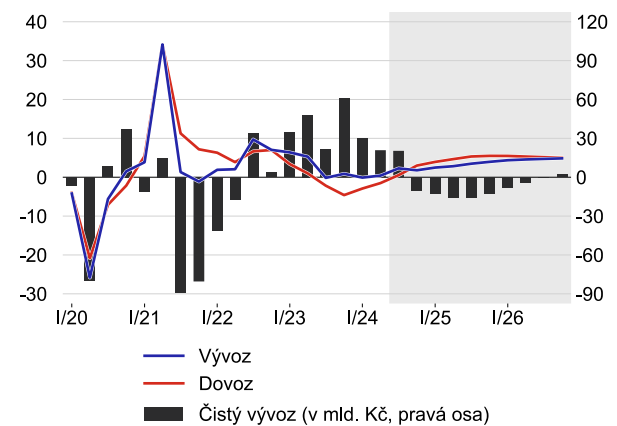
míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



Graf II.6

### Dynamika vývozu a dovozu bude letos a v příštím roce pozvolna zrychlovat spolu s postupným oživením zahraniční i domácí poptávky

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



<sup>8</sup> Loni se výdaje vládních institucí zvýšily jednorázovým nákupem vojenských vrtulníků ve výši 14 mld. Kč.

ale bude pomalý náběh čerpání fondů EU v novém programovém období. Celkově fixní investice za rok 2024 vzrostou zhruba o 1 % (Graf II.7).

V roce 2025 se investice vládních institucí navrátí k růstu, čemuž pomůže očekávané zrychlené čerpání evropských fondů a prostředků z Národního plánu obnovy. Růst soukromých investic také zrychlí a bude podpořen mj. i investicí společnosti onsemi v oblasti automobilového průmyslu a technologií. Celkově fixní investice v příštím roce porostou tempem zhruba 3 %.

Firmy rozpustí velkou část svých zásob naakumulovaných během minulých tří let. Prognóza očekává, že zásoby budou klesat do začátku příštího roku, ovšem zmírňujícím se tempem. Firmy se postupně vracejí k modelu plánování „just in time“, kterému odpovídá obnovení nízkých přírůstků zásob (Graf II.8). Změna stavu zásob tak letos ve výsledku přispívá k meziročnímu růstu tvorby hrubého kapitálu záporně, příští rok naopak bude přispívat výrazně kladně. Dynamika tvorby hrubého kapitálu bude tudíž značně rozkolísaná, přičemž v letošním roce poklesne o více než 4,5 %, v příštím roce naopak vzroste o 7,5 % (Graf II.7).

### Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP, v příštím roce bude působit neutrálně

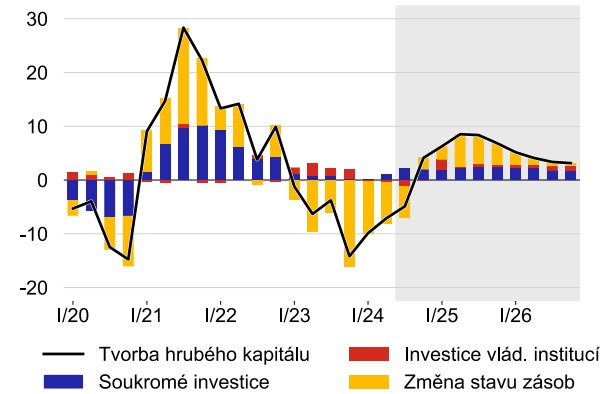
Růst reálné spotřeby vládních institucí zůstává letos zvýšený (Graf II.3). Úspory provozních výdajů vyplývající z vládního konsolidačního balíčku budou koncem letošního roku kompenzovány mimořádnými výdaji na obnovu po povodních. V příštím roce se růst reálné spotřeby vládních institucí zmírní, neboť se projeví dodatečné úspory plynoucí z letošního fiskálního balíčku. Prognóza nominální spotřeby vládních institucí pro příští rok přitom zohledňuje i avizovaný svižný růst platů ve veřejné sféře. Dynamika nominální spotřeby vládních institucí postupně zpomalí zejména vlivem provozních úspor a odeznívání vlivu mimořádných výdajů po povodních.

Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP (Graf II.9) v souvislosti s dopady konsolidačního balíčku<sup>9</sup>, definitivním ukončením podpůrných opatření v oblasti

Graf II.7

### Dynamika celkové tvorby hrubého kapitálu bude rozkolísaná vlivem zásob, soukromé fixní investice postupně zrychlí svůj růst

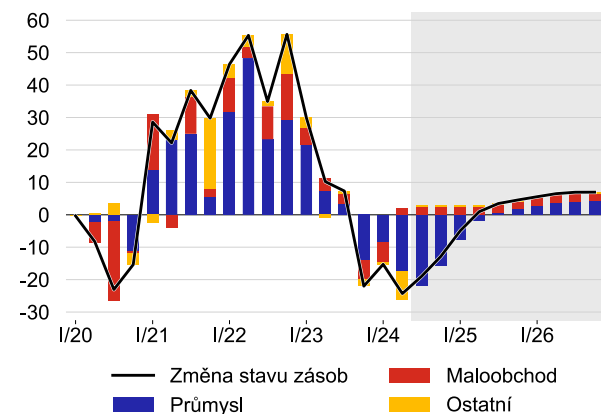
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf II.8

### Změna stavu zásob je v průběhu letošního roku záporná, k nízkým kladným přírůstkům se vrátí v příštím roce

změna stavu zásob, mld. Kč, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



<sup>9</sup> Celkový rozpočtový dopad konsolidačního balíčku v roce 2024 je roven -1,0 % HDP, včetně dalších opatření mimo balíček činí letos fiskální impulz do dynamiky HDP cca -0,7 procentního bodu (minulé prognózy bez započtení vlivu nečekaných povodňových výdajů odhadovaly tento vliv na cca -1 procentní bod). V roce 2025 bude rozpočtový dopad balíčku činit dodatečných -0,3 % HDP (v opačném směru ale budou na fiskální impulz působit zvýšené vládní investice). 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 pro zaměstnance a odvody z dohod o provedení práce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele, dočasné snížení objemu platů ve veřejné sféře a úsporu provozních a ostatních výdajů.

energií a snížením výdajů na penze plynoucím z dobíhání dopadu krácení mimořádné valorizace z loňského roku. V opačném směru působí mimořádné výdaje spojené s obnovou po povodních. V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální, přičemž dodatečný (zbytkový) mírně tlumící dopad konsolidačního balíčku se vykompenzuje s očekávaným zrychleným čerpáním fondů EU. V roce 2026 prognóza předpokládá lehce expanzivní působení fiskální politiky.<sup>10</sup>

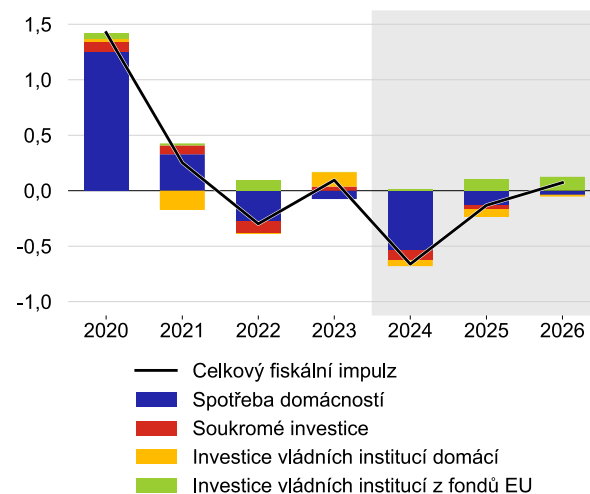
### Záporná mezera výstupu české ekonomiky se bude postupně uzavírat

Mezera výstupu se v průběhu uplynulých let dostala vlivem ekonomického útlumu do záporu. Její uzavírání započalo na konci loňského roku. Rychlejšímu pokroku v tomto směru však brání překvapivě mdlé ožívování růstu spotřeby tuzemských domácností a neustávající problémy našeho hlavního obchodního partnera Německa. Prognóza nicméně na základě analýzy domácí i zahraniční ekonomiky očekává postupné odeznění těchto negativních faktorů. Současně dojde k výraznému obratu ve vývoji tvorby hrubého kapitálu směrem k růstu, a to s přispěním zásob i fixních investic. Uzavírání záporné mezery by mělo tedy dále pokračovat s tím, jak se bude postupně obnovovat růst domácí i zahraniční poptávky. Tempo uzavírání mezery výstupu letos zhruba v souladu s předchozími prognózami tlumí fiskální konsolidační balíček a dosud přísná měnová politika, v příštím roce se i s odezněním těchto vlivů mezera výstupu téměř uzavře a v těsné blízkosti potenciálu se bude HDP nacházet i v roce 2026 (Graf II.10). Dynamika samotného potenciálního produktu bude mírně zrychlovat ke střednědobému tempu (2,5 %) vlivem postupného obnovení trendového růstu produktivity práce.

Graf II.9

### Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP, a to především vlivem konsolidačního balíčku

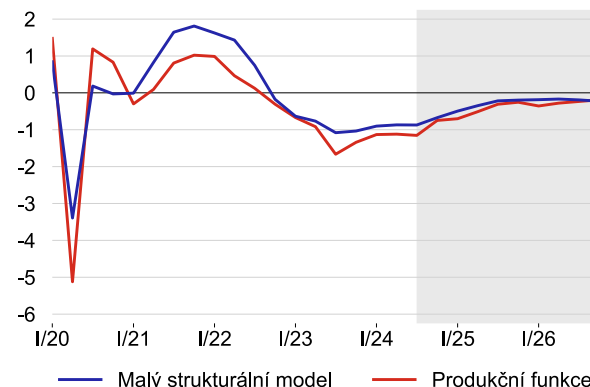
fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



Graf II.10

### Ekonomika se bude od příštího roku nacházet již jen lehce pod svým potenciálem

mezera výstupu v % potenciálního produktu



<sup>10</sup> Fiskální prognóza ČNB bere v úvahu všechna diskreční opatření na příjmové i výdajové straně, která obsahuje návrh státního rozpočtu pro rok 2025 včetně rozpočtové dokumentace.

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

		2024	2025	2026	
<b>HDP</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>1,0</b> (-0,2)	<b>2,4</b> (-0,3)	<b>2,4</b> (0,1)	Výhled HDP se letos a v příštím roce oproti minulé prognóze posouvá níže kvůli slabší zahraniční poptávce a pozvolnějšímu oživení spotřeby domácností.
<b>Spotřeba domácností</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>1,6</b> (-0,4)	<b>2,2</b> (-1,3)	<b>2,8</b> (-0,3)	Predikce spotřeby domácností se snižuje v důsledku nižšího růstu reálných mezd a horšího spotřebitelského sentimentu.
<b>Spotřeba vládních institucí</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>3,4</b> (0,8)	<b>1,3</b> (0,6)	<b>0,8</b> (0,1)	Spotřeba vládních institucí se posouvá mírně výše vlivem pozorovaných vyšších nemzdových výdajů a také kvůli výdajům na povodňové škody na přelomu letošního a příštího roku.
<b>Tvorba hrubého fixního kapitálu</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>0,9</b> (1,6)	<b>2,9</b> (-0,8)	<b>2,7</b> (-0,3)	Dynamika fixních investic bude letos vyšší kvůli silnějšímu pozorování za druhé čtvrtletí a výdajům na povodňové škody, v příštích dvou letech převáží slabší zahraniční poptávka.
<b>Čistý vývoz</b>	přísp. k růstu HDP procentní body	<b>0,9</b> (-0,1)	<b>-0,8</b> (0,1)	<b>-0,1</b> (0,0)	Oproti letní prognóze jsou změny příspěvků čistého vývozu k růstu HDP zanedbatelné.
<b>Přepočtený počet zaměstnanců</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>0,2</b> (-0,2)	<b>0,2</b> (-0,1)	<b>0,2</b> (-0,1)	V letošní pomalejší dynamice přepočteného počtu zaměstnanců se odráží především nižší údaje ve druhém čtvrtletí, v roce 2025 se projeví očekávané pozvolnější hospodářské oživení.
<b>Nezaměstnanost (ILO)</b>	% procentní body	<b>2,7</b> (-0,1)	<b>2,9</b> (0,0)	<b>3,0</b> (0,0)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve srovnání s minulou prognózou téměř nemění.
<b>Průměrná měsíční nominální mzda</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>6,4</b> (-1,0)	<b>5,7</b> (-0,7)	<b>5,1</b> (-0,1)	Pomalejší dynamika mezd je v situaci sníženého výhledu tuzemské ekonomické aktivity dána rovněž nižším pozorováním v první polovině letošního roku.

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

## Trh práce se bude i nadále pozvolna zchlazovat

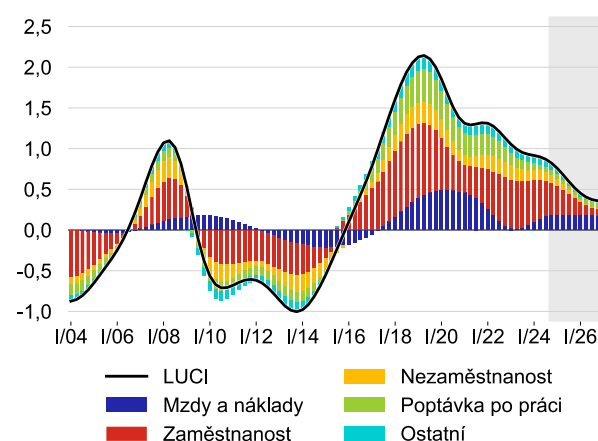
Pohledem indikátoru LUCI pokračuje postupné zchlazování tuzemského trhu práce (Graf II.11), které souvisí s útlumem domácí ekonomické aktivity během minulého roku. K přetrvávajícímu (již jen mírnému) napětí na trhu práce nadále přispívá zejména zaměstnanost, protože firmy si i přes utlumenou ekonomickou aktivitu ponechávají své zaměstnance<sup>11</sup> a produktivita práce tak neroste. V budoucnu se příspěvek zaměstnanosti bude snižovat, a to především z důvodu postupného vyčerpávání nabídky práce i poklesu poptávky po práci. Již se totiž projevuje opatrnější náborová aktivita firem. Ta souvisí se stále nejistou situací v průmyslu navázanou na slabší poptávku z Německa. Pokračující pozvolný růst ukazatelů nezaměstnanosti vede k postupnému snižování příspěvku nezaměstnanosti v rámci LUCI. To odpovídá obvyklému časovému odstupe reakce trhu práce na předchozí utlumený vývoj ekonomické aktivity. Mzdy a náklady naopak budou na horizontu prognózy přispívat k napětí na trhu práce kladně.

<sup>11</sup> Třináctiměsíční klouzavý průměr Labour Hoarding indikátoru sestaveného Evropskou komisí ukazuje na zvýšený podíl firem, které nebudou propouštět ani při předpokládaném zhoršení své produkce.

Graf II.11

## Napětí na trhu práce se pohledem indikátoru LUCI bude dále snižovat

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky





### Tempo meziročního růstu reálných mezd zůstane z dlouhodobého pohledu zvýšené

Na počátku letošního roku se reálná mzda po více než dvou letech poklesu skokově vrátila k meziročnímu růstu. To bylo způsobeno vysokou, i když zpomalující dynamikou mezd v nominálním vyjádření a snížením inflace do blízkosti cíle ČNB. Tato situace přetrvá až do konce prognostického horizontu.

Meziroční růst průměrné nominální mzdy v tržních odvětvích se ve zbytku letošního roku udrží z historické perspektivy<sup>12</sup> na vysokých hodnotách (Graf II.12) a bude tak stále odrážet dřívější inflační tlaky. Kvůli silné mzdové dynamice v prvním čtvrtletí a postupně se zotavující ekonomické aktivitě na výhledu bude růst mezd v meziročním vyjádření až do poloviny příštího roku solidní, následně se začne zvolna navracet k dlouhodobému průměru. Tento trend již zřejmě započal ve druhém čtvrtletí, kdy mzdová dynamika mezičtvrtletně zpomalila, přičemž výrazně poklesly příspěvky mezd v odvětvích zpracovatelského průmyslu a velkoobchodu a maloobchodu.<sup>13</sup> Od ledna příštího roku dojde ke zvýšení minimální mzdy o 1 900 Kč (tj. o 10 %) na 20 800 Kč. Prognóza předpokládá, že v dalších letech bude docházet k jejímu postupnému zvyšování až na 47 % průměrné mzdy v roce 2029. V netržních odvětvích prognóza po předchozím období utlumeného vývoje zahrnuje výrazné zvýšení platů ve veřejné sféře od ledna 2025 a také legislativní změny u kaskády zaručených platů.<sup>14</sup> Platy v netržní sféře v příštím roce porostou rychleji (6,1 %) než mzdy v tržní sféře (5,7 %).

Růst nominálního objemu mezd a platů je letos i v následujících letech dominantně ovlivněn dynamikou průměrných mezd. V reálném vyjádření se objem mezd a platů na počátku letošního roku vrátil k meziročnímu růstu vlivem poklesu inflace, a jeho zvyšování pokračovalo i ve druhém čtvrtletí (Graf II.13). Kladná dynamika reálného objemu mezd a platů se s malými výkyvy udrží okolo 3 % až do konce prognostického horizontu.

### Přepočtený počet zaměstnanců bude ve zbytku letošního roku stagnovat, nezaměstnanost velmi mírně vzroste

<sup>12</sup> Prognóza předpokládá, že dlouhodobě rovnovážný růst mezd v tržní sféře dosahuje 4,5 %.

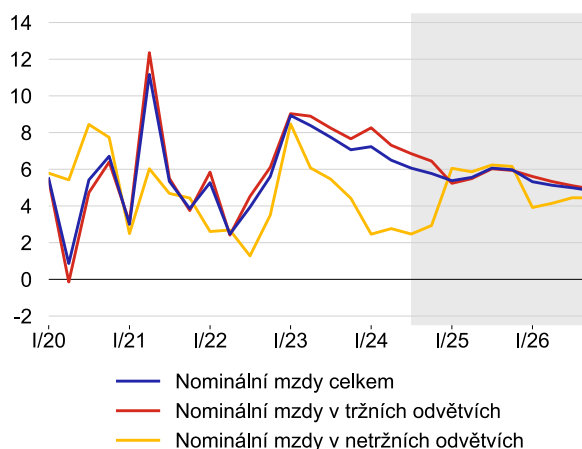
<sup>13</sup> O vývoji mezd ve třetím čtvrtletí panuje zvýšená nejistota související s velkou rozkolísaností hodnot měsíčních mzdových indikátorů během letních měsíců. Ta byla způsobena legislativními změnami a výraznějším rozdílem v počtu pracovních dní oproti loňskému roku.

<sup>14</sup> Kaskáda zaručených mezd bude od počátku příštího roku ve mzdové sféře zrušena a na rozdíl od platové sféry zůstane pro mzdovou sféru závazná pouze minimální mzda. Pro platovou sféru bude kaskáda zaručených mezd nahrazena kaskádou zaručených platů, také bude snížen počet skupin zaručených platů (dříve mezd) z osmi na čtyři.

Graf II.12

### Dynamika nominálních mezd zůstane i přes zpomalování z dlouhodobého hlediska vysoká

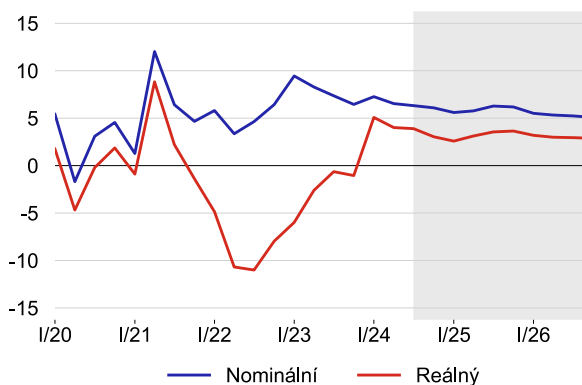
nominální mzdy, meziroční změny v %, sezonně očištěno



Graf II.13

### Dynamika reálného objemu mezd a platů zůstane zvýšená a pomůže tak k návratu tempa růstu spotřeby domácností k jeho dlouhodobému průměru

objem mezd a platů, meziroční změny v %





Zaměstnanost vyjádřená přepočteným počtem zaměstnanců<sup>15</sup> bude i nadále mezičtvrtletně stagnovat, v meziročním vyjádření mírně poroste (Graf II.14). K důvodům patří postupné vyčerpávání nabídky práce a opatrnost zaměstnavatelů při náborové aktivitě daná předchozím útlumem ekonomiky. Předstihové indikátory vysílají nadále smíšené signály. Šetření Evropské komise očekává pro následující tři měsíce pokles počtu zaměstnanců. Naopak index očekávané zaměstnanosti a jiné vysokofrekvenční a předstihové indikátory<sup>16</sup> naznačují pokračující náborovou aktivitu firem.

Obecná míra nezaměstnanosti po loňském mírném růstu letos spíše stagnuje, v čemž se projevuje snaha firem o zachování pracovních týmů v podmínkách utlumené poptávky. V dalších letech se počet lidí bez práce vrátí k pomalému růstu z důvodu zpožděného dopadu předchozího útlumu ekonomické aktivity (Graf II.14). Z historického pohledu i v mezinárodním srovnání ale zůstane velmi nízká. U podílu nezaměstnaných osob očekává prognóza obdobný vývoj.

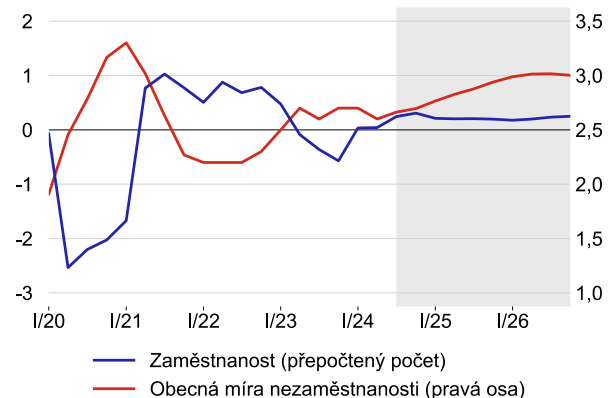
### Domácí nákladové tlaky se v roce 2025 zmírní vlivem zpomalující mzdové dynamiky a postupně se obnovujícího růstu efektivity práce

Dynamika domácích nákladů se ve třetím čtvrtletí letošního roku dále zmírnila, nadále však zůstala zvýšená (Graf II.15). K tomu dominantně přispěla pokračující svižná dynamika mezd v tržních odvětvích, jejichž mezičtvrtletní růst nicméně zpomalil po jednorázovém zrychlení počátkem letošního roku. Ve zřetelném příspěvku mezd na výhledu se přitom projeví dozvuky předchozí vysoké inflace. Zvyšování tuzemského hospodářského výkonu se bude odrážet v kladných příspěvcích ceny kapitálu k růstu domácích nákladů. Na přelomu roku však bude nárůst ekonomické aktivity tažen zejména tvorbou zásob, což bude společně s mírným mezičtvrtletním zvyšováním zaměstnanosti zlepšovat efektivitu práce jen pozvolna. Efektivita práce tak bude růst nákladů zpočátku tlumit pouze lehce. S postupným zrychlováním růstu ostatních složek HDP dojde také k jejímu zlepšování. To spolu se zpomalujícím mzdovým růstem povede v roce 2026 k postupnému snížení domácích nákladových tlaků do blízkosti hodnot konzistentních s cenovou stabilitou.

Graf II.14

### Přepočtený počet zaměstnanců mírně poroste, nezaměstnanost se bude zvyšovat jen pozvolna

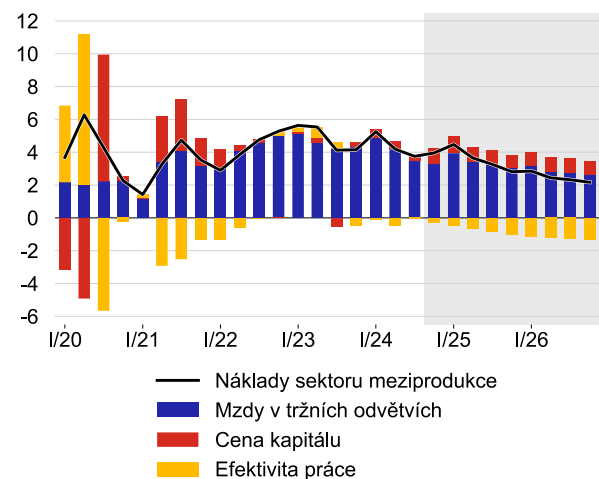
zaměstnanost přepočtená na plné úvazky, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno



Graf II.15

### Pokračující zpomalování mezičtvrtletní mzdové dynamiky a postupné obnovování růstu efektivity práce se od začátku příštího roku projeví ve zmírňování domácích nákladových tlaků

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



<sup>15</sup> Z důvodu lepší interpretovatelnosti vývoje na trhu práce je zaměstnanost nově popisována pomocí řady přepočteného počtu zaměstnanců (namísto celkové zaměstnanosti z VŠPS).

<sup>16</sup> Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro čtvrté čtvrtletí 2024 signalizuje pokračující nárůst počtu zaměstnanců z předchozích čtvrtletí. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech zůstává na nízkých hodnotách. Celkový počet volných pracovních míst se ve třetím čtvrtletí 2024 oproti předchozímu čtvrtletí téměř velmi mírně zvýšil.

### III. INFLACE

Inflace se během letních prázdnin pohybovala poblíž 2% cíle ČNB. V září zrychlila výrazněji do horní poloviny tolerančního pásma, a to zejména vlivem zesilujícího zdražování potravin. Ve čtvrtém čtvrtletí se dynamika celkové inflace dále přechodně zvýší v důsledku pokračujícího zrychlování meziročního růstu cen potravin. Na přelomu roku se tak krátkodobě dostane mírně nad horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Opětovné snížení inflace začátkem příštího roku bude souviset zejména se skokovým snížením dynamiky regulovaných cen od ledna. Ve stejném období přitom zůstane jádrová inflace přibližně stabilní i přes oslabený kurz koruny. Stabilita cenového vývoje v tomto klíčovém segmentu odráží dosavadní protiinflační poptávkové prostředí v tuzemské ekonomice i v zahraničí, které bude přetrvávat i do budoucna. Zmíněné lehké oslabení kurzu bude vyvažováno zpomalujícím růstem domácích mzdových nákladů a pokračující postupnou korekcí donedávna výrazně zvýšených ziskových marží tuzemských výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. Celková i měnověpolitická inflace tak budou v průběhu příštího roku postupně klesat a na horizontu měnové politiky se budou nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB při pokračujícím poklesu úrokových sazeb v nejbližších čtvrtletích.

#### Inflace se na přelomu roku bude pohybovat v blízkosti horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle

Inflace se v létě nacházela poblíž 2% cíle, její zářijové zrychlení pak dominantně souviselo se zvýšenou dynamikou cen potravin (kterým sekundovalo zdražování v segmentu vzdělávání). Ve čtvrtém čtvrtletí inflace dále zrychlí a v průměru se bude nacházet na horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle (Graf III.1), přičemž na přelomu roku se krátkodobě dostane nad ni. To bude souviset zejména s pokračujícím zrychlováním meziročního růstu cen potravin. Kladný příspěvek jádrové inflace a záporný příspěvek cen pohonných hmot zůstanou zhruba stabilní. Podobný obrázek bude u tržních složek inflace platit i pro první čtvrtletí příštího roku. Od ledna se naproti tomu významně sníží – po celý letošní rok ještě zvýšený – příspěvek regulovaných cen (Graf III.2).

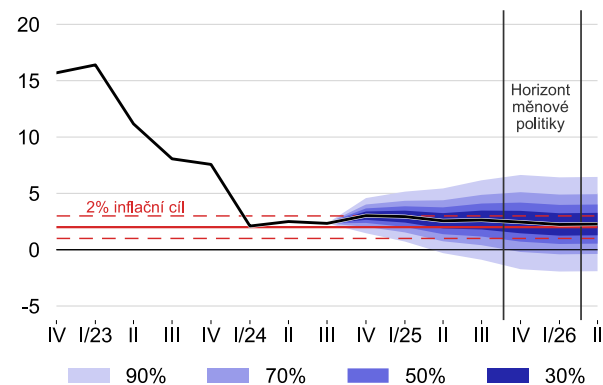
#### Dynamika regulovaných cen bude v závěru letošního roku stále nadprůměrná, sníží se na počátku roku 2025

Meziroční růst regulovaných cen i ve třetím čtvrtletí zůstal poblíž 6 %, tedy z historického pohledu na stále zvýšené úrovni, a to i přesto, že dodavatelé elektřiny a plynu během léta dále zlevňovali silovou složku cen těchto energií spojených s bydlením (Graf III.3). K udržení stále vysoké meziroční dynamiky regulovaných cen letos přispělo mimo jiné zdražení regulované složky cen energií či vodného a stočného, znovuzavedení poplatků na obnovitelné zdroje ze samého počátku roku, březnové výrazné zdražení dálniční známky či zářijové skokové zdražení vybraných položek v kategorii vzdělávání. V průměru se letos jejich meziroční růst udrží poblíž 6 %, v roce 2025 se pak především vlivem meziročního poklesu cen elektřiny

Graf III.1

**Inflace se bude na přelomu roku nacházet poblíž horní hranice tolerančního pásma cíle, následně se začne postupně snižovat k 2% cíli**

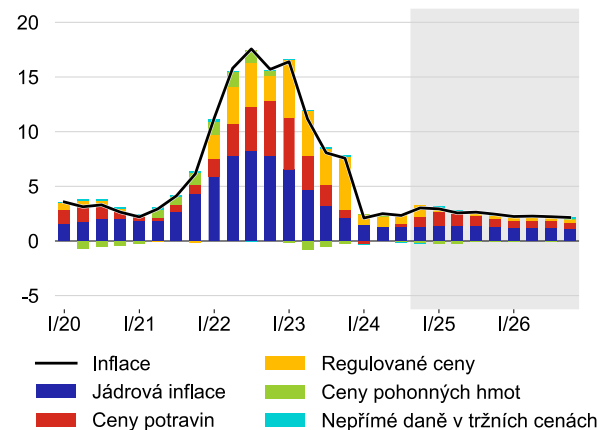
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

**V nejbližších čtvrtletích se bude zvyšovat příspěvek cen potravin**

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



a plynu sníží pod 2 %, a to i přes plánované lednové zvýšení koncesionářských poplatků<sup>17</sup>, předpokládané opětovné zdražení regulované složky cen energií a zvyšování cen řady dalších položek.

### Růst tržních cen se v příštím roce zvýší nad 2 %

Růst tržních cen byl v dosavadním průběhu roku umírněný (Graf III.4). Firmy totiž počátkem letošního roku přecenily jen v omezené míře ve srovnání se stále značným růstem nákladů. Ziskové marže prodejců se tak snížily a záporný příspěvek změny přírážky k nákladům inflaci tlumil. Na výhledu setrvá příspěvek přírážky k nákladům v záporném teritoriu, neboť kladná a snižující se mezeru marží se vlivem doposud přísné měnové politiky počátkem roku 2026 uzavře. Zvýšený růst nákladů však bude v příštím roce poklesem marží vyvažován již jen částečně, a proto růst tržních cen přechodně vzroste nad 2 %.

### Zvýšené celkové nákladové tlaky se v příštím roce sníží při postupném odeznívání proinflačního působení domácí ekonomiky a dovozních cen

Růst celkových nákladů ve třetím čtvrtletí letošního roku zrychlil (Graf III.5) vlivem zvýšení zahraničních cen energií a části jadrových dovozních cen, ve kterých se promítlo zdražení vybraných potravinářských komodit na světových burzách. Kladný příspěvek dovozních cen byl přitom podpořen také mírným oslabením koruny v posledních měsících. V nadcházejících čtvrtletích náklady ještě porostou zvýšeným tempem, neboť se do nich promítne pokračující růst dovozních cen i silné domácí nákladové tlaky. Ty pramení především z nadprůměrného nominálního mzdového růstu, který nebude kompenzován odpovídajícím růstem produktivity. Mzdová dynamika však začne v mezičtvrtletním vyjádření v průběhu příštího roku postupně zpomalovat, což povede ke snížení růstu celkových nákladů. K tomu také přispěje – i přes lehce oslabující kurz koruny – také postupný přechod příspěvku dovozních cen energií do záporných hodnot. Dynamika celkových nákladů se tak koncem příštího roku přiblíží dlouhodobému ustálenému stavu ve výši 2 %, v jehož blízkosti setrvá i v roce 2026. Růst nákladů bude přitom odrážet i pokračující cenovou konvergenci, která vede k tradičně rychlejšímu cenovému růstu v oblasti služeb než u zboží v rámci jadrové inflace.

### Jadrová inflace bude zhruba stabilní

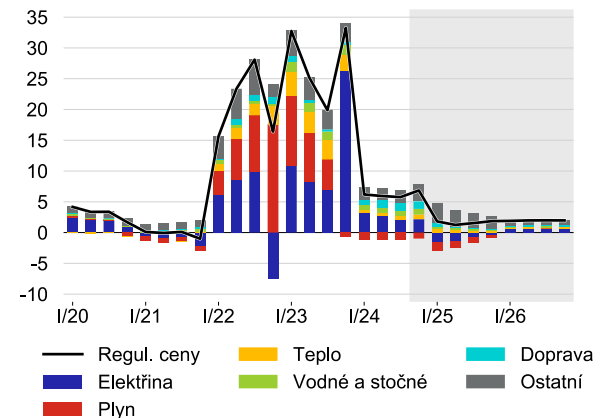
Jadrová inflace se v průběhu třetího čtvrtletí s příspěvním dosavadní přísné měnové politiky udržela lehce

<sup>17</sup> Vláda schválila zvýšení televizního poplatku ze 135 na 150 Kč a rozhlasového poplatku ze 45 na 55 Kč, přičemž naposledy se tyto poplatky zvyšovaly v roce 2008, respektive 2005. Zároveň by měl být rozšířen okruh plátců těchto poplatků. Je však možné, že (vzhledem k napjatému programu v Parlamentu ČR) příslušná novela zákona nebude schválena tak, aby začala platit již od ledna 2025.

Graf III.3

### Dynamika regulovaných cen začátkem příštího roku znatelně poklesne a v následujících dvou letech se stabilizuje poblíž 2% úrovně

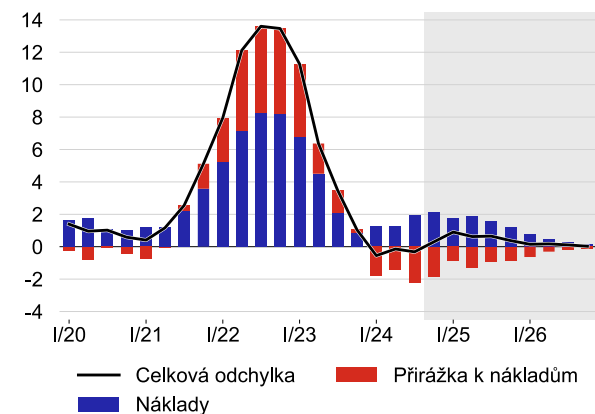
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.4

### Přetrvávající zvýšený růst nákladů bude tlačit ve směru dalšího zdražování, snižující se přírážka k nákladům jej bude naopak tlumit

odchylka od rovnovážného 2% meziročního růstu, příspěvky v p. b.

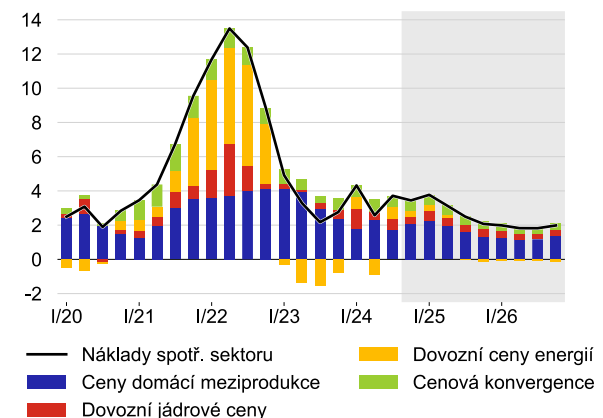


Poznámka: Příspěvek přírážky k nákladům obsahuje mezeru marží v sektoru spotřebních a mezispotřebních statků a služeb.

Graf III.5

### Aktuálně stále mírně zvýšené celkové nákladové tlaky se v příštím roce zmírní

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



nad 2 %. Růst cen neobchodovatelných statků se přitom pohyboval poblíž 4 %, zatímco cenová dynamika obchodovatelných statků byla jen lehce kladná. I v posledních měsících letošního roku zůstane jádrová inflace stabilní. Protiinflačně na ni bude působit stále utlumená dynamika průmyslových výrobních cen v zahraničí a její přeliv do domácích cenových okruhů, proinflačně naopak relativně svižný růst mezd v tuzemsku a mírné oslabení koruny. Příspěvek imputovaného nájemného se bude postupně zvyšovat (Graf III.6), přičemž případně výraznější než očekávané zrychlení jeho dynamiky vlivem oživení reálného trhu představuje jedno z rizik prognózy. I přes zvyšující se příspěvek imputovaného nájemného však jádrová inflace setrvá poblíž 2 % na celém horizontu prognózy, a to i vlivem dosud přísné měnové politiky.

### Růst cen potravin bude v nejbližších čtvrtletích dále zrychlovat

Dynamika cen potravin, nápojů a tabáku během léta zrychlovala, a to jak vlivem nízké srovnávací základny z loňského roku, tak kvůli růstu cenové hladiny v této kategorii taženém zčásti též prudkým zdražením některých dovážených potravinářských komodit (například kávy či kakaa) a vybraných potravin (mléka a másla). Tyto faktory budou působit i ve čtvrtém čtvrtletí a meziroční dynamika cen potravin proto dále zrychlí (Graf III.2).

### Pohonné hmoty v následujících čtvrtletích dále meziročně zlevní

Meziroční dynamika cen pohonných hmot se v srpnu překlopila do záporného pásma, v září pak byly benzín a nafta na čerpacích stanicích meziročně levnější o více než 10 %. V dalších čtvrtletích se dynamika cen pohonných hmot udrží v záporu, především vlivem mírně klesajících cen ropy, jejichž vliv bude tlumit mírně oslabující kurz koruny.

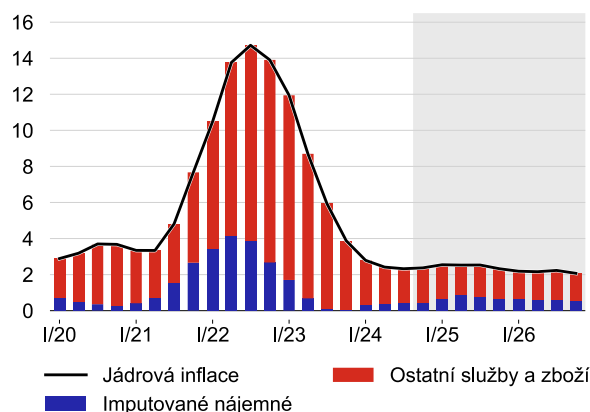
### Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací

Na počátku letošního roku působily změny nepřímých daní plynoucí z konsolidačního balíčku na vývoj spotřebitelských cen různorodě, v souhrnu pak lehce proinflačně. Součástí opatření s proinflačním dopadem bylo zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu o 10 %. Protiinflačně naopak působila redukce počtu sazeb DPH a přesuny vybraných skupin zboží a služeb mezi nimi. V souhrnu vedly tyto změny k lehce kladným primárním (účetním) dopadům (Graf III.7). Zároveň se změny DPH u některých položek nepromítly do cen plně. Tyto sekundární dopady byly obousměrné a v součtu zanedbatelné. K dalšímu zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu pak dojde na počátku příštího roku, a to o 5 %, resp. 10 %. Na počátku roku 2026 se pak spotřební daň z tabáku a lihu shodně zvýší o dalších 5 %. Celková inflace se bude proto na celém výhledu nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf III.8).

Graf III.6

### Jádrová inflace se udrží poblíž 2 % při lehce se zvyšujícím příspěvku imputovaného nájemného

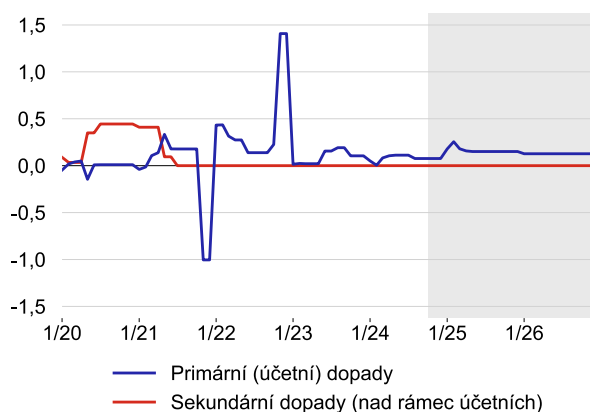
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.7

### Dopady změn nepřímých daní letos odrážejí četné změny DPH a spotřebních daní v rámci konsolidačního balíčku, v příštích dvou letech pak zvýšení spotřebních daní z tabáku a lihu

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



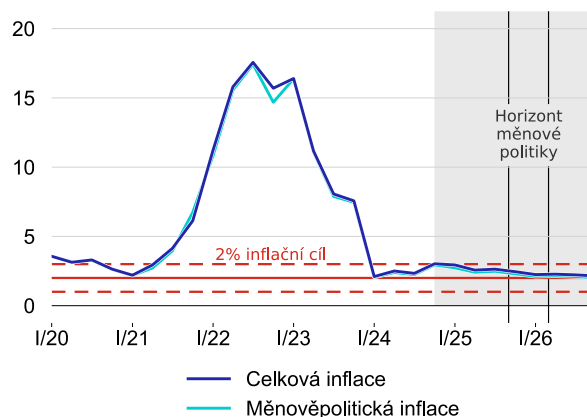
*U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy bezprostředních dopadů do cen – primární (neboli účetní v dotčených položkách) a sekundární (jdoucí v dotčených položkách nad rámec účetních dopadů). Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (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. Sekundární dopady ovlivňují jak měnověpolitickou inflaci, tak inflaci celkovou. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek a v prognóze nastavuje úrokové sazby s ohledem na výhled měnověpolitické inflace.*

Na horizontu měnové politiky, tedy ve čtvrtém čtvrtletí 2025 a prvním čtvrtletí 2026, bude měnověpolitická inflace – podobně jako inflace celková – v blízkosti 2% cíle centrální banky (Graf III.8).

Graf III.8

### Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky budou nacházet v blízkosti 2% cíle

celková a měnověpolitická inflace, v %



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2024	2025	2026	
<b>Spotřebitelské ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,5</b> (0,2)	<b>2,6</b> (0,7)	<b>2,2</b> (0,2)	Prognóza inflace se posouvá směrem nahoru především vlivem výraznějšího růstu cen potravin.
<b>Regulované ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>6,2</b> (0,4)	<b>1,6</b> (-0,4)	<b>2,0</b> (0,1)	Lehce nižší výhled regulovaných cen pro příští rok je výsledkem výraznějšího zlevňování silové složky cen energií spojených s bydlením.
<b>Jádrová inflace</b>	% procentní body	<b>2,5</b> (0,0)	<b>2,5</b> (0,1)	<b>2,2</b> (-0,1)	Predikce jádrové inflace zůstává na výhledu téměř beze změny.
<b>Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>0,9</b> (0,8)	<b>3,8</b> (2,4)	<b>2,2</b> (0,4)	Dynamika cen potravin bude v roce 2025 oproti letní prognóze znatelně vyšší vlivem pozorované skutečnosti a výraznějšího nárůstu dovozních cen některých potravinářských komodit.
<b>Ceny pohonných hmot</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-0,7</b> (-1,4)	<b>-3,9</b> (0,9)	<b>-0,2</b> (2,4)	Predikce cen pohonných hmot se v příštím roce posouvá nahoru, přičemž o něco slabší kurz koruny očekávaný novou prognózou převáží nad nižším výhledem ceny ropy.

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



## IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada na listopadovém měnověpolitickém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu na 4 %, diskontní sazbu na 3 % a lombardní sazbu na 5 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako mírně proinflační. Rizikem ve směru vyšší inflace je větší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb. Případný nadměrný růst celkových výdajů veřejného sektoru by vedl k riziku inflačního působení státního rozpočtu. Dalším proinflačním rizikem jsou zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru. Na delším horizontu je proinflačním rizikem možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu. Naopak výrazným rizikem ve směru nižší inflace je zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé a potažmo české ekonomiky. To se promítá i do výhledu dalšího snižování sazeb velkých centrálních bank. Se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku. V jejich trajektorii se odráží klesající zahraniční úrokové sazby, odeznívání nákladových tlaků a uzavírání kladné mezery ziskových marží.

### S prognózou je konzistentní nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku

Podzimní prognóza implikuje další pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb v nadcházejících čtvrtletích (Graf IV.1). V polovině roku 2025 se úrokové sazby přiblíží odhadované měnověpoliticky neutrální úrovni, kde setrvají i v roce 2026. Přestože růst nákladů zůstane ve zbytku letošního a v první polovině příštího roku stále mírně zvýšený vlivem přetrvávajícího nadstandardního mzdového růstu, stagnujícího růstu efektivity práce a zdražujícího dovozu, potřebu dalšího uvolňování měnové politiky nezvrátí. Proinflační vliv růstu nákladů totiž bude zčásti vyvažován poklesem ziskových marží firem, který bude růst cen i nadále tlumit, a inflace tak poklesne na horizontu měnové politiky do blízkosti 2% cíle. Rovněž pokračující uvolňování měnových podmínek ECB vytváří prostor pro pokles tuzemských úrokových sazeb.

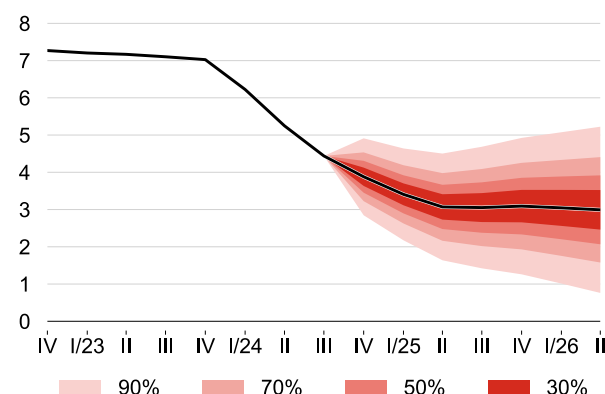
### Koruna byla v posledních měsících mírně rozkolísaná

V srpnu koruna umazala část svých předchozích ztrát v návaznosti na nepřekvapivé snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů a následnou tiskovou konferenci guvernéra ČNB. Poté posilovala až do začátku září. V říjnu se trend obrátil k jejímu oslabování v důsledku posilujícího dolaru a nárůstu globální rizikové averze. Na zasedání ČNB koncem září kurz koruny výrazněji nereagoval. Průměrný kurz za třetí čtvrtletí činil 25,2 CZK/EUR, což odpovídá meziročnímu oslabení o 4,3 %. Ve druhé polovině října se koruna pohybovala okolo 25,3 CZK/EUR.

Graf IV.1

### S prognózou je konzistentní nejprve pokračující pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb následovaný jejich přibližnou stabilitou od poloviny příštího roku

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.**

**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.**



Proti příznivému efektu přebytku běžného účtu platební bilance působil v neprospěch koruny zhoršený ekonomický výhled a odliv majetkového a dluhového kapitálu reagující na nižší očekávané sazby ČNB.

### Na výhledu koruna nepatrně oslabí

Základní scénář podzimní prognózy očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí 2024 ve výši 25,3 CZK/EUR. Koruna na výhledu postupně oslabuje na hodnotu 25,6 CZK/EUR (Graf IV.2), zejména vlivem jen pozvolného zlepšování aktuálně utlumené produktivity práce v prostředí klesajícího přebytku zahraničního obchodu. Dalším důvodem oslabení koruny na výhledu je rovněž snížení rovnovážného tempa posilování koruny. Od letní prognózy došlo ke snížení předpokládaného meziročního rovnovážného tempa posilování koruny na 1 % z tehdy uvažovaného 1,5 %.<sup>18</sup> K oslabení koruny rovněž přispěje přívření úrokového rozpětí oproti eurovým sazbám (Graf IV.3) v první polovině roku 2025.

### Tržní výhled úrokových sazeb se nachází mírně nad prognózou ČNB

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se během léta posunul na lehce nižší hladinu. Trh tak nadále očekával postupné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled leží pro rok 2025 mírně výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře podzimní prognózy ČNB. Pro listopadové měnověpolitické jednání téměř všichni respondenti šetření IOFT očekávali snížení 2T repo sazby o 0,25 procentního bodu, jedna odpověď předpokládala ponechání sazeb beze změny. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v rozmezí 2,5 % až 4 % (v mediánu na 3 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny u 25 CZK/EUR, resp. mírně pod touto hladinou (Tab. IV.1 dále v textu). Jejich predikce předpokládají silnější kurzovou úroveň než výhled centrální banky. Koruna by dle analytiků měla z dlouhodobého pohledu posilovat v návaznosti na příznivý vývoj domácí ekonomiky a úrokový diferenciál vůči eurozóně. Opačným směrem by mohl působit výkon německé ekonomiky, pokud zůstane utlumený. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních necelé 3 koruny za euro.

### Komunikace bankovní rady před listopadovým zasedáním vyznívala ve směru opatrného postupu ve snižování úrokových sazeb

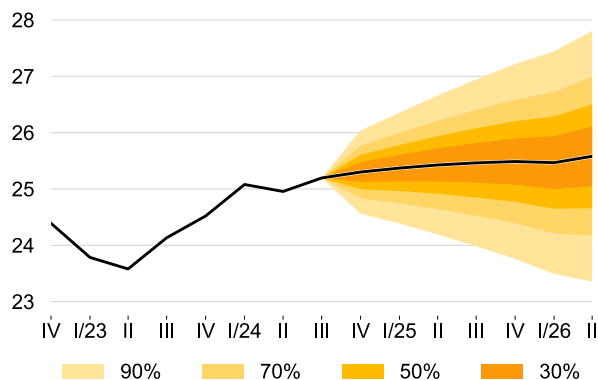
Od několika členů bankovní rady zaznělo, že vnímají prostor pro další pokles úrokových sazeb. Zaznělo

<sup>18</sup> V letní prognóze byla tato úprava zohledněna expertně, podzimní prognóza již vznikla pomocí jádrového predikčního modelu, který pracuje se sníženou rovnováhou.

Graf IV.2

### Koruna bude na výhledu nepatrně oslabovat

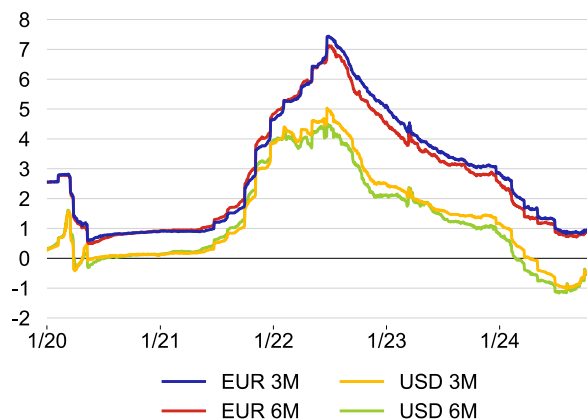
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

### Úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám se stabilizoval, vůči dolarovým sazbám je již několik měsíců záporný

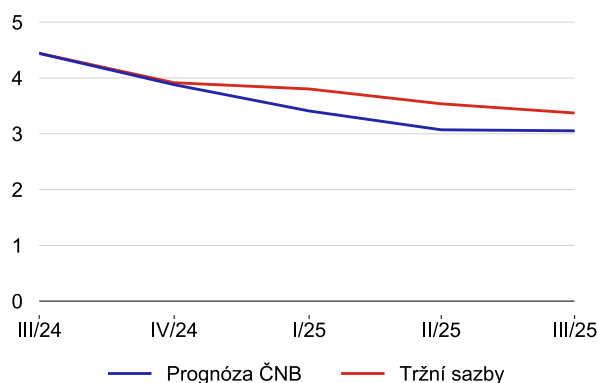
procentní body, diferenciál sazeb na českém peněžním trhu vůči sazbám v EUR a USD



Graf IV.4

### Trh očekával na listopadovém zasedání další snížení úrokových sazeb, výhled trhu pro příští rok leží mírně nad prognózou ČNB

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/24 3M PRIBOR, pro IV/24 až III/25 průměrné hodnoty sazeb FRA 1\*4, 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. říjnu 2024.

také, že je třeba zvážit načasování a velikost tohoto poklesu. Ve směru snížení sazeb podle vyjádření některých členů bankovní rady působí zejména slabá ekonomická výkonnost zahraničních ekonomik, zejména německé. To zpomaluje i českou ekonomiku. Snížování sazeb však může být také zastaveno s ohledem na potenciální inflační rizika tuzemské ekonomiky. Mezi ně patří zejména přetrvávající zvýšená inflace ve službách a v delším horizontu také sílící aktivita na realitním trhu a zvýšený deficit státního rozpočtu. Zazněl také názor, že inflační rizika aktuálně převládají, což je důvodem obezřetného přístupu při snižování sazeb. Členové bankovní rady ve své komunikaci zdůrazňovali, že úrokové sazby v delším horizontu zůstanou vyšší než v předchozích deseti letech.

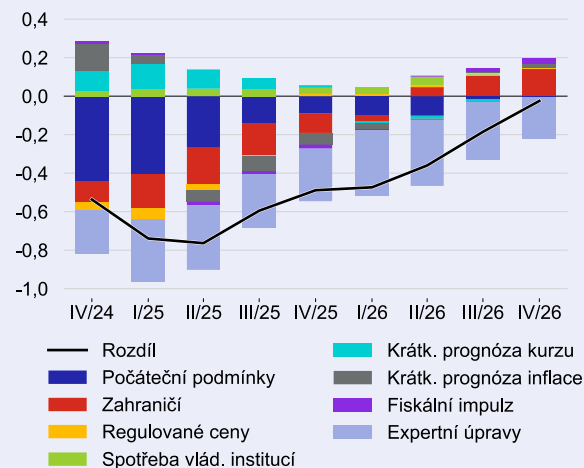
*Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je dvoutýdenní (2T) repo sazba, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Aktuálně (před listopadovým měnovým zasedáním bankovní rady ČNB) tento rozdíl dosahoval -0,2 procentního bodu.*

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

Graf IV.5

**Oproti letní prognóze se trajektorie sazeb nachází citelně níže**

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

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

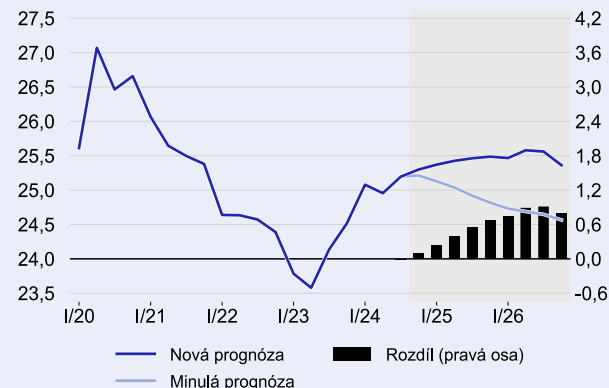
- **Počáteční podmínky** působí ve směru nižších sazeb. To je důsledkem pomalejšího růstu mezd a hrubého domácího produktu ve třetím čtvrtletí letošního roku. Tento efekt je zčásti vyvažován horší produktivitou práce v letošním roce. V záporném příspěvku počátečních podmínek se též odráží zapracování **nižšího rovnovážného tempa posilování kurzu koruny** do jádrového predikčního modelu strukturálním způsobem včetně upravené interpretace dosavadního působení kurzu v ekonomice. Pozorovaný kurz koruny na nedávné minulosti je nyní vnímán jako silnější, a implikuje tak přísnější nastavení měnových podmínek na minulosti. To vytváří prostor pro o něco rychlejší pokles úrokových sazeb na výhledu, které bude předchodit restriktivní působení kurzu kompenzovat.
- Záporný příspěvek **zahraničí** odráží především výrazně nižší výhled úrokových sazeb ECB oproti předpokladům letní prognózy.<sup>19</sup> Tento efekt je částečně tlumen očekávaným pomalejším posilováním eura vůči dolaru.
- **Krátkodobá prognóza kurzu** je pro čtvrté čtvrtletí letošního roku nastavena na mírně slabší úroveň, než odpovídá interpretaci makroekonomického vývoje jádrovým predikčním modelem, a působí tak ve směru mírně vyšších sazeb.
- **Krátkodobá prognóza inflace** pro konec letošního a začátek příštího roku přispívá z počátku k lehce vyšším úrokovým sazbám. Následně příspěvek

19 Samotný tržní výhled počítá s výraznějším poklesem sazeb ECB oproti předpokladu prognózy kvůli obavě z pokračování nepříznivého hospodářského vývoje v eurozóně. Prognóza tak

Graf IV.6

**Prognóza kurzu se posouvá na výrazně slabší hodnoty**

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



překmitne do záporných hodnot, neboť základní scénář očekává, že zvýšený cenový růst z přelomu roku způsobený kolísavými cenami potravin se nebude dále propagovat.

- Dopady zpřesněného výhledu **regulovaných cen, spotřeby vládních institucí a fiskálního impulzu** jsou zanedbatelné.
- **Expertní úpravy** působí v souhrnu ve směru nižších sazeb. Projevují se v nich úpravy pomalejší mzdové dynamiky a utlumenější spotřeby domácností v důsledku přetrvání špatného sentimentu v ekonomice. Tyto faktory přitom převáží nad proinflačním působením pozvolnějšího ožívání produktivity práce.

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

- Kurz koruny se ve srovnání s letní prognózou nachází na výrazně slabších hodnotách vlivem jak domácích, tak i vnějších faktorů. Z vnějšího prostředí ve směru slabšího kurzu působí pozvolnější oživení zahraniční poptávky a užší úrokové rozpětí vůči eurozóně. Z domácí ekonomiky má ve stejném směru vliv pomalejší zlepšování efektivity práce a nižší růst domácí ekonomiky kvůli horšímu sentimentu domácností i firem.
- Ve směru slabší koruny rovněž působí zapracování sníženého tempa posilování kurzu do predikčního modelu strukturálním způsobem včetně upravené interpretace dosavadního působení kurzu v ekonomice směrem k jeho většímu nadhodnocení.

zahrnuje expertně upravenou trajektorii, která zohledňuje komunikaci ECB vyznívající ve prospěch pozvolnějšího poklesu sazeb.

## Sazby na peněžním trhu se snižují, sazby s delší splatností kolísaly

Úrokové sazby PRIBOR letos postupně klesaly v reakci na snižování základních sazeb ČNB. Vlivem očekávání pokračujícího uvolňování měnových podmínek touto cestou má výnosová křivka na peněžním trhu záporný sklon. Tuzemské sazby s delší splatností (nad 2R) ve větší míře následovaly vývoj na zahraničních trzích (Graf IV.7). Dlouhodobé zahraniční sazby přibližně od června převážně klesaly v důsledku očekávaného snižování základních úrokových sazeb ECB a Fedu. Počátkem října byl klesající trend přerušen vlivem eskalujícího napětí na Blízkém východě, což se promítlo i do ceny ropy. Celkově se změny domácích sazeb IRS v jednotlivých splatnostech od začátku letošního roku pohybovaly v rozmezí -1,6 až +0,3 procentního bodu, což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů. Lehce konvexní tvar s minimem okolo splatnosti 5R u domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal přibližně zachován (Graf IV.8).

## Klientské úrokové sazby následují sazby finančního trhu

Přenos poklesu základních úrokových sazeb ČNB je rychlý v segmentu úvěrů nefinančním podnikům, které bez zpoždění následují sazbu peněžního trhu 3M PRIBOR.<sup>20</sup> Od loňského prosincového snížení základních sazeb ČNB tak poklesla sazba z nových korunových úvěrů podnikům do září v souhrnu o 2,7 procentního bodu na 6,0 %. Rozdíl oproti sazbě z eurových úvěrů podnikům se po předchozím poklesu pohybuje okolo 1 procentního bodu. Na druhou stranu sazba z nových úvěrů na bydlení se v posledních měsících výrazněji nezměnila, od závěru loňského roku do září je tato sazba nižší o 0,5 procentního bodu a pohybuje se na úrovni 4,9 % (Graf IV.9). Sazba z úvěrů na bydlení reaguje na sazby finančního trhu s delší splatností, a to obvykle se zpožděním čtyř měsíců. Tržní sazby s delší splatností se od července do září snížily, a pokud se jejich vývoj výrazněji neobrátil, vytváří prostor pro snížení úrokových sazeb z hypoték v následujícím období.

Na pokles měnověpolitických a tržních sazeb poměrně rychle reagují i úrokové sazby z vkladů, sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se od loňského prosince snížila o 2,5 procentního bodu na 3,7 %. Reálné úrokové sazby zůstávají v kladných hodnotách.

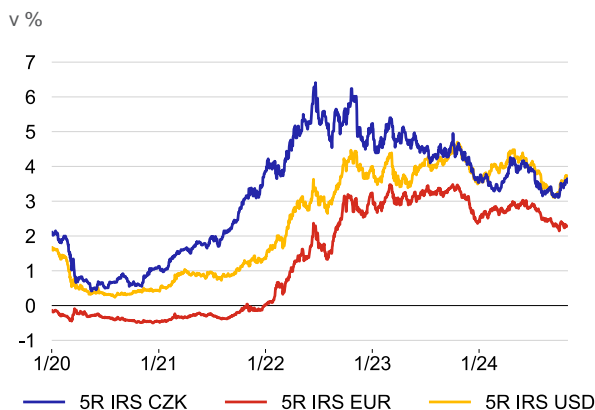
## Dynamika úvěrů podnikům je zatím relativně umírněná, u domácností zrychlila

Tempo růstu úvěrů podnikům ve třetím čtvrtletí letošního roku meziročně zvolnilo na 3,8 %. Ve snížení

<sup>20</sup> Přenosu snižování měnověpolitických sazeb do klientských úrokových sazeb se věnoval box [Jak se mění klientské sazby z korunových úvěrů v reakci na změny tržních sazeb?](#) ze ZoMP léto 2024.

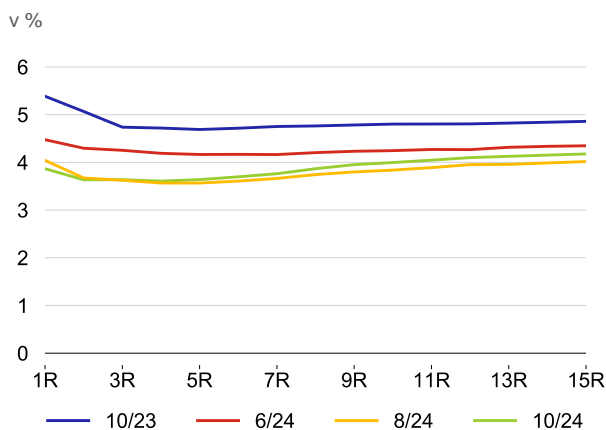
Graf IV.7

### U domácích úrokových sazeb s delší splatností se v posledních týdnech zastavil klesající trend



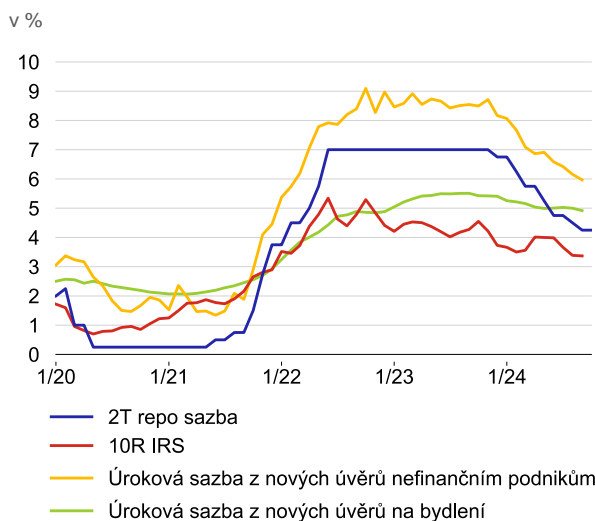
Graf IV.8

### Posun výnosové křivky na nižší hladinu se zastavil, její tvar je nadále lehce konvexní



Graf IV.9

### Úrokové sazby z úvěrů podnikům dále poklesly, u úvěrů na bydlení se významněji nezměnily



dynamiky se projevoval efekt loňské základny, mezičtvrtletně však již pozorujeme oživení úvěrů. K růstu podnikových úvěrů přispívaly zejména úvěry v cizí měně a nově také korunové úvěry. V podmínkách snižování domácích úrokových sazeb se zvýšil objem nově sjednaných korunových úvěrů. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech podniků zůstal v blízkosti 52 %. Dle šetření úvěrových podmínek bank se poptávka podniků po úvěrech po předchozích poklesech ve třetím čtvrtletí mírně zvýšila. K tomu přispívalo zejména vyšší financování fixních investic, provozního kapitálu a poprvé od roku 2021 i snížená úroveň úrokových sazeb. Podniky jsou však dle některých bank nadále opatrné, neboť nejistoty výhledu ekonomiky a nových zakázek ovlivňují motivaci k vyšším investicím do fixních aktiv. Dle prognózy růst úvěrů podnikům zrychlí (Graf IV.10) v reakci na postupné snižování úrokových sazeb v domácí ekonomice i v zahraničí a zrychlení ekonomického růstu.

Dynamika úvěrů domácnostem na bydlení ve třetím čtvrtletí zrychlila na 4,1 %. Objemy čistých nových hypoték pokračují ve výrazném nárůstu v důsledku zvýšené aktivity na rezidenčním trhu doprovázené růstem cen nemovitostí a mírného snížení úrokových sazeb z hypoték. Ve zvýšené poptávce se v srpnu projevila také novela zákona upravující podmínky předčasného splacení hypotečních úvěrů, v září tento efekt odezněl a čisté nové hypotéky se vrátily do blízkosti 20 mld. Kč. Dle šetření úvěrových podmínek se jedná již o pět čtvrtletí trvající tendenci plošného růstu poptávky po úvěrech. Dle prognózy dynamika úvěrů na bydlení v návaznosti na rostoucí poptávku po hypotečních úvěrech v letošním roce dále zrychlí (Graf IV.10).

Růst úvěrů na spotřebu zrychlil ve třetím čtvrtletí na 9,1 %. Nové úvěry naznačují zvýšenou poptávku i v tomto segmentu úvěrového trhu zejména v důsledku mírného zvýšení spotřebních výdajů a stabilizace sentimentu domácností. Dle prognózy začne růst úvěrů na spotřebu v průběhu následujícího roku zpomalovat.

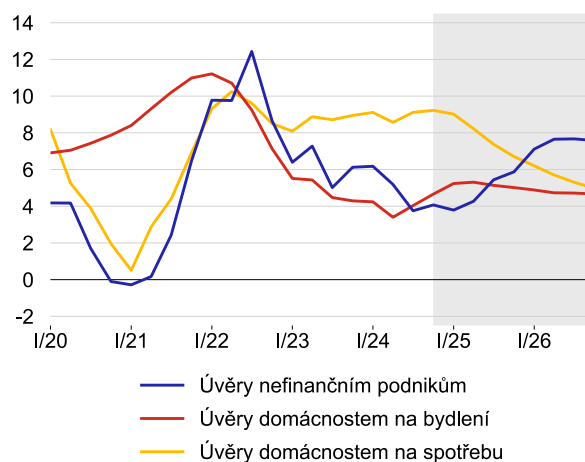
### Růst množství peněz v ekonomice stagnoval

Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se ve třetím čtvrtletí významněji nezměnila a v září dosáhla 5,5 % (Graf IV.11). Příspěvek financování vládních institucí k růstu M3 se zvýšil a v září dosáhl 1,6 procentního bodu a pohyboval se nad dlouhodobým průměrem (0,2 procentního bodu v letech 2010–2019). Příspěvek úvěrů soukromému sektoru dosáhl 3 procentních bodů a byl zatím pod dlouhodobým průměrem (4 procentních body). Na druhou stranu roční míra růstu čistých zahraničních aktiv zpomalila.

Graf IV.10

### Růst úvěrů domácnostem na bydlení a zejména podnikům bude zrychlovat

roční míry růstu v %

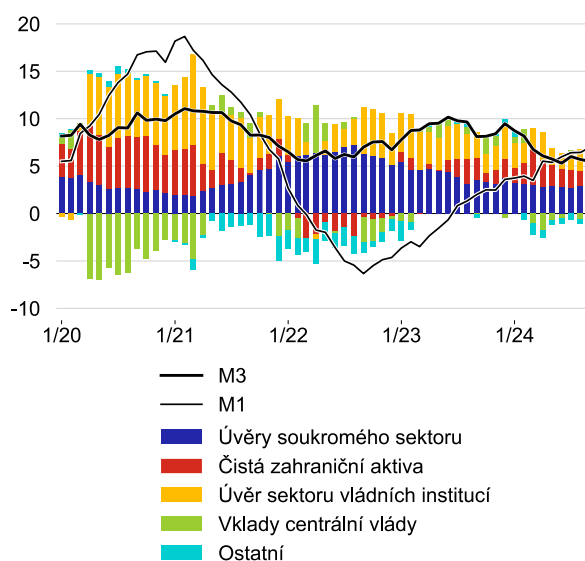


Poznámka: Roční míry růstu úvěrů podnikům a domácnostem byly do března 2024 ovlivněny odkupem úvěrů Sberbank CZ ze strany České spořitelny v dubnu 2023.

Graf IV.11

### Příspěvek financování vládních institucí k růstu peněžního agregátu M3 se ve třetím čtvrtletí zvýšil

roční míry růstu v %





## Inflační očekávání podniků zůstávají nad 2% cílem

Dostupné ukazatele signalizují, že inflační očekávání postupně klesají, stále se však – zejména v případě podniků – nacházejí nad 2% cílem. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu klesla v září na 3,3 % (Tab. IV.1). Jen lehce vyšší hodnoty dosahují i v tříletém horizontu (Graf IV.12). Podniky jsou dotazovány i na vývoj cen hlavních vstupů (surovinových, materiálových, energetických atd.) v ročním horizontu. Tento výhledový ukazatel v září přibližně stagnoval na 4,3 %. Konjunkturální šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb zůstává nízký.

U českých domácností obavy z růstu cenové hladiny přetrvávaly. V případě ukazatele inflace vnímané tuzemskými domácnostmi v šetření Evropské komise se zastavil pozvolný (zhruba dvouletý) pokles z historicky nejvyšších hodnot. Indikátor inflace očekávané v ročním horizontu se během léta mírně zvýšil, z dlouhodobého pohledu však zůstává nízký (Graf IV.13). Také dle říjnového konjunkturálního šetření ČSÚ se obavy spotřebitelů z růstu cen nepatrně zvýšily. Výhled jejich finanční situace se však o něco zlepšil.

Analytiky očekávaná inflace se v ročním i tříletém horizontu nachází lehce nad 2% cílem ČNB.

## Rizika prognózy jsou v souhrnu mírně proinflační

Rizikem ve směru vyšší inflace je větší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb. Případný nadměrný růst celkových výdajů veřejného sektoru by vedl k riziku inflačního působení státního rozpočtu. Dalším proinflačním rizikem jsou zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru. Na delším horizontu je proinflačním rizikem možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu. Naopak výrazným rizikem ve směru nižší inflace je zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé a potažmo české ekonomiky. To se promítá i do výhledu dalšího snižování sazeb velkých centrálních bank.

Obecnou nejistotou prognózy zůstává zvýšené geopolitické napětí související s pokračující válkou na Ukrajině a konflikty na Blízkém východě. Nejisté jsou také dopady výsledku prezidentských voleb v USA a jeho implikací do kurzového vývoje rizikových měn, kam spadá i česká koruna.

## Proinflačním rizikem je vyšší setrvačnost pozorovaného růstu cen služeb

Základní scénář podzimní prognózy očekává, že se inflace bude v následujících několika měsících

Tab. IV.1

### Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků nacházejí lehce nad inflačním cílem, u podniků leží nad 3 %

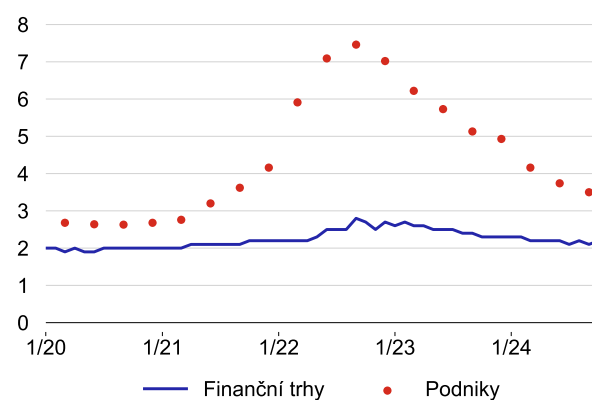
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	6/24	7/24	8/24	9/24	10/24
<b>IOFT:</b>					
Index spotřebitelských cen	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2
Reálný HDP v roce 2024	1,3	1,3	1,0	1,0	1,0
Reálný HDP v roce 2025	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4
Nominální mzdy v roce 2024	6,8	6,8	6,9	6,7	6,7
Nominální mzdy v roce 2025	5,4	5,4	5,4	5,5	5,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,6	24,7	24,8	24,8	24,6
2T repo (v %)	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3
1R PRIBOR (v %)	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3
<b>Podniky:</b>					
Index spotřebitelských cen	3,8			3,3	
Index spotř. cen v horizontu 3R	3,7			3,5	
<b>CF:</b>					
Reálný HDP v roce 2024	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
Reálný HDP v roce 2025	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2024	6,2	6,6	6,8	6,7	6,5
Nominální mzdy v roce 2025	5,4	5,4	5,5	5,6	5,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,9	24,9	24,9	25,0
3M PRIBOR (v %)	3,4	3,4	3,5	3,5	3,4

Graf IV.12

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

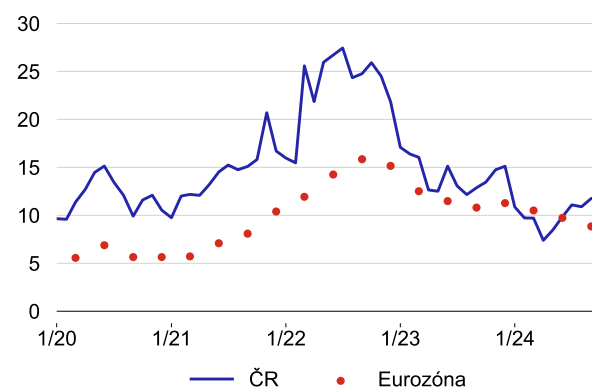
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



Graf IV.13

### Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se v porovnání s koncem loňského roku jen nepatrně snížila

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



nacházet okolo 3 %. Odchylka inflace od 2% cíle tak zůstane po určitou dobu zvýšená, což může vést k nárůstu inflačních očekávání snižujících restriktivní účinek úrokových sazeb (předpokládaných základním scénářem), a být tak zdrojem dodatečných inflačních tlaků. V prostředí byt i jen dočasně zrychleného cenového růstu mohou prodejci a poskytovatelé služeb přistoupit k výraznějšímu než očekávanému přecenění služeb ve snaze udržet si zvýšené ziskové přírážky po delší dobu. K ilustraci tohoto rizika byl vypracován scénář, který uvažuje výraznější růst cen služeb v příštím roce z titulu pomalejšího uzavírání mezery ziskových marží.

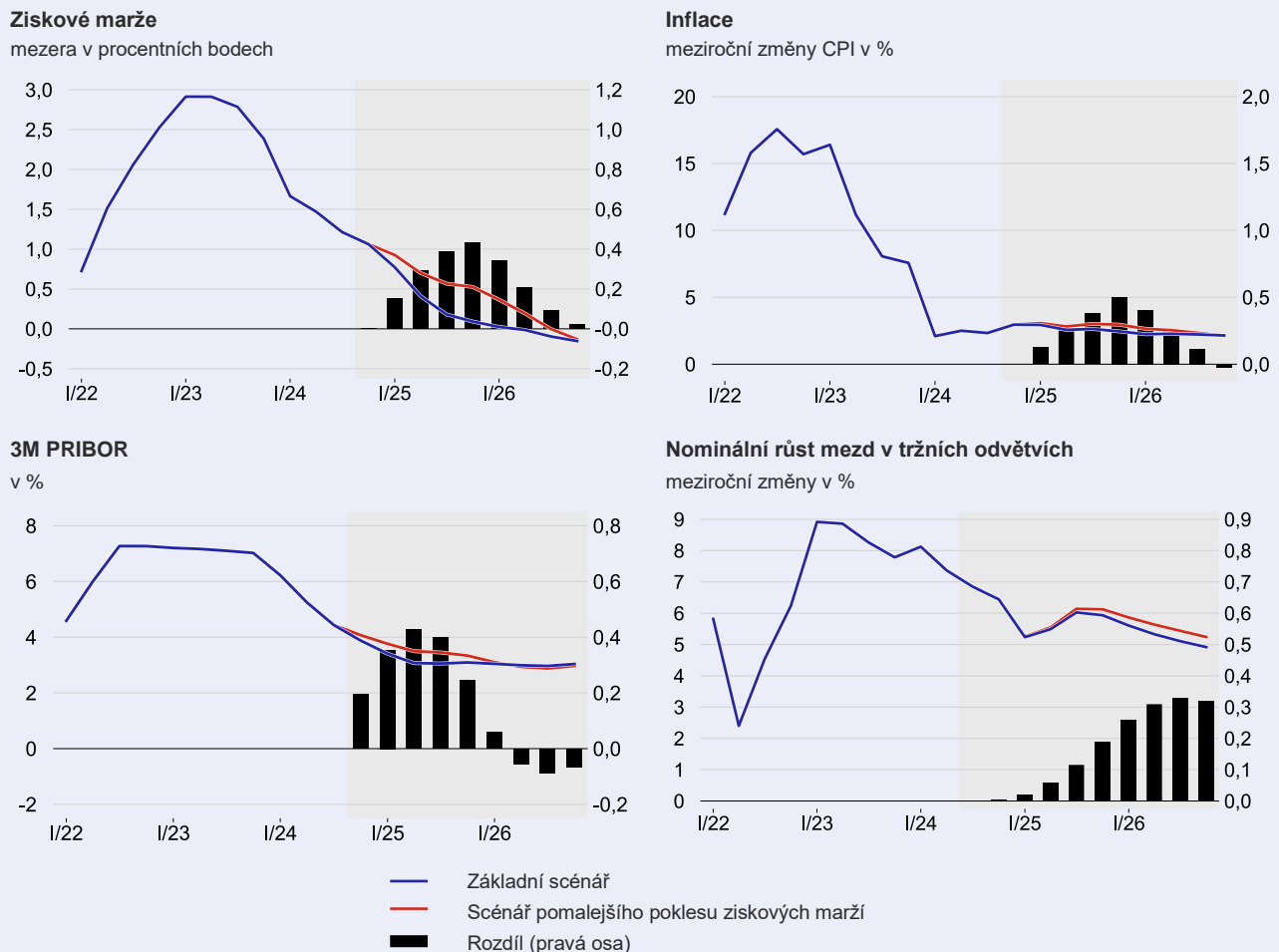
## Scénář pomalejšího poklesu ziskových marží

Scénář popisuje situaci, ve které v prostředí zvýšené inflace na konci letošního a začátku příštího roku poskytovatelé služeb výrazněji přecení ve snaze udržet si zvýšené ziskové přírážky po delší dobu. To se oproti základnímu scénáři prognózy projeví ve vyšším anualizovaném mezičtvrtletním růstu cen služeb o 1,5 procentního bodu v každém čtvrtletí příštího roku. Ve výsledku je pak celková meziroční spotřebitelská inflace koncem příštího roku o 0,5 procentního bodu vyšší oproti základnímu scénáři. Centrální banka reaguje na tento rychlejší cenový růst vyššími úrokovými sazbami (jejich mírnějším poklesem) oproti základnímu scénáři již na konci letošního roku a také po celý příští rok. Přesto se však vyšší inflace z části promítne do rychlejšího nominálního mzdového růstu ve srovnání se základním scénářem.

Graf IV.14

### Na rychlejší cenový růst v příštím roce daný pomalejším poklesem ziskových marží reaguje centrální banka vyššími úrokovými sazbami již na konci letošního roku

srovnání základního scénáře se scénářem pomalejšího poklesu ziskových marží



### V delším horizontu je proinflačním rizikem případný nerovnovážený vývoj na poptávkové straně realitního trhu

Solidní poptávka po nových úvěrech na bydlení, která dle šetření úvěrových podmínek vykazuje již pět čtvrtletí plošně rostoucí tendenci, přetrvává vlivem očekávaného pokračujícího růstu cen rezidenčních nemovitostí, stabilizace spotřebitelského sentimentu a postupného snižování úrokových sazeb, přestože se pokles úrokových sazeb z hypoték v posledních měsících dočasně zastavil. Na nabídkové straně realitního trhu lze přitom pozorovat sníženou flexibilitu, kdy v současnosti meziročně klesá počet zahájených a dokončených bytů.<sup>21</sup> Případné prohloubení nerovnovážného cenového vývoje realitního trhu může výrazně zvyšovat distorze napříč ekonomikou, vytvářet inflační podhoubí a s určitým zpožděním se významněji projevit i ve spotřebitelských cenách.

Relevanci tohoto rizika dále podtrhuje aktuální vývoj nabídkových cen bytů. Jejich mezičtvrtletní dynamika od začátku letošního roku zrychluje, přičemž ve třetím čtvrtletí dosáhla v anualizovaném vyjádření více než 13 % (Graf IV.15). Také objem nových čistých hypoték se v posledních měsících pohybuje v reálném vyjádření okolo hodnot z předcovidového období, které bylo charakteristické rychlým oživením realitního trhu. Na proinflační riziko spojené s cenami nemovitostí nově poukazuje také Scoreboard inflačních a měnověpolitických rizik (viz dále v textu).<sup>22</sup>

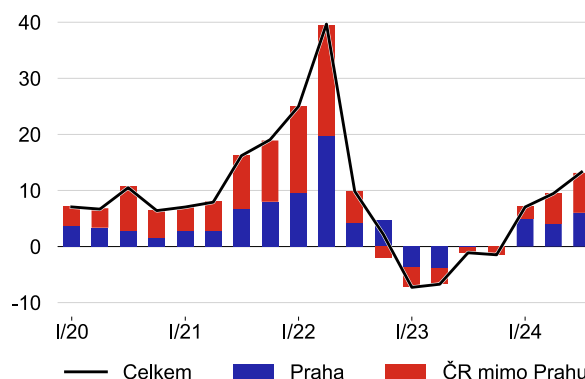
### Výrazným protiinflačním rizikem je zhoršení globální hospodářské aktivity, resp. pomalejší oživení ekonomické aktivity v eurozóně a s tím spojený rychlejší pokles sazeb ECB

Základní scénář podzimní prognózy předpokládá, že ekonomický růst v efektivní eurozóně v průběhu příštího roku ožíví zejména s postupným odezněním hospodářských potíží v Německu. Předstihové indikátory z německé ekonomiky ovšem nevyznívají příznivě, a k ekonomickému oživení může proto v eurozóně dojít pomaleji, než předpokládá základní scénář. Slabší hospodářská aktivita by se pak odrazila v oslabení inflačních tlaků a v případném rychlejším poklesu úrokových sazeb ECB, než s jakým počítá prognóza.<sup>23</sup> To by v souhrnu mohlo vést k nižší inflaci a nižším úrokovým sazbám i v tuzemské ekonomice. K ilustraci tohoto rizika byl vypracován scénář simulující potenciální dopady hospodářského útlumu

Graf IV.15

#### Dynamika nabídkových cen bytů od začátku letošního roku zrychluje

nabídkové ceny bytů, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., anualizováno



Poznámka: Váha Prahy představuje přibližně 55 % počtu nabízených bytů v ČR, zbytek ČR představuje cca 45 %.

21 V porovnání s předchozím rokem bylo v srpnu dle ČSÚ zahájeno o 11,3 % bytů méně, dokončeno bylo o 19,9 % bytů méně.

22 Cenám nemovitostí v širším kontextu, nabídce a poptávce na rezidenčním trhu a vlivu nastavení měnové politiky na ceny nemovitostí se podrobněji věnuje příloha na konci této Zprávy.

23 Základní scénář prognózy přitom pracuje s expertně upravenou trajektorií tržního výhledu zahraničních sazeb, která zohledňuje komunikaci ECB vyznívající směrem pomalejšího poklesu úrokových sazeb. Blíže viz modrý infobox v kapitole I.

v eurozóně do tuzemské ekonomiky. V rámci něj je nejprve předpokládána převaha cyklických faktorů, poté získávají na významu strukturální příčiny. Ty mají nabídkový charakter poklesu produktivity (zaostávání evropských automobilek v elektrifikaci, přísné euro normy, nižší míra inovací, složité a nepřehledné regulační prostředí aj.) a působí naopak proinflačně.

## Scénář hospodářského útlumu v eurozóně

Jedním z rizik podzimní prognózy je výhled úrokových sazeb v eurozóně a stále křehký ekonomický vývoj v mnoha zemích eurozóny, zejména však Německu. To se projevuje v rozdílnosti názorů na budoucí vývoj měnové politiky ECB. Zatímco tržní výhled úrokové sazby 3M EURIBOR se od minulých prognóz posunul zřetelně níže, komunikace ECB ohledně budoucího směřování měnové politiky, ze které vychází také prognóza ČNB, naznačuje trajektorii úrokových sazeb oproti tržnímu výhledu na poněkud vyšší úrovni. V globálním modelu NiGEM byl proto vytvořen alternativní výhled vývoje v eurozóně, který by odpovídal tržnímu výhledu úrokové sazby 3M EURIBOR, který je nižší oproti základnímu scénáři (Graf IV.16).

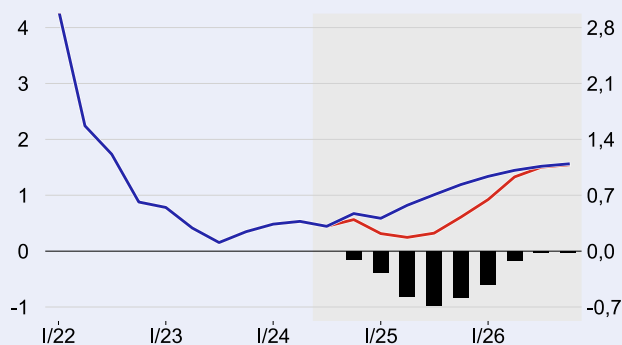
Graf IV.16

### Utlučený hospodářský vývoj v eurozóně se promítá do nižší inflace a vede k rychlejšímu poklesu úrokových sazeb ECB

srovnání základního scénáře se scénářem hospodářského útlumu v eurozóně

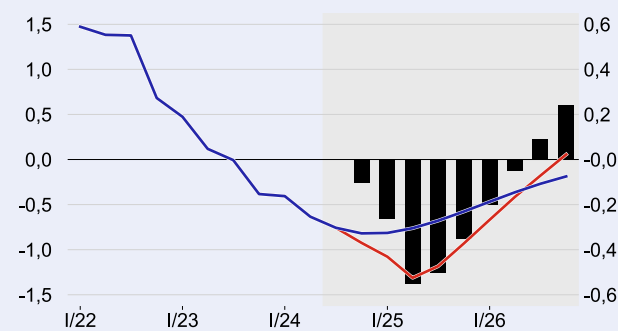
#### HDP efektivní eurozóny

meziroční změny v %



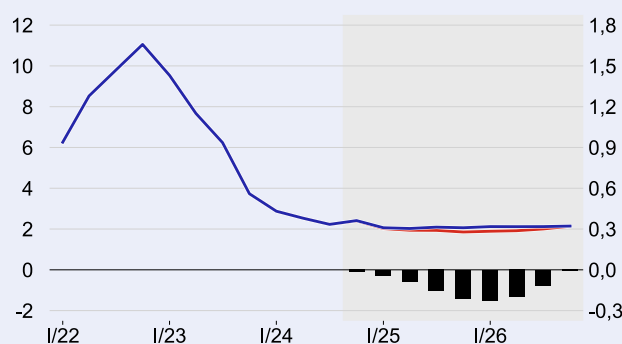
#### Mezera výstupu efektivní eurozóny

v %



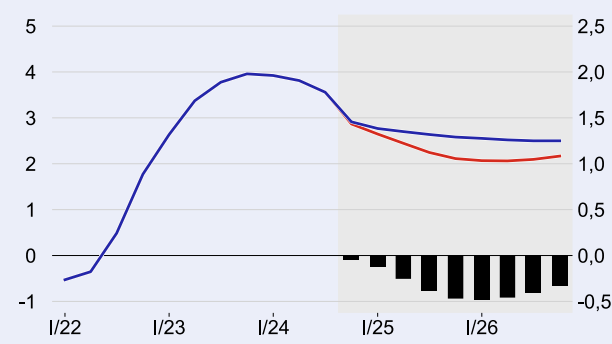
#### Inflace efektivní eurozóny

meziroční změny HICP v %



#### 3M EURIBOR

v %



- Základní scénář
- Scénář hospodářského útlumu v eurozóně
- Rozdíl (pravá osa)

Simulace předpokládá oproti základnímu scénáři na celém horizontu zejména hlubší cyklické zpomalení odrážející nižší soukromou spotřebu napříč všemi hlavními českými obchodními partnery v eurozóně, především však v Německu. Nad rámec tohoto negativního poptávkového šoku scénář rovněž v pozdějších čtvrtletích výhledu předpokládá postupně zesilující strukturální negativní nabídkové vlivy odrážející snižující se konkurenceschopnost

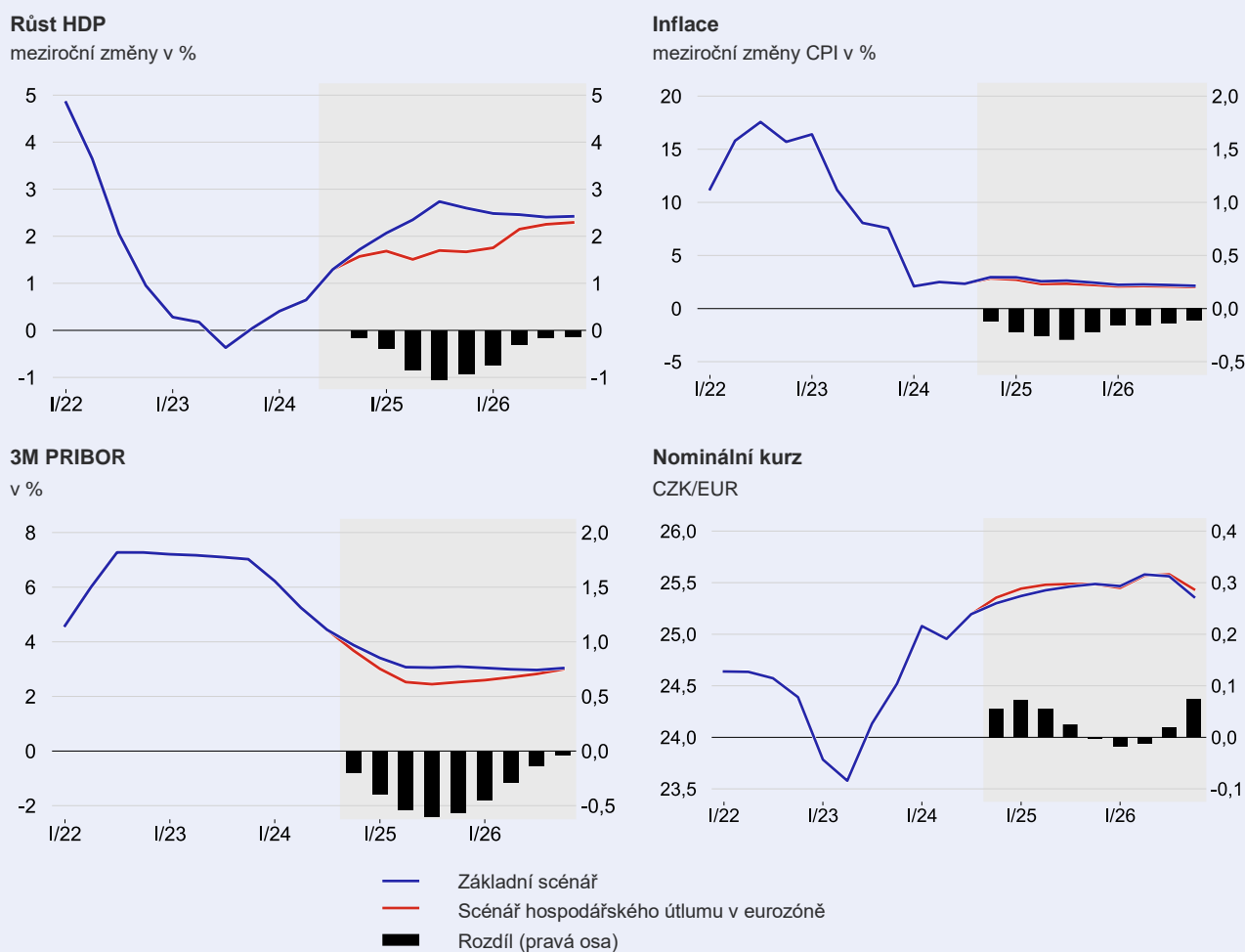
evropského průmyslu, která je kromě technologického zaostávání za USA a Čínou dána také výrazně vyššími cenami vstupů do produkce, což se mimo jiné projeví ve snížení (tempa růstu) potenciálu. Scénář v souhrnu vede jen k mírně pomalejšímu cenovému vývoji v eurozóně, neboť převažující protiinflační negativní poptávkové dopady odrážející více zápornou mezeru výstupu oproti základnímu scénáři jsou částečně tlumeny proinflačním působením horší nabídkové strany ekonomiky. Negativní poptávkové i nabídkové dopady vedou v souhrnu k většímu útlumu reálné ekonomické aktivity v eurozóně na celém horizontu prognózy.

Vlivem pomalejšího hospodářského růstu v eurozóně se výhled domácí ekonomické aktivity posouvá výrazně níže oproti základnímu scénáři. Růst tuzemské ekonomiky tak v příštím roce bude o 0,8 procentního bodu pomalejší, než předpokládá podzimní prognóza. V roce 2026 se odchylka zmírní na 0,3 procentního bodu. Utlučenější poptávkové tlaky plynoucí ze zahraniční i domácí ekonomiky se projevují v poněkud pomalejším tuzemském cenovém růstu. Na to spolu s nižším výhledem úrokových sazeb ECB reaguje domácí měnová politika razantnějším poklesem úrokových sazeb oproti základnímu scénáři až pod jejich neutrální úroveň. Koruna je v příštích čtvrtletích slabší z důvodu nižší zahraniční poptávky.

Graf IV.17

### Hospodářský útlum v eurozóně vede k potřebě rychlejšího poklesu domácích úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem hospodářského útlumu v eurozóně





## V tuzemské ekonomice panuje zvýšená nejistota ohledně vývoje mezd

Krátkodobá prognóza očekává, že meziroční růst celkové průměrné mzdy dosáhl ve třetím čtvrtletí letošního roku 6,1 %.<sup>24</sup> Tento předpoklad je ovšem zatížen datovou nejistotou související s legislativními změnami (např. s červencovým zavedením povinné evidence všech zaměstnanců, kteří pracují na základě dohody o provedení práce) a se zvýšenou rozkolísaností měsíčních hodnot mzdových indikátorů během letních měsíců. Případné odchýlení krátkodobé predikce od skutečnosti by vedlo k přehodnocení tempa zpomalování růstu mezd také v příštím roce.

## Nad rámec prognózy identifikuje několik proinflačních rizik také Scoreboard inflačních a měnověpolitických rizik

Scoreboard sice naznačuje oproti loňskému roku zmírnění proinflačního rizika v oblasti deficitního hospodaření státu, tato oblast ovšem je i nadále hodnocena ve směru vysokého rizika se zhoršující se tendencí v průběhu letošního roku. Efekty konsolidačního balíčku zmírňuje zvýšení výdajů v souvislosti s řešením následků povodňových škod, ale také zhoršení salda v loňském roce po podzimních notifikacích deficitu a dluhu vládních institucí. Očekávaný deficit se tak v tomto roce nachází velmi blízko referenční hodnoty maastrichtského konvergenčního kritéria ve výši 3 % HDP. Z přetrvávajícího schodku rovněž vyplývá stále zvýšený příspěvek financování vládních institucí k růstu peněz v oběhu (Graf IV.11 výše v textu), který může vést k vytváření proinflačního podhoubí v domácí ekonomice.<sup>25</sup>

Posun z neutrálního do proinflačního rizika nastal ve druhém čtvrtletí letošního roku u indikátoru cen nemovitostí, který odráží aktualizované mezičtvrtletní změny indexu cen bytových nemovitostí (House Price Index). Jako mírně proinflační je i nadále hodnocena také meze cen nemovitostí. Vedle toho Scoreboard naznačuje setrvání lehce zvýšených proinflačních rizik u dlouhodobé nepozorované inflace a odkotvení dlouhodobých inflačních očekávání.

Naopak ve směru nižší inflace nadále vyznívá téměř výhradně index finančních podmínek v eurozóně. Ten popisuje finanční podmínky v eurozóně jako přísnější vzhledem k jejich dlouhodobé úrovni. Z proměnných vstupujících do indexu lze jmenovat vyšší úrokové sazby centrální banky a růst spreadu mezi dluhopisy s krátkou a dlouhou dobou splatnosti.

<sup>24</sup> Vývoj průměrné mzdy ve třetím čtvrtletí 2024 bude zveřejněn 4. prosince 2024, tedy více než měsíc po uzávěrce podzimní prognózy.

<sup>25</sup> Příspěvek zadlužení sektoru vládních institucí včetně rozpouštění vkladů centrální vlády k růstu M3 činil od ledna do září 2024 v průměru 1,9 procentního bodu, přičemž v letech 2010–2019 činila jeho průměrná výše 0,2 procentního bodu.

Delší dobu pozorované oslabování proinflačních rizik pokračuje u indikátorů z tuzemského trhu práce.

### Měnové podmínky budou na začátku příštího roku zhruba neutrální, poté začnou vlivem kurzové složky působit mírně expanzivně

Do indexu reálných měnových podmínek (RMCI) vstupují odchylky reálných úrokových sazeb v ex ante vyjádření<sup>26</sup> a reálného měnového kurzu od jejich rovnovážných hodnot.

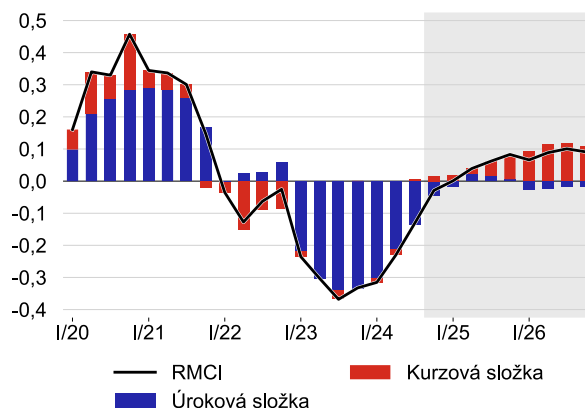
Úroková složka měnových podmínek se postupně stává méně restriktivní a na začátku příštího roku bude působit přibližně neutrálně. Expanzivní vliv kurzové složky reálných měnových podmínek bude v průběhu příštího roku postupně zesilovat (Graf IV.18).

V souhrnu reálné měnové podmínky indikují zhruba neutrální působení měnové politiky na začátku příštího roku, což zajistí plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky.

Graf IV.18

### Restriktivní působení reálných měnových podmínek se rychle zmiřuje

index reálných měnových podmínek (RMCI), kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak



<sup>26</sup> Počínaje ZoMP léto 2024 je rovnovážná reálná sazba v úrokové složce RMCI nastavena na 1 %. Úprava byla motivována sladěním tohoto empirického modelu s přístupy navazujícími na jádrový predikční model g3+ a teoretická východiska podle working paperu Hlédík, T., Vlček J. (2018): [Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy – The Czech Case](#). V původním propočtu RMCI byl používán dlouhodobý průměr reálné sazby, který činil -0,1 %.

## PŘÍLOHA Rezidenční trh a ceny nemovitostí v České republice

Aktivita na rezidenčním trhu po útlumu v roce 2022 opět roste a je doprovázena zrychlující dynamikou cen nemovitostí. Nemovitosti hrají v ekonomice významnou roli. Jejich nerovnovážený cenový vývoj může výrazně snižovat efektivnost alokace zdrojů, prohlubovat nerovnost ve společnosti a s určitým zpožděním dopadnout do spotřebitelské inflace nad rámec vývoje samotného úzkého cenového indexu imputovaného nájemného. Tato příloha se zabývá cenami nemovitostí v širším kontextu, nabídkou i poptávkou na rezidenčním trhu a v neposlední řadě i vlivem měnové politiky na ceny nemovitostí.

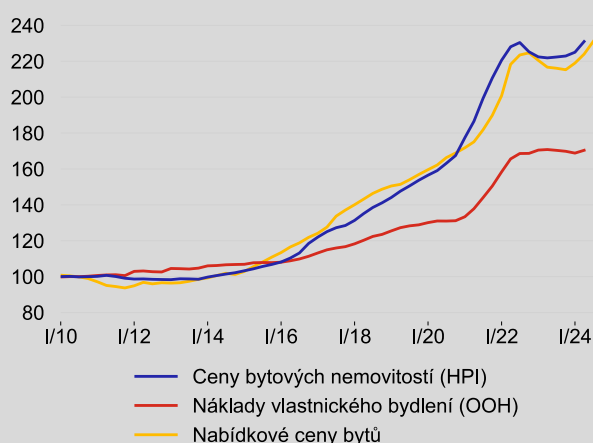
Ceny nemovitostí se v letech 2015–2022 razantně zvyšovaly (Graf 1). Jejich dynamika vrcholila během pandemie covidu-19, následně došlo k mírné korekci cen, které však v letošním roce obnovily svůj růst. Ceny bytových nemovitostí (měřené House Price Indexem, HPI) ve druhém čtvrtletí 2024 meziročně vzrostly o 4,1 %, oproti roku 2015 jsou pak vyšší o 120 % a ve srovnání s předcovidovým rokem 2019 o 50 %. Dynamika nabídkových cen bytů ve třetím čtvrtletí 2024 zrychlila na téměř 7 % a jejich úroveň překonala svá předchozí maxima. V reálném vyjádření (po očištění o CPI) ceny nemovitostí vzrostly od roku 2015 o 44 %.

Ceny rezidenčních nemovitostí vstupují do indexu spotřebitelských cen (CPI) prostřednictvím imputovaného nájemného vycházejícího z konceptu cen služeb, které nemovitosti poskytují jejich vlastníkům – v pojetí čistého akvizičního přístupu (net acquisition approach, NAA). Tyto ceny vyjadřuje index cen vlastního bydlení (Owner Occupied Housing Price Index, OOH), nazývaný též imputovaným nájemným (imputed rent). Nové nakoupené nemovitosti tvoří 15,4 % imputovaného nájemného, zbytek představují materiálové a další náklady spojené s individuální výstavbou, rekonstrukcí, ceny pojištění apod. Vzhledem k váze imputovaného nájemného v indexu spotřebitelských cen, která letošním roce činí 10,3 %, mají ceny nově nakoupených nemovitostí v CPI podíl přibližně 1,6 %. Větší váhu mají výše uvedené další náklady spojené s vlastnictvím nemovitostí. Příspěvek dynamiky cen nemovitostí k inflaci je z tohoto důvodu dlouhodobě velmi nízký. Jak ukazuje Graf 1, index cen OOH (imputovaného nájemného) se vyvíjí podstatně umírněněji ve srovnání s indexem HPI i s indexem nabídkových cen. Akceleraci indexu OOH lze pozorovat především v roce 2021 a na počátku roku 2022 zejména v důsledku nárůstu cen stavebních prací a materiálů. Experimentální přidání transakcí s existujícími nemovitostmi (index CPIH<sup>1</sup>) by v letech 2015–2020 vedlo ke zvýšení inflace oproti CPI v průměru cca o 1 procentní bod, v roce 2021 o 2 procentní body (Graf 2).

Graf 1

### Ceny rezidenčních nemovitostí se v letošním roce začaly opět zvyšovat

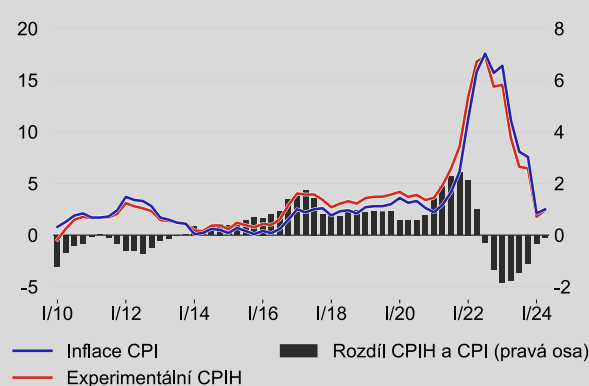
index 2010 = 100, pramen: ČSÚ



Graf 2

### Váha cen nemovitostí v inflaci je nízká, při jejím hypotetickém zvýšení by inflace byla v minulosti vyšší

meziroční změna v %, rozdíl v procentních bodech, pramen: ČSÚ

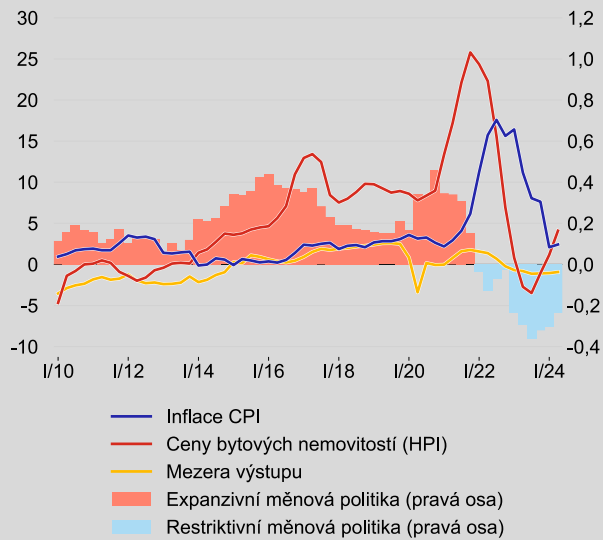


Ceny rezidenčních nemovitostí (index HPI) se v minulosti vyvíjely dynamičtěji ve srovnání se spotřebitelskými cenami (Graf 3). Rezidenční trh je do určité míry určován domácími faktory, ceny nemovitostí korelují bez zpoždění s pozicí ekonomiky v hospodářském cyklu. Jejich korelace s mezerou výstupu se pohybuje na úrovni 0,5. V případě indexu spotřebitelských cen je nejsilnější korelace s mezerou výstupu zpožděná o tři čtvrtletí s korelačním koeficientem na nižší hodnotě 0,3. Pokud bereme v potaz vedle mezery výstupu také měnové podmínky, lze konstatovat, že v předcovidovém období byl rychlý růst cen nemovitostí zaznamenán při uvolněných měnových podmínkách a kladné mezeře výstupu.

Graf 3

### V předcovidovém období byl rychlý růst cen nemovitostí zaznamenán při uvolněné měnové politice a kladné mezeře výstupu

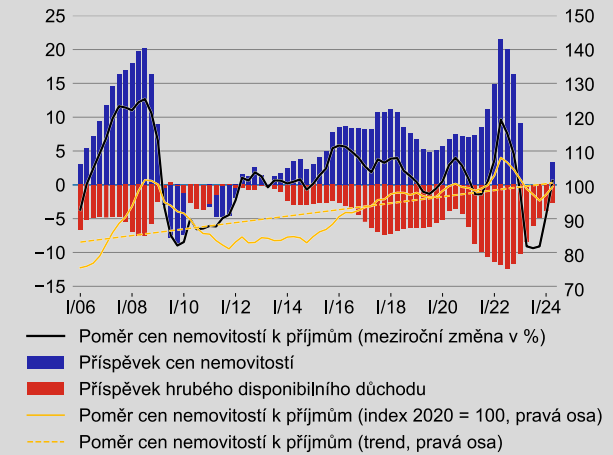
meziroční změna v %, mezeře výstupu v % potenciálního produktu, index reálných měnových podmínek (pravá osa), pramen: ČSÚ, výpočet ČNB



Graf 4

### Poměr cen nemovitostí a hrubého disponibilního důchodu domácností má rostoucí trend

meziroční změna v %, příspěvky v procentních bodech, index 2020 = 100 a trend (pravá osa), pramen: ČSÚ, výpočet ČNB

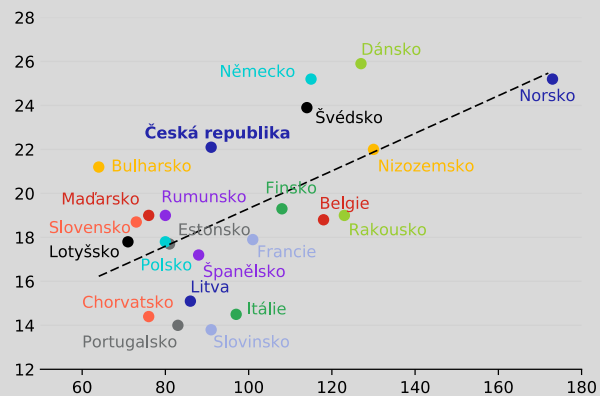


Cenová dostupnost vlastnického bydlení zachycená poměrem cen rezidenčních nemovitostí k disponibilnímu důchodu domácností se ve druhém čtvrtletí 2024 pohybovala lehce pod úrovní roku 2008 a na stejné úrovni jako v roce 2020, tedy v době před prudkým vzestupem cen nemovitostí (Graf 4). Uvedený poměr se vyznačuje dlouhodobě rostoucím trendem (indikujícím dlouhodobě klesající příjmovou dostupnost) v důsledku hospodářské konvergence ČR k vyspělým zemím. Mezi ekonomickou úrovní a zatížením populace náklady na vlastnické bydlení totiž existuje pozitivní vztah (Graf 5). Česko se navíc kvůli silnému růstu cen nemovitostí v letech 2015 až 2022, který vedl k třetímu největšímu snížení dostupnosti bydlení v rámci zemí Evropské unie (Graf 6), pohybuje nad přímkou reflektující odhadnutý vztah (Graf 5).<sup>2</sup> Poměr cen nemovitostí k disponibilním příjmům v ČR je tak vyšší, než by vyplývalo z naší relativní ekonomické úrovně.

Graf 5

### Náklady na bydlení v poměru k příjmům se zvyšují s rostoucí ekonomickou úrovní zemí

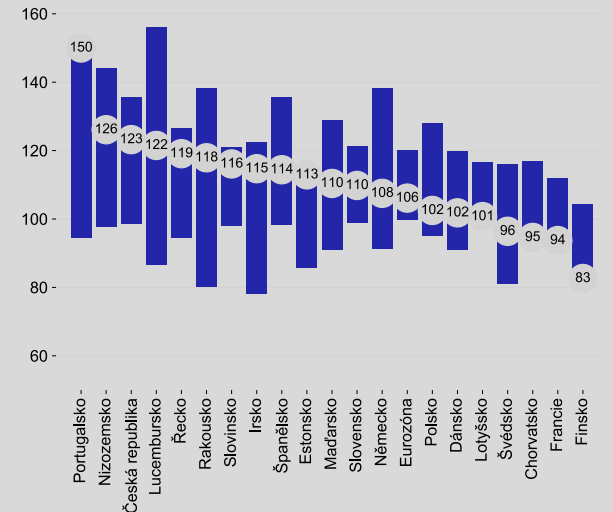
horizontální osa: HDP na obyvatele v paritě kupní síly, EU27 = 100, vertikální osa: poměr nákladů na bydlení k disponibilním příjmům domácností v % v roce 2023,  $R^2 = 0,36$ , vybrané evropské země, pramen: Eurostat



Graf 6

### Snížení cenové dostupnosti bydlení v ČR je jedno z nejvýraznějších v Evropě

poměr cen bytových nemovitostí (HPI) k příjmům v %, index 2015 = 100, minimální a maximální hodnoty v období 1Q 2010 až 2Q 2024, aktuální hodnota ve 2Q 2024, vybrané evropské země, pramen: OECD



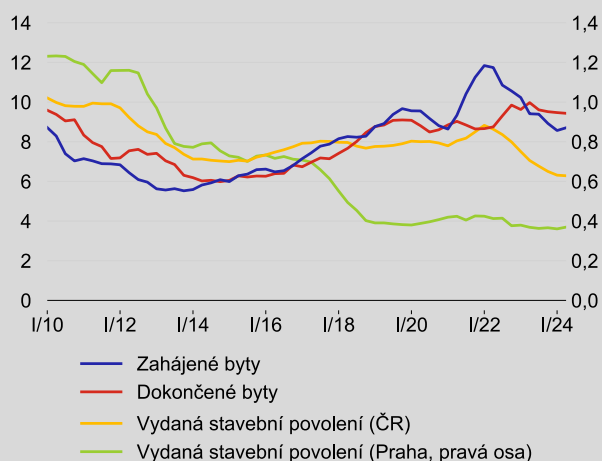
Jedním z důvodů nízké dostupnosti bydlení v českých podmínkách je dlouhodobě nepružná strana nabídky, a to v důsledku pomalého stavebního řízení i nedostatečného zohlednění bytových potřeb při územním plánování<sup>3</sup>. Česká republika se přitom vyznačuje dlouhodobě vysokým podílem vlastnického bydlení. Nabídka nových bytů se tak v posledních letech pohybovala blízko úrovně z roku 2010 (Graf 7). Počet dokončených bytů v prvním pololetí 2024 dokonce meziročně poklesl o 2 % a počet zahájených bytů o 5 %. V průběhu třetího čtvrtletí se uvedené meziroční poklesy prohloubily, i když mezičtvrtletně se počet zahájených i dokončených staveb již mírně zvýšil, neboť byly realizovány dříve odložené projekty developerů. Počet vydaných stavebních povolení je však v letošním roce na nejnižší úrovni zaznamenané od roku 2010, přičemž výrazný pokles stavebních povolení je patrný zejména v Praze.

V kontrastu k nepružné nabídce se poptávka po rezidenčních nemovitostech po předchozím útlumu zvyšuje již páté čtvrtletí v řadě (Graf 8). Počet prodaných bytů v prvním pololetí 2024 meziročně vzrostl o 13 % a pohyboval se v blízkosti (v prodeji úspěšného) roku 2021. To je dle šetření úvěrových podmínek bank doprovázeno růstem poptávky domácností po úvěrech na bydlení, která je ovlivněna mimo jiné očekáváním pokračujícího oživení rezidenčního trhu a s tím spojeného předpokládaného budoucího zhodnocování nemovitostí. Poptávku podporuje i stabilizace spotřebitelské nálady v první polovině tohoto roku a mírné snížení úrokových sazeb z hypoték s vyhlídkou jejich pokračujícího poklesu v důsledku očekávaného dalšího snižování měnověpolitických úrokových sazeb ČNB. Ke zvýšení poptávky po pořízení nemovitosti přispěla také deaktivace úvěrových limitů DSTI a DTI od roku 2023, resp. 2024.

Graf 7

### Nabídka bytových rezidenčních nemovitostí se v posledním období snížila

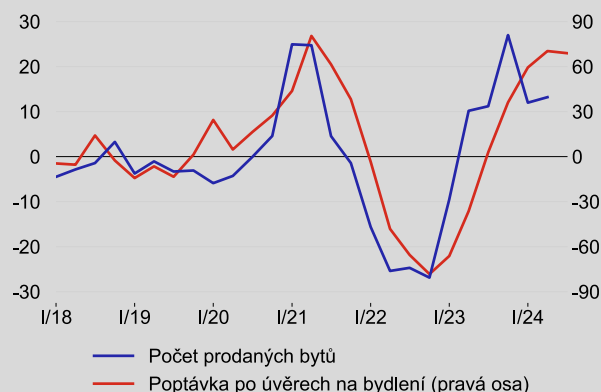
počty bytů v tisících, roční klouzavé průměry, pramen: ČSÚ



Graf 8

### Aktivita na trhu rezidenčních nemovitostí roste a je doprovázena zvýšenou poptávkou po úvěrech

počet prodaných bytů: meziroční změna v %, poptávka po úvěrech: roční klouzavý průměr čistých tržních podílů bank v % (pravá osa), pramen: Dataligence, Šetření úvěrových podmínek bank



Na oživování ekonomické aktivity a postupné snižování úrokových sazeb v současnosti reagují i nově poskytnuté hypoteční úvěry (Graf 9). Jejich čistý objem (bez refinancování)<sup>4</sup> se letos meziročně více než zdvojnásobil, a to v nominálním i reálném (o spotřebitelskou inflaci očištěném) vyjádření. Objemy úvěrů na bydlení se po očištění o vliv nárůstu cenové hladiny pohybují v blízkosti úrovně v předcovidovém období, které bylo charakteristické přehříváním nemovitostního trhu. Podle šetření Finanční situace domácností za rok 2023 se zvýšil zejména podíl domácností s hypotékou v nejvyšším, tj. pátém příjmovém kvintilu.

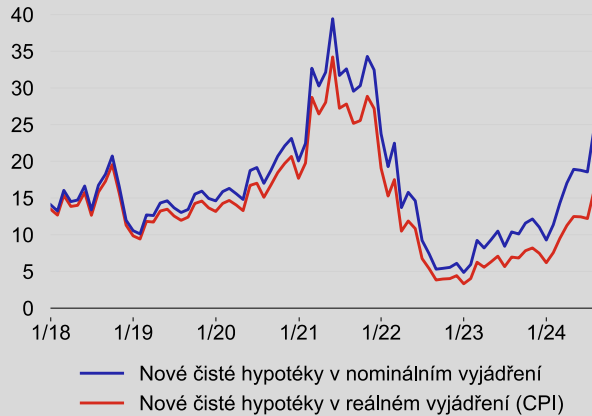
Ve srovnání s předcovidovým obdobím se přitom výrazně zvýšila míra úspor domácností, a to především ve formě finančních aktiv (Graf 10).<sup>5</sup> Platí však současně, že téměř polovina vytvořených úspor má podobu investic do nefinančních aktiv spojených většinou s obydlími. Podle šetření Finanční situace domácností za rok 2023 jsou finanční aktiva akumulována zejména u domácností v nejvyšším příjmovém kvintilu (Graf 11). Držba vkladů u této skupiny domácností navíc v uplynulém roce poklesla relativně nejméně proti ostatním příjmovým skupinám, a stále vysoký finanční polštář u této skupiny obyvatelstva tak může při předpokládaném poklesu úrokových sazeb vytvářet potenciál pro růst poptávky po rezidenčních nemovitostech. Úroková sazba z termínovaných vkladů u bank totiž poměrně rychle reaguje na pokles měnověpolitických úrokových sazeb ČNB, což bude snižovat preferenci těchto vkladů<sup>6</sup>. Nižší zhodnocení depozit bude motivovat nejen k růstu spotřeby, ale také k hledání vyššího výnosu v podobě investic do rizikovějších finančních aktiv i nákupu nemovitostí, které jsou oblíbeným aktivem českých domácností.



Graf 9

**Objemy hypotečních úvěrů se v posledních čtvrtletích znatelně zvýšily**

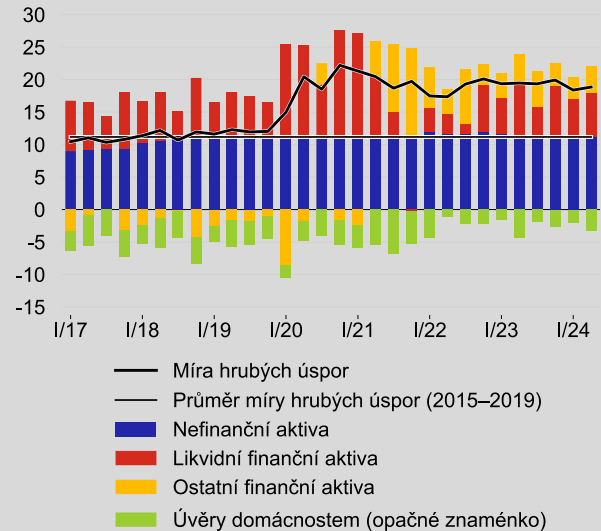
čisté nové úvěry v mld. Kč, očištěno indexem CPI (2015 = 100), výpočet ČNB



Graf 10

**Významná část nově vytvořených úspor domácností byla od roku 2020 umístována do finančních aktiv**

poměr toků k hrubému disponibilnímu důchodu v %, pramen ČSÚ, výpočet ČNB

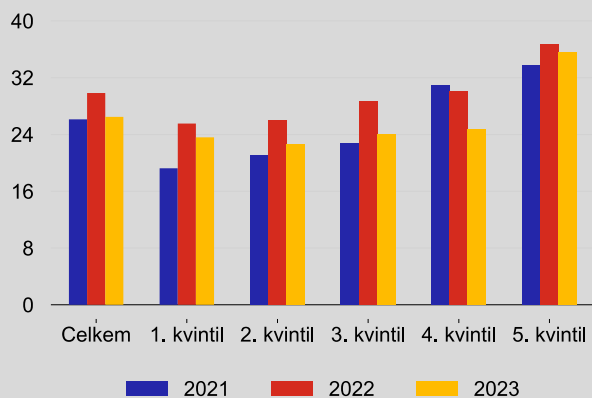


Poznámka: Likvidní finanční aktiva zahrnují oběživo a vklady, nefinanční aktiva zahrnují tvorbu hrubého kapitálu. Ostatní finanční aktiva jsou spočtena jako rozdíl mezi úsporami a uvedenými složkami.

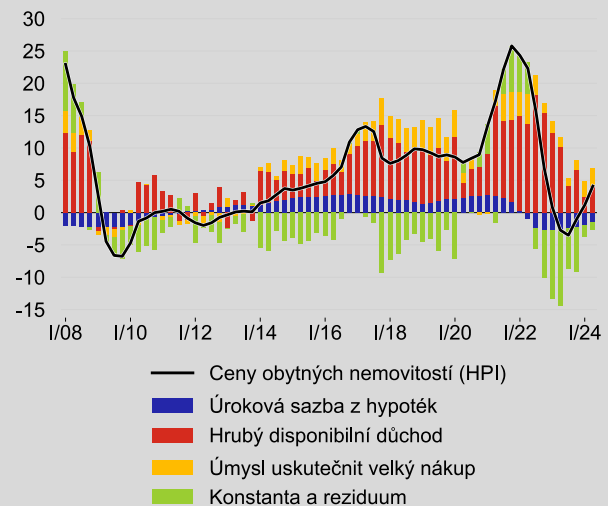
Graf 11

**Domácnosti s vyššími příjmy vykazují poměrně velkou držbu vkladů, které s poklesem úrokových sazeb mohou podporovat růst poptávky po nemovitostech**

poměr vkladů k čistému ročnímu příjmu v %, medián, pramen: Finanční situace domácností, výpočet ČNB



Graf 12

**Ceny nemovitostí jsou na straně poptávky dlouhodobě ovlivněny příjmy, sentimentem a výší úrokové sazby**meziroční změna indexu HPI v %, příspěvky v procentních bodech,  $R^2 = 0,70$ , výpočet ČNB

Za růstem cen rezidenčních nemovitostí v ČR v letech 2013–2021 stál podle studie Šustek a Zapletalová (2023)<sup>7</sup> zejména nárůst reálných příjmů domácností a očekávání ohledně jejich dalšího zvyšování. Výše úrokové sazby byla rovněž důležitým, avšak méně významným faktorem oproti roli příjmů. Z nominálního růstu cen nemovitostí o 78 % byl dle propočtu autorů nárůst reálných příjmů domácností odpovědný za 32 procentních bodů, vlivu spotřebitelské inflace lze přičíst 15 procentních bodů a 20 procentních bodů bylo dáno snazší dostupností financování hypoték, a to nejen vlivem úrokové sazby, ale zejména očekáváním domácností ohledně růstu reálných příjmů.

Obdobný obrázek poskytuje metoda založená na regresní analýze, která rozkládá růst cen rezidenčních nemovitostí (HPI) v letech 2008–2024 (Graf 12). Hlavním faktorem je dlouhodobě růst nominálního disponibilního důchodu, který například v období silné dynamiky cen nemovitostí (2021) přispíval k růstu cen nemovitostí více než z poloviny. Stejným směrem, avšak výrazně méně přispívá sentiment domácností, resp. ochota vynaložit v následujících dvanácti měsících finanční prostředky za větší hmotné statky. To vyplývá z konjunkturního indikátoru ČSÚ ohledně výhledu nákupů nábytku, elektrických a elektronických zařízení, které jsou často spojeny s pořízením rezidenční nemovitosti. K růstu cen nemovitostí mezi roky 2015 až 2021 přispívala také nízká úroveň úrokových sazeb. Od roku 2022 naopak růst průměrné úrokové sazby z hypoték (vyjádřené odchylkou od neutrální hodnoty) nemovitostní trh ochlazuje. Poptávkové faktory tedy byly vzhledem k dlouhodobě nepružné nabídce převládajícími hybateli cenových změn na trhu nemovitostí.

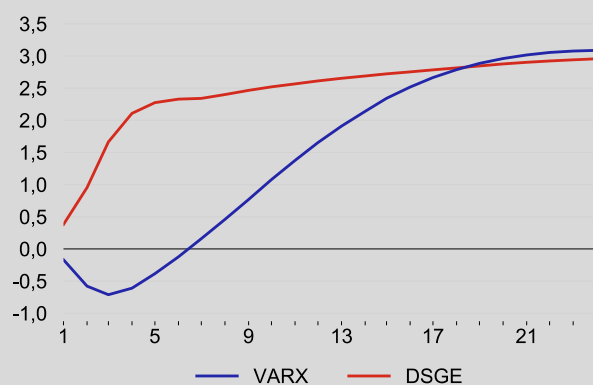
Podrobněji byl efekt nastavení měnové politiky na ceny nemovitostí simulován s využitím vektorového autoregresního modelu s exogenními proměnnými<sup>8</sup> (VARX) a upraveného jádrového predikčního modelu g3+ modifikovaného o blok nemovitostí (DSGE).<sup>9</sup> Uvolnění indexu reálných měnových podmínek o 1 procentní bod působí v obou případech ve směru zvýšení cen nemovitostí, i když s jiným rozložením v čase (Graf 13). Šok do měnových podmínek v modelu DSGE poměrně rychle odezní z důvodu reakce měnové politiky konzistentně s dodržením inflačního cíle, což vysvětluje krátkodobé ovlivnění dynamiky cen nemovitostí především v prvním roce. Naproti tomu ekonometrický model VARX má pozvolnější náběh a docílí růstu cen nemovitostí až od poloviny druhého roku. Výsledný efekt měnové expanze na úroveň cen nemovitostí se pak v obou použitých modelech nachází poblíž 3 %.

Trh rezidenčních nemovitostí v ČR se v letošním roce zřejmě ocitá na prahu své nové vzestupné fáze. Poslední údaje signalizují poměrně robustní mezičtvrtletní nárůst cen podpořený oživením příjmů domácností, růstem tržního nájemného, postupným poklesem úrokových sazeb z hypotečních úvěrů, polštářem naakumulovaných vlastních zdrojů financování nákupů nemovitostí u bohatších domácností a v neposlední řadě očekáváním dalšího budoucího zdražování obydlí. I přes svou dlouhodobě se snižující dostupnost jsou v českých podmínkách nemovitosti považovány za velmi oblíbené aktivum. Ceny nakoupených nemovitostí jsou v indexu spotřebitelských cen zahrnuty v rámci imputovaného nájemného, jejich váha je však nízká a na vývoj celého indexu mají jen omezený vliv. Měnová politika má potenciál ceny nemovitostí ovlivňovat a centrální banka zohledňuje realitní trh v nastavení měnových podmínek dopadajících na celou ekonomiku s případným využitím cílených makroobezřetnostních nástrojů.

Graf 13

### Efekt měnové expanze se významně projeví v úrovni cen nemovitostí

osa x: čtvrtletí, kumulativní efekt měnové expanze do cen nemovitostí v %



- Motivaci a konstrukci tohoto indexu popisoval box [Experimentální cenový index se zahrnutím cen starších nemovitostí](#) ze Zprávy o inflaci III/2017.
- Na nákup bytu o průměrné velikosti 60 m<sup>2</sup> je v současnosti potřeba zhruba 16 čistých ročních disponibilních příjmů na jednoho obyvatele, zatímco v roce 2016 jich stačilo 13.
- Viz [Housing Affordability in Cities in the Czech Republic](#), OECD (2021).
- Na objemu poskytnutých nových hypotečních úvěrů se dominantně podílejí tuzemské domácnosti s podílem cca 93 %.
- Podrobněji se tématu věnoval box [Úspory, čisté jmění a spotřeba domácností](#) ze ZoMP podzim 2023.
- Korelační koeficient mezi změnou objemu termínových vkladů a úrokovou sazbou z vkladů je na vysoké úrovni (0,83).
- Viz studie Šustek, R., Zapletalová, L. [Snížila by větší bytová výstavba cenový růst nemovitostí v letech 2013–2021? Pravděpodobně ne](#), IDEA, Národohospodářský ústav AV ČR, 2023.
- Jedná se o přepracovaný model z článku L. Pfeifer, Z. Pikhart (2015): [Vliv měnových podmínek na jednotlivé kategorie cen v České republice v kontextu měnové a makroobezřetnostní politiky](#). Politická ekonomie 8/2015.
- J. Brůha, J. Tonner, S. Tvrz, O. Vašíček (2024): Implications of Real Estate Price Development for Monetary Policy from the Perspective of a DSGE Model, CNB draft. Jedná se o rozšíření modelu z článku J. Tonner, J. Brůha (2014): [The Czech Housing Market Through the Lens of a DSGE Model Containing Collateral-Constrained Households](#), CNB WP 9/2014.

# Seznam zkratek

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

# Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4653,8	4841,1	5185,3	5481,3	5891,4	5830,0	6306,1	7048,5	7626,6	8030,7	8442,0	8825,4
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,0	2,5	5,3	2,8	3,5	-5,3	4,0	2,9	0,0	1,0	2,4	2,4
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,7	3,5	4,5	3,4	3,0	-6,6	4,1	0,4	-2,9	1,6	2,2	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu vlád, institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	2,4	1,7	3,5	2,6	4,1	1,5	0,4	3,5	3,4	1,3	0,8
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	11,7	-3,8	5,6	6,3	5,6	-9,3	18,4	10,2	-6,4	-4,6	7,5	3,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,9	-2,1	3,1	8,9	7,4	-4,8	6,7	6,3	2,7	0,9	2,9	2,7
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,1	3,9	7,5	3,5	1,2	-8,6	8,0	5,2	3,0	1,1	3,2	4,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,7	2,4	6,3	5,5	1,2	-8,5	13,6	6,0	-0,6	-0,2	4,9	5,3
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	-0,1	1,4	1,4	-1,1	0,1	-0,6	-2,8	-0,3	2,7	0,9	-0,8	-0,1
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,5	2,6	2,2
Regulované ceny (% , meziročně, průměr, 15,01 %*)	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,8	6,2	1,6	2,0
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, % , meziročně, průměr, 26,21 %*)	0,1	0,2	3,7	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,0	0,9	3,8	2,2
Jádrová inflace (% , meziročně, průměr, 55,27 %*)	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,3	4,8	13,2	7,6	2,5	2,5	2,2
Ceny pohonných hmot (% , meziročně, průměr, 3,51 %*)	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-12,1	-0,7	-3,9	-0,2
Méněpolitická inflace (bez vlivu změn daní, % , meziročně, průměr)	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,6	2,4	2,5	2,1
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	5,0	0,7	1,1	1,3
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,5	-7,9	-0,9	-1,7
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	1,2	1,5	1,7	2,8	3,8	4,5	4,0	8,7	8,2	4,2	2,6	2,0
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	4,3	8,0	6,4	5,7	5,1
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	4,7	8,4	7,2	5,7	5,2
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,3	4,8	7,1	10,2	9,2	6,9	4,4	2,6	6,0	2,7	6,1	4,3
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	2,8	3,7	4,1	5,9	4,9	1,4	2,0	-9,3	-2,4	3,8	3,0	2,8
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,1	3,0	3,8	6,5	4,2	5,9	3,1	6,1	7,8	4,7	3,3	2,8
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	3,5	1,5	3,8	1,7	3,7	-3,0	3,0	1,8	-1,1	0,6	1,9	2,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, % , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	2,7	2,9	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, % , průměr, sez. očištěno)	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,0	4,0
Zaměstnanost (ILO, % , meziročně)	1,3	1,8	1,5	-1,4	0,1	-1,4	0,3	-1,6	1,5	2,7	0,2	0,4
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, % , meziročně)	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,7	-0,1	0,2	0,2	0,2
<b>VEREJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-31,0	33,2	75,6	48,3	16,7	-329,3	-312,3	-216,3	-288,1	-213,2	-195,5	-193,7
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-0,7	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,6	-5,0	-3,1	-3,8	-2,7	-2,3	-2,2
Strukturální saldo / HDP (% , nominálně)	-0,9	0,1	0,8	0,4	-0,5	-5,8	-5,3	-3,2	-3,4	-2,3	-2,3	-2,1
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,7	2566,8	2997,6	3234,0	3485,4	3713,2	3937,8
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	39,5	36,2	33,8	31,7	29,6	36,9	40,7	42,5	42,4	43,5	44,0	44,7
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	274,3	365,1	394,2	332,6	358,4	388,8	232,2	75,9	383,8	522,3	419,5	433,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	20,7	85,2	79,8	21,5	19,6	102,5	-129,7	-330,3	23,7	124,9	19,5	24,3
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	1,8	-2,1	-4,7	0,3	1,6	0,2	0,3
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-83,5	-16,3	-5,0	-30,0	-20,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	23,1	22,9	22,7
Kč/EUR (průměr)	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	25,1	25,4	25,5
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	9,0	6,1	8,2	7,9
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	7,0	5,1	3,1	2,9
3M PRIBOR (% , průměr)	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,1	4,9	3,2	3,0
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,0	2,0	2,8	1,7	1,4	-5,4	4,6	2,3	0,4	0,5	0,9	1,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,4	0,2	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	8,9	6,7	2,5	2,1	2,1
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-2,3	-2,2	2,4	3,1	1,1	-1,3	9,6	32,8	2,8	-5,5	1,1	0,6
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	82,2	80,6	75,0	73,2
3M EURIBOR (% , průměr)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,6	2,7	2,5
USD/EUR (průměr)	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,09	1,11	1,12

\* stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2024				čtvrtletí roku 2025				čtvrtletí roku 2026			
	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, běžné ceny, sez. očištěno)	1964,9	1999,8	2021,1	2044,9	2073,2	2098,1	2123,7	2147,0	2171,0	2194,1	2218,1	2242,3
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,4	0,6	1,3	1,7	2,1	2,4	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,4	0,4	0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,7	1,0	1,9	1,7	1,6	2,1	2,5	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,2	4,4	2,9	2,9	2,2	0,7	1,3	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-9,9	-7,1	-4,9	4,1	6,3	8,5	8,4	6,8	5,2	4,1	3,4	3,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,1	0,7	1,1	1,8	3,7	2,3	2,9	2,7	2,7	2,9	2,6	2,6
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,1	0,4	2,3	1,8	2,5	2,8	3,5	4,0	4,4	4,6	4,7	4,8
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,9	-1,5	0,5	3,0	4,0	4,7	5,3	5,5	5,5	5,3	5,2	5,1
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	1,9	1,3	1,2	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	2,1	2,5	2,3	3,0	2,9	2,6	2,6	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1
Regulované ceny (% , meziročně, průměr, 15,01 %*)	6,2	5,9	5,8	6,8	1,8	1,3	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, % , meziročně, průměr, 26,21 %*)	-1,1	0,1	1,2	3,4	4,7	4,1	3,5	2,8	2,3	2,3	2,1	2,1
Jádrová inflace (% , meziročně, průměr, 55,27 %*)	2,8	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1
Ceny pohonných hmot (% , meziročně, průměr, 3,51 %*)	0,4	7,4	-3,6	-7,2	-5,3	-6,8	-2,7	-0,6	-0,8	0,6	-0,9	0,4
Méněpolitická inflace (bez vlivu změn daní, % , meziročně, průměr)	2,1	2,4	2,2	2,9	2,7	2,4	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-0,9	1,1	1,2	1,5	0,2	1,0	1,6	1,7	1,3	1,3	1,3	1,2
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-17,3	-10,4	-1,5	-0,2	-0,4	0,2	-1,0	-2,6	-2,4	-1,8	-1,5	-1,3
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	4,1	4,1	4,3	4,4	3,4	2,5	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	7,2	6,5	6,1	5,8	5,4	5,6	6,1	6,0	5,3	5,1	5,0	4,8
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,3	7,3	6,8	6,4	5,2	5,5	6,0	5,9	5,6	5,3	5,1	4,9
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,5	2,8	2,5	2,9	6,1	5,9	6,2	6,2	3,9	4,1	4,4	4,4
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	5,0	4,0	3,6	2,7	2,4	2,9	3,3	3,4	3,0	2,8	2,7	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	6,5	4,8	4,3	3,4	3,0	3,3	3,4	3,5	2,9	2,8	2,8	2,6
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-0,3	0,7	0,7	1,1	1,2	1,9	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, % , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, % , průměr, sez. očištěno)	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Zaměstnanost (ILO, % , meziročně)	3,8	2,0	2,5	2,5	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, % , meziročně)	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Strukturální saldo / HDP (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	160,5	152,0	116,5	93,2	143,0	124,2	77,8	74,6	131,7	128,0	88,3	85,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	100,2	-1,7	27,0	-0,7	92,4	-3,5	-51,9	-17,5	77,5	-2,0	-42,9	-8,3
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	5,4	-0,1	1,3	0,0	4,7	-0,2	-2,4	-0,8	3,8	-0,1	-1,9	-0,4
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-37,9	24,5	4,2	4,2	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	23,1	23,2	22,9	23,0	23,0	23,0	22,9	22,9	22,8	22,8	22,7	22,5
Kč/EUR (průměr)	25,1	25,0	25,2	25,3	25,4	25,4	25,5	25,5	25,5	25,6	25,6	25,4
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	7,9	5,7	5,7	5,1	6,4	7,8	8,8	9,6	8,8	8,1	7,5	7,3
2T repo sazba (% , průměr)	6,4	5,4	4,6	4,0	3,5	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9
3M PRIBOR (% , průměr)	6,2	5,2	4,4	3,9	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,5	0,5	0,4	0,7	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,9	2,5	2,2	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-7,8	-6,1	-4,4	-3,6	0,9	1,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,7	0,8
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	81,8	85,0	78,7	76,9	75,9	75,3	74,7	74,1	73,7	73,3	73,1	72,8
3M EURIBOR (% , průměr)	3,9	3,8	3,6	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
USD/EUR (průměr)	1,09	1,08	1,10	1,10	1,10	1,11	1,11	1,11	1,12	1,12	1,12	1,13

\* 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)