

ZPRÁVA O MĚNOVÉ POLITICE PODZIM 2025



Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 13. listopadu 2025 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 24. říjnu 2025. 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 jsou vyhodnocována při měnověpolitickém rozhodování.

OBSAH

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika.....	6
1 Zahraniční ekonomický vývoj.....	8
2 Reálná ekonomika a trh práce	12
Box: Otevřenost české ekonomiky v zahraničním obchodě	19
3 Inflace.....	22
4 Měnová politika	26
Scénář pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu	32
Scénář vyššího růstu mezd	35
Příloha: Míra úspor domácností v současné fázi ekonomického růstu	38
Seznam zkratk.....	43
Klíčové makroekonomické indikátory	44



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 dvoutýdenní repo sazba. Rozhodnutí o jejím nastavení vysílá impulz 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 ponechali základní úrokové sazby na stávající úrovni. Repo sazba tak zůstává na 3,5 %.

Inflace se od ledna 2024 pohybuje v blízkosti 2% cíle. Podle nové prognózy sekce měnové, představené v této zprávě, by inflace měla zůstat mírně nad 2 % do konce příštího roku. Jádrová inflace ale zůstane zvýšená i v nadcházejících čtvrtletích. Pokračující inflační tlaky z domácí ekonomiky momentálně neumožňují další snížení sazeb.

Česká ekonomika letos pokračuje v solidním růstu. Hlavním tahounem domácí ekonomiky je i nadále spotřeba domácností. Ta je podpořena solidním růstem reálných příjmů a zmírňováním restrikce měnové politiky. Trh práce zůstává napjatý a nezaměstnanost nízká. Nadprůměrný růst mezd přispívá ke zvýšeným inflačním tlakům z domácí ekonomiky. Ty se promítají zejména do setrvalé zvýšeného růstu cen služeb a nadprůměrného zdražování nemovitostí.

Na druhou stranu výkon evropského průmyslu, zejména v Německu, zůstává utlumený, což by mohlo dolehnout i na české exportéry. Proti růstu průmyslové produkce působí vysoké ceny energií, strukturální problémy zejména německé ekonomiky a obchodní politika USA. Dlouhodobější dopad zavedených cel na evropský průmysl ze strany USA zůstává nejasný.

Tato obousměrná rizika jsou ztělesněna ve dvou scénářích v kapitole 4 této zprávy. První z nich předpokládá pokračující nadměrné tempo růstu mezd, které v prostředí zvýšené poptávky po službách vede k větší než očekávané setrvačnosti jádrové inflace. Druhý scénář pak předpokládá, že německá ekonomika zůstane v útlumu i v příštím roce.

Současné nastavení měnové politiky zůstává relativně přísné. Naším cílem je zajistit, aby celková inflace byla dlouhodobě stabilizovaná poblíž 2% inflačního cíle. To vyžaduje, aby růst množství peněz v ekonomice nadměrně nezrychloval, respektive aby úvěrová dynamika zůstala umírněná. Tím bude měnová politika přispívat k udržení nízké inflace.

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 výhledu plnění inflačního cíle.

Jménem České národní banky



Aleš Michl
guvernér



ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA

- Bankovní rada ponechala na listopadovém zasedání úrokové sazby beze změny, 2T repo sazba tak zůstává na 3,5 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační.
- Inlace bude do konce příštího roku v blízkosti 2% cíle.
- Růst ekonomiky bude na výhledu postupně zrychlovat. Ekonomickou aktivitu potáhne domácí poptávka v čele se spotřebními výdaji domácností.
- S prognózou je konzistentní přibližná stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v následujících čtvrtletích a poté jejich pozvolný nárůst. Měnová politika zůstává lehce restriktivní v úrokové i kurzové složce.

Růst spotřebitelských cen v září zpomalil na 2,3 % (v říjnu dosáhl 2,5 %) a poblíž této hodnoty by se měl udržet i v následujících měsících. Silnější koruna přispívá k poklesu cen pohonných hmot i zpomalení růstu cen potravin a nápojů. Naopak jádrovou inflaci na zvýšených hodnotách těsně pod 3 % drží zdražování ve službách. To je spojené se svižnou mzdovou dynamikou v důsledku přetrvávajícího napětí na trhu práce, ale také se zvýšeným příspěvkem imputovaného nájemného. V něm se promítá vysoký růst cen nových rezidenčních nemovitostí, který je podporován lepší se příjmovou situací domácností a silnou úvěrovou aktivitou.

V příštím roce inflační tlaky nepatrně zvolní. Inlace se však bude nadále pohybovat lehce nad inflačním cílem z důvodu pouze pozvolna ochládající mzdové dynamiky a i nadále zvýšeného příspěvku imputovaného nájemného. V roce 2027 predikce předpokládá mírné zvýšení inflace kvůli zavedení systému emisních povolenek ETS 2 (dále jen ETS 2).

Česká ekonomika bude v následujících čtvrtletích pokračovat v růstu. K němu přispěje především spotřeba domácností tažená citelným nárůstem reálných mezd. Jak ukazuje [Příloha](#), míra úspor domácností se zřejmě i nadále bude nacházet poblíž současných hodnot. Růst investiční aktivity bude v nejbližších čtvrtletích tažen především fixními investicemi vládních institucí podpořenými čerpáním evropských fondů. V příštím roce by hlavní příspěvek měly převzít soukromé investice v důsledku oživení zahraničních ekonomik. Nárůst celních bariér ve světovém obchodě tlumí dynamiku vývozu zboží a služeb. Během příštího roku by však měl vývoz nabírat na síle v návaznosti na zrychlení zahraniční poptávky podpořené očekávanou fiskální expanzí v Německu. Zvýšení dynamiky dovozně náročných investic a vývozu (viz [Box](#)) povede k silnému růstu dovozu. Ve výsledku tak zahraniční obchod přispěje v příštím roce k růstu HDP záporně.

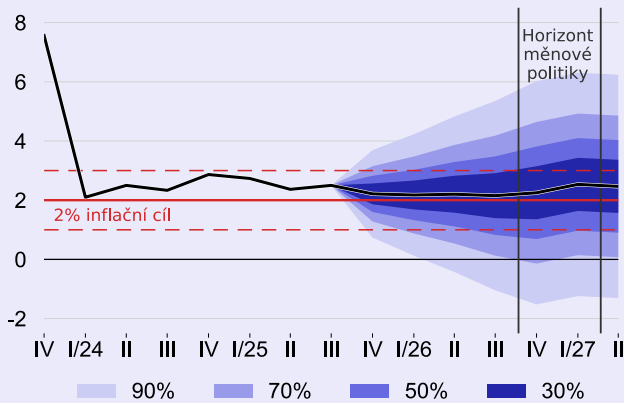
Měnový kurz se v říjnu pohyboval poblíž 24,3 CZK/EUR. Zřejmě se tak nacházel na mírně silnějších než rovnovážných hodnotách, k čemuž přispěly globální faktory spojené s poklesem kurzu amerického dolaru. V nejbližších čtvrtletích lze proto očekávat mírné oslabení koruny. Kurz by poté měl zůstat přibližně stabilní v blízkosti 24,6 CZK/EUR.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v následujících čtvrtletích a poté jejich pozvolný nárůst. Přijaté rozhodnutí ponechává i s ohledem na proinflační bilanci rizik lehce restriktivní nastavení měnových podmínek, které udrží inflaci v těsné blízkosti cíle.

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační. Rizikem ve směru vyšší inflace je případné zrychlení růstu množství peněz v ekonomice vyvolané úvěrováním domácností a vládních institucí. Případný dodatečný růst celkových výdajů veřejného sektoru by vedl k riziku ještě většího inflačního působení fiskální politiky. Proinflačním rizikem je pokračující rychlý růst mezd související s přetrvávajícím napětím na trhu práce. Dále zůstává riziko setrvačnosti zvýšeného růstu cen služeb, včetně imputovaného nájemného, a cen potravin. Protiinflačně může naopak působit silnější kurz koruny. Zvyšování bariér pro mezinárodní obchod představuje riziko pro zpomalení globální hospodářské aktivity. Protiinflačním rizikem je slabý výkon některých ekonomik eurozóny. V případě německé ekonomiky je toto riziko jen částečně tlumeno připravovaným fiskálním stimulem. Nejistotu nadále představuje vývoj válečného konfliktu na Ukrajině. Významným zdrojem nejistoty se stává rostoucí zadluženost vlád některých vyspělých zemí a rostoucí citlivost finančních trhů vůči srčochovanému riziku.

Inflace se bude v příštím roce pohybovat v blízkosti 2% cíle, na počátku roku 2027 mírně zrychlí

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Pro prvních pět čtvrtletí se lineárně rozšiřují, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Růst domácí ekonomické aktivity se bude pohybovat nad 2 %

v závorkách změny oproti minulé prognóze

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

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

1 ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

- Globální ekonomika si udržuje solidní růst i přes nepříznivý vliv obchodních válek. V Německu se očekává postupné oživení ekonomické aktivity.
- Inflace v eurozóně se pohybuje poblíž inflačního cíle ECB.
- Ceny energetických komodit jsou na výhledu stabilní a pokračuje růst jadrových cen průmyslových výrobců v eurozóně.
- Finanční trh již snížení sazeb ECB nečeká, v případě Fedu pokračuje uvolňování měnové politiky.

V první polovině roku růst globální ekonomiky předčil očekávání, následně ale zpomalí

Navzdory změnám v obchodní politice Spojených států zůstává globální ekonomika odolná. Ve druhé polovině letošního roku vyprchá efekt předzásobení, který zvyšoval exportní výkonnost mnoha ekonomik, a zároveň se v hospodářském růstu již plně projeví dopady zavedených celních sazeb. Příští rok zůstane růst globální ekonomiky utlumený. Výjimkou bude Indie, která poroste více než 6% tempem (Tab. 1.1).

Ukazatele signalizující stav americké ekonomiky jsou rozporuplné. Mezičtvrtletní anualizovaný růst HDP ve druhém čtvrtletí vyšplhal na 3,8 %, přičemž byl tažen především spotřebními a investičními výdaji (mimo jiné na umělou inteligenci). Naopak spotřebitelská důvěra se drží nízkou (Graf 1.1) a trh práce se rychle ochlazuje (Graf 1.2). Dynamika inflace se od jara postupně zvyšuje a v září dosáhla 3,1 %. Kulminace dopadů celních opatření do cen zboží se očekává v následujících měsících, neboť firmy se před zavedením cel předzásobily. Částečné uzavření federálních úřadů, kvůli kterému se zpožďuje vydání oficiálních statistik, přitom interpretaci současné situace významně komplikuje. S ohledem na nejistotu kolem budoucího ekonomického vývoje proto Fed v září a říjnu snížil úrokové sazby, které se tak nacházejí v pásmu 3,75–4,00 %. Další snížení se očekává na letošním prosincovém zasedání.

Hospodářský vývoj v Číně v první polovině roku předčil očekávání, předstihové indikátory ale naznačují postupné zpomalování růstu. Inflace osciluje kolem nulových hodnot již několik měsíců v řadě, maloobchodní tržby i průmyslová produkce zaostaly za očekáváním. Narůstající úvěrové ztráty, které jsou důsledkem spotřebitelských potíží a zakořeněné nemovitostní krize, navíc vzbuzují obavy ohledně ziskovosti bankovního sektoru. Čínská centrální banka proto v říjnu oznámila dodání dodatečné likvidity do bankovního systému prostřednictvím tříměsíčních a šestiměsíčních repo operací. Dopady obchodních válek má zmírnit stimulační opatření ze strany vlády a diverzifikace vývozu do zemí mimo USA.

Tab. 1.1

Po utlumeném růstu v příštím roce globální ekonomika ožíví

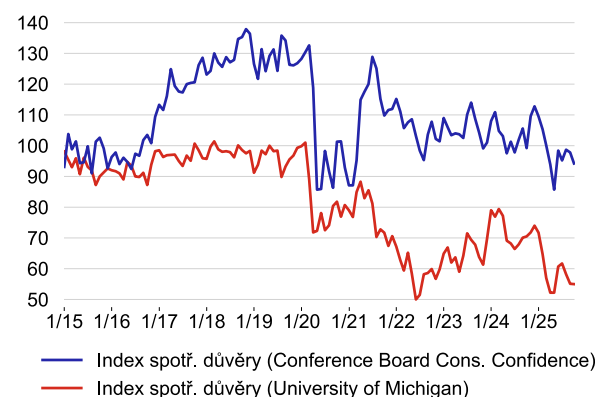
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen: ČNB, CF a Oxford Economics

	2024	2025	2025	2025	2026	2027
		1Q	2Q			
Eurozóna	0,8	1,6	1,5	1,3	1,0	1,4
USA	2,8	2,0	2,1	1,7	1,7	2,4
Spojené království	1,1	1,3	1,2	1,2	1,0	1,3
Čína	5,0	5,4	5,2	4,8	4,3	4,0
Indie	6,7	7,4	7,8	6,9	6,3	6,7

Graf 1.1

Důvěra amerických spotřebitelů se po oznámení cel na počátku letošního roku propadla

indexy spotřebitelské důvěry v USA, pramen: Bloomberg



Německá ekonomika je letos citelně zasažena obchodní politikou USA, navýšení výdajů na infrastrukturu a obranu ji však povzbudí

Německá ekonomika zaznamenala v letošním druhém čtvrtletí mezičtvrtletní pokles HDP v důsledku propadu čistého vývozu a snížení tvorby hrubého fixního kapitálu, jež byly odrazem probíhající obchodní války ze strany USA. Spotřeba domácností tentokrát k hospodářskému růstu zřetelněji nepřispěla. Propad ekonomiky tak mírnil jen výrazný nárůst stavu zásob a určité oživení růstu spotřeby vládních institucí. Slovenskou ekonomiku vedle obchodních válek zpomalovaly dopady konsolidačních opatření přijatých počátkem roku. Mírný růst zaznamenala především díky investiční aktivitě. Z velkých ekonomik eurozóny se nadále daří Španělsku, jehož růst stojí, na rozdíl od ostatních, na spotřebě domácností. Eurozóna jako celek ve druhém čtvrtletí 2025 vykázala jen lehký mezičtvrtletní růst HDP (0,1 %).

Ve třetím čtvrtletí zůstalo mezičtvrtletní tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně umírněné¹, v závěru letošního roku jen lehce ožíví. Návrh obchodní dohody mezi EU a USA ze srpna sice snížil míru nejistoty, celní zatížení unijního vývozu do Spojených států nicméně v jeho důsledku vzrostlo, přičemž citelný dopad pro EU má především zavedení 15% cla na léky. Dlouhodobě se navíc projevuje zhoršená konkurenceschopnost eurozóny v mezinárodním obchodě, svůj vliv má i silnější kurz eura vůči dolaru. Výše uvedené dopadá především na sektor průmyslu. Ten se nicméně dle indikátorů PMI v srpnu dostal po více než 3 letech z pásma kontrakce. Domácí poptávka v eurozóně přispívá k růstu HDP nadále kladně, pokles zahraniční poptávky však její příspěvky téměř vyvažuje. Výraznější ekonomické oživení je tak očekáváno až v příštím roce.

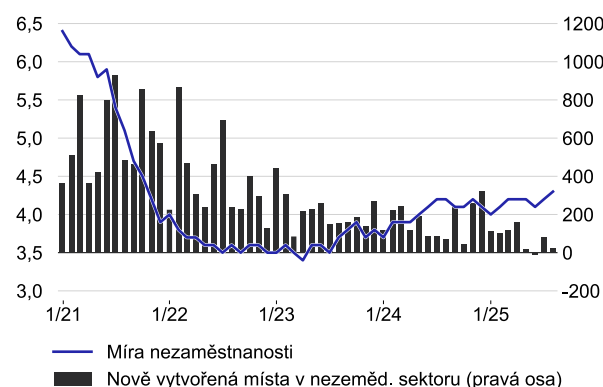
Prognóza počítá s téměř nulovým meziročním růstem německé ekonomiky v letošním roce, jen velmi mírného tempa růstu dosáhne Itálie a Rakousko. O něco lépe se bude dařit Francii a Slovensku, jehož ekonomika prochází konsolidací veřejných financí. Premiantem ovšem zůstane Španělsko (Graf 1.3). V příštím roce bude růst většiny obchodních partnerů postupně zrychlovat zejména v důsledku uvolnění fiskální politiky v Německu. Předpokládá se vyšší tempo investic, zejména do infrastruktury a obrany. Rizikem prognózy je, že německá fiskální expanze nepřinese očekávaný růstový impulz. Na Slovensku naproti tomu bude ekonomický růst v příštím roce tlumit další balíček úsporných opatření.

¹ Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2025 vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 %, meziročně se zvýšil o 1,3 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. října 2025, tedy po uzavření prognózy.

Graf 1.2

Počet nově vytvořených pracovních míst v USA klesá při mírně se zvyšující míře nezaměstnanosti

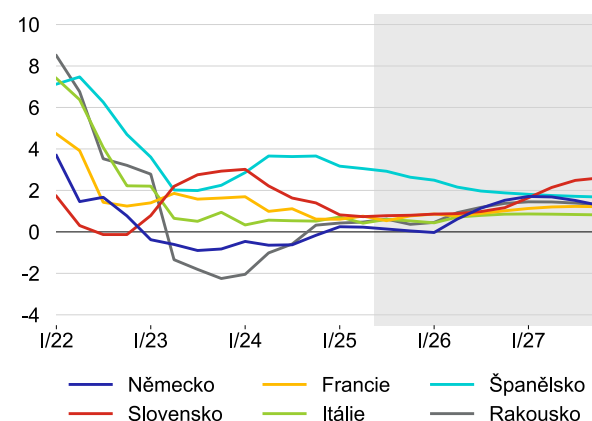
míra nezaměstnanosti v %, nově vytvořená pracovní místa v tisících (pravá osa), pramen: Bloomberg



Graf 1.3

Růst HDP v zemích hlavních vývozních partnerů ČR v rámci eurozóny v příštím roce zrychlí

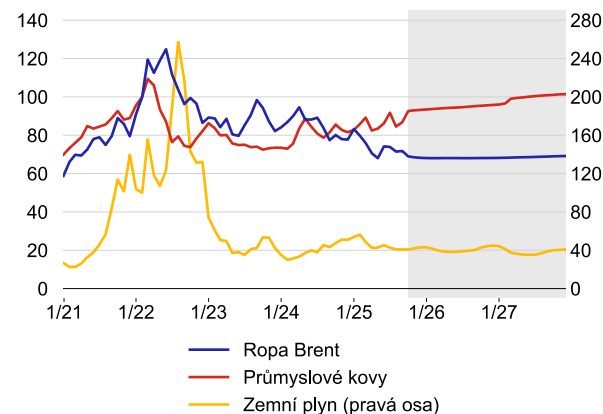
meziroční růst HDP v %, sezonně očištěno, pramen: Eurostat, výpočet: ČNB



Graf 1.4

Výhled cen ropy i zemního plynu pro následující dva roky je stabilní

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



Ceny průmyslových výrobců v eurozóně aktuálně klesají, avšak v příštím roce opět porostou

Ceny průmyslových výrobců v eurozóně budou meziročně klesat do začátku příštího roku, a to zásluhou zlevňujících energií, které se výrazně projevují zejména v Německu. Vedle vlivu nízké ceny ropy Brent má tlumící efekt též produkce obnovitelných zdrojů energie. Cena ropy Brent se ve třetím čtvrtletí pohybovala převážně v intervalu 65–70 USD/barel a v polovině října dosáhla pětiměsíčního minima cca 62 USD/barel (Graf 1.4). Tržní výhled je nepatrně rostoucí, na zvyšování ceny působí zpřísňování sankcí na vývoz ropy z Ruska a Íránu a masivní navyšování zásob ropy v Číně. Většina analytiků ale očekává spíše další pokles cen ropy v důsledku silného růstu těžby jak v zemích aliance OPEC+, tak v Severní a Jižní Americe. Vliv mohou mít i nejistoty ohledně budoucího poptávky kvůli obchodní politice USA. Cena zemního plynu v Evropě se od září pohybuje v úzkém intervalu 31–33 EUR/MWh díky stabilním dodávkám LNG a relativně uspokojivému stavu zásob před zimní sezónou. V opačném směru se vyvíjejí jádrové výrobní ceny, které rostou již více než rok a jejichž dynamika by měla v návaznosti na oživující ekonomickou aktivitu postupně zrychlovat. Přesto se však růst cen průmyslových výrobců v eurozóně dostane v roce 2027 pouze mírně nad 1 %.

Spotřebitelská inflace v eurozóně se během léta držela přímo na 2% inflačním cíli ECB. Ve zbytku letošního roku by se od něj neměla příliš odchýlit, ačkoli zářijová čísla překvapila směrem nahoru. V průměru by letos měla inflace činit 2,1 %. Služby nadále zůstávají klíčovým tahounem cenového růstu a proinflačním rizikem zůstává i vývoj cen potravin (Graf 1.5). V příštím roce dojde ke zpomalení inflace, částečně vlivem německých fiskálních opatření vedoucích ke snížení konečných cen elektřiny. Inflace v Německu by proto měla v roce 2026 dosáhnout 1,7 % (Graf 1.6). V roce 2027 by se měla inflace v eurozóně opět dostat mírně nad cíl, což bude dáno zavedením ETS 2 s předpokládaným dopadem ve výši 0,2 procentního bodu.

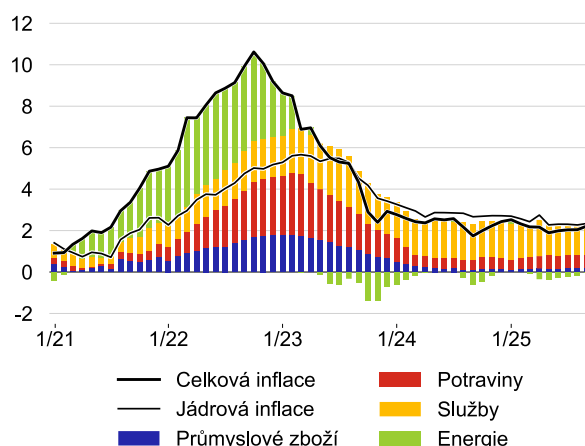
ECB v září ponechala své úrokové sazby beze změny, další pokles se nečeká

V září ECB ponechala depozitní sazbu na 2 % a trh v současnosti další snížení sazeb neočekává (Graf 1.7). Nová prognóza ECB nepatrně zvýšila výhled inflace a současně snížila výhled růstu HDP v příštím roce.

Americký Fed v souladu s očekáváním trhu na svém zářijovém i říjnovém zasedání snížil sazby o 0,25 procentního bodu. Stejný krok se čeká i na prosincovém zasedání, což se odráží ve výhledu sazby 3M SOFR. Americký dolar ve třetím čtvrtletí sice pokračoval v oslabování vůči euru, postupně se ale nálada na trhu obrací a sázky na další oslabování dolaru ustupují.

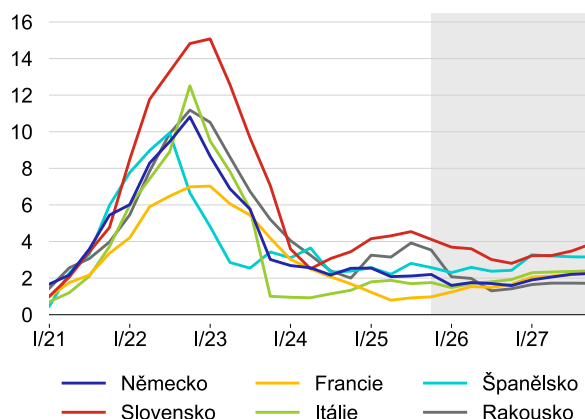
Graf 1.5 Hlavním tahounem spotřebitelské inflace v eurozóně zůstávají ceny služeb

složky HICP inflace v eurozóně, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., pramen: Eurostat



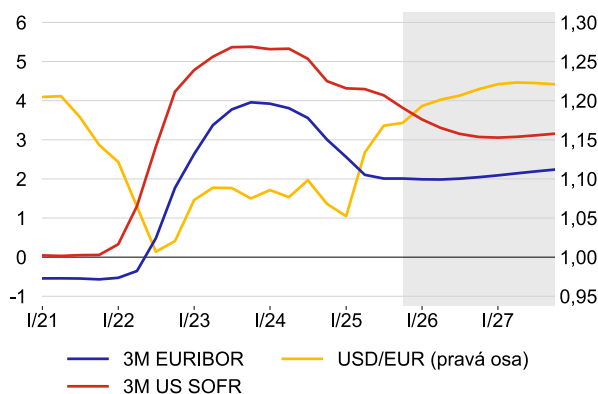
Graf 1.6 Po dočasném zpomalení inflace v příštím roce dojde v roce 2027 k opětovnému zrychlení

HICP ve vybraných zemích eurozóny, meziroční změny v %, pramen: Eurostat, výpočet: ČNB



Graf 1.7 Tržní výhled sazeb v eurozóně předpokládá zhruba stabilitu, v USA počítá se snížením sazeb

3M EURIBOR a 3M SOFR v %, nominální kurz USD/EUR, pramen: Bloomberg, výpočet: ČNB



Srovnání s minulou prognózou: zahraniční ekonomický vývoj

		2025	2026	2027	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,5 (0,0)	0,9 (-0,2)	1,6 (-0,4)	Výhled růstu HDP v efektivní eurozóně se pro další roky přehodnocuje níže vlivem méně optimistického očekávání dopadů fiskálního impulzu v Německu a konsolidace na Slovensku.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,5 (0,2)	1,9 (0,2)	2,3 (-0,3)	V nárůstu predikce spotřebitelských cen se pro letošní a částečně i pro příští rok promítá mimo jiné vyšší mzdový růst, za poklesem v roce 2027 stojí nižší výhled jadrových cen.
Ceny prům. výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	-0,4 (0,3)	0,0 (0,1)	1,3 (-0,2)	Prognóza cen průmyslových výrobců se pro letošní a příští rok zvyšuje kvůli vyšším cenám energií, nepatrné snížení v roce 2027 odráží zhoršený ekonomický výhled.
Cena ropy Brent	USD/barel	68,6 (-0,5)	64,1 (-2,0)	64,6 (-1,8)	Výhled ceny ropy Brent se oproti letní prognóze posunul lehce níže kvůli silicímú přebytku ropy na trhu a zmírnění napětí na Blízkém východě.
3M EURIBOR	% procentní body	2,2 (0,1)	2,0 (0,1)	2,2 (0,0)	Implikované tržní sazby se oproti minulé prognóze posouvají nepatrně výše, neboť se snížila pravděpodobnost dalšího snížení sazeb ECB.
3M US SOFR	% procentní body	4,1 (0,0)	3,3 (-0,2)	3,1 (-0,2)	Ochlazování amerického trhu práce posouvá očekávání ohledně vývoje sazeb v USA lehce níže.
Měnový kurz	USD/EUR	1,13 (0,00)	1,20 (0,02)	1,22 (0,02)	Očekává se další oslabování kurzu dolaru vůči euru, oproti minulé prognóze ale již jen nepatrně.

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)

V zahraničních předpokladech prognózy jsou využívány tzv. efektivní ukazatele eurozóny, a to pro zahraniční HDP, spotřebitelskou inflaci a ceny průmyslových výrobců. Tento ukazatel zahrnuje 6 významných obchodních partnerů ČR z řad zemí eurozóny. Nejvyšší váhu má Německo (59 %), následované Slovenskem (14 %), Francií (8 %), Itálií (7 %), Rakouskem (7 %) a Španělskem (5 %). Ukazatele pro efektivní eurozónu se mohou lišit od běžně používaných ukazatelů pro eurozónu, lépe však zachycují působení zahraničního ekonomického vývoje na českou ekonomiku.

2 REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

- Růst českého hospodářství letos zřejmě zrychlí na 2,3 %, s oživením zahraniční poptávky bude v následujících dvou letech dále zrychlovat až téměř ke 3 %.
- Tahounem ekonomiky zůstane spotřeba domácností díky růstu mezd, postupně se přidají soukromé fixní investice.
- Mzdy ve druhém čtvrtletí překvapily silným růstem, prognóza očekává jeho zpomalení. I tak mzdová dynamika zůstane nad dlouhodobým průměrem.

Hospodářský růst letos zřejmě zrychlí

Mezičtvrtletní růst HDP ve třetím čtvrtletí dle prognózy zpomalil na 0,2 %.² Z pohledu hrubé přidané hodnoty byly tahounem především služby, které těží z rostoucí spotřebitelské poptávky. Výrazně opět přispělo i stavebnictví, jehož produkce v posledních měsících roste dvoucifernými tempy. V letních měsících se naproti tomu přestalo dařit průmyslu. Ten po solidním počátku roku zažil opět útlum. Prognóza však hodnotí pokles průmyslové produkce a hrubé přidané hodnoty během jara a léta jako dočasný. Sentiment se v tomto odvětví postupně zlepšuje a index PMI se již několik měsíců pohybuje okolo 50 bodů, tedy blízko nejvyšších hodnot za poslední tři roky. Očekávané oživení zahraniční poptávky by pak mělo pomoci i českému průmyslu. Ten by tak měl začít opět postupně růst, i když zpočátku bude příspěvek zahraničního obchodu k růstu tuzemského HDP ještě záporný. Tahounem růstu bude nadále spotřeba domácností (Graf 2.1). Fixní investice budou letos zhruba stagnovat, spotřeba vládních institucí bude pokračovat v růstu. Celkově letos HDP vzroste o 2,3 % (Graf 2.2). Příští rok růst lehce zrychlí na 2,4 % s přispěním oživení v zahraničí a s tím spojeným růstem fixních investic. V roce 2027 tempo růstu dále zrychlí ke 3 % především vlivem další akcelerace zahraniční poptávky.

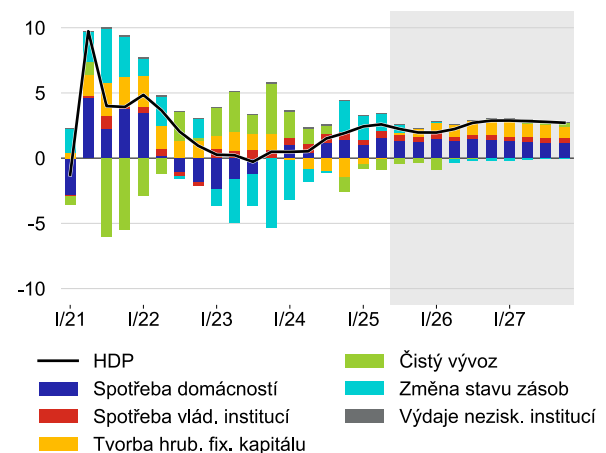
Spotřeba domácností letos vzroste vlivem svižného růstu reálných mezd

Spotřeba domácností bude nadále výrazně podporovat ekonomický růst. Mezičtvrtletní růst spotřeby ve třetím čtvrtletí ale podle prognózy zpomalil na 0,4 %. Dostupné předstihové indikátory naznačují, že ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalil mezičtvrtletní mzdový růst (byť v meziročním vyjádření stále zůstává na vysokých hodnotách). Tuto skutečnost odrážely i údaje o tržbách ve službách, které začínají v posledních měsících ztrácet dech. Na druhou stranu tržby v maloobchodě pokračují v solidním

Graf 2.1

Hrubý domácí produkt bude tažen především spotřebou domácností a investicemi

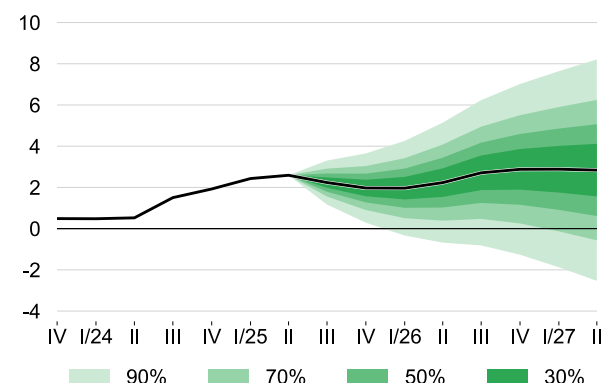
meziroční změny v %, příspěvky v p. b., srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf 2.2

Růst domácí ekonomické aktivity se bude v letošním a příštím roce pohybovat nad 2 %

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



² Podle předběžného odhadu ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2025 český HDP vzrostl mezičtvrtletně o 0,7 % a meziročně o 2,7 %, což jsou výrazně vyšší hodnoty ve srovnání s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. října 2025, tedy po uzávěrce prognózy.

Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

růstu a zlepšuje se i spotřebitelský sentiment³. Za celý letošní rok reálné spotřebitelské výdaje vzrostou o necelá 3 % (Graf 2.3).

V příštím roce začne růst reálných mezd postupně zvlňovat do blízkosti dlouhodobě průměrných hodnot. Naproti tomu spotřebu domácností podpoří lepší spotřebitelský sentiment, neboť se k solidní domácí poptávce přidá i oživení zahraniční poptávky. Spotřeba domácností v příštím roce poroste tempem lehce nad 3 %, v roce 2027 zpomalí v návaznosti na slabší mzdovou dynamiku a mírný nárůst inflace.

Meziroční růst nominálního hrubého disponibilního důchodu (NHDD) domácností bude v příštích dvou letech mírně zpomalovat, v průměru se však bude pohybovat okolo 4 %. Dynamiku NHDD bude určovat zejména snižující se růst mezd a platů (Graf 2.4). Z aktuálně mírně zvýšených hodnot zpomalí také růst příjmů podnikatelů. Růst sociálních dávek a ostatních běžných transferů zůstane zhruba stabilní, stejně jako negativní příspěvek daní. Důchody z vlastnictví se po předchozím poklesu stabilizují a budou působit zhruba neutrálně.

Míra úspor se v následujících letech udrží na současných hodnotách

I přes obnovení růstu ekonomiky a zlepšení sentimentu se míra úspor již několik let drží poblíž 20 % (Graf 2.5). Během minulých pěti let domácnosti změnilы své chování a větší část svých příjmů investují do méně likvidních aktiv (zejména podílových listů investičních fondů a akcií). Na tvorbě úspor se nejvíce podílí pětina domácností s nejvyššími příjmy, která má obecně menší sklon ke spotřebě a zároveň nejvíce benefitovala z daňových změn v roce 2021. V příštích letech, kdy se zhruba vyrovnají tempa růstu příjmů a spotřeby, tak bude míra úspor zhruba stagnovat poblíž 18 %. Více se tématu věnuje [příloha](#) na konci této Zprávy.

Fixní investice letos zůstanou utlumené, zotaví se příští rok

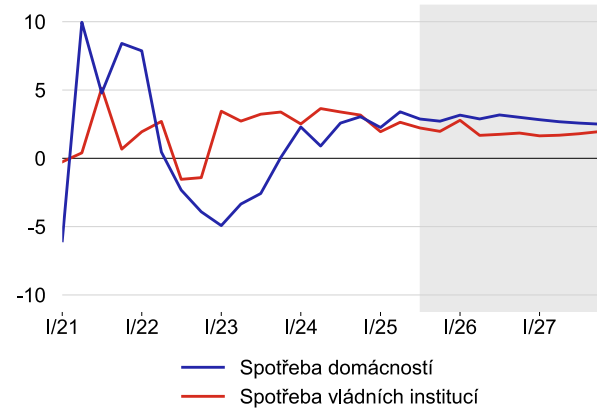
Soukromé investice v letošním roce mírně poklesnou (Graf 2.6). Hlavními důvody jsou slabá zahraniční poptávka, nejistoty spojené s obchodními válkami, slabší ziskovost firem a naproti tomu přetrvává vysoký růst mzdových nákladů. Jisté známky oživení jsou však patrné při pohledu na mezičtvrtletní vývoj. Sentiment firem se během druhé poloviny roku zlepšoval, dokonce i v odvětví průmyslu, a to i přes mírný pokles produkce. Údaje jsou v souladu s výsledky statistického šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB. V něm firmy již od začátku letošního roku uvádějí, že v následujících šesti měsících budou zvyšovat své investiční výdaje. Plně se pak růst soukromých investic projeví v příštím roce, kdy výrazně

³ Dle říjnových dat z konjunkturálního průzkumu celková důvěra v ekonomiku výrazně vzrostla, což bylo dáno podnikatelským i spotřebitelským sentimentem.

Graf 2.3

Spotřeba domácností na celém horizontu prognózy solidně poroste, růst spotřeby vládních institucí zpomalí pod 2 %

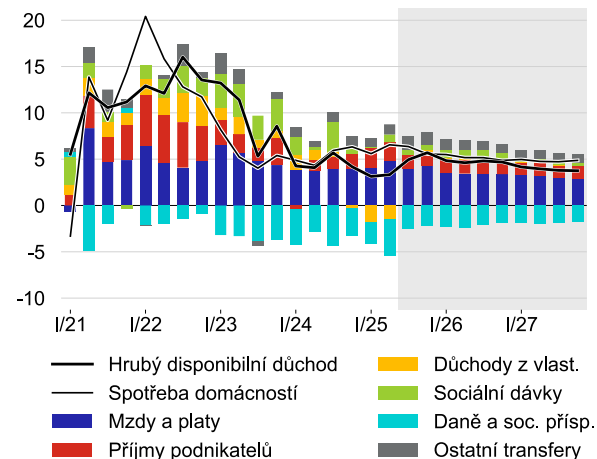
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf 2.4

Růst nominálního disponibilního důchodu bude mírně zpomalovat vlivem klesající dynamiky mezd a platů

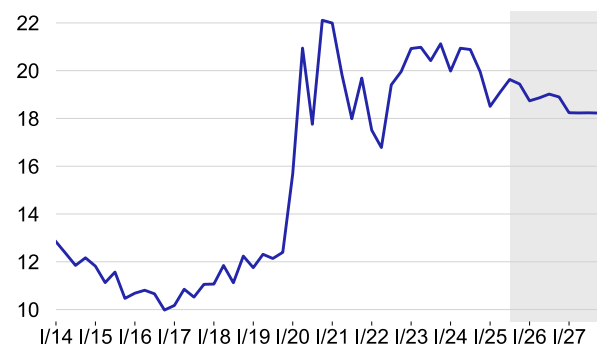
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf 2.5

Míra úspor se udrží na zvýšených hodnotách

míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



oživí zahraniční poptávka a s jejím zrychlením v roce 2027 dále zrychlí i růst soukromých kapitálových výdajů. Investice vládních institucí letos výrazně vzrostou díky čerpání evropských fondů a prostředků z Národního plánu obnovy. Silný růst si udrží i v příštím roce. V roce 2027 s ukončením čerpání NGEU jejich růst zpomalí. Celkově budou fixní investice v letošním roce stagnovat (0,2 %). V příštím roce jejich růst výrazně zrychlí na 3,6 % a v roce 2027 investice vzrostou o 3,8 %.

V letošním roce se firmy začínají navracet ke kladné tvorbě zásob. Současně se podíl firem, které hlásí nedostatek materiálu jako faktor limitující produkci, drží na relativně nízkých hodnotách (Graf 2.7), změna stavu zásob se tak pravděpodobně stabilizuje kolem svých dlouhodobě průměrných hodnot. Jelikož loni zásoby klesaly, letos výrazně přispějí k meziročnímu růstu tvorby hrubého kapitálu. V příštím roce bude její příspěvek zhruba neutrální, což platí i pro rok 2027. Celkově dynamika tvorby hrubého kapitálu letos dosáhne 3,8 %, v příštím roce zpomalí na 3,3 % a v roce 2027 opět zrychlí na 3,7 %.

Dopad fiskální politiky na růst ekonomiky je nejistý

V letošním roce se růst reálné spotřeby vládních institucí zmírní (Graf 2.8), neboť se projeví dodatečné úspory plynoucí z vládního konsolidačního balíčku. Prognóza nominální spotřeby vládních institucí pro letošní i příští rok zohledňuje svižný růst platů ve veřejné sféře, který spolu s vyššími očekávanými výdaji na obranu zrychlí dynamiku nominální spotřeby vládních institucí v příštím roce. Naproti tomu v roce 2027 prognóza očekává mírné zvolnění růstu spotřeby vládních institucí v návaznosti na předpokládané zpomalení růstu platů ve veřejné sféře.

Fiskální impuls bude letos přibližně neutrální (Graf 2.9), přičemž dodatečný mírně tlumící dopad konsolidačního balíčku⁴ vykompenzuje očekávané zrychlení čerpání fondů EU a nárůst státních dotací na obnovitelné zdroje energie. V příštím roce prognóza předpokládá lehce expanzivní působení fiskální politiky s ohledem na růst platů ve veřejné sféře, pokračující rychlejší čerpání fondů EU, vyšší plánované výdaje na obranu⁵ i zahájení přípravných prací na výstavbu dvou nových bloků Jaderné elektrárny Dukovany. V roce 2027 se předpokládá mírně restriktivní působení fiskální politiky související s koncem čerpání NGEU v roce 2026.⁶

⁴ V letošním roce bude jeho rozpočtový dopad činit dodatečných -0,1 % HDP. Na straně příjmů konsolidační balíček zahrnuje další růst spotřebních daní, zvýšení odvodů osob samostatně výdělečně činných a dodatečný dopad vybraných konsolidačních opatření zavedených v loňském roce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele a úsporu provozních a ostatních výdajů.

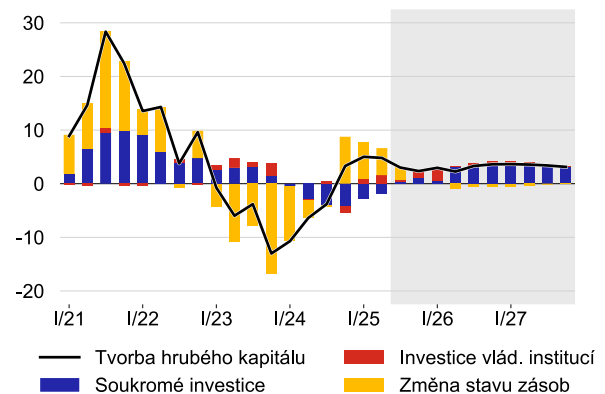
⁵ Podle návrhu státního rozpočtu pro rok 2026 se výdaje na obranu mají zvýšit v příštím roce o 0,35 % HDP a v roce 2027 o dalších 0,3 % HDP.

⁶ Fiskální prognóza ČNB bere v úvahu všechna diskreční opatření na příjmové i výdajové straně, která jsou obsažena v návrhu státního rozpočtu na rok 2026 včetně rozpočtové dokumentace.

Graf 2.6

Tvorbu hrubého kapitálu v letošním roce potáhnou zásoby, od příštího roku se přidají i fixní investice

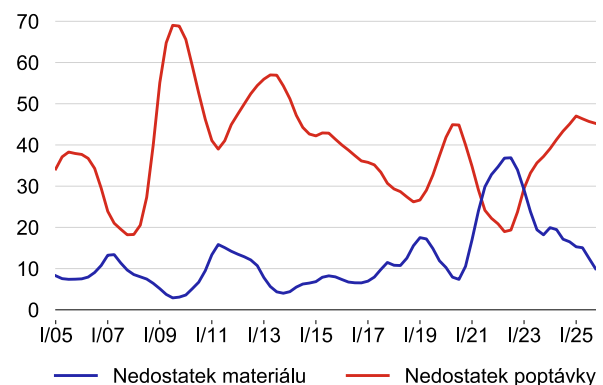
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf 2.7

Podíl průmyslových podniků hlásících nedostatek poptávky zůstává vysoký, nedostatek materiálu již firmy tolik netrápí

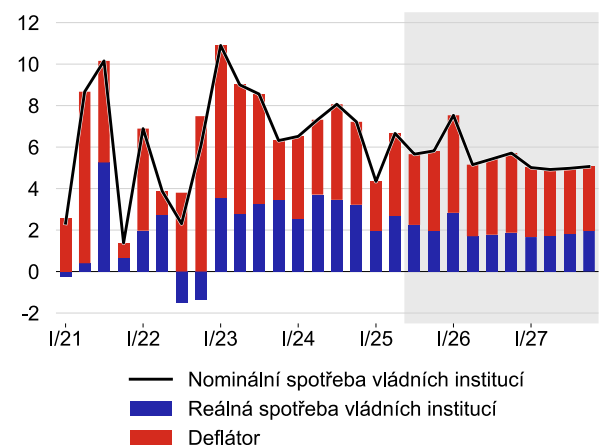
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících jako faktor limitující produkci nedostatek materiálů či zařízení, respektive nedostatečnou poptávku, řady vyhlazeny HP filtrem (lambda = 1), pramen: Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf 2.8

Dynamika reálné spotřeby vládních institucí se letos zmírní

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



Růst dovozu bude letos předbíhat dynamiku vývozu

Vývozní aktivita v poslední době rostla více, než by odpovídalo ekonomickému růstu českých hlavních obchodních partnerů v eurozóně, neboť čeští vývozci nacházejí nová odbytiště mimo země eurozóny⁷. Prognóza počítá s tímto pozitivním vlivem i v příštích čtvrtletích. I přesto, že hlavní obchodní partneri ČR z eurozóny letos zažívají v souhrnu ekonomický útlum, tak tuzemský vývoz poroste velice slušným tempem (3,7 %). V průběhu příštího roku se bude poptávka hlavních partnerů ČR v eurozóně po odeznění prvotních dopadů zavedení cel opět obnovovat a příspěvek eurozóny začne převyšovat příspěvek zemí mimo eurozónu. V souhrnu v příštím roce růst vývozu pouze mírně zpomalí. Značným impulzem, který se plně projeví až v roce 2027, bude také rozvolnění pravidel dluhové brzdy v Německu. Vývoz tak v roce 2027 výrazně zrychlí na 5 % (Graf 2.10).

Vedle standardní dovozní náročnosti českého vývozu⁸ bude dovoz tažen především domácí poptávkou. Ta bude v letošním a příštím roce nadále převyšovat tu zahraniční, což bude mít za následek rychlejší růst dovozu oproti vývozu. Za celý letošní rok dovoz vzroste o 4,8 %, v příštím roce zpomalí na 3,9 % a v roce 2027 zrychlí na 5 %. Letos bude čistý vývoz k růstu HDP přispívat záporně a v menším rozsahu i v příštím roce. V roce 2027 růst domácí poptávky zpomalí a příspěvek čistého vývozu se překloupí do mírně kladných hodnot.

Ekonomika se dle odhadů nachází lehce pod potenciálem, mezera výstupu se uzavře v roce 2027

Záporná mezera výstupu se postupně od roku 2023 uzavírá, a to zejména díky domácí poptávce. V letošním roce se mezera výstupu vlivem horšího třetího čtvrtletí opět mírně prohloubila, od konce roku by však měla pokračovat v uzavírání a na konci prognostického horizontu bude mezera téměř uzavřena (Graf 2.11). Dynamika samotného potenciálního produktu bude mírně zrychlovat a od příštího roku se bude pohybovat okolo 2,5 % vlivem postupného obnovení trendového růstu produktivity práce.

Napětí na trhu práce se příští rok dále sníží, ale úplně nevymizí

Indikátor LUCI ukazuje, že příští rok se tuzemský trh práce bude ještě postupně ochlazovat, následně se však stabilizuje a i v roce 2027 zůstane mírně napjatý (Graf 2.12). K přetrvávajícímu proinflačnímu působení trhu práce bude v nejbližších čtvrtletích nadále nejvíce přispívat zaměstnanost, která v prostředí hospodářského

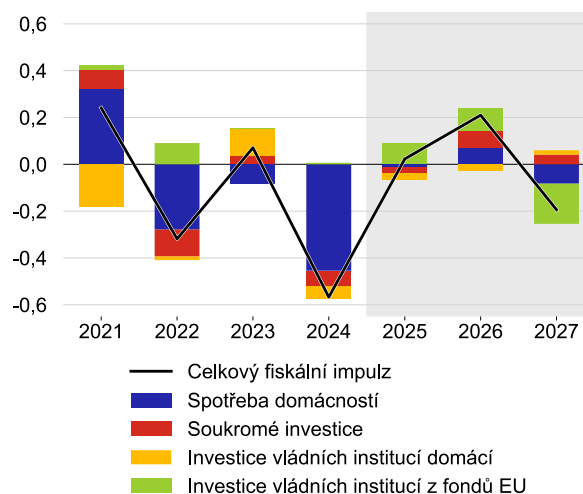
⁷ Tomuto trendu se podrobněji věnoval box [Teritoriální změny v českém vývozu](#) ze ZoMP zima 2025.

⁸ Blíže viz box Otevřenost české ekonomiky v zahraničním obchodě na konci této kapitoly.

Graf 2.9

Po loňském restriktivním působení bude letos fiskální impulz neutrální

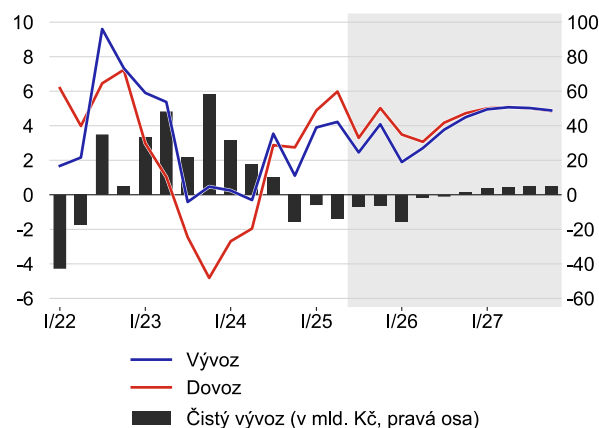
fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



Graf 2.10

Růst dovozu bude kvůli rychle rostoucí domácí poptávce předbíhat dynamiku vývozu

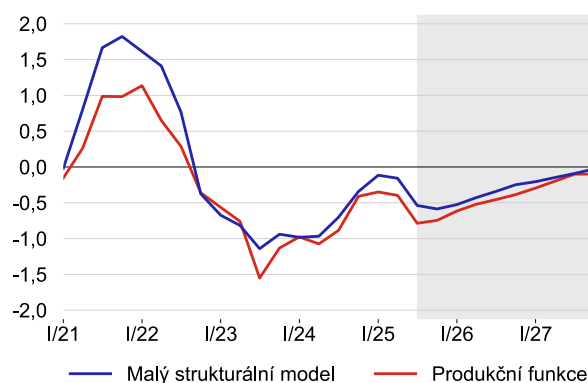
reálný vývoz a dovoz zboží a služeb, meziroční změny v % u vývozu a dovozu, v mld. Kč u čistého vývozu, sezonně očištěno



Graf 2.11

Záporná mezera výstupu se bude postupně uzavírat

mezera výstupu v % potenciálního produktu



oživení mírně poroste. Příspěvek zaměstnanosti se však bude postupně snižovat. V návaznosti na pozorovaný i očekávaný setrvale vysoký růst mezd bude příspěvek mezd a nákladů k indexu LUCI působit kladně na celém horizontu prognózy, přičemž na jeho konci bude představovat nejvýraznější položku indikátoru. Nadále bude mírně kladně působit rovněž poptávka po práci.

Růst mezd zůstane z dlouhodobé perspektivy zvýšený

Mezičtvrtletní růst sezonně očištěné průměrné nominální mzdy ve druhém čtvrtletí letošního roku výrazně zrychlil na 2,2 %, meziroční růst mezd dosáhl 7,8 %. Svižnou mzdovou dynamiku přitom bylo možné pozorovat plošně napříč jednotlivými odvětvími. Prognóza nicméně považuje tento růst zčásti za jednorázový výkyv a očekává výrazné zpomalení mzdové dynamiky ve třetím čtvrtletí na 1,2 % mezičtvrtletně, resp. 7,0 % meziročně. To bylo podle prognózy taženo slabým mzdovým vývojem v průmyslu a stavebnictví (nízký meziroční růst mezd v těchto odvětvích indikují mzdová data z produkčních statistik za červenec a srpen). Naopak v tržních službách prognóza pro letošní třetí čtvrtletí očekává jen mírné zpomalení mezičtvrtletního růstu mezd.

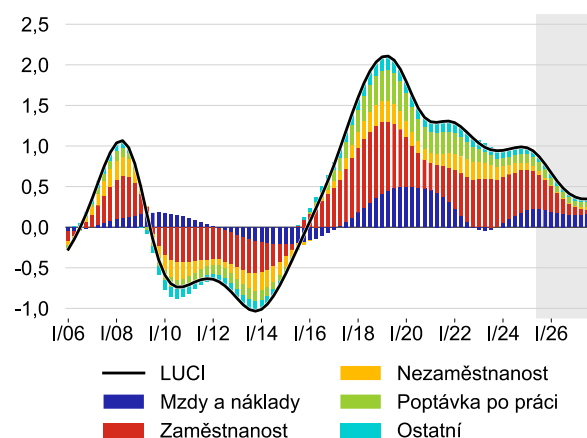
I přes očekávané zvolnění mzdové dynamiky ve třetím čtvrtletí se nicméně na výhledu podle prognózy meziroční růst průměrné nominální mzdy v tržních odvětvích udrží z historické perspektivy na nadprůměrných hodnotách (Graf 2.13). K tomu přispěje jak pokračující solidní růst tržních služeb, které jsou podporovány domácí poptávkou, tak i zlepšování ekonomického výkonu průmyslu v návaznosti na oživení zahraniční poptávky v příštím roce. Dynamika mezd v netržních odvětvích se letos nachází v souhrnu na obdobných úrovních jako v tržní sféře. K plošnému zvýšení platů ve veřejné sféře na počátku roku se přidalo červencové navýšení platů bezpečnostních sborů. Svižný růst mezd v netržní sféře by měl pokračovat i v příštím roce, kdy prognóza očekává od ledna nárůst platů pracovníků ve školství, další zvýšení platů bezpečnostních sborů i růst platů dalších státních zaměstnanců. Doposud však nedošlo k dohodě mezi vládou a odbory o růstu platových tarifů v příštím roce, jeho výše je tak zatím nejistá. V roce 2027 pak dynamika mezd v netržní sféře zvolní. V souhrnu celková průměrná mzda podle prognózy poroste svižným tempem, které bude zpomalovat jen postupně a až ve druhé polovině roku 2027 klesne mírně pod 5 %.⁹

Průměrná reálná mzda ve druhém čtvrtletí zaznamenala meziroční růst o 5,3 %, ve třetím čtvrtletí při nižším růstu nominálních mezd a nepatrně vyšší inflaci její dynamika

Graf 2.12

Napětí na trhu práce se pohledem indikátoru LUCI ještě sníží

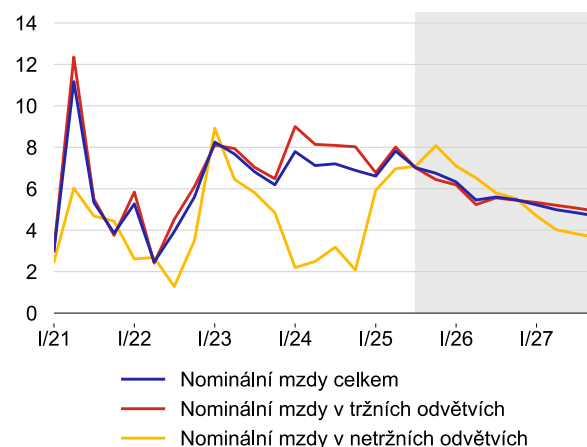
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf 2.13

Dynamika nominálních mezd zůstane i přes zpomalování z dlouhodobého hlediska nadprůměrná

nominální mzdy, meziroční změny v %, sezonně očištěno



⁹ V tržní i netržní sféře k růstu mezd rovněž mírně přispívá postupné navyšování minimální mzdy. Ta se od ledna 2026 zvýší o 7,9 % z 20 800 na 22 400 Kč. Po legislativní změně účinné od počátku roku 2025 je v netržní sféře na úroveň minimální mzdy také navázána kaskáda zaručených platů.

podle prognózy zpomalila na 4,4 %, což však stále představuje zřetelně nadprůměrnou hodnotu. Na zvýšených hodnotách se růst reálné mzdy udrží až do konce příštího roku. V roce 2027 se při očekávaném postupném zpomalování dynamiky nominálních mezd a nárůstu inflace v důsledku prognózou předpokládaného zavedení systému ETS 2 bude růst průměrné reálné mzdy pohybovat poblíž 2 %.

K růstu nominálního objemu mezd a platů bude až do konce prognostického horizontu přispívat zejména dynamika průměrné mzdy, nepatrně přispěje také mírně rostoucí zaměstnanost. V reálném vyjádření poroste objem mezd a platů (obdobně jako reálná mzda) ve zbytku letošního a v příštím roce svižným tempem, v roce 2027 jeho dynamika zpomalí (Graf 2.14).

Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky mírně poroste, nezaměstnanost aktuálně dosahuje vrcholu

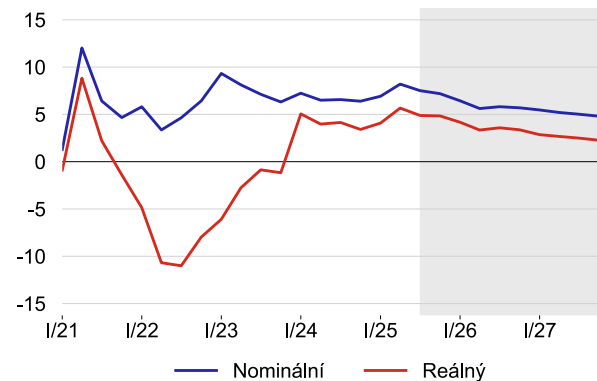
Zaměstnanost vyjádřená přepočteným počtem zaměstnanců ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně stagnovala, v meziročním vyjádření mírně vzrostla. Pokračoval přitom pokles zaměstnanosti v průmyslu a její růst v tržních i netržních službách. Prognóza očekává, že tržní služby podpořené spotřebou domácností budou i nadále přispívat k zaměstnanosti kladně. Naproti tomu bude pokračovat úbytek zaměstnanců v průmyslu, ačkoli jeho tempo bude postupně zpomalovat. V souhrnu tak při probíhající ekonomické oživení celkový přepočtený počet zaměstnanců poroste, nicméně pouze mírným tempem (Graf 2.15). Očekávání změn zaměstnanosti v následujících třech měsících se dle šetření Evropské komise nachází od druhého čtvrtletí poblíž svého dlouhodobého průměru (oproti podprůměrným hodnotám v předchozích čtvrtletích), domácnostmi očekávaná změna nezaměstnanosti v horizontu jednoho roku dle téhož šetření korigovala svůj růst z počátku roku a poklesla pod svůj dlouhodobý průměr na hodnoty pozorované v loňském roce. Index očekávané zaměstnanosti indikuje pro čtvrté čtvrtletí zvýšenou poptávku po práci.¹⁰ Souhrnně se tak předstihové indikátory posunuly ve směru mírně napjatějšího trhu práce.

Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti po svém poklesu z počátku roku ve druhém čtvrtletí vzrostla (Graf 2.15), také podíl nezaměstnaných osob (registrovaných na úřadech práce) pokračoval v růstu. V průběhu třetího čtvrtletí se nicméně podíl nezaměstnaných osob (po sezonním očištění) zvyšoval již jen nepatrně. Pro-

Graf 2.14

Dynamika reálného objemu mezd a platů zůstane na horizontu prognózy zvýšená, a podpoří tak růst spotřeby domácností

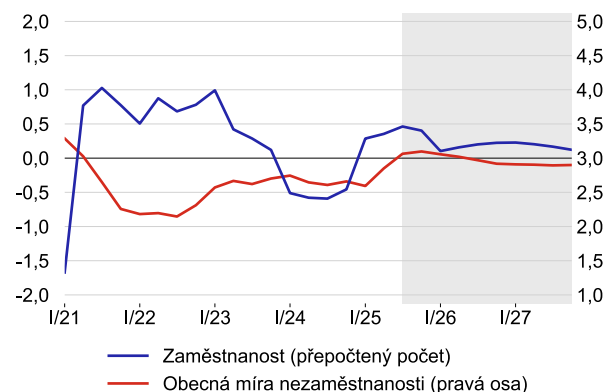
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf 2.15

Přepočtený počet zaměstnanců v důsledku ekonomického oživení poroste, nezaměstnanost se od příštího roku začne pozvolna snižovat

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



¹⁰ Index trhu práce společnosti [ManpowerGroup](#) pro čtvrté čtvrtletí 2025 signalizuje solidní náborovou aktivitu podniků, v rámci čtvrtých čtvrtletí dokonce index dosáhl nejvyšších hodnot v historii měření. Podle Google Trends se skóre tématu „nezaměstnanost“ ve třetím čtvrtletí pohybovalo poblíž průměru předchozích 5 let, v případě tématu „podpora v nezaměstnanosti“ v letošním roce setrvává na nadprůměrných hodnotách (v čemž se ale mohly projevit legislativní změny v důsledku schválení tzv. flexinověly zákoníku práce).

gnóza očekává, že oba ukazatele nezaměstnanosti dosáhnou vrcholu ve druhé polovině letošního roku. V příštím roce se při probíhající hospodářském oživení začnou pozvolna snižovat. Z historického pohledu i v mezinárodním srovnání tak nezaměstnanost zůstane nízká.

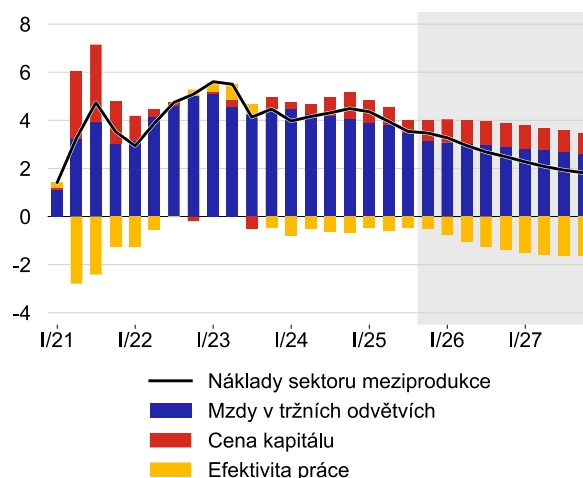
Zpomalující mzdová dynamika a zlepšující se růst efektivity práce zmírní domácí nákladové tlaky

Růst domácích nákladů během třetího čtvrtletí letošního roku dále zpomalil, avšak stále zůstává zvýšený (Graf 2.16). Příčinou je z dlouhodobého pohledu nadprůměrný růst mezd v tržních odvětvích způsobený stále napjatou situací na trhu práce. K růstu nákladů bude nadále přispívat výkon tuzemské ekonomiky poblíž dlouhodobého tempa potenciálního růstu a s ním související poptávka po výrobních kapacitách, která vyústí v setrvalé zdražování kapitálu. Efektivita práce bude v nejbližších čtvrtletích mírnit nákladové tlaky pouze lehce, avšak s obnoveným růstem fixních investic firem se její protiinflační působení zesílí. Společně se zpomalením mzdové dynamiky na výhledu přispěje k návratu růstu domácích nákladů k dlouhodobě rovnovážným hodnotám.

Graf 2.16

Zvolnění mzdové dynamiky a zrychlení růstu efektivity práce zmírní domácí nákladové tlaky

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



Srovnání s minulou prognózou: reálná ekonomika a trh práce

		2025	2026	2027	
HDP	meziroční změny v %	2,3	2,4	2,8	Výhled HDP se mírně snižuje; v letošním roce je to dáno výrazně horším očekávaným růstem ve druhé polovině roku, v příštích letech nižší zahraniční poptávkou.
	procentní body	(-0,3)	(-0,2)	(-0,1)	
Spotřeba domácností	meziroční změny v %	2,8	3,1	2,6	Predikce spotřeby domácností se na celém výhledu příliš nemění, v letošním roce je lehce nižší kvůli slabšímu třetímu čtvrtletí.
	procentní body	(-0,1)	(0,0)	(-0,1)	
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v %	2,2	2,0	1,8	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos nachází lehce výše kvůli vyššímu pozorování ve druhém čtvrtletí, v příštím roce roste rychleji kvůli vyšším obranným výdajům.
	procentní body	(0,1)	(0,7)	(0,1)	
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v %	0,2	3,6	3,8	Růst fixních investic se v letošním a příštím roce posouvá níže kvůli slabší zahraniční poptávce, v roce 2027 převáží efekt dostavby Jaderné elektrárny Dukovany.
	procentní body	(-0,1)	(-0,3)	(0,1)	
Čistý vývoz	příspěvek k růstu HDP	-0,5	-0,2	0,3	Slabší zahraniční poptávka vyústí v menší příspěvek čistého vývozu.
	procentní body	(-0,4)	(0,0)	(-0,2)	
Zaměstnanost (přepočtený počet)	meziroční změny v %	0,4	0,2	0,2	Predikce růstu přepočteného počtu zaměstnanců se v letošním a příštím roce přehodnocuje níže zejména z důvodu výraznějšího poklesu zaměstnanosti v průmyslu.
	procentní body	(-0,2)	(-0,2)	(0,0)	
Nezaměstnanost (ILO)	%	2,9	3,0	2,9	Prognóza obecné míry nezaměstnanosti se posouvá mírně nahoru v důsledku vyšších posledních pozorovaných dat a lehce nižšího výhledu ekonomického růstu.
	procentní body	(0,2)	(0,1)	(0,1)	
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v %	7,0	5,7	4,9	Výhled dynamiky mezd se oproti minulé prognóze nachází výše, což je letos dáno pozorováním za druhé čtvrtletí a v příštím roce očekávaným rychlejším růstem mezd v netržní sféře.
	procentní body	(0,5)	(0,2)	(0,0)	

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

Box: Otevřenost české ekonomiky v zahraničním obchodě

Česká ekonomika se po tržní transformaci na začátku 90. let pružně integrovala do globalizované struktury světové ekonomiky. Tento proces byl dále urychlen vstupem země do Evropské unie v roce 2004. Otevřenost ekonomiky umožňující prohloubení mezinárodní dělby práce spolu se silným přílivem zahraničního kapitálu významně přispěly k dohánění hospodářské úrovně vyspělých ekonomik a k růstu životního standardu obyvatelstva. Obchodní propojenost české ekonomiky se zahraničím je důležitým předpokladem pro makroekonomické analýzy a prognózy včetně kalibrace predikčních modelů. Tento box se zaměřuje na vývoj dovozních náročností¹ hlavních výdajových komponent HDP s implikacemi pro otevřenost české ekonomiky na bázi přidaných hodnot.

Nejpoužívanějším způsobem výpočtu otevřenosti ekonomiky je obratový přístup – vývoz, či dovoz zboží a služeb jako procentuální podíl na nominálním HDP. Jeho výhodou je snadnost výpočtu i zachycení obchodní provázanosti tuzemské ekonomiky se zahraničím. Tento přístup však nedává odpověď na otázku, kolik vývozu je produkováno v tuzemské ekonomice a kolik pochází ze zahraničí. Je zřejmé, že ekonomika s vysokým podílem domácí produkce ve vývozu bude mít vyšší citlivost na zahraniční hospodářské šoky oproti situaci, kdyby větší část vývozu pocházela ze zahraniční produkce. Zatímco v prvním případě by ochabnutí zahraniční poptávky za jinak nezměněných předpokladů vyústilo v pokles HDP, ve druhém případě by byl úbytek vývozu kompenzován snížením dovozu, dopady do HDP by tak byly nižší, v extrémním případě 100% dovozní náročnosti vývozu až nulové. Ekonomiky s identickým poměrem vývozu k HDP tak mohou vykazovat odlišnou reakci na domácí a zahraniční hospodářské šoky.

Box proto přichází s odhadem dovozních náročností hlavních výdajových složek HDP ze symetrických input–output tabulek² ČSÚ, na základě kterých je vypočten podíl vyvezené přidané hodnoty. Data jsou vzhledem k delšímu publikačnímu cyklu dostupná pouze do roku 2022. Dovozní náročnost je rozdělena na přímou a nepřímou. Přímý dovoz představuje hodnotu zboží a služeb, které byly nakoupeny přímo ze zahraničí, nebo byly dovezeny a následně prodány bez významného domácího zpracování, např. dovážené potraviny, oblečení, elektronika atd. Nepřímý dovoz je hodnota dovážených vstupů (surovin, polotovarů, energií, služeb), které byly použity domácími výrobci k produkci zboží a služeb, např. tuzemský chléb vyrobený z dovezené pšenice.

Graf 1 srovnává vývoj celkové dovozní náročnosti hlavních výdajových agregátů HDP. Dovozní náročnost výdajů na konečnou spotřebu domácností od roku 1990 postupně rostla na svá maxima poblíž 40 % v letech 2013–2015. Podíl přímého dovozu na celkové spotřebě domácností (Graf 2) narostl zejména u potravin a nápojů, zemědělských komodit a motorových vozidel. Podíl zmíněných položek poté mezi roky 2015 a 2022 klesl. Celková dovozní náročnost spotřeby domácností sice v roce 2022 po období pandemie opět mírně vzrostla na 37 %, nedosahovala však již hodnot z let 2013–2015. Důvodem je nárůst podílu méně dovozně náročných služeb na celkové spotřebě domácností (o téměř 2 procentní body oproti roku 2015) při poklesu podílů zboží jak dlouhodobé, tak krátkodobé spotřeby.

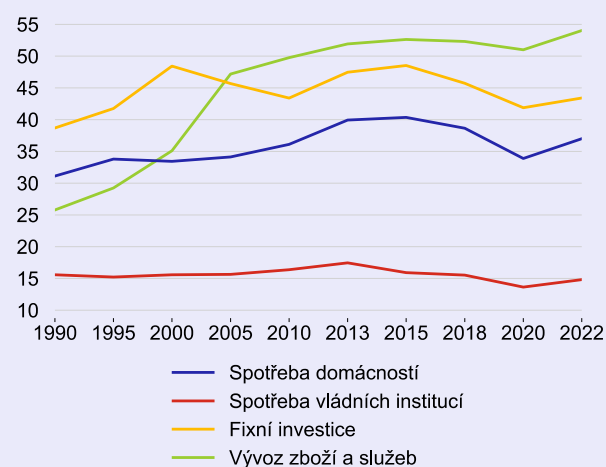
Výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí vykazují dlouhodobě nejnižší dovozní náročnost, která v roce 2022 dosahovala téměř 15 % s převahou nepřímého dovozu (Graf 3). Nízký podíl dovozu (oproti ostatním složkám HDP) je dán z velké části povahou agregátu, který je výdajovou protipoložkou netržní produkce oceněné mj. v objemu platů zaměstnanců vládních institucí.

Dovozní náročnost tvorby hrubého fixního kapitálu se dlouhodobě pohybuje na relativně vysoké úrovni nad 40 % s přibližně polovičním podílem přímé i nepřímé složky (Graf 4). Její úroveň však byla v roce 2022 oproti roku 2015 přibližně o 5 procentních bodů níže. Důvodem může být nárůst podílu obydlí na celkových fixních investicích ve zmiňovaném období o 6,1 procentního bodu či nárůst podílu produktů duševního vlastnictví o téměř 5 procentních bodů při poklesu podílu investic do strojů a zařízení o necelých 7 procentních bodů.

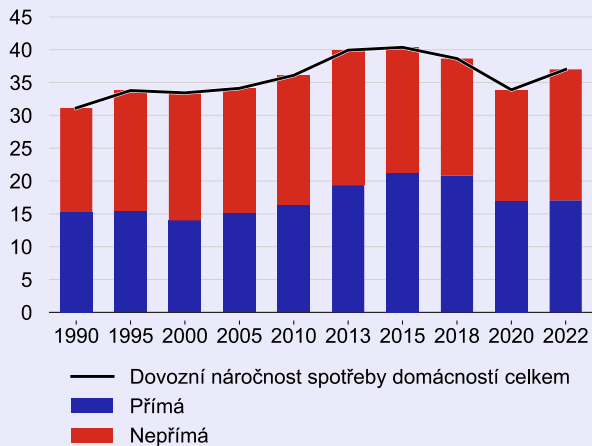
Graf 1

Nejvíce dovozně náročný je vývoz zboží a služeb, nejméně spotřeba vládních institucí

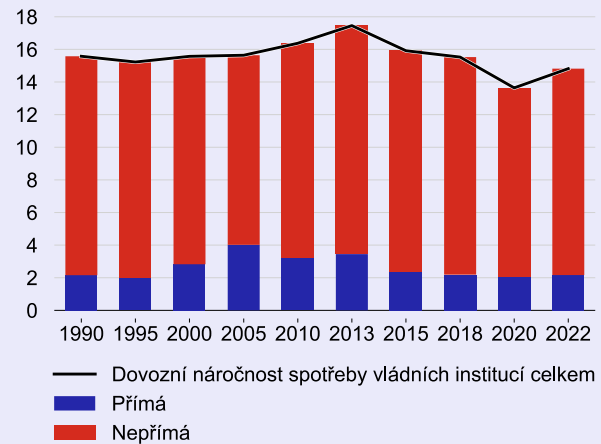
podíl dovozu hlavních výdajových agregátů HDP v %, pramen ČSÚ



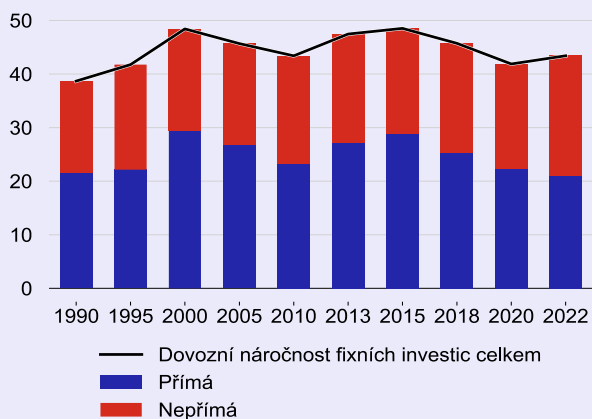
Graf 2
Dovozní náročnost spotřeby domácností se nachází mírně pod hodnotami z předcovidového období
 podíl dovozu v %, pramen ČSÚ



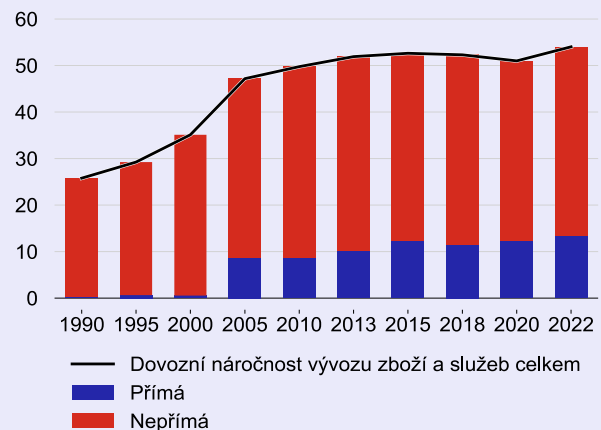
Graf 3
Dovozní náročnost spotřeby vládních institucí je dlouhodobě nejnižší z výdajových složek HDP
 podíl dovozu v %, pramen ČSÚ



Graf 4
Dovozní náročnost fixních investic se po roce 1990 držela nad 40 %
 podíl dovozu v %, pramen ČSÚ



Graf 5
Dovozní náročnost vývozu zboží a služeb vykazovala v roce 2022 historicky nejvyšší hodnoty
 podíl dovozu v %, pramen ČSÚ



Vývoz zboží a služeb byl jediným výdajovým agregátem, jehož dovozní náročnost nezaznamenala v pandemickém roce 2020 výraznější pokles. V roce 2022 došlo k jejímu dalšímu nárůstu na rekordních 54 % při převažujícím nepřímém dovozu (Graf 5). Oproti roku 2015 totiž vzrostl podíl vývozu dovozně náročných strojů a zařízení včetně motorových vozidel na celkovém vývozu zboží o přibližně čtyři procentní body. Tento vývoj svědčí o pokračující integraci české ekonomiky do globálních výrobních řetězců. Zatímco navýšení vývozu o 1 % HDP by v roce 1990 přidalo k růstu HDP 0,74 procentního bodu, v roce 2022 by to bylo jen 0,46 procentního bodu.

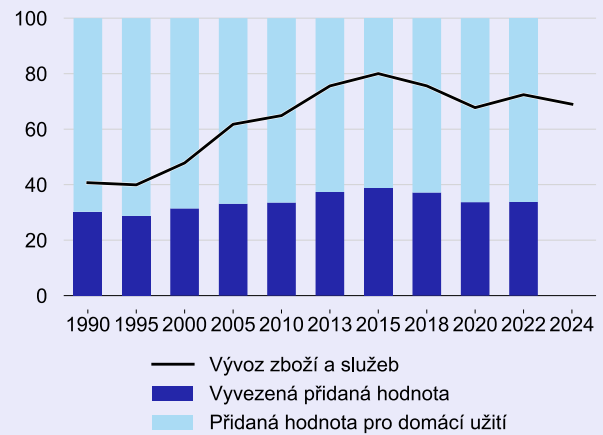
Otevřenost ekonomiky měřená poměrem vývozu zboží a služeb k HDP vzrostla od roku 1990 do roku 2015 se zapojením tuzemských firem do globalizovaných obchodních vztahů dvojnásobně na 80 % (Graf 6). Od té doby se poměr vývozu v důsledku poruch v dodavatelských řetězcích a světových deglobalizačních tendencí snížil na 69 % HDP v roce 2024. Proti tomu podíl vyvezené přidané hodnoty dosahoval vzhledem k vysoké dovozní náročnosti vývozu v roce 2022 téměř 34 % HDP. To znamená, že dvě třetiny domácí přidané hodnoty byly užity v domácí ekonomice. Tyto podíly byly přitom dlouhodobě relativně stabilní, protože zdvojnásobení poměru vývozu k HDP mezi lety 1990 a 2015 bylo doprovázeno obdobným zvýšením jeho dovozní náročnosti. Česká ekonomika je tak touto optikou náchylná na šoky v zahraniční poptávce v podobné míře, jako byla v roce 1990.

Představené závěry mají svou relevanci nejen pro makroekonomické analýzy, ale také pro měnovou politiku centrální banky. Ukazují na citlivost domácího ekonomického vývoje na domácí a zahraniční vývoj, ať již z pohledu změn v zahraniční poptávce nebo v dovozních cenách. Tyto parametry jsou zohledněny jak ve stávajícím jádrovém predikčním modelu g3+, tak v nově vyvíjených semistrukturálních makroekonomických modelech.

Graf 6

Otevřenost ekonomiky je pohledem vyvezené přidané hodnoty v čase přibližně stabilní

v % HDP, pramen ČSÚ



¹ Dovošní náročnost udává procentuální podíl dovozu výdajové položky HDP.

² Výstupy ze symetrických input–output tabulek typu produkt–produkt a odvětví–odvětví jsou následně zprůměrovány.

3 INFLACE

- Inlace se bude v závěru letošního roku pohybovat jen lehce nad 2% cílem ČNB.
- I v roce 2026 se inflace bude nacházet v blízkosti 2 %. Zvýšená jádrová inflace bude vyvažována klesajícími cenami pohonných hmot.
- V roce 2027 inflaci mírně zvýší předpokládané spuštění ETS 2.

Inlace v závěru letošního roku zůstane lehce nad 2 %

Inlace ve třetím čtvrtletí letošního roku sice v průměru lehce zrychlila (Graf 3.1), v jeho průběhu však postupně zvolňovala. Z letošního maxima 2,9 %, kterého dosáhla v červnu, inflace zvolnila až na zářijových 2,3 %. Za tím stálo především významné zvolnění růstu cen potravin, nápojů a tabáku z červnových téměř 5 % až takřka ke 2 % v září. Během čtvrtého čtvrtletí¹¹ bude inflace dle prognózy dosahovat podobných hodnot jako v září, a bude tedy jen lehce nad 2% cílem. Zvýšená zůstane dynamika jádrové inflace, růst cen potravin by se měl pohybovat poblíž 2 %. Inflaci bude naproti tomu tlumit pokračující pokles cen pohonných hmot a umírněná dynamika regulovaných cen (Graf 3.2). V příštím roce se celková inflace bude nacházet poblíž 2% cíle. K tomu přispějí doposud lehce restriktivní měnové podmínky. V roce 2027 inflace vlivem předpokládaného spuštění ETS 2 mírně vzroste.¹²

Meziroční dynamika regulovaných cen v závěru letošního roku dále zvolní

Umírněný růst regulovaných cen pozorovaný v dosavadním průběhu letošního roku by měl pokračovat i v jeho závěru (Graf 3.3). V příštím roce se mírně zvýší vlivem postupného odeznění meziročního poklesu cen elektřiny a plynu při zhruba standardním vývoji neenergetických položek regulovaných cen. V roce 2027 pak dojde k dalšímu zvýšení růstu regulovaných cen, což bude dáno především zdražením plynu souvisejícím se spuštěním ETS 2.

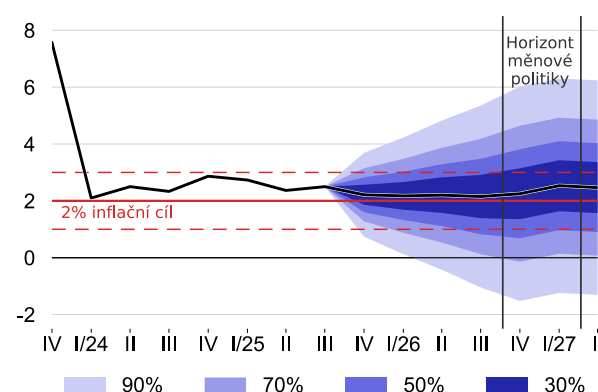
Růst tržních cen se sníží do blízkosti 2 %

Růst tržních cen, tj. všech cenových okruhů vyjma regulovaných cen, zůstal ve třetím čtvrtletí 2025 mírně zvýšený kvůli silným předchozím nákladovým tlakům (Graf 3.4). Příspěvky nákladů zůstanou mírně nad dlouhodobým průměrem i v příštích dvou letech. Prodejci však přesto nepřistoupí k vyššímu než obvyklému zdražování. Doposud přísné měnové podmínky totiž zpomalí růst re-

Graf 3.1

Inlace se bude v nejbližších čtvrtletích pohybovat v blízkosti 2% cíle, na počátku roku 2027 mírně zrychlí

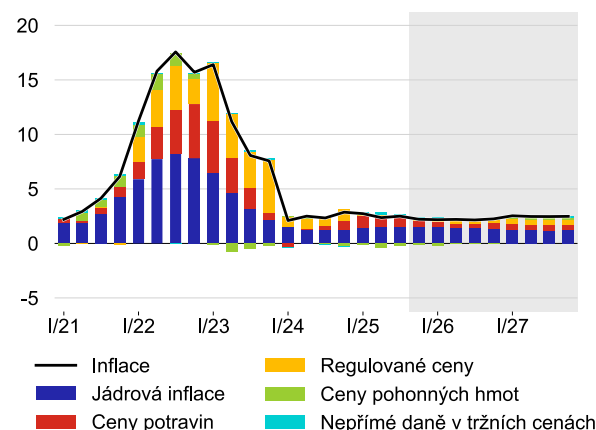
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf 3.2

Příspěvek jádrové inflace zůstane v nejbližších čtvrtletích mírně zvýšený

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



¹¹ V říjnu 2025 inflace dosáhla 2,5 %, což je nad prognózou. Tento údaj byl zveřejněn 11. listopadu, tedy po uzávěrcce prognózy.

¹² Po uzavření prognózy byla na úrovni ministrů životního prostředí EU uzavřena kompromisní dohoda o revizi klimatických cílů pro rok 2040, jejíž součástí je odložení spuštění ETS 2 na rok 2028.

álních příjmů domácností a zmírní poptávkové tlaky. Prodejci tak dále mírně sníží jejich stále zvýšené ziskové přírázky. Růst tržních cen v roce 2027 přechodně zrychlí vlivem ETS 2, na jehož prvotní dopady centrální banka v základním scénáři úrokovými sazbami nereaguje vzhledem k administrativní povaze tohoto cenového pohybu.

Celkové nákladové tlaky porostou zhruba stabilním tempem

Růst celkových nákladů ve třetím čtvrtletí letošního roku odpovídal hodnotám konzistentním s plněním inflačního cíle. Rychlý růst tuzemských nákladů byl vyvážen posílením koruny, které zlevnilo dovoz (Graf 3.5). V příštím roce se vlivem obnovy růstu zahraničních cen při přibližné stabilitě kurzu koruny celkové nákladové tlaky lehce zvýší. Začátkem roku 2027 je podpoří předpokládané zavedení systému emisních povolenek, které prodraží energie nejen pro domácnosti, ale rovněž pro malé a středně velké firmy v dotčených odvětvích.¹³ Přes zvýšené dovozní ceny se však celkové nákladové tlaky s přispěním zmírnění růstu cen domácích vstupů v průběhu roku 2027 sníží ke svým obvyklým hodnotám. K růstu nákladů bude rovněž setrvale přispívat pokračující cenová konvergence, která povede k obvykle rychlejší cenové dynamice v oblasti služeb než u zboží v rámci jádrové inflace.

Jádrová inflace bude i v následujících čtvrtletích zvýšená

Jádrová inflace byla ve třetím čtvrtletí zhruba stabilní, v září dosáhla 2,8 %, a to při nadále zvýšeném růstu cen neobchodovatelných statků (4,4 %) a naopak utlumeném růstu cen obchodovatelných statků (0,3 %). Momentum¹⁴ jádrové inflace v průběhu třetího čtvrtletí zvolňovalo, a to především vlivem výrazného zpomalení momenta cen zboží. Momentum cen služeb i cen služeb očištěných o imputované nájemné sice na počátku léta také zvolnilo, následně se však začalo opětovně zvyšovat (Graf 3.6). Meziroční růst samotného imputovaného nájemného byl ve třetím čtvrtletí stabilní, ale i nadále zvýšený, v čemž se odráží pokračující růst cen nových nemovitostí. Ten by se měl udržet poblíž 15 % i ve druhé polovině letošního roku, a příspěvek imputovaného nájemného tedy zůstane zvýšený i v nejbližších čtvrtletích. Jádrová inflace se tak bude nacházet jen lehce pod 3 %, k čemuž vedle imputovaného nájemného (Graf 3.7) přispějí také tlaky z domácí ekonomiky, zejména nadále relativně svižný růst mezd.

Růst cen potravin během léta významně zvolnil a měl by se i nadále pohybovat poblíž 2 %

Meziroční růst cen potravin, nápojů a tabáku v průběhu třetího čtvrtletí postupně zvolňoval. Z letošního maxima 4,8 %, kterého dosáhl v červnu, zpomalil růst cen v tomto

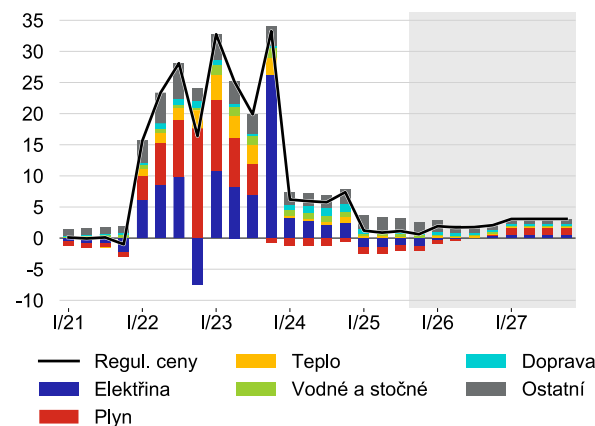
¹³ Vzhledem k nejasnostem ohledně implementace ETS 2 do českého právního řádu představují jeho dopady riziko prognózy.

¹⁴ Jedná se o tříměsíční klouzavý průměr anualizovaných sezonně očištěných meziměsíčních změn.

Graf 3.3

Dynamika regulovaných cen bude i v závěru letošního roku utlumená, v dalších letech se bude postupně zvyšovat

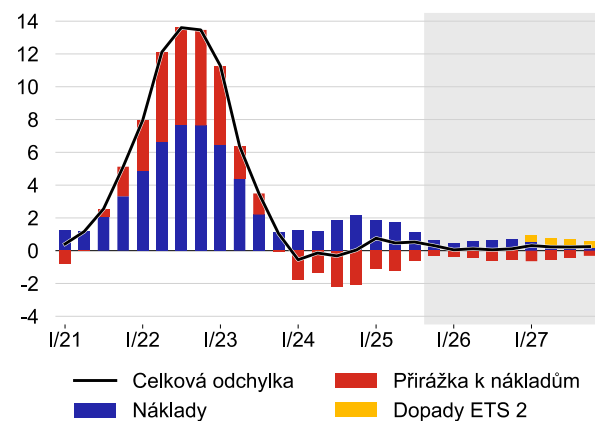
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf 3.4

Dozvuky zvýšeného růstu nákladů budou v nejbližších čtvrtletích přispívat k dalšímu zdražování

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

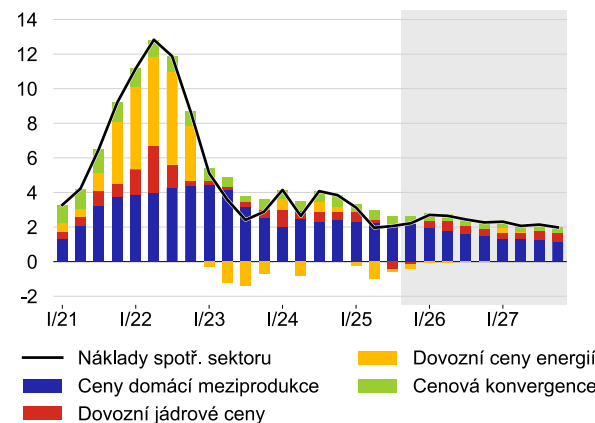


Poznámka: Příspěvek přírážky k nákladům obsahuje mezeru marží v sektoru spotřebních a mezipotřebních statků a služeb.

Graf 3.5

Růst celkových nákladů bude na výhledu již jen lehce zvýšený

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



segmentu až na zářijových 2,2 %. Vychládání inflačních tlaků přitom bylo v průběhu léta patrné i v ostatních stupních potravinové vertikály, tedy jak v cenách zemědělských výrobců, tak v cenách v potravinářském průmyslu v návaznosti na zmírňování nákladových tlaků potravinářského sektoru ve světě. Z tohoto důvodu by se měl meziroční růst cen potravin, nápojů a tabáku udržet poblíž 2 % i v následujících čtvrtletích.

Ceny pohonných hmot budou i nadále meziročně klesat

Meziroční pokles cen u čerpacích stanic se sice ve třetím čtvrtletí zmírnil, na přelomu letošního a příštího roku by se však měl opět prohloubit vlivem nižší ceny ropy a silnějšího kurzu koruny vůči dolaru ve srovnání s minulou zimou. V průběhu celého příštího roku by měly ceny pohonných hmot pokračovat v meziročním poklesu, byť mírnějším ve srovnání s letošním rokem. V roce 2027 pak meziroční dynamiku cen pohonných hmot na vyšší (kladné) úrovni posune předpokládané spuštění ETS 2.

Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací

Změny nepřímých daní¹⁵ budou celkovou inflaci mírně zvyšovat. Počátkem letošního roku došlo ke zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu, a to o 5 %, resp. 10 %. To se odrazilo v růstu příslušných cen. Na počátku roku 2026 se spotřební daň z tabáku a lihu shodně zvýší o dalších 5 %, v roce 2027 o dalších 5 % vzroste již jen spotřební daň z tabáku. Celková inflace se proto bude na celém výhledu, a tedy i na horizontu měnové politiky nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf 3.8).

Na horizontu měnové politiky¹⁶, tedy na přelomu let 2026 a 2027, měnověpolitická inflace – podobně jako celková inflace – vlivem předpokládaného zavedení ETS 2 mírně vzroste a bude se nacházet nad 2% cílem. Prognóza ve svém základním scénáři předpokládá prvotní dopad ETS 2 ve výši 0,4 procentního bodu.¹⁷

¹⁵ 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. Sekundární dopady zachycují okamžité cenové změny nad rámec jejich primárních dopadů, mohou být kladné i záporné a ovlivňují měnověpolitickou i celkovou inflaci. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimky a v prognóze na ně úrokovými sazbami nereaguje.

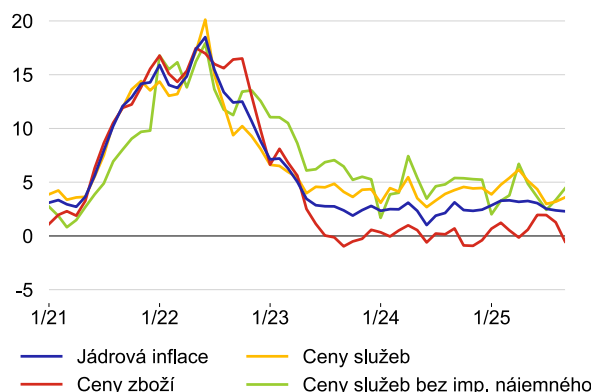
¹⁶ Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti (vzdálený 12–18 měsíců), na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje časovou délku transmise měnové politiky. Cílením inflace na daném horizontu zároveň centrální banka odhližuje od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.

¹⁷ Dopadům ETS 2 se věnoval Box 1 [Dopady zavedení systému emisních povolenek EU ETS 2](#) ze ZoMP léto 2025.

Graf 3.6

V závěru třetího čtvrtletí letošního roku momentum cen zboží překmitlo do záporu, u cen služeb naopak zrychlilo

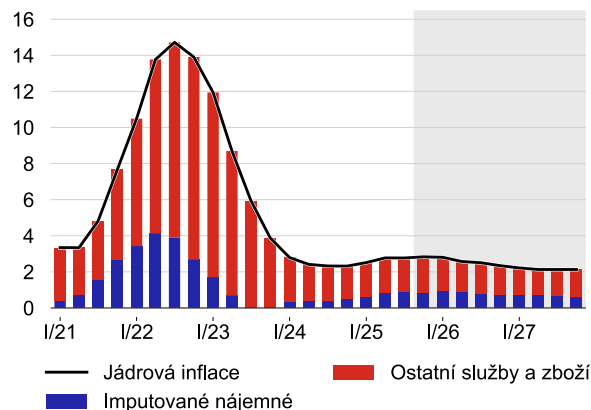
anualizované sezonně očištěné meziměsíční změny v %, tříměsíční klouzavé průměry



Graf 3.7

Jádrová inflace se bude v nejbližších čtvrtletích pohybovat lehce pod 3 % při zvýšeném příspěvku imputovaného nájemného

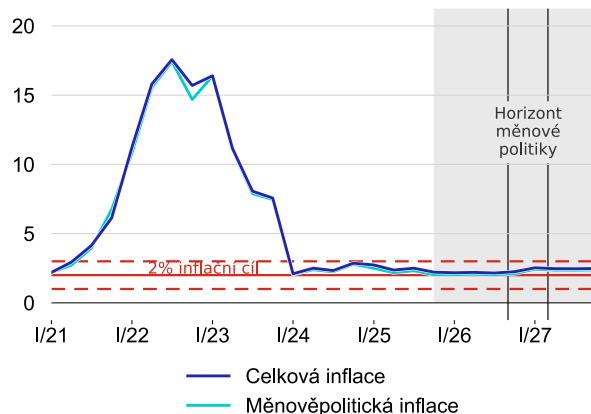
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf 3.8

Celková i měnověpolitická inflace se budou na počátku roku 2027 nacházet mírně nad 2% cílem

celková a měnověpolitická inflace, v %



Srovnání s minulou prognózou: cenový vývoj

		2025	2026	2027	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	2,5 (-0,2)	2,2 (-0,1)	2,5 (0,0)	Prognóza inflace se posouvá lehce dolů vlivem nižšího růstu cen potravin a hlubšího poklesu cen pohonných hmot.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	1,0 (0,0)	1,9 (-0,1)	3,1 (0,0)	Růst regulovaných cen se na výhledu téměř nemění.
Jádrová inflace	% procentní body	2,7 (0,0)	2,6 (0,2)	2,2 (0,0)	Predikce jádrové inflace pro příští rok se posouvá lehce výše především v důsledku očekávaného pozvolnějšího snižování růstu imputovaného nájemného.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	3,4 (-0,7)	1,7 (-0,8)	2,0 (0,0)	Růst cen potravin bude oproti letní prognóze nižší jak vlivem pozorovaného výraznějšího zvolnění během letošního léta, tak vlivem nižšího výhledu růstu cen zemědělských výrobců.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	-7,1 (-0,7)	-3,6 (-0,7)	5,8 (0,4)	Predikce cen pohonných hmot se v letošním i příštím roce posouvá mírně níže kvůli nižšímu výhledu ceny ropy a silnějšímu kurzu koruny vůči dolaru.

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

4 MĚNOVÁ POLITIKA

- Bankovní rada na listopadovém měnověpolitickém zasedání ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na 3,50 %, diskontní sazba na 2,50 % a lombardní sazba na 4,50 %.
- Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační.
- Se základním scénářem prognózy je konzistentní přibližná stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v následujících čtvrtletích a poté jejich pozvolný nárůst.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v následujících čtvrtletích

Zpevnění koruny během léta vytváří prostor pro pokles sazeb v nejbližších čtvrtletích. Proti tomu ovšem působí svižný mzdový růst a rychlé zdražování nemovitostí, což se ve výsledku odráží v přibližné stabilitě krátkodobých tržních úrokových sazeb v nadcházejících čtvrtletích (Graf 4.1). Od poloviny roku 2026 dochází k pozvolnému nárůstu sazeb. Ten plyne ze zrychlující ekonomické aktivity a vpředhledící reakce měnové politiky na druhotné dopady zavedení ETS 2.

Výnos tříletého státního dluhopisu se bude vyvíjet obdobně jako tříměsíční tržní úrokové sazby, avšak bude nepatrně vyšší zejména kvůli rizikové a časové prémii (Graf 4.2).

Koruna bude na výhledu zhruba stabilní

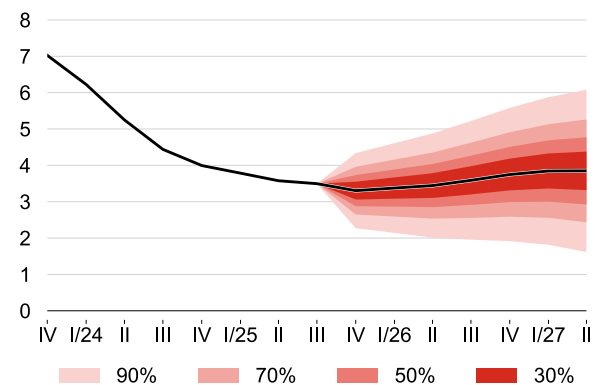
Během třetího čtvrtletí koruna pokračovala v posilování vůči euru a zhodnotila zhruba o 1,5 % k úrovni 24,3 CZK/EUR. Září přineslo nejsilnější měsíční kurz za poslední dva roky. V prostředí bez výrazně negativních zpráv koruna těžila z kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně, který podporoval zájem krátkodobých investorů. K posilování přispívala také očekávání, že ČNB ponechá sazby beze změny. Tato očekávání dále posílila mírně vyšší inflace na začátku léta, jež snížila pravděpodobnost dalšího uvolnění měnové politiky. Ve druhé polovině čtvrtletí kurz podpořila jestřábí rétorika ČNB po srpnovém zasedání bankovní rady. Během října se koruna stabilizovala v úzkém pásmu kolem 24,3 CZK/EUR.

Základní scénář podzimní prognózy očekává, že průměrná hodnota kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí 2025 dosáhne 24,4 CZK/EUR. Dále na výhledu setrvá kurz poblíž 24,5 CZK/EUR (Graf 4.3). V následujících čtvrtletích bude jeho dalšímu posílení bránit jen postupně oživující produktivita v domácí ekonomice.

Graf 4.1

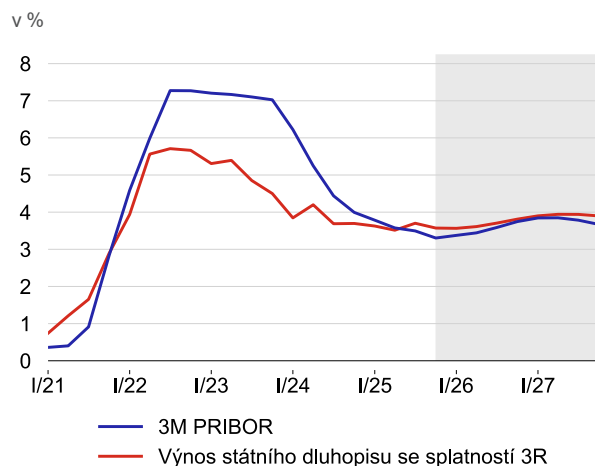
S prognózou je konzistentní přibližná stabilita krátkodobých tržních úrokových sazeb v následujících čtvrtletích

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Graf 4.2

Výnos tříletého státního dluhopisu se koncem příštího roku mírně zvýší v návaznosti na nárůst krátkodobých sazeb



Tržní výhled úrokových sazeb je zhruba v souladu s podzimní prognózou ČNB

Obě rozhodnutí bankovní rady o ponechání základních úrokových sazeb beze změny v srpnu i v září byla široce očekávána. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se příliš neměnil – vnímal komunikaci ČNB ohledně přetrvávajících inflačních rizik a jen omezeného prostoru pro další uvolnění měnové politiky. Trh tak na konci října očekával přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf 4.4). Tento výhled je zhruba v souladu s trajektorií sazeb ze základního scénáře podzimní prognózy ČNB.

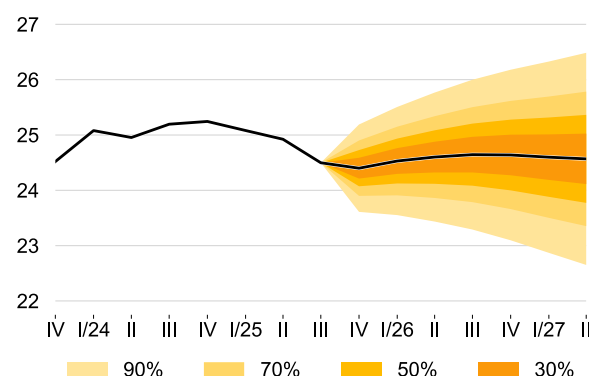
Bankovní rada ve své komunikaci vyjadřovala preferenci pro stabilitu sazeb

Ve svých vystoupeních před listopadovým měnověpolitickým zasedáním členové bankovní rady zmiňovali přetrvávající domácí proinflační rizika, zejména růst mezd, cen služeb a nemovitostí a také vývoj veřejných financí. Nejpravděpodobnějším scénářem je podle jednoho člena bankovní rady ponechání úrokových sazeb beze změny, protože jejich současná úroveň spolu se silnou korunou pomáhá tyto inflační tlaky tlumit. Také podle další členky je preferovaným scénářem rady stabilita sazeb. Další vývoj sazeb nicméně zůstává otevřený oběma směry. Od dalšího člena bankovní rady zaznělo, že preferuje zachování vyšších sazeb po delší dobu.

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 repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně nejbližšího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Aktuálně (před listopadovým měnovým zasedáním bankovní rady ČNB) byl tento rozdíl nulový. Prognóza **výnosu státního dluhopisu se splatností 3R** odráží očekávaný vývoj úrokové sazby 3M PRIBOR, od níž se ale může vlivem časové a rizikové premie odchylovat. Tato dlouhodobá úroková sazba se následně promítá do dalších částí prognózy skrze úrokové sazby pro domácnosti a firmy.

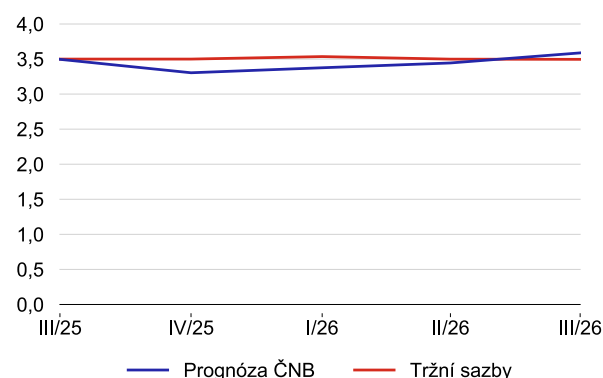
Graf 4.3
Koruna bude na výhledu zhruba stabilní

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf 4.4
Trh většinou očekával na listopadovém zasedání stabilitu úrokových sazeb, výhled trhu je zhruba v souladu s prognózou ČNB

3M PRIBOR, FRA v %



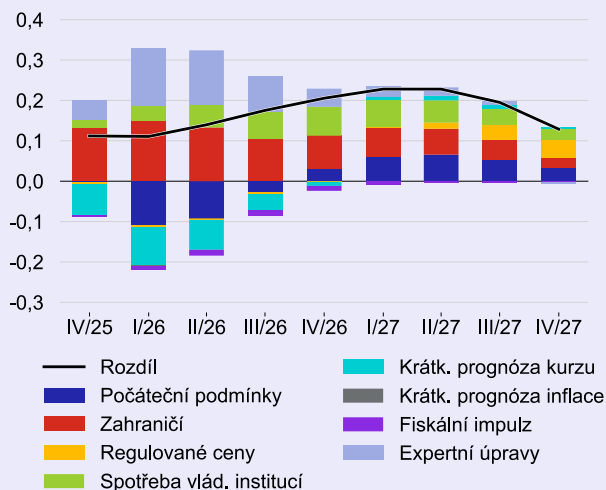
Poznámka: Tržní sazby představují pro III/25 3M PRIBOR, pro IV/25 až III/26 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. říjnu 2025.

Srovnání s minulou prognózou: úrokové sazby a kurz koruny

Graf 4.5

Oproti letní prognóze leží trajektorie sazeb na lehce vyšších hodnotách

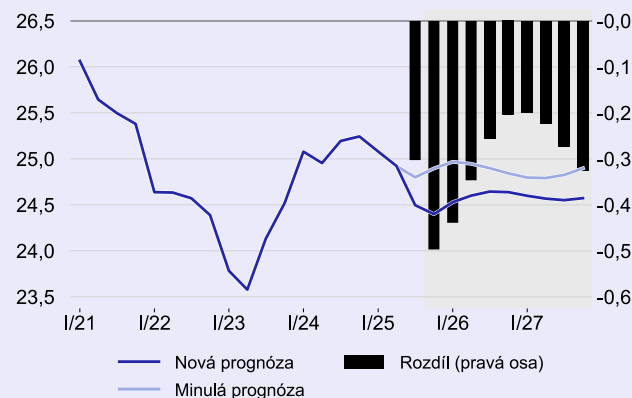
rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



Graf 4.6

Prognóza kurzu se posouvá na znatelně silnější hodnoty

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



Srovnání trajektorie úrokových sazeb s minulou prognózou (Graf 4.5)

- **Expertní úpravy** přispívají k lehce vyšším sazbám. Oproti minulé prognóze je především navýšen efekt vyššího očekávaného růstu cen nemovitostí a poptávkových tlaků v sektoru služeb.
- Kladný příspěvek **zahraníčí** odráží zejména vyšší výhled úrokových sazeb ECB.
- **Krátkodobá prognóza kurzu a počáteční podmínky** mají na začátku výhledu záporný vliv kvůli výrazně silnějšímu kurzu ve druhé polovině letošního roku, než byl očekáván v minulé prognóze. Vliv kurzu v rámci počátečních podmínek je tlumen vyšší úrovní sazeb za třetí čtvrtletí. Vyhlašování sazeb v úrokovém pravidle tak působí na přelomu letošního a příštího roku směrem k vyšším úrokovým sazbám.
- Kladný příspěvek **spotřeby vládních institucí** zohledňuje vyšší výhled reálné spotřeby vládních institucí a vyšší náhrady zaměstnancům.
- Vliv **krátkodobé prognózy inflace**, přehodnocení výhledu **regulovaných cen a fiskálního impulzu** je zanedbatelný.

Srovnání výhledu kurzu koruny s minulou prognózou (Graf 4.6)

- Výhled kurzu koruny se ve srovnání s letní prognózou nachází na silnějších hodnotách zejména vlivem značného posílení ve třetím čtvrtletí letošního roku.

Analytici většinově predikují v ročním horizontu přibližnou stabilitu základních sazeb ČNB i měnového kurzu

Pro listopadové měnověpolitické jednání téměř všichni respondenti šetření IOFT očekávali ponechání sazeb beze změny, jeden předpokládal snížení 2T repo sazby o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v rozmezí 2,75 % až 3,75 % (medián 3,50 %).

Analytici v šetřeních IOFT v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny poblíž hodnoty 24,2 CZK/EUR (Tab. 4.1). Jejich predikce předpokládají o něco silnější kurzovou úroveň než výhled centrální banky. Analytici se domnívají, že směrem k posílení koruny bude působit konvergence domácí ekonomiky a solidní makroekonomické údaje v kombinaci se slábnoucím kurzem amerického dolaru. Objevují se však také úvahy, že aktuální úroveň kurzu je relativně silná a česká koruna by mohla oslavit (například v případě přivření úrokového diferenciálu).

Analyticky očekávaná inflace se v ročním i tříletém horizontu nachází lehce nad 2% cílem ČNB (Graf 4.7).

Inflační očekávání podniků se stále nacházejí nad 2% cílem

Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB zůstala v září inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu mírně pod 3 % (Tab. 4.1). Podniky jsou dotazovány i na vývoj cen hlavních vstupů (surovinových, materiálových, energetických atd.) v ročním horizontu. Tento výhledový ukazatel se lehce snížil na 3,1 %, v případě cen hlavních výstupů (finální produkce) dosahoval 2,8 %.

U českých domácností přetrvávaly obavy z růstu cenové hladiny. V případě ukazatele inflace vnímané tuzemskými domácnostmi v šetření Evropské komise se loni v polovině roku zastavil pozvolný (zhruba dvouletý) pokles z historicky nejvyšších hodnot. Od té doby se ukazatel vnímané inflace jen nepatrně zvýšil. Indikátor inflace očekávané v ročním horizontu se v posledních měsících snížil a nachází se na předcovidové úrovni (Graf 4.7). Současně se zvýšil podíl domácností očekávajících zlepšení jejich finanční situace v příštích dvanácti měsících.

Sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní, sazby s delší splatností lehce kolísaly

Úrokové sazby PRIBOR klesly naposledy v reakci na květnové snížení základních sazeb ČNB, od té doby se příliš nemění. Očekávání dalšího uvolňování měnových podmínek touto cestou prakticky odezněla a výnosová křivka peněžního trhu tak má téměř plochý tvar (Graf 4.4). Tuzemské sazby s delší splatností (nad 1 rok) ve větší míře následovaly vývoj na zahraničních trzích (Graf 4.8). Lze říci, že (především v Evropě) se situace zklidnila. Trhy již zřejmě vstřebaly celní války, což se mj. projevilo tím, že se indexy implikované volatility VSTOXX (EU)

Tab. 4.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků nacházejí lehce nad 2% cílem, u podniků nad 3 %

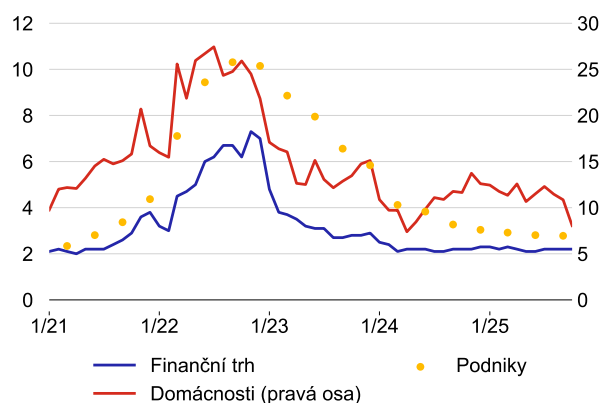
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	6/25	7/25	8/25	9/25	10/25
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
Reálný HDP v roce 2025	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Reálný HDP v roce 2026	2,0	1,9	2,0	2,0	2,1
Nominální mzdy v roce 2025	6,1	6,2	6,3	7,0	7,1
Nominální mzdy v roce 2026	5,1	5,1	5,1	5,6	5,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	24,6	24,5	24,4	24,2
2T repo (v %)	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4
1R PRIBOR (v %)	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,8			2,8	
Index spotř. cen v horizontu 3R	3,1			3,3	

Graf 4.7

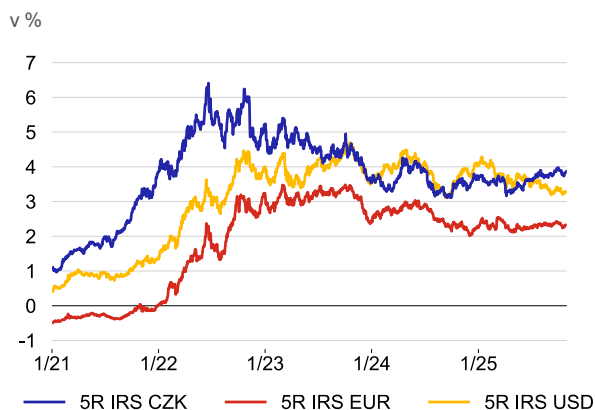
Inflační očekávání domácností se zmírnila

vzorek cca 18 analytiků, 150 podniků a 1000 domácností, v %



Graf 4.8

Domácí úrokové sazby s delší splatností se od začátku letošního roku lehce zvýšily



a VIX (USA) nacházejí v tzv. klidovém pásmu. Celkové domácí sazby IRS v jednotlivých splatnostech od počátku letošního roku klesly jen na nejkratším konci, od splatnosti 3R výše vzrostly až o 0,3 procentního bodu. To zhruba platilo i pro výnosy státních dluhopisů. Autonomně se tak lehce zpřísnily podmínky dlouhodobého financování. Sklon křivky na tomto segmentu je již několik měsíců kladný (Graf 4.9).

Klientské úrokové sazby se významněji nezměnily

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se v září pohybovala v blízkosti 5 % (Graf 4.10). Sazba z eurových úvěrů podnikům přitom ve třetím čtvrtletí dále klesala, což vedlo k mírnému nárůstu úrokového diferenciálu na 1,5 procentního bodu. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení zůstala na úrovni 4,6 %. Tržní sazby IRS s delší splatností mírně vzrostly a budou limitovat případný výraznější pokles této sazby v následujícím období.

Dynamika úvěrů nefinančním podnikům postupně zrychlila

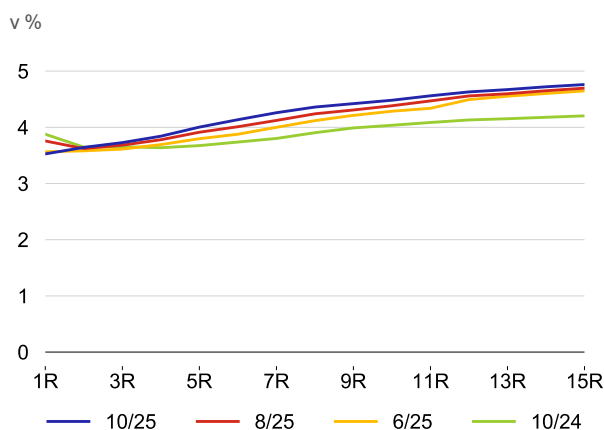
Tempo růstu úvěrů podnikům v srpnu a září zrychlovalo do blízkosti 5 %. K růstu podnikových úvěrů přispívaly korunové úvěry a z hlediska odvětví úvěry ve službách, činnostech v oblasti nemovitostí, stavebnictví a energetice. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech podniků se dále snížil na 48,6 %. Dle šetření úvěrových podmínek bank ve třetím čtvrtletí vzrostla poptávka v segmentu velkých firem a krátkodobých úvěrů, zatímco poptávka po dlouhodobých úvěrech obvykle investičního charakteru zůstala v podmínkách globálních nejistot umírněná. Pokračoval růst emise dluhopisů zejména u velkých podniků a vnitropodnikových půjček v rámci přímých zahraničních investic. Dle prognózy bude růst úvěrů podnikům v závěru letošního roku a v roce 2026 zrychlovat v reakci na růst ekonomické aktivity (Graf 4.11).

Úvěry domácnostem na bydlení dále zrychlily svůj růst, dynamika úvěrů na spotřebu zůstává na vysokých hodnotách

Roční míra růstu úvěrů domácnostem na bydlení v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku dále zrychlila na 7,5 %. V tom se odráží vysoké objemy nových čistých hypoték dosahující nejvyšších hodnot od roku 2021 (Graf 4.12). V reálném vyjádření po očištění o inflaci, případně o růst cen nemovitostí, se objemy nových čistých hypoték pohybují na úrovních z předcovidového období charakterizovaného svižným růstem cen nemovitostí. Růst poptávky po úvěrech na bydlení je dle bank nadále ovlivňován očekáváním pokračujícího růstu cen rezidenčních nemovitostí a mírným snížením úrokových sazeb z hypoték. Dle prognózy bude dynamika úvěrů na bydlení v následujícím období nadále vysoká v návaznosti na rostoucí poptávku po rezidenčních nemovitostech. Růst úvěrů na spotřebu se ve třetím čtvrtletí pohyboval stále na vysoké úrovni 11 %. Poptávka po úvěrech na spotřebu

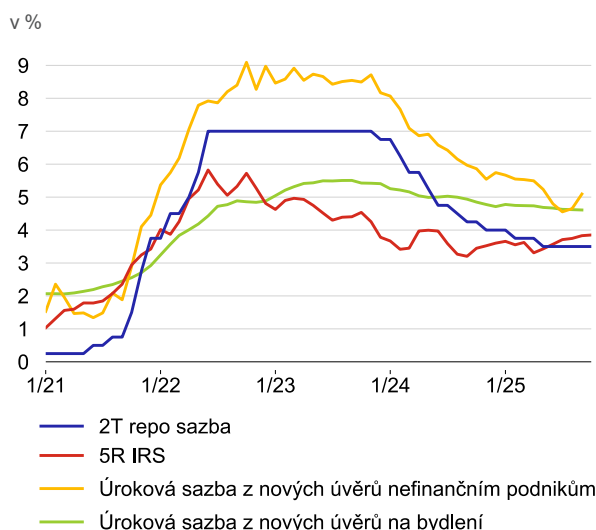
Graf 4.9

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula na lehce vyšší hladinu, její tvar je mírně rostoucí



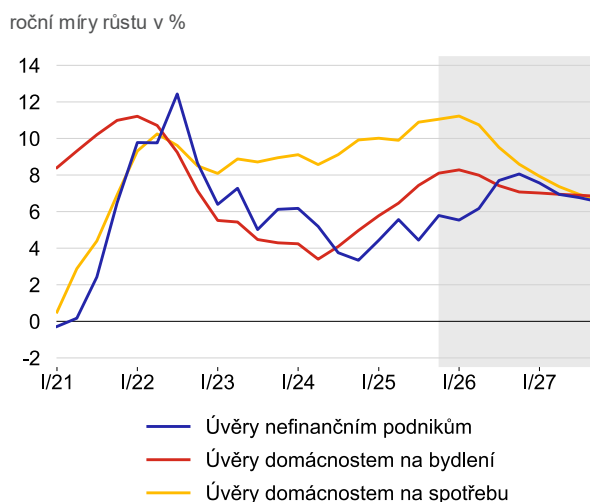
Graf 4.10

Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení se po předchozím poklesu významněji nezměnily



Graf 4.11

Růst úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení bude v následujícím období vysoký



rostla dle bank zejména vlivem zvýšení spotřebních výdajů. Dle prognózy se však bude dynamika úvěrů na spotřebu postupně normalizovat.

Růst množství peněz v ekonomice je umírněný

Roční míra růstu peněžního agregátu M3 v září zrychlila nad 4 %, pohybovala se však pod dlouhodobým průměrem (Graf 4.13). V umírněném růstu M3 se projevoval záporný příspěvek čistých zahraničních aktiv v důsledku odlivu kapitálu. Na druhou stranu se zvýšil příspěvek úvěrů soukromému sektoru, přičemž obdobný vývoj lze očekávat i v následujícím období. Kladný příspěvek financování vládních institucí zůstává nad svým dlouhodobým průměrem. Po snížení úrokových sazeb klesla atraktivita termínovaných vkladů a svižně proto roste peněžní agregát M1 zahrnující zejména jednodenní vklady domácností a podniků.

Reálné měnové podmínky budou v první polovině příštího roku působit zhruba neutrálně

V základním scénáři zůstává měnová politika v závěru letošního roku ještě nepatrně restriktivní. V první polovině příštího roku se vlivem nárůstu očekávané inflace měnová politika dostane do zhruba neutrálního působení. Odezní také vliv předchozího posílení kurzu. Od druhého pololetí příštího roku se očekává restriktivní působení měnové politiky v úrokové i kurzové složce (Graf 4.14).

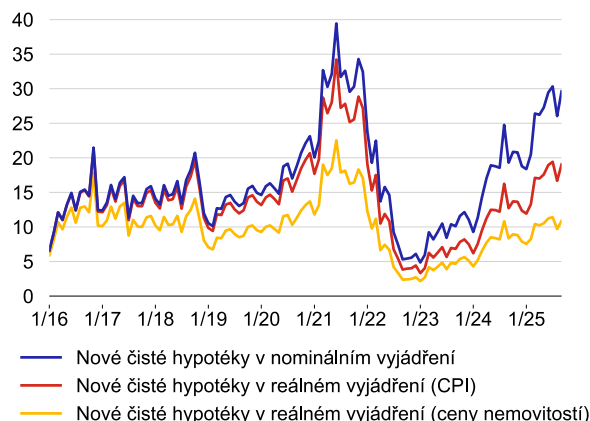
Rizikem pro tuzemskou ekonomiku je pozdější oživení hospodářského růstu v Německu

Základní scénář podzimní prognózy předpokládá, že růst HDP v německé ekonomice začne v příštím roce zrychlovat mimo jiné v návaznosti na uvolnění dluhové brzdy pro výdaje na obranu a infrastrukturu. Rizikem pro tuzemskou ekonomickou aktivitu je nejen možnost, že se fiskální expanze v Německu neuskuteční v předpokládaném rozsahu, ale i to, že její dopad na oživení tamní ekonomiky bude omezený či zpožděný. Případná delší stagnace německé ekonomiky by se během příštího roku projevila v pomalejším růstu tuzemského HDP. Takovou situaci ilustruje níže zpracovaný scénář.

Graf 4.12

Objemy nově poskytnutých hypoték se dále zvyšují

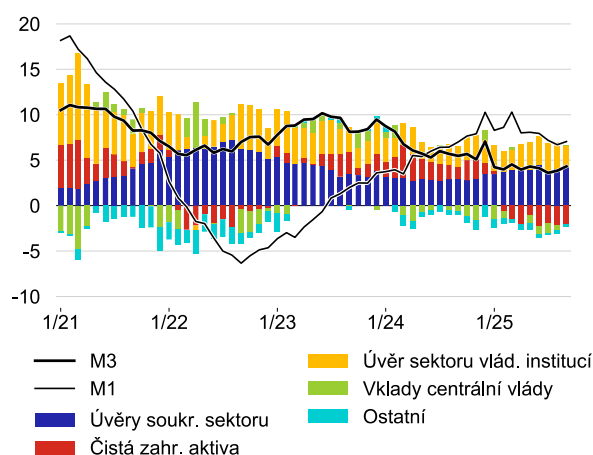
nové čisté hypotéky včetně navýšení, v mld. Kč



Graf 4.13

Dynamika agregátu M3 v průběhu třetího čtvrtletí nepatrně zrychlila, byla však nadále umírněná

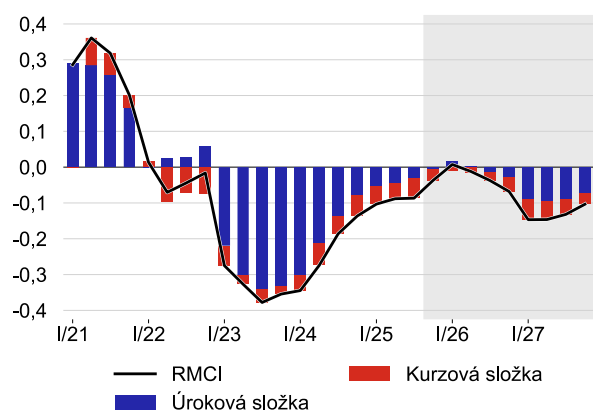
roční míry růstu v %



Graf 4.14

Reálné měnové podmínky budou v první polovině příštího roku zhruba neutrální

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



Poznámka: Do indexu reálných měnových podmínek (RMCI) vstupují odchylky reálných úrokových sazeb v ex ante vyjádření a reálného měnového kurzu od jejich rovnovážných hodnot.

Scénář pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu

Scénář předpokládá přetrvávající stagnaci německé ekonomiky, která se přenáší i do dalších zemí eurozóny a vede k pozdějšímu oživení jejich ekonomické aktivity. Předpoklad zhoršeného zahraničního vývoje je zkonstruován pomocí globálního modelu NiGEM prostřednictvím snížení spotřebních výdajů v Německu v příštím roce v průměru o 3,5 % oproti předpokladům základního scénáře. Tyto negativní poptávkové vlivy se promítají do nižšího růstu HDP vybraných obchodních partnerů¹⁸ a prohlubují zápornou mezeru výstupu, což se odráží v nižší zahraniční inflaci. Scénář tak zachycuje delší cyklický útlum zahraničních ekonomik. Na utlumenější cenové tlaky reaguje ECB oproti základnímu scénáři více uvolněnou měnovou politikou (Graf 4.15).

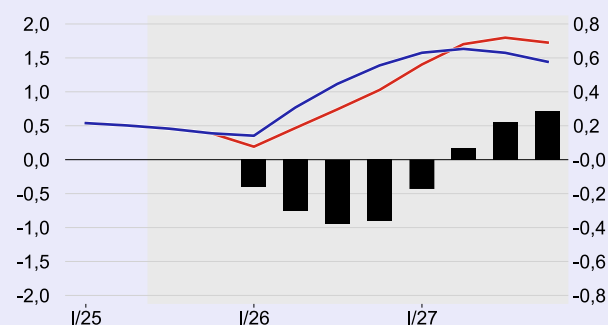
Graf 4.15

Delší stagnace německé ekonomiky vede k nižší zahraniční inflaci

srovnání základního scénáře se scénářem pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu

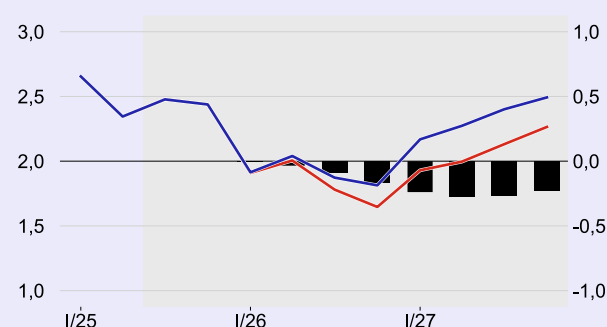
HDP vybraných obchodních partnerů

meziroční změny v %



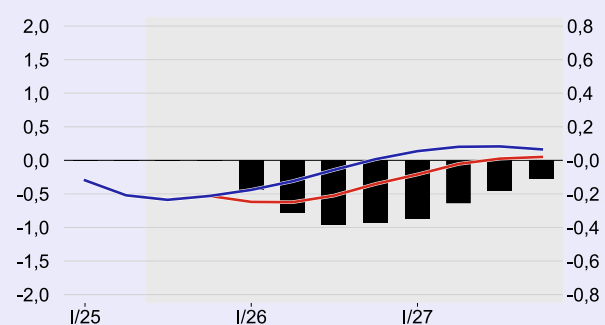
HICP vybraných obchodních partnerů

meziroční změny v %



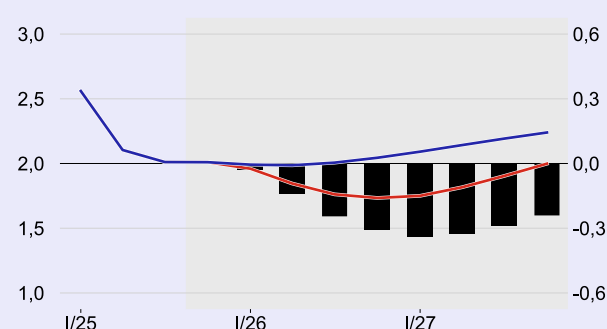
Mezera výstupu vybraných obchodních partnerů

v %



3M EURIBOR

v %



- Základní scénář
- Scénář pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu
- Rozdíl (pravá osa)

¹⁸ Pozdější oživení hospodářského růstu v Německu se odráží v agregátu tzv. efektivní eurozóny. Tu tvoří Německo, Slovensko, Rakousko, Francie, Itálie a Španělsko.

V důsledku slabší zahraniční poptávky dochází k poklesu tuzemského čistého vývozu i investiční aktivity firem, což se promítá do pomalejšího růstu domácího HDP. Za celý rok 2026 tak ekonomická aktivita vzroste o 2 %, základní scénář přitom očekává růst o 2,4 %. Pokles přebytku obchodní bilance vede k mírně slabšímu kurzu koruny oproti základnímu scénáři. Více uvolněná měnová politika v zahraničí a slabší ekonomická aktivita vyžadují, aby centrální banka ponechala úrokové sazby poblíž 3,5 % na celém výhledu prognózy. To zajistí, že se inflace bude nacházet jen nepatrně pod úrovní základního scénáře (Graf 4.16).

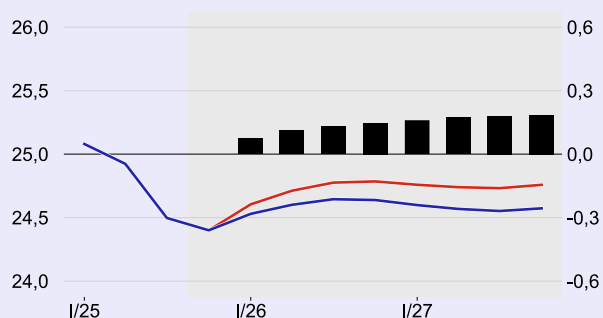
Graf 4.16

Slabší zahraniční poptávka se v domácí ekonomice promítne v pomalejším růstu HDP a nižších sazbách

srovnání základního scénáře se scénářem pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu

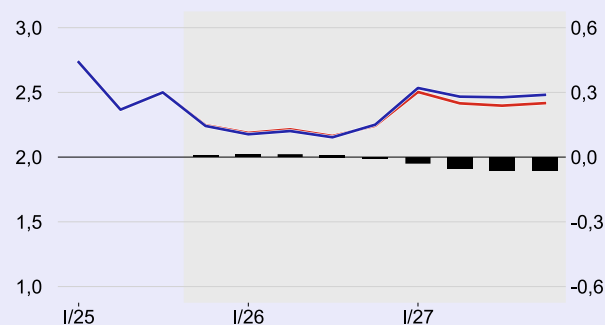
Nominální kurz

CZK/EUR



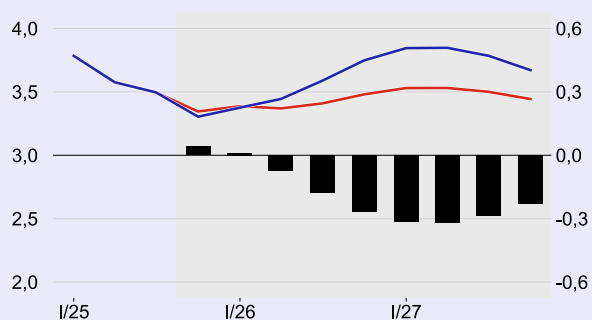
Inflace

meziroční změny CPI v %



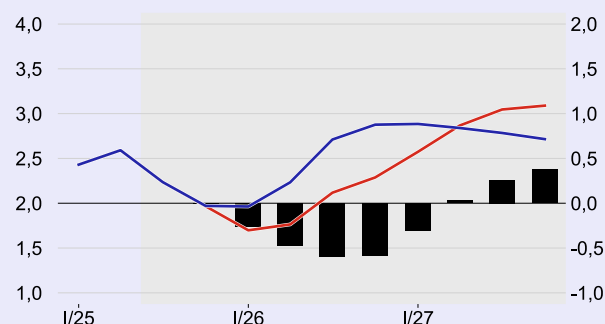
3M PRIBOR

v %



HDP

meziroční změny v %



- Základní scénář
- Scénář pozdějšího oživení hospodářského růstu v Německu
- Rozdíl (pravá osa)

Proinflačním rizikem prognózy je přetrvání zvýšeného růstu mezd a cen služeb

Podzimní prognóza pro příští rok očekává zpomalení mzdového růstu pod 6 %. V současné rostoucí fázi ekonomického cyklu a v prostředí přetrvávajícího napětí na trhu práce však existuje riziko, že mzdová dynamika bude zpomalovat pozvolněji oproti základnímu scénáři. K ilustraci tohoto rizika byl připraven scénář vyššího růstu mezd.

Případný rychlejší než prognózou očekávaný růst mezd by mohl dále zesilovat inflační tlaky, zejména v sektoru služeb, kde mzdy tvoří významnou část nákladové struktury. Ceny služeb v rámci jádrové inflace přitom pokračují v rychlém růstu a dá se očekávat, že budou i nadále tahounem celkové inflace.

Scénář vyššího růstu mezd

Scénář předpokládá přetrvání vyššího růstu tržních mezd oproti základnímu scénáři v prostředí stále napjatého trhu práce. Poptávka po práci je navíc podpořena zvýšenou spotřebitelskou poptávkou po službách, což scénáři připisuje poptávkový charakter.

Vyšší spotřeba domácností se promítá v rychlejším růstu tuzemské ekonomiky v příštím roce. Podpořená poptávka po práci dále zvyšuje napětí na trhu práce. Centrální banka reaguje na inflační tlaky postupným zpřísněním měnové politiky, jelikož je po celý příští rok překvapována vyšším růstem mezd. Inflace se oproti základnímu scénáři nachází na nepatrně vyšších hodnotách. Silnější poptávka podpoří růst v roce 2026, v dalším roce převáží vliv přísnější měnové politiky (Graf 4.17).

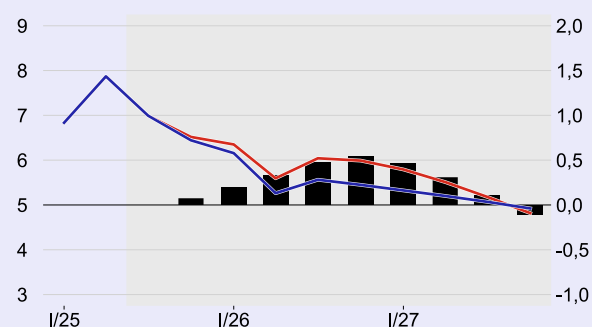
Graf 4.17

Rychlejší růst mezd a zvýšená spotřebitelská poptávka vyžadují přísnější měnovou politiku

srovnání základního scénáře se scénářem vyššího růstu mezd

Růst nominálních mezd v tržních odvětvích

meziroční změny v %



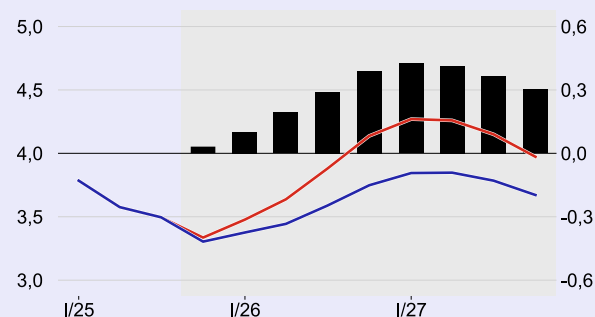
Inflace

meziroční změny CPI v %



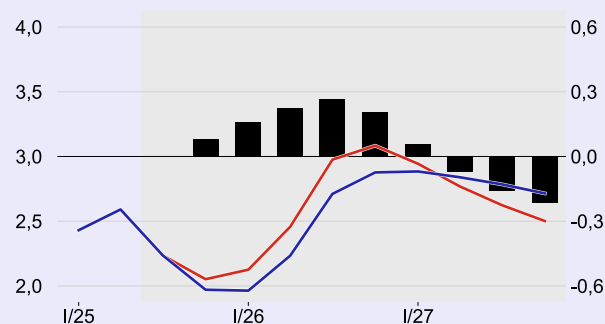
3M PRIBOR

v %



HDP

meziroční změny v %



- Základní scénář
- Scénář vyššího růstu mezd
- Rozdíl (pravá osa)

Dalším proinflačním rizikem na delším horizontu jsou výraznější než očekávané cenové dopady zavedení ETS 2

Finální podoba ETS 2 zůstává nadále nejistá (podrobněji viz [Box 1](#) ze ZoMP léto 2025).¹⁹ Nejistota panuje také ohledně možných kompenzačních opatření přijatých budoucí vládou a jejich případného promítnutí do spotřebitelských cen. Základní scénář podzimní prognózy proto – stejně jako v letní prognóze – předpokládá v roce 2027 prvotní dopad zavedení ETS 2 do růstu spotřebitelských cen ve výši 0,4 procentního bodu a druhotný dopad ve výši 0,2 procentního bodu. Existuje však riziko, že se cena povolenky bude ve skutečnosti pohybovat na vyšší úrovni, než předpokládá základní scénář.²⁰

Hlavní proinflační riziko Scoreboardu představuje přetrvávající zvýšeně deficitní hospodaření sektoru vládních institucí

Deficit sektoru vládních institucí se v letošním roce sníží na 1,6 % HDP, v roce 2026 vzroste mimo jiné vlivem vyšších výdajů na obranu na 2,2 % HDP. Ve strukturálním vyjádření se pro rok 2025 očekává deficit na úrovni 1,5 % HDP, čímž bude splněn příslušný limit podle zákona o pravidlech rozpočtové odpovědnosti (2,25 % HDP pro rok 2025). Pro příští rok prognóza očekává nárůst strukturálního deficitu na 2,1 % HDP.²¹ Z přetrvávajícího schodku rovněž vyplývá stále zvýšený příspěvek financování vládních institucí k růstu peněz v oběhu ([Graf 4.13](#) výše v textu), který může podporovat vznik proinflačního podhoubí v domácí ekonomice.²²

Další rizika naznačovaná Scoreboardem se shodují s ostatními tématy popsanými v této kapitole.

Nejistotou prognózy je působení tuzemské fiskální politiky v dalších letech

Po říjnových volbách do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR se formuje podoba nové vládnoucí koalice. Na základě mediálních vyjádření možných budoucích vlád-

¹⁹ Po uzavření prognózy byla na úrovni ministrů životního prostředí EU uzavřena kompromisní dohoda o revizi klimatických cílů pro rok 2040, jejíž součástí je odložení spuštění ETS 2 na rok 2028.

²⁰ K ilustraci takové situace byl v [ZoMP léto 2025](#) vypracován scénář, který pro rok 2027 předpokládá limitní cenu emisní povolenky 57 EUR/t CO₂ v cenách roku 2027. Cenové dopady by byly dvakrát silnější, což by vyžadovalo lehce vyšší úrokové sazby oproti základnímu scénáři (za předpokladu pevně ukotvených inflačních očekávání).

²¹ Podle poslední úpravy rozpočtových pravidel bude vláda moci při sestavování státních rozpočtů na roky 2026 až 2033 zohlednit zvýšené výdaje na obranu nad dosavadní dvě procenta HDP. Rozdíl mezi skutečnými výdaji na obranu a dvěma procenty HDP se nebude započítávat do výdajových limitů stanovených zákonem o pravidlech rozpočtové odpovědnosti. V případě navýšení výdajů na obranu podle současného návrhu státního rozpočtu o 0,35 % HDP v roce 2026 by se limit pro strukturální deficit ve stejném roce zvýšil na 2,1 % HDP.

²² Příspěvek zadlužení sektoru vládních institucí včetně rozpouštění vkladů centrální vlády k růstu M3 činil od ledna do září 2025 v průměru 2,1 procentního bodu, přičemž v letech 2010–2019 činila jeho průměrná výše 0,2 procentního bodu.

ních činitelů lze očekávat zavedení řady fiskálních opatření na příjmové i výdajové straně. Některá zvažovaná opatření, například na snížení cen energií, mohou mít krátkodobě protiinflační charakter díky jejich přímému dopadu do spotřebitelských cen. Jiná opatření však mohou ve střednědobém až dlouhodobém horizontu působit proinflačně, a to prostřednictvím expanzivnější fiskální politiky a hlubších deficitů sektoru vládních institucí. S ohledem na neznámou podobu, načasování a rozsah zvažovaných opatření zůstává jejich celkový dopad do spotřebitelských cen velmi nejistý.

Další nejistotu představuje budoucí vývoj cen nemovitostí

Nemovitostní trh se nachází ve vzestupné fázi cyklu s vysokou meziroční dynamikou cen realit taženou svižným růstem objemu nových čistých hypoték (Graf 4.12 výše v textu, podrobněji viz Příloha ze ZoMP léto 2025).

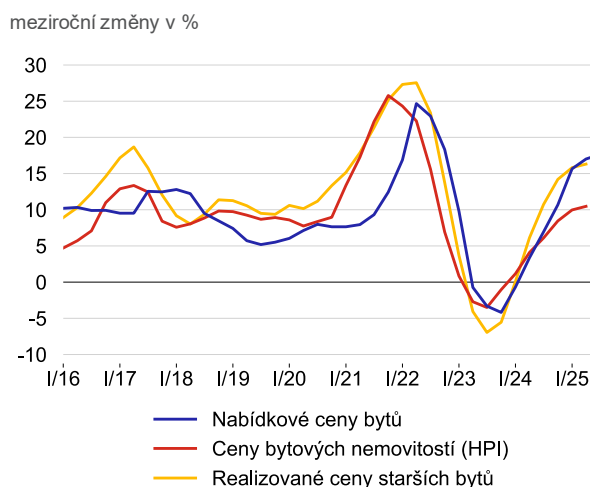
Růst nabídkových cen bytů přitom ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně dále zrychlil z 3,5 % ve druhém čtvrtletí na 3,7 % a meziročně se blíží úrovni 18 % (Graf 4.18). Očekávané zpomalení dynamiky cen nemovitostí tak zřejmě doposud nenastalo. Z tohoto důvodu byl v základním scénáři podzimní prognózy expertně výrazně navýšen předpokládaný růst cen nemovitostí jak pro letošní, tak pro příští rok. I tak základní scénář očekává, že v následujících čtvrtletích dojde ke zmiřňování růstu cen nemovitostí. Nejisté však zůstává, kdy k tomuto otočení trendu na realitním trhu skutečně dojde a jak intenzivní případně bude. Budoucí vývoj cen nemovitostí je tak i nadále předmětem značné nejistoty.

Nejisté jsou také dopady obchodních válek

Uzavření obchodní dohody mezi USA a EU sice snížilo riziko další eskalace obchodních válek, avšak nejistota ohledně jejich dopadů na globální obchod, narušení mezinárodních dodavatelských řetězců a růst světové ekonomiky nadále přetrvává. Tyto dopady se mohou v české ekonomice projevit se zpožděním a v jiném rozsahu, než se nyní očekává.

Obecnou nejistotou prognózy zůstává zvýšené geopolitické napětí související s pokračující válkou na Ukrajině.

Graf 4.18
Meziroční růst cen rezidenčních nemovitostí dále zrychlil



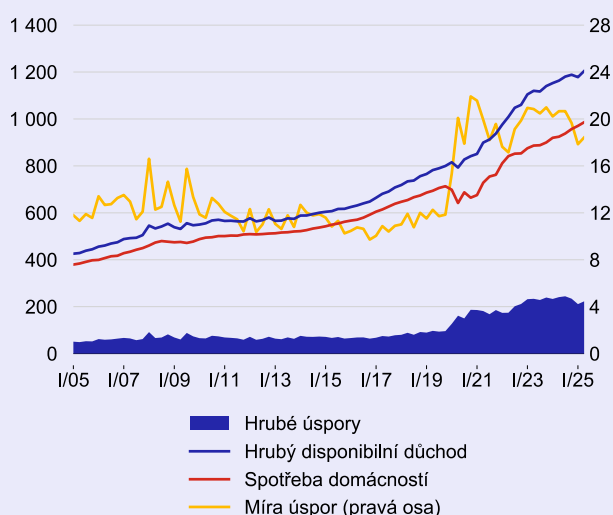
Příloha: Míra úspor domácností v současné fázi ekonomického růstu

Míra úspor domácností¹ se již několik let pohybuje nad svým dlouhodobým průměrem. Po nárůstu během pandemie následně zůstala na vysoké úrovni i v průběhu energetické krize a zvýšené inflace. Analýza níže ukazuje, že k tomu přispěl zejména opatrnostní motiv a postupně pak také vyšší úrokové sazby. Avšak i po návratu inflace na nízké úrovně a s oživením spotřeby dosahovala míra úspor domácností ve druhém čtvrtletí 2025 stále výrazných 18,4 % (Graf 1), tj. zhruba 6 procentních bodů nad předcovidovým průměrem. Tato příloha se zabývá příčinami uvedeného vývoje a případnými dopady pro další období.

Z hlediska mezinárodního srovnání aktuálně dosahuje míra úspor² v České republice jedné z nejvyšších hodnot v Evropě. Průměr v zemích Evropské unie se v posledních čtvrtletích pohyboval okolo 15 %. Podobnou úroveň jako ČR má Maďarsko a Německo, kde je míra úspor dokonce ještě o něco vyšší než v ČR. Spořivost německých domácností je ale historicky vysoká a oproti předcovidovému období se zvýšila relativně málo. Vyšší míru úspor oproti předcovidovému období mají také ostatní evropské země, ale v ČR je toto zvýšení míry úspor výrazně vyšší než ve zbytku EU (Graf 2).

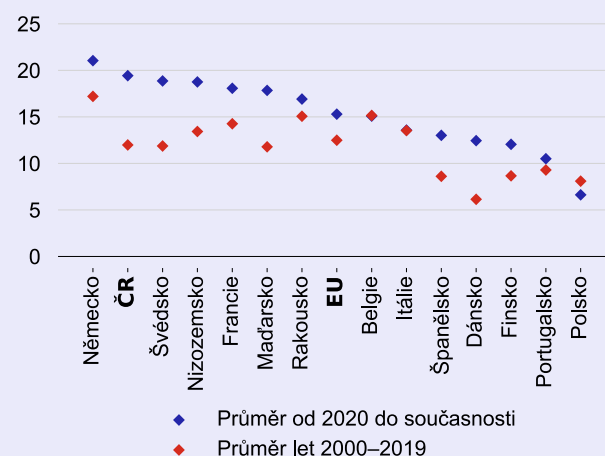
Graf 1
Míra úspor domácností se pohybuje značně nad dlouhodobým průměrem

v mld. Kč, míra úspor v %, sezonně očištěno



Graf 2
U většiny evropských zemí je míra úspor vyšší než v minulosti, v ČR však vzrostla natolik, že se zařadila hned za Německo

míra úspor v %, pramen: Eurostat, vybrané země s dostupnými daty



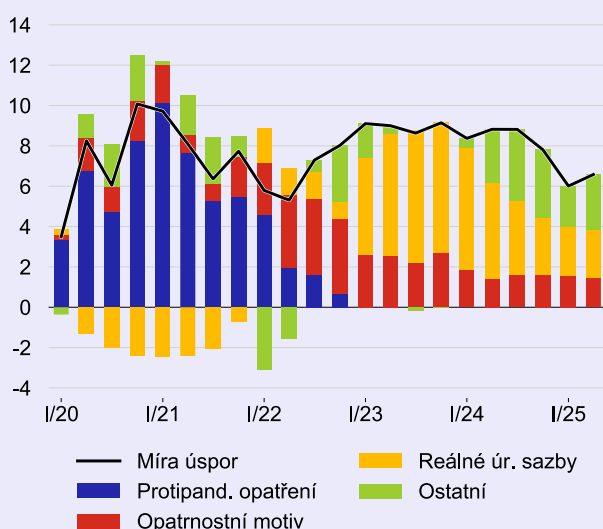
Odhady ČNB (Graf 3) ukazují, že v roce 2020 se na nárůstu míry úspor podílela hlavně pandemická opatření spojená s uzavírkami ekonomiky (tzv. „vynucené úspory“) a mírně také zvýšená nejistota ohledně budoucího hospodářského vývoje. Spotřebitelé totiž nemohli utrácet své příjmy v takové míře, v jaké byli doposud zvyklí. V roce 2021 se začala zejména protipandemická opatření zmírňovat a míra úspor poklesla. Následně se však tento vývoj opět otočil. V první polovině roku 2022 začala válka na Ukrajině, s ní spojená energetická krize a následná vysoká inflace, což znovu zhoršilo sentiment a ochotu spotřebitelů utrácet. V reakci na rychlý růst cen začala centrální banka zpřísnňovat měnovou politiku a úrokové sazby tak rovněž přispívaly k vyšší spořivosti domácností kvůli atraktivnímu zhodnocení vkladů na spořicíh účtech. Přestože úrokové sazby na depozitních produktech postupně poklesly, stále jsou výrazně výše, než byly před rokem 2020. Spotřebitelský sentiment by se měl postupně zlepšovat, míra úspor se však dle prognózy již nevrátí na své předpandemické úrovně. Ke zvýšené míře úspor přispívají totiž další faktory, které nelze modelovou optikou podchytit. K nim mohou patřit mimo jiné demografické změny, nejistota ohledně udržitelnosti stávajícího penzijního systému, zvýšená finanční gramotnost spotřebitelů vedoucí k větší ochotě investovat nebo uživatelsky přívětivější investiční prostředí³.

Spotřeba domácností v předchozích letech klesla či dlouho zůstala utlumená i přesto, že pokračoval růst reálného disponibilního důchodu domácností, což se pak zrcadlilo v nárůstu míry úspor. Reálný disponibilní důchod od konce roku 2019 do druhého čtvrtletí 2025 vzrostl o 7,6 % (Graf 4), ale reálná spotřeba domácností se teprve v roce 2025 dostává do blízkosti předcovidových hodnot zejména v důsledku zvýšení výdajů za služby (Graf 5). Celkový disponibilní důchod domácností zahrnuje nejen mzdy, ale i čisté příjmy z vlastnictví představující čisté úrokové výnosy, příjmy živnostníků a ostatní důchody plynoucí z vlastnictví domácností (tzv. příjmy mimo zaměstnání). K růstu reálného disponibilního důchodu v posledních letech přispívaly i čisté vládní transfery – mimo jiné vládní pomoc během covidu v roce 2020 nebo zrušení

superhrubé mzdy v roce 2021⁴. Reálné příjmy domácností ze zaměstnání téměř dva roky klesaly a nad předcovidovou úroveň se dostaly až na konci roku 2024.

Graf 3
Zvýšená míra úspor je v posledním období ovlivněna zejména opatrnostním motivem a stále atraktivní úrovní úrokových sazeb

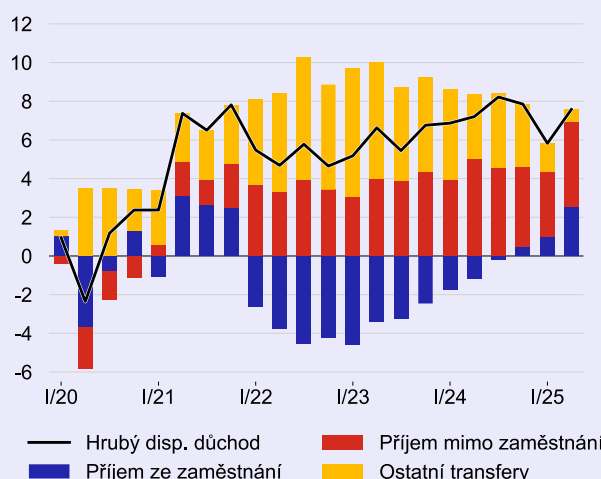
rozdíl v míře úspor oproti 4Q 2019 v procentních bodech, sezonně očištěno



Poznámka: Rozklad míry úspor na jednotlivé faktory vychází z jednoduchého regresního modelu. V něm míra úspor závisí na Stringency Indexu (protipandemická opatření), spotřebitelském sentimentu (opatrnostní motiv) a reálných úrokových sazbách (3M PRIBOR očištěný o inflaci očekávanou finančními analytiky v ročním horizontu).

Graf 4
Výrazný růst reálného hrubého disponibilního důchodu během let 2020 a 2021 přispěl ke zvýšení míry úspor domácností

změny oproti 4Q 2019 v %, příspěvky v procentních bodech, upraveno deflátorem spotřeby, sezonně očištěno



Poznámka: Příjem ze zaměstnání zahrnuje náhrady zaměstnancům. Příjem mimo zaměstnání je součet důchodů z vlastnictví a důchodů živnostníků. Ostatní transfery zahrnují vazbu na fiskální politiku.

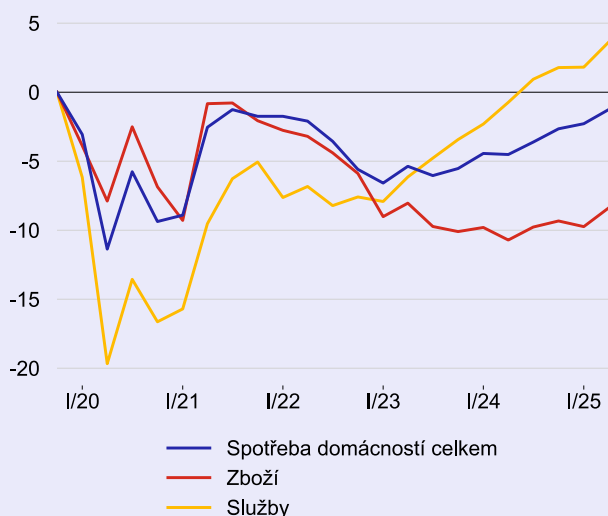
Změna chování domácností, která vedla k většímu odkládání úspor, se postupně odrážela i ve vývoji stavu čistého jmění domácností, které zahrnuje především aktiva v podobě obydlí, vklady, dluhopisy a majetkové účasti. Čisté jmění domácností výrazně vzrostlo během pandemie, což v nominálním vyjádření pokračovalo i v následujícím období. V tom se dlouhodobě projevuje růst čistého finančního jmění, v podmínkách vysokých cen nemovitostí se ještě výrazněji zvýšila hodnota obydlí. Na druhou stranu reálné čisté jmění při zvýšené inflaci zhruba stagnovalo a motivovalo domácnosti k vyšší tvorbě úspor.

Rozložení míry úspor ukazuje, že domácnosti své vytvářené úspory před rokem 2020 průběžně umísťovaly především do vkladů (likvidní finanční aktiva) a nefinančních aktiv spojených převážně s investicemi do obydlí. V menší míře však využívaly ostatní finanční aktiva, jako jsou zejména podílové listy investičních fondů, akcie a dluhopisy. Během covidu domácnosti akumulovaly především jednodenní vklady, následně v průběhu roku 2021 začaly postupně více investovat do účastí (zejména akcií) a podílových listů investičních fondů (Graf 6 a 7). Významná část vytvořených úspor nadále směřuje do investic nefinančních aktiv, zejména do obydlí. V rozložení míry úspor tak v současnosti převažují relativně méně likvidní aktiva, jejichž případná přeměna do spotřebních výdajů může být spíše pozvolná.

Na nárůstu míry úspor se v předchozích letech podílely zejména domácnosti s vyššími příjmy, podle posledních údajů byla v roce 2022 míra úspor zvýšená především u vysokopříjmových a středněpříjmových domácností. Podíl vysokopříjmových domácností na nově vytvářených úsporách dosahoval výrazných 70 % v nejvyšším příjmovém kvintilu, resp. 85 % ve dvou nejvyšších příjmových kvintilech. Na druhou stranu nízkopříjmové domácnosti vlivem nárůstu životních nákladů zaznamenaly největší zhoršení finanční situace ze všech příjmových skupin a téměř nespoří. Lze předpokládat, že rozložení míry úspor se z hlediska příjmových skupin domácností v následujícím období příliš nemění. V roce 2025 se podle Šetření Evropské komise ohledně vnímání českých spotřebitelů akumulace úspor i nadále koncentruje především u domácností s vyššími příjmy.

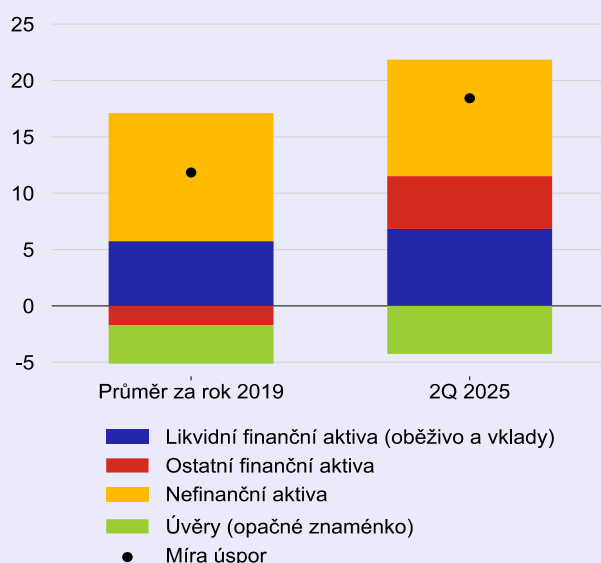
Graf 5
Reálná spotřeba se teprve dostává k předcovidové úrovni

změny oproti 4Q 2019 v %, upraveno deflátorem spotřeby, sezonně očištěno



Graf 6
Rozložení vytvářených úspor se oproti minulosti posunulo k méně likvidním produktům

poměry toků k hrubému disponibilnímu důchodu v %

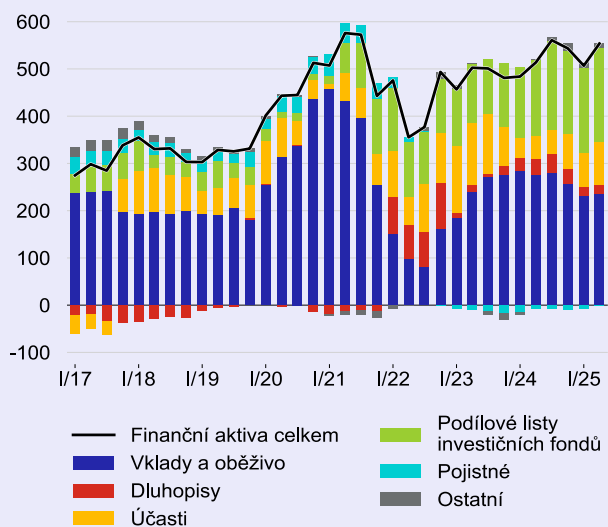


Poznámka: Likvidní finanční aktiva zahrnují oběživo a vklady, nefinanční aktiva tvorbu hrubého kapitálu. Ostatní finanční aktiva jsou spočtena jako rozdíl mezi úsporami a uvedenými složkami.

Část vytvářených úspor domácností je umísťována do akcií a podílových listů investičních fondů. Podíl těchto investic na disponibilním důchodu se v posledních letech pohybuje v rozmezí 5 až 6 % (Graf 8), z toho zhruba polovina je investována na zahraničních trzích. Druhá polovina je umísťována na domácím finančním trhu zejména ve formě podílových listů investičních fondů. Vzhledem k relativně mělkému tuzemskému kapitálovému trhu se české domácnosti stále více zajímají o zahraniční investice, a to jak přímo prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, tak i nepřímo skrze investice do investičních fondů. Rostoucí zájem domácích investorů se soustředí zejména na zahraniční majetkové cenné papíry, především akcie a podílové či investiční fondy.⁵

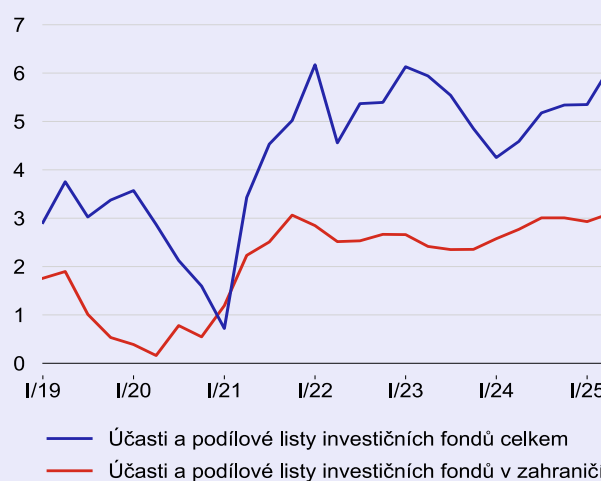
Graf 7
Domácnosti zvyšují úspory i skrze investice do podílových listů investičních fondů a akcií

roční klouzavé úhrny toků v mld. Kč



Graf 8
Část vytvářených úspor domácností umístěných do akcií a podílových listů je realizována v zahraničí

poměry toků k hrubému disponibilnímu důchodu v %, roční klouzavé průměry



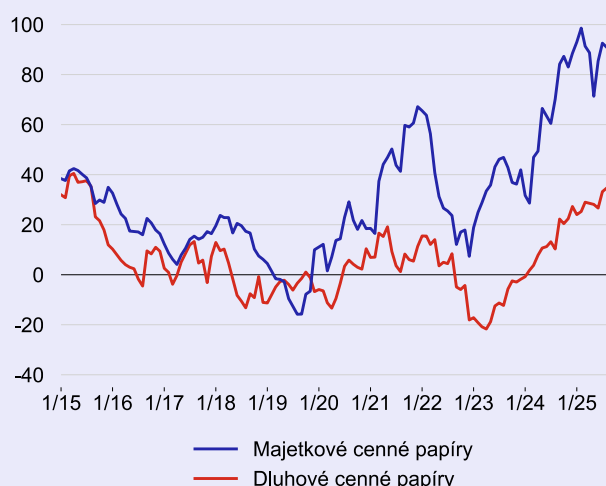
Od roku 2021 je v údajích finančního účtu platební bilance patrný rostoucí odliv finančních prostředků domácností i podniků do zahraničních majetkových podílů, který odráží zvýšenou ochotu rezidentů diverzifikovat své úspory mimo domácí trh (Graf 9). Silná investiční aktivita tuzemských domácností a podniků odrážející rostoucí zájem o akciové investice byla patrná v loňském roce a pokračuje i v průběhu letošního roku. Roční objem takto investovaných prostředků se na začátku letošního roku přiblížil úrovni 100 mld. Kč.

Odliv zdrojů do zahraničí se projevuje ve zpomalení růstu množství peněz v tuzemské ekonomice pod dlouhodobý průměr. Příspěvek poklesu čistých zahraničních aktiv k dynamice peněžního agregátu M3 se pohybuje na úrovni 2 procentních bodů. K tomu přispívají jak vyšší investice domácností do majetkových cenných papírů, tak zejména expanze českých podniků do zahraničí.

Nárůst míry úspor domácností se promítal i ve zvýšení hrubých úspor⁶ v celé ekonomice. Tento vývoj byl však z poloviny tlumen poklesem hrubých úspor vládních institucí. Celková míra hrubých úspor v ekonomice se tak za posledních pět let zvýšila o 2,3 procentního bodu a v roce 2024 dosáhla 29,6 % (Graf 10). Historicky bylo podobných hodnot dosahováno v letech 2007–2008.

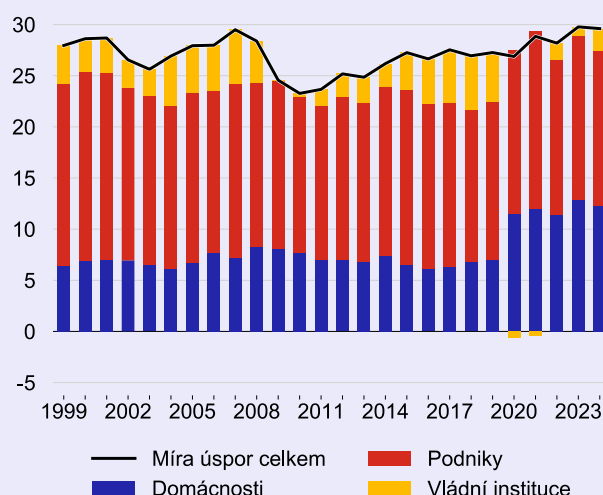
Graf 9
V posledním období je patrný odliv finančních prostředků soukromého sektoru do zahraničí

roční klouzavé úhrny toků v mld. Kč



Graf 10
Zvýšení míry úspor domácností bylo v ekonomice z poloviny tlumeno poklesem u vládních institucí

poměry hrubých úspor k celkovému disponibilnímu důchodu v ekonomice v %



V následujícím období prognóza ČNB předpokládá, že míra úspor domácností se bude nadále pohybovat okolo současných hodnot. Během minulých pěti let domácnosti do určité míry změnily své chování a začaly více investovat do finančních nástrojů. Investice domácností do bydlení a bankovní vklady jsou již na svých obvyklých hodnotách. Jsou to tedy hlavně investice do ostatních finančních aktiv jako akcie a fondy, které pravděpodobně přetrvají na zvýšených úrovních. Setrvání zvýšené míry úspor však nutně neznamená nižší růst spotřeby domácností. Může to být „nový normál“, kdy v budoucnu bude dynamika spotřebních výdajů standardně závislá na vývoji disponibilních příjmů domácností.

S ohledem na výše uvedené podzimní prognóza ČNB očekává, že domácnosti budou v příštích dvou letech odkládat přibližně 18 % svého disponibilního důchodu jako úspory při zhruba podobném růstu příjmů a spotřeby. K vyšší míře úspor bude přispívat vyšší hladina úrokových sazeb (oproti předcovidovému období) i snaha o zvýšení reálného čistého jmění domácností skrze investice do standardních finančních nástrojů.

¹ Tomuto tématu se v minulosti věnovalo několik boxů, například [Úspory, čisté jmění a spotřeba domácností](#) ze ZoMP podzim 2023 a [Důvody aktuálně zvýšeného sklonu domácností k úsporám](#) ze ZoMP léto 2023.

² Míra úspor domácností je dle ČSÚ definována jako podíl hrubých úspor na hrubém disponibilním důchodu. Úspory přitom tvoří nespotřebovanou část hrubého disponibilního důchodu. Ten vzniká odečtením běžných výdajů domácností, jako jsou daně nebo sociální příspěvky, od jejich běžných příjmů, jejichž největší položky tvoří mzdy a platy, zisky podnikatelů a sociální dávky. Všechny tyto položky, včetně úspor a jejich rozložení podle produktů a příjmových skupin domácností, jsou tokové, nikoli stavové veličiny. Představují tedy nominální toky domácností v rámci daného čtvrtletí. Samotné úspory nemusejí korespondovat se změnou stavu bankovních vkladů domácností, jelikož mohou být přeměněny na fyzické (hmotné, např. nákup nemovitostí) i finanční investice.

³ V posledních letech jsme svědky boomu různých investičních platforem, jejichž prostřednictvím je možné nakoupit akcie během pár kliknutí v mobilním telefonu s minimálními poplatky.

⁴ Zrušení superhrubé mzdy dle odhadu ČNB připravilo státní rozpočet o zhruba 90 mld. Kč ročně. Domácnosti tak získaly velké příjmy navíc, přičemž z této daňové změny benefitovaly především vysokopříjmové domácnosti.

⁵ Investice českých domácností do zahraničních cenných papírů jsou v platební bilanci zachyceny na straně aktiv finančního účtu v položce portfoliové investice. Tyto transakce představují odliv kapitálu z ČR, neboť rezidenti nakupují zahraniční aktiva. Samotný přesun prostředků domácností z vkladů u domácích bank do tuzemských fondů nemá přeshraniční charakter a v platební bilanci se projeví až ve chvíli, kdy fondy nebo samotné domácnosti nakupují zahraniční cenné papíry. V metodice platební bilance (BPM6) jde o portfoliové investice do podílů (equity and investment fund shares), které nezakládají rozhodující vliv na řízení emitenta, a nejsou tedy klasifikovány jako přímé investice.

⁶ Míra úspor v národním hospodářství představuje podíl celkových hrubých úspor (vládních institucí, firem a domácností) na celkovém hrubém disponibilním důchodu v ekonomice.

SEZNAM ZKRATEK

BoE	centrální banka UK	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
BoJ	centrální banka Japonska	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CF	Consensus Forecasts	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
CZK, Kč	česká koruna	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
ČNB	Česká národní banka	M1, M3	peněžní agregát
ČR	Česká republika	MF	Ministerstvo financí
ČSÚ	Český statistický úřad	MF I	měnové finanční instituce
DPH	daň z přidané hodnoty	MMF	Mezinárodní měnový fond
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	NAIRU	non-accelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	NGEU	NextGenerationEU (Evropský plán na podporu oživení)
ECB	Evropská centrální banka	NH	národní hospodářství
EK	Evropská komise	NHPP	národohospodářská produktivita
ESA	Evropský systém národních účtů	NIEM	National Institute's Global Econometric Model
ESCB	Evropský systém centrálních bank	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)	NÚ	národní účty
ETS	Emissions Trading System, systém emisních povolenek	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 záůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice
FOMC	Federální výbor pro volný trh	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	SOFR	Secured Overnight Fixed Rate (zajištěná úroková sazba amerického peněžního trhu)
HDP	hrubý domácí produkt	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irsku
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	ZoMP	zpráva o měnové politice
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)		
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu		

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	roky											
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4841,1	5185,4	5481,4	5891,5	5830,0	6306,0	7048,4	7667,9	8055,3	8502,4	8937,9	9427,4
HDP (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,5	5,3	2,8	3,5	-5,3	4,0	2,9	0,2	1,1	2,3	2,4	2,8
HDP (%; mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,5	4,5	3,4	3,0	-6,6	4,1	0,4	-2,7	2,2	2,8	3,1	2,6
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	1,7	3,5	2,6	4,1	1,5	0,4	3,2	3,2	2,2	2,0	1,8
Tvorba hrubého kapitálu (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,8	5,7	6,3	5,6	-9,2	18,4	10,2	-5,9	-4,6	3,8	3,0	3,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	3,2	8,9	7,3	-4,8	6,6	6,3	4,5	-3,1	0,2	3,6	3,8
Vývoz zboží a služeb (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,9	7,6	3,5	1,1	-8,6	8,0	5,2	2,8	1,1	3,7	3,2	5,0
Dovoz zboží a služeb (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	6,4	5,5	1,1	-8,5	13,5	6,0	-0,9	0,2	4,8	3,9	5,0
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	1,3	1,4	-1,1	0,1	-0,6	-2,8	-0,3	2,6	0,6	-0,5	-0,2	0,3
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (%; meziročně, průměr)	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,4	2,5	2,2	2,5
Regulované ceny (%; meziročně, průměr, 14,59 %*)	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,8	6,3	1,0	1,9	3,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, %; meziročně, průměr, 26,21 %*)	0,2	3,7	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,0	0,7	3,4	1,7	2,0
Jádrová inflace (%; meziročně, průměr, 55,70 %*)	1,2	2,4	2,1	2,7	3,3	4,8	13,2	7,6	2,5	2,7	2,6	2,2
Ceny pohonných hmot (%; meziročně, průměr, 3,51 %*)	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-12,1	-0,8	-7,1	-3,6	5,8
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní, %; meziročně, průměr)	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,6	2,3	2,3	2,1	2,4
Další cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (%; meziročně, průměr)	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	5,0	0,8	-0,8	0,2	1,5
Ceny zemědělských výrobců (%; meziročně, průměr)	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,5	-6,6	8,7	-2,9	-1,0
Ceny nových nemovitostí (%; meziročně, průměr)	5,8	14,0	11,8	7,9	9,1	18,3	19,0	-1,4	5,1	14,5	10,5	6,0
Deflátor HDP (%; meziročně, sez. očištěno)	1,5	1,7	2,8	3,8	4,5	4,0	8,7	8,6	3,9	3,2	2,6	2,6
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, nominálně)	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	4,3	7,2	7,2	7,0	5,7	4,9
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (%; meziročně, nominálně)	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	4,7	7,4	8,3	7,0	5,6	5,1
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (%; meziročně, nominálně)	4,8	7,1	10,2	9,2	6,9	4,4	2,6	6,4	2,5	7,1	6,2	4,0
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, reálné)	3,8	4,2	5,9	5,0	1,4	2,0	-9,3	-3,1	4,7	4,5	3,4	2,4
Nominální jednotkové mzdové náklady (%; meziročně)	3,0	3,8	6,5	4,2	5,9	3,1	6,1	8,8	5,5	5,0	3,3	2,3
Souhrnná produktivita práce (%; meziročně)	1,5	3,8	1,7	3,7	-3,0	3,0	1,8	-1,5	0,6	1,2	1,9	2,5
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, %, průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, %, průměr, sez. očištěno)	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,4	4,5	4,3
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, %, meziročně)	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,7	0,5	-0,5	0,4	0,2	0,2
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	33,2	75,6	48,3	16,7	-329,3	-312,3	-216,3	-286,1	-163,5	-136,2	-199,1	-240,8
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (%; nominálně)	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,6	-5,0	-3,1	-3,7	-2,0	-1,6	-2,2	-2,6
Strukturální saldo / HDP (%; nominálně)	0,1	0,8	0,4	-0,5	-5,8	-5,4	-3,3	-3,4	-1,6	-1,5	-2,1	-2,4
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,7	2566,8	2997,6	3234,1	3488,5	3677,7	3938,3	4239,9
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (%; nominálně)	36,2	33,8	31,7	29,6	36,9	40,7	42,5	42,2	43,3	43,3	44,1	45,0
PENÍZE, ÚROKOVÉ SAZBY A MĚNOVÉ KURZY												
M3 (%; meziročně, průměr)	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	8,6	6,5	4,2	5,4	7,9
2T repo sazba (%; průměr)	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	7,0	5,1	3,6	3,5	3,7
3M PRIBOR (%; průměr)	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,1	5,0	3,5	3,5	3,8
CZK/USD (průměr)	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	23,2	21,9	20,4	20,1
CZK/EUR (průměr)	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	25,1	24,7	24,6	24,6
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	365,1	394,2	332,6	358,4	388,8	232,2	75,9	377,6	522,5	453,5	512,4	552,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	85,2	79,8	21,5	19,6	102,5	-129,7	-330,3	-8,5	140,5	96,7	102,7	106,8
Běžný účet platební bilance / HDP (%; nominálně)	1,8	1,5	0,4	0,3	1,8	-2,1	-4,7	-0,1	1,7	1,1	1,1	1,1
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-83,5	-76,5	-42,9	-135,5	-66,9	-49,5
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
3M EURIBOR (%; průměr)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,6	2,2	2,0	2,2
USD/EUR (průměr)	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	1,13	1,20	1,22
Zahraniční HDP (%; meziročně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,0	2,8	1,7	1,3	-5,3	4,9	2,4	0,2	0,2	0,5	0,9	1,6
Zahraniční HDP (%; mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (%; meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,2	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	8,9	6,7	2,5	2,5	1,9	2,3
Zahraniční PPI (%; meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-2,2	2,4	3,1	1,1	-1,3	9,6	32,8	2,8	-5,5	-0,4	0,0	1,3
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	82,2	79,8	68,6	64,1	64,6

* stále váhy na současném spotřebním koší

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / neověřuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	čtvrtletí roku 2025				čtvrtletí roku 2026				čtvrtletí roku 2027			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	2084,3	2122,1	2135,2	2160,7	2190,3	2219,5	2249,4	2278,7	2312,1	2343,4	2371,9	2400,0
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	2,6	2,2	2,0	2,0	2,2	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,7	0,5	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,3	3,4	2,9	2,7	3,2	2,9	3,2	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,9	2,6	2,2	2,0	2,8	1,7	1,8	1,9	1,6	1,7	1,8	2,0
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,0	4,8	3,0	2,4	3,0	2,3	3,3	3,6	3,7	3,6	3,4	3,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,7	-0,2	0,6	2,3	2,8	3,3	3,9	4,3	4,3	4,0	3,7	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,9	4,2	2,5	4,1	1,9	2,7	3,8	4,5	5,0	5,1	5,0	4,9
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,9	6,0	3,3	5,0	3,5	3,1	4,2	4,7	5,0	5,1	5,0	4,9
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	-0,3	-0,8	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	2,7	2,4	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5
Regulované ceny (% , meziročně, průměr, 14,59 %*)	1,2	0,9	1,1	0,6	1,9	1,7	1,8	2,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, % , meziročně, průměr, 26,21 %*)	4,2	3,9	3,2	2,1	1,8	1,4	1,5	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9
Jádrová inflace (% , meziročně, průměr, 55,70 %*)	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1
Ceny pohonných hmot (% , meziročně, průměr, 3,51 %*)	-4,3	-12,1	-6,8	-5,1	-7,9	-1,0	-2,5	-2,9	5,3	5,6	5,9	6,2
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní, % , meziročně, průměr)	2,5	2,2	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4
Další cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	0,0	-0,9	-1,0	-1,4	-1,4	0,2	0,8	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	8,9	15,0	9,9	1,5	-1,9	-5,9	-2,3	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Ceny nových nemovitostí (% , meziročně, průměr)	13,0	15,0	15,5	14,5	14,1	10,3	9,4	8,2	7,2	6,2	5,5	5,2
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	3,0	3,4	3,1	3,3	3,1	2,3	2,6	2,5	2,6	2,7	2,6	2,5
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	6,6	7,8	7,0	6,8	6,3	5,5	5,6	5,5	5,2	5,0	4,8	4,7
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	6,8	8,0	7,0	6,4	6,2	5,2	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	4,9
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	5,9	7,0	7,1	8,1	7,1	6,5	5,8	5,5	4,7	4,0	3,8	3,7
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	3,8	5,3	4,4	4,4	4,1	3,2	3,4	3,1	2,6	2,5	2,3	2,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	4,4	5,8	4,6	5,3	4,0	3,3	3,0	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	1,3	1,4	1,2	0,8	1,1	1,8	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, % , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,6	2,9	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, % , průměr, sez. očištěno)	4,1	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, % , meziročně)	0,3	0,4	0,5	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Strukturní saldo / HDP (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PENÍZE, ÚROKOVÉ SAZBY A MĚNOVÉ KURZY												
M3 (% , meziročně, průměr)	4,6	4,2	3,9	4,2	4,8	5,2	5,6	6,0	7,7	7,8	7,9	8,1
2T repo sazba (% , průměr)	3,9	3,6	3,5	3,3	3,4	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,6
3M PRIBOR (% , průměr)	3,8	3,6	3,5	3,3	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,7
CZK/USD (průměr)	23,8	22,0	21,0	20,8	20,6	20,5	20,4	20,3	20,1	20,1	20,1	20,1
CZK/EUR (průměr)	25,1	24,9	24,5	24,4	24,5	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	147,5	117,4	87,6	100,9	162,1	146,5	101,7	102,0	172,9	153,5	111,5	114,1
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	96,6	-66,0	16,4	49,6	124,2	-19,8	-3,1	1,4	128,3	-22,9	-2,6	4,1
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	4,9	-3,1	0,8	2,2	6,0	-0,9	-0,1	0,1	5,9	-1,0	-0,1	0,2
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-61,4	-30,2	-22,0	-22,0	-16,7	-16,7	-16,7	-16,7	-12,4	-12,4	-12,4	-12,4
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
3M EURIBOR (% , průměr)	2,6	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
USD/EUR (průměr)	1,05	1,13	1,17	1,17	1,19	1,20	1,21	1,21	1,22	1,22	1,22	1,22
Zahraniční HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8	1,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,7	2,3	2,5	2,4	1,9	2,0	1,9	1,8	2,2	2,3	2,4	2,5
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,8	-0,4	-0,9	-1,2	-1,5	0,6	0,2	0,5	0,9	1,2	1,5	1,5
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	75,0	66,7	68,2	64,5	64,1	64,1	64,1	64,1	64,2	64,5	64,7	65,0

* stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / neověřuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Na Příkopě 28

115 03 Praha 1

Česká republika

Kontakt:

ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ

Tel.: 224 411 111

www.cnb.cz

ISSN 2695-1150 (Print)

ISSN 2695-1169 (Online)

