ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Oživení se odkládá, inflační rizika zůstávají

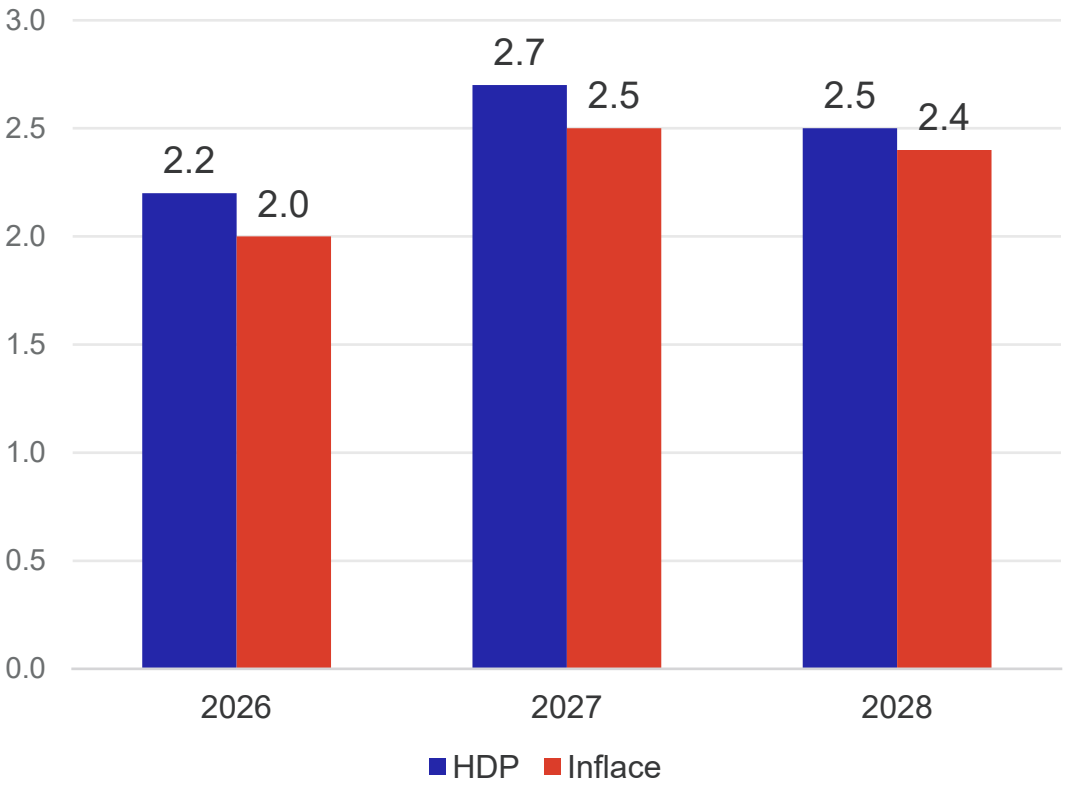
Jan Procházka
člen bankovní rady ČNB

ING FM obchodní snídaně | Praha
13. ŘÍJNA 2026

Prognóza ČNB a můj pohled na rizika

Základní scénář ČNB

roční růst HDP a průměrná roční inflace, %



Zdroj: ČNB

Kde se liší můj důraz

- **Prognóza čeká rychlejší růst letos i příští rok.** Oživení zahraniční poptávky má pomoci domácímu růstu.
- **O síle oživení mám větší pochybnosti.** Opakovaná zklamání pro mě nejsou jen dalším posunem v kalendáři.
- **Stabilní sazby jsou sice s prognózou slučitelné, ale přesto sazby mírně rostou.** Lze interpretovat jako přibližnou stabilitu krátkých tržních sazeb.

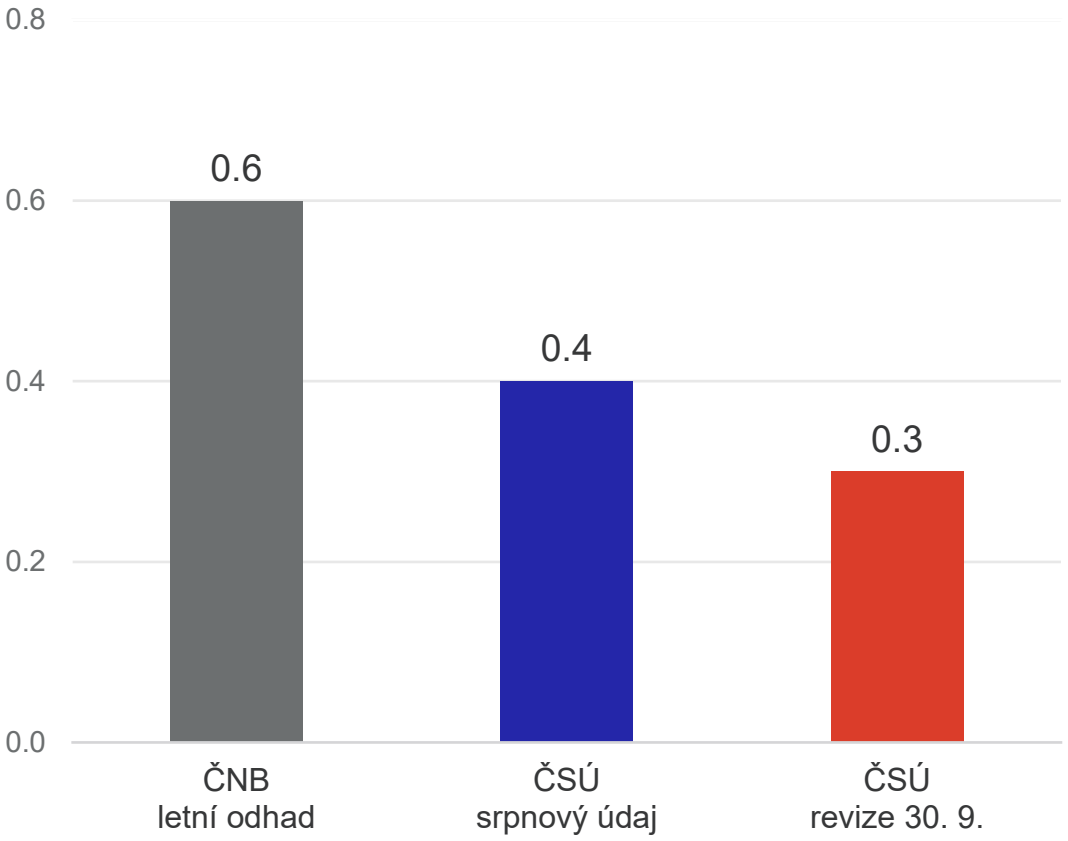
Prognóza dává rámec, hlasování vyžaduje úsudek.

Letní prognóza, datová uzávěrka 24. 7. 2026. Nejde o říjnovou aktualizaci.

Oživení později, možná i slabší

Tři pohledy na stejné 2. čtvrtletí

růst reálného HDP proti předchozímu čtvrtletí, %



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Můj pohled

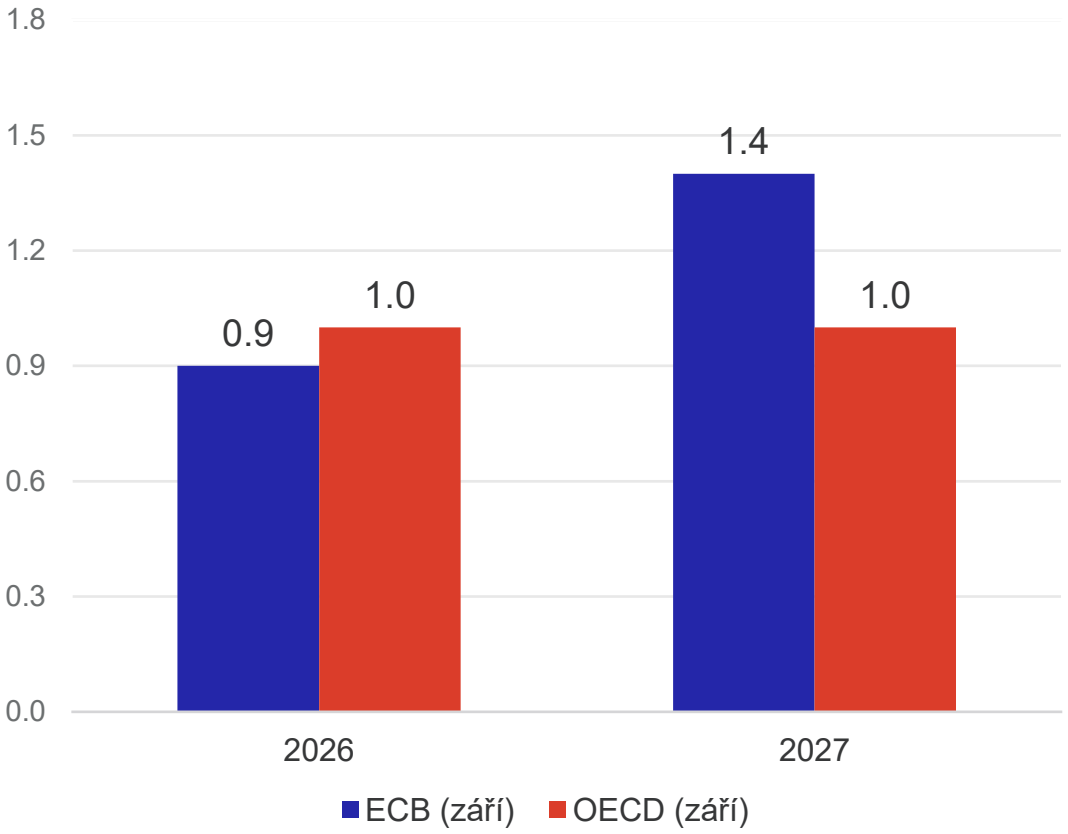
- **Nejde jen o to, kdy oživení přijde.** Opakovaná zklamání snižují i šanci, že přijde v původní síle.
- **Potřebuji vidět, zda růst zakázek vydrží.** Zatím z něj neplyne síla budoucího odbytu.
- **Ale slabší růst automaticky nezaručí nízkou inflaci.** Sám o sobě neprokazuje slabé cenové tlaky ani potřebu snížit sazby.

Různé datové verze téhož období, nikoli tři po sobě jdoucí čtvrtletí.

Zakázky rostou, síla zahraničního oživení je nejistá

Ani instituce nečekají stejnou sílu oživení

eurozóna: meziroční růst reálného HDP, %



Zdroj: ECB, OECD, ČSÚ, Destatis

Můj pohled

- **České zakázky rostou.** V srpnu +5,5 % meziročně; proti červenci pokles, korekce jarního boomu.
- **Německé zakázky kolísají.** Srpnový pokles přišel po mimořádném červenci.
- **Rozhodne trvání růstu.** Obrana a infrastruktura pomohou podle realizace a zapojení českých dodavatelů.

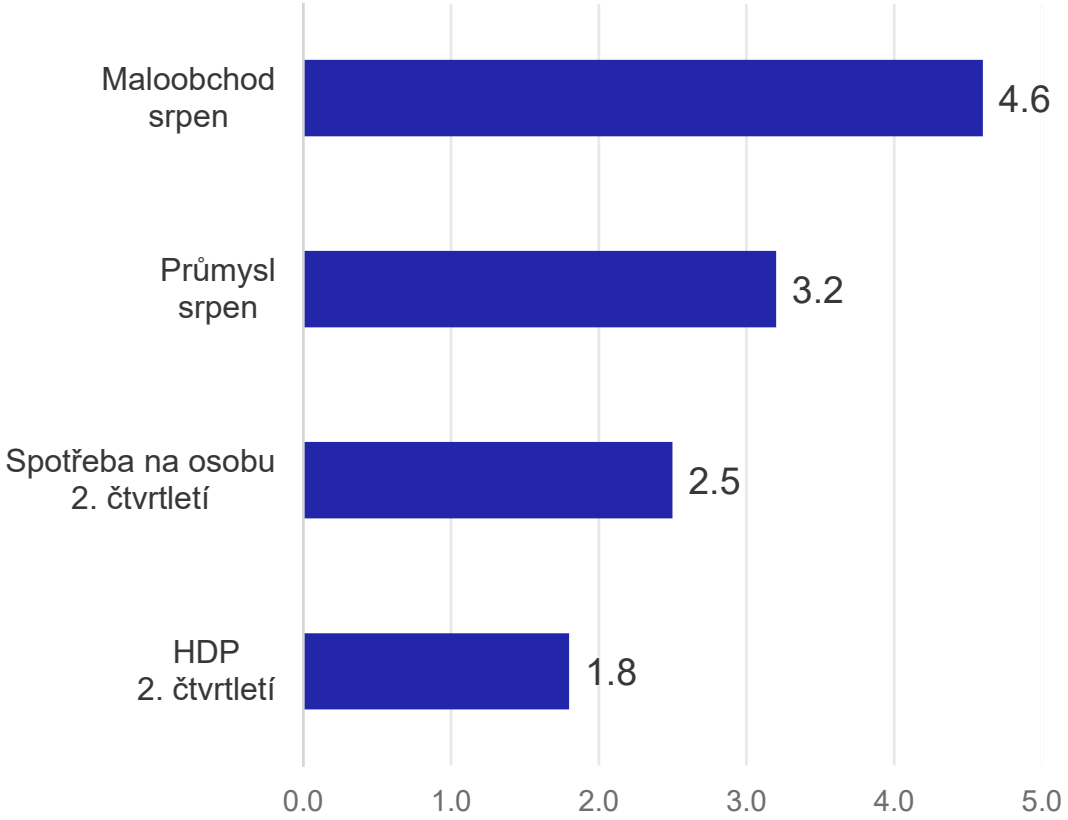
Otázka firmám: kde už se výhled mění v objednávky?

Rozdíly zahrnují i odlišné uzávěrky dat a předpoklady o energiích.

Odolná domácí spotřeba ≠ plošné přehřívání

Poptávka drží, celkový výkon je slabší

reálná meziroční změna, %; různé ukazatele a úpravy



Zdroj: ČSÚ

Obě strany příběhu

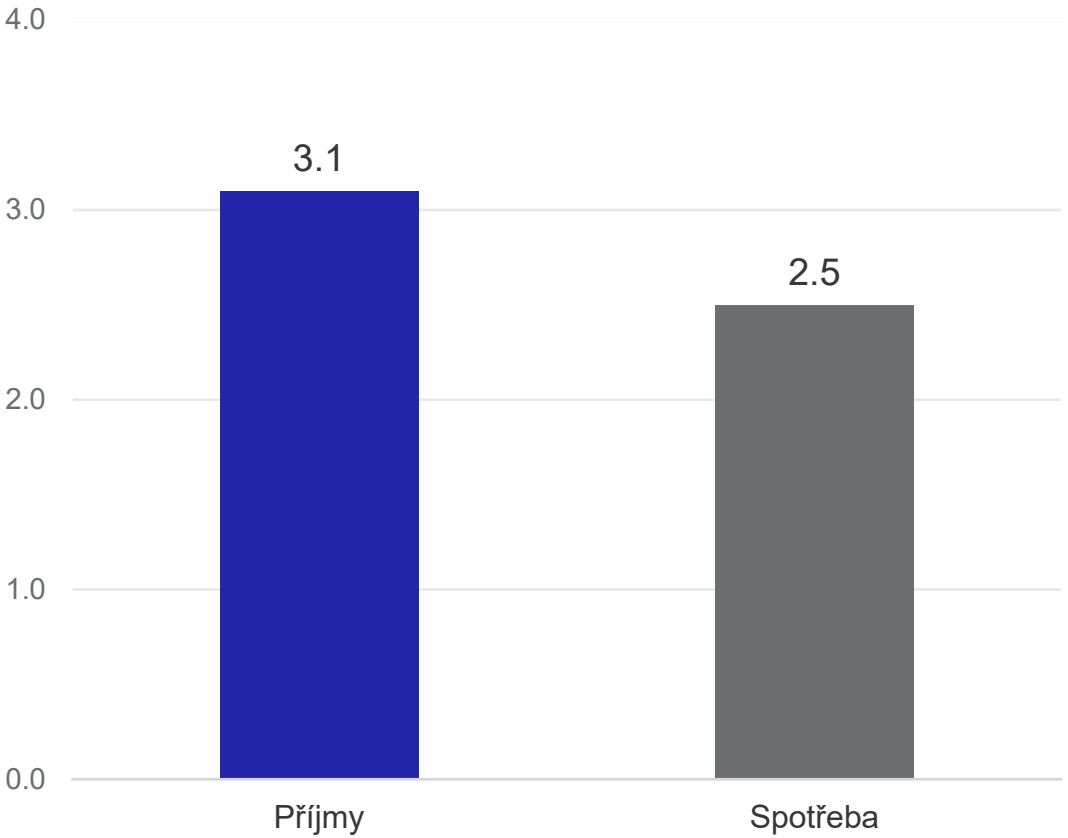
- **Česká ekonomika je odolná.** Srpnový maloobchod +4,6 %, průmyslová produkce +3,2 % meziročně.
- **Silnější spotřeba neznamená, že sílí celá ekonomika.** Pozorujeme slabší export a klesající marže.
- **Pro sazby sleduji souběh spotřeby a cenových tlaků.** Poptávka, kapacity a cenové tlaky – ne jedno číslo, které se za měsíc změní.

Maloobchod a průmysl sezonně očištěny, spotřeba na obyvatele neočištěna. Nejde o příspěvky k HDP.

Vysoké úspory nejsou příslibem spotřeby

Příjmy rostou rychleji než spotřeba

2. čtvrtletí 2026: reálný meziroční růst na obyvatele, %



Zdroj: ČSÚ

Můj pohled

- **Domácnosti mají prostor ke spotřebě.** Reálné příjmy se zotavují a míra úspor zůstává vysoká.
- **Prostor ale není záruka.** Úspory se nemusejí rychle – ani v plné míře – proměnit ve spotřebu, poslední roky to potvrzují.
- **Záleží, kdo spoří a proč.** Obezřetnost, majetek, změny v investičním chování a rozdíly mezi domácnostmi nelze vyčíst z průměru.

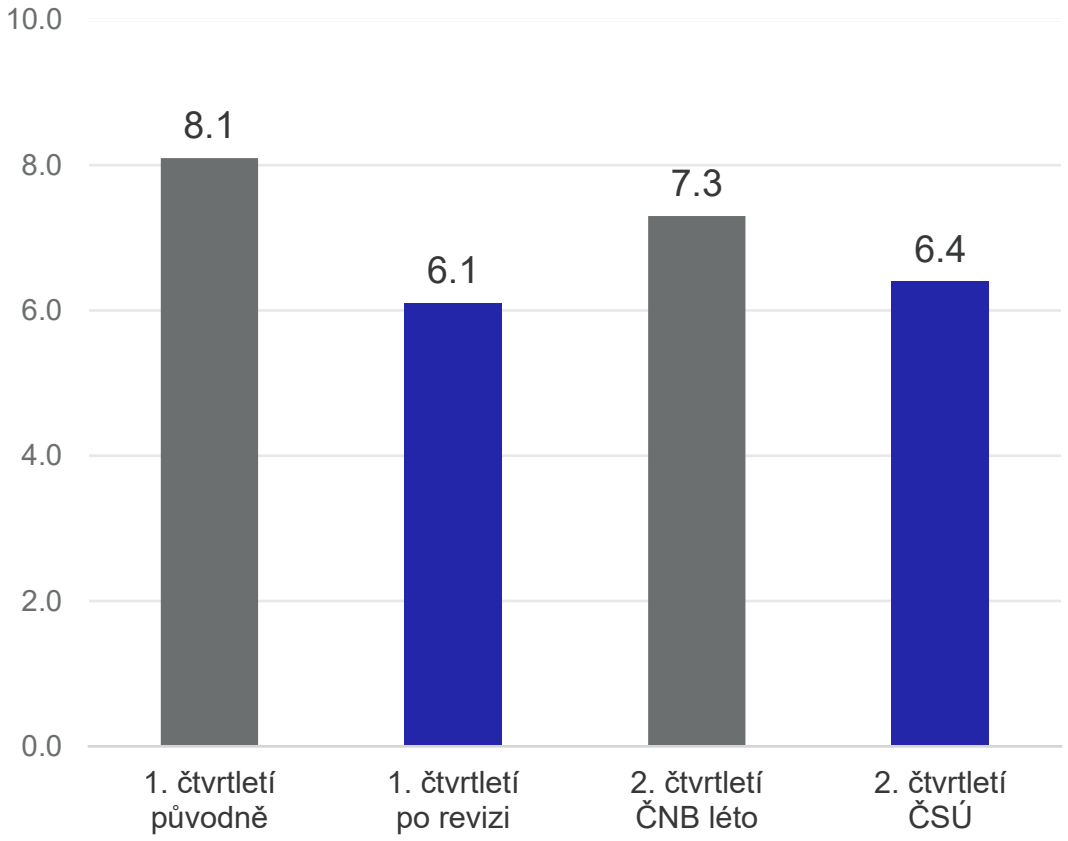
Vysoké úspory nejsou nevyřízená objednávka.

Příjmy a spotřeba neočištěny; míra úspor 19,9 % sezonně očištěna.

Revize mezd mění obraz rizik

Příběh prudkého zrychlení zeslábl

nominální průměrná mzda, meziroční změna v %



Zdroj: ČSÚ, ČNB

Můj pohled

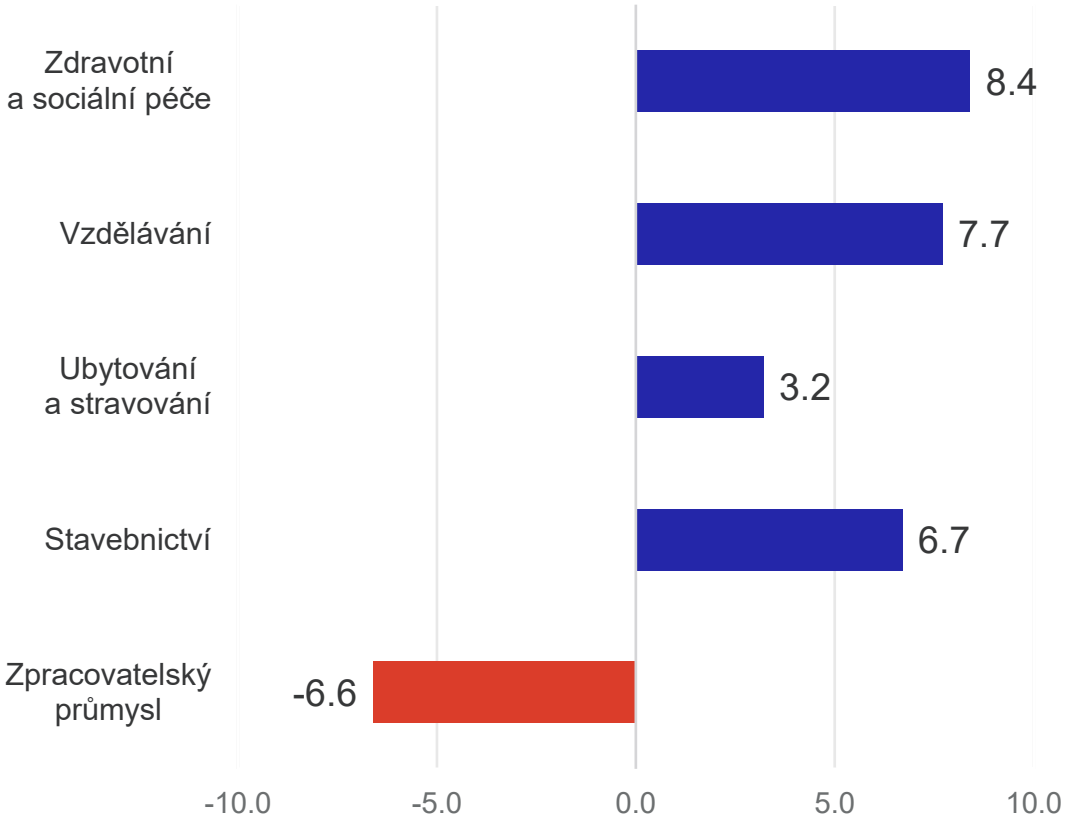
- **Růst mezd kolem 6–7 %, bez dalšího zrychlení.** Revize a slabší druhé čtvrtletí mění pohled na mzdové tlaky.
- **Nejde jen o cyklický tlak.** Dohánění kupní síly, změny struktury práce a připravované úpravy v transparenci odměňování mohou hrát roli.
- **Značná datová nejistota.** Přechod na jednotné měsíční hlášení zaměstnavatele mění mzdové statistiky.
- **Necyklické příčiny růstu mezd nevylučují tlak na ceny.** Rozdíl mezi odměnami a produktivitou se může promítnout do cen, obzvlášť ve službách.

1. čtvrtletí: revize statistiky. 2. čtvrtletí: letní prognóza proti zveřejněnému údaji.

Průmysl pracovní místa ubírá, služby přidávají

Změna struktury zaměstnanosti

1. pololetí 2026: meziroční změna, tis. přepočtených zaměstnanců



Zdroj: ČSÚ

Proč na tom záleží

- **Trh práce nelze vysvětlit jen přehřátím.** Mění se také rozložení práce a požadavky na kvalifikaci.
- **Od 1. pololetí 2018 přišel zpracovatelský průmysl o 122,8 tis. zaměstnanců (–10,6 %).**
- **Produktivita není všude stejná.** V pracovně náročných službách roste pomaleji a mzdy se snáze promítají do cen.
- **Vyšší sazba nikoho nepřeškolí.** Musí ale bránit vzniku očekávání trvalého rozšíření cenových tlaků.

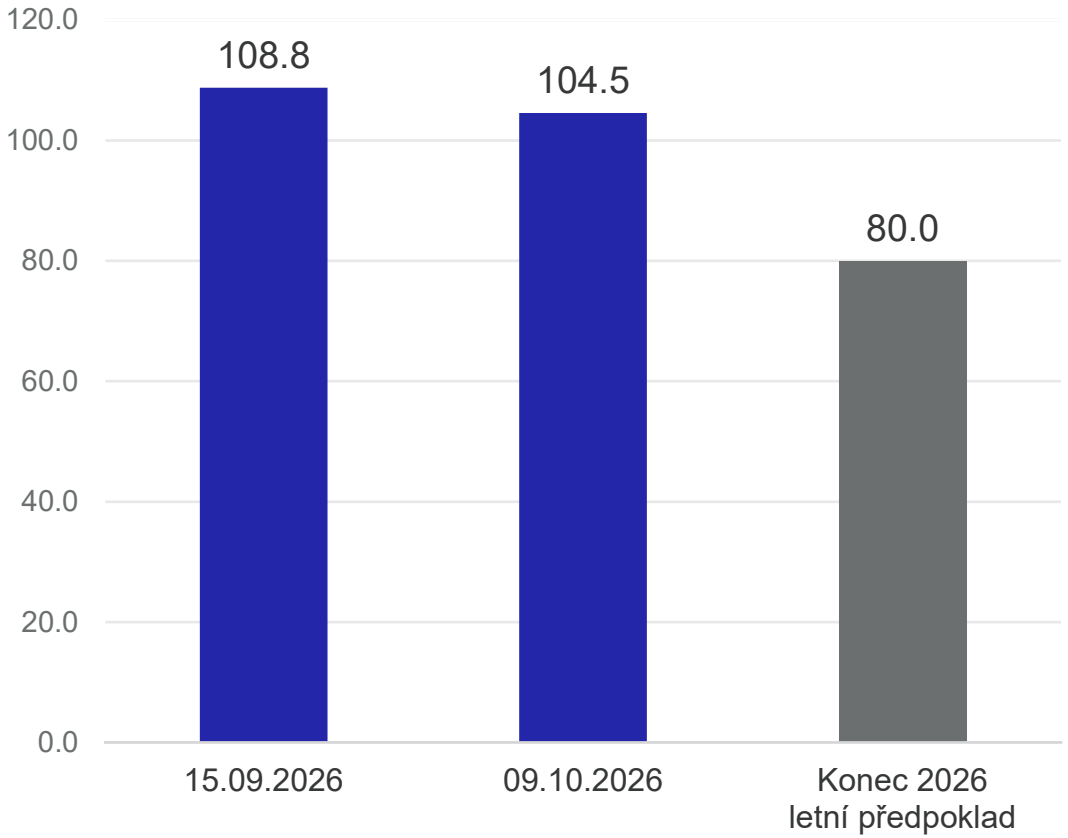
Ne všechny služby jsou stejné: IT není osobní péče.

Vybraná odvětví. Graf nezachycuje individuální přechody stejných pracovníků.

Dražší energie: vyšší inflace, slabší růst

Rizikem je i pomalejší pokles ceny ropy

Brent, USD za barel; denní kotace a předpoklad pro konec roku



Zdroj: ČNB, tržní data

Můj pohled

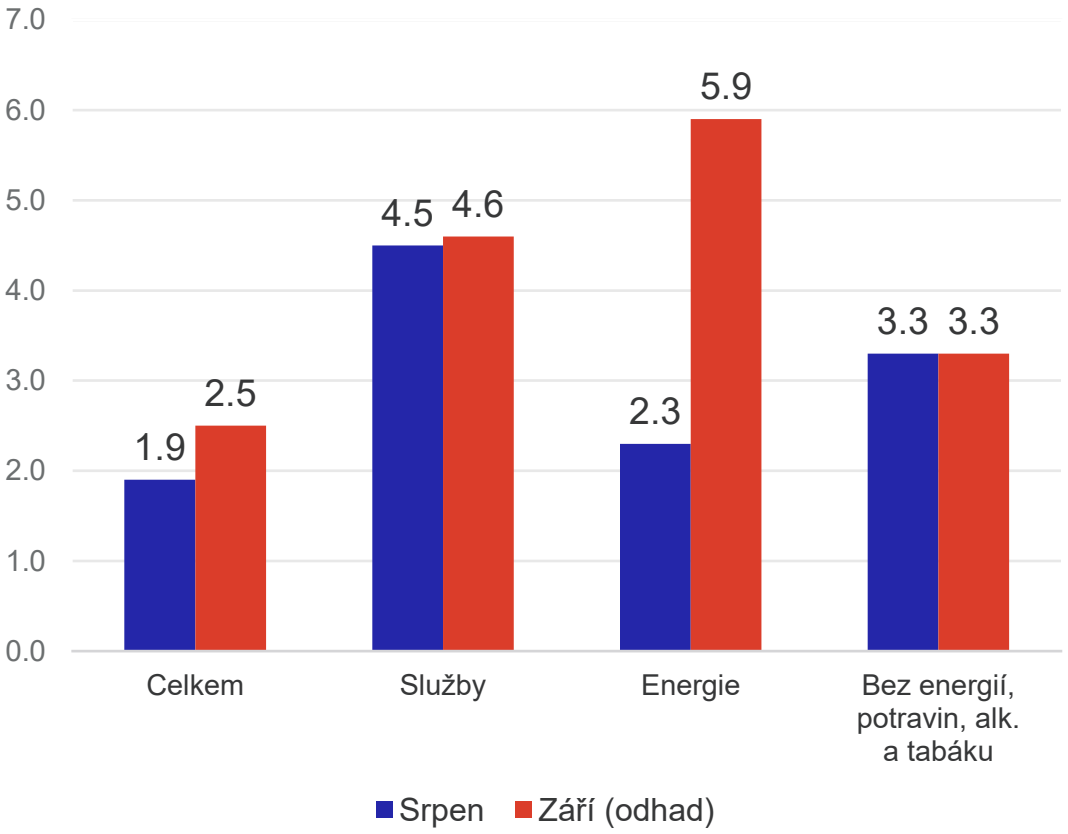
- **Rozhoduje cena a délka zdražení.** Podstatná je vysoká hladina a délka šoku, ne to, zda ropa dva dny zlevňuje.
- **Vliv má i stanovování maximální přípustné ceny benzinu a nafty a snížená spotřební daň z nafty.** Na jaře jsme viděli rychlou reakci inflačních očekávání.
- **Dražší energie zároveň brzdí růst.** Odebírá kupní sílu domácnostem a stlačuje marže firem.
- **Sazbami ropu nezlevníme.** Můžeme ale ovlivnit velikost sekundárních efektů (další ceny, mzdy, očekávání).

Kotace nejbližších kontraktů. Poslední sloupec je jiný horizont, nikoli realizace.

Zářijová inflace předběžně nad prognózou

Předběžný zářijový odhad

meziroční růst cen, %



Zdroj: ČSÚ, ČNB

Jeden údaj o sazbách nerozhodne

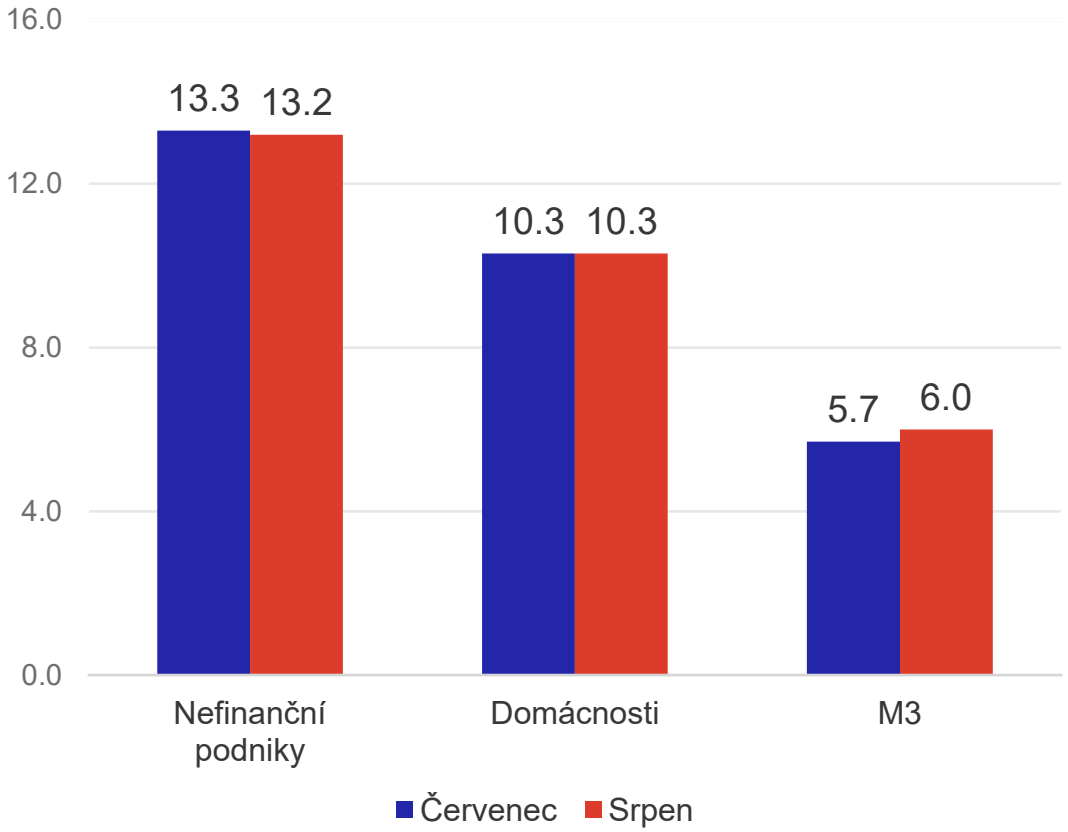
- **Předběžně 2,5 %, prognóza 2,2 %.** Zářijové číslo leží nad letní prognózou.
- **Inflace ve službách zůstává vysoko.** Pokles se prakticky zastavil, dlouho to kompenzovaly energie a potraviny.
- **Rozhoduje trvání a přenos.** Ani očekávané přechodné zvýšení inflace není automaticky důvodem k pasivitě. Cíl je 2 %.

Poslední dvojice není jádrová inflace ČNB. Konečná data vyjdou 13. 10. 2026.

Rychlé úvěry vyžadují bližší pohled

Úvěry zrychlují jinak než množství peněz

meziroční změna, %; úvěry očištěné o netransakční vlivy



Zdroj: ČNB

Můj pohled

- **Sílu úvěrů nepodceňuji.** Zvlášť pokud se potká zadlužování firem, domácností a státu.
- **Záleží, k čemu úvěry slouží.** Investice, dražší provoz, akvizice a refinancování nejsou stejný příběh.
- **Investice dnes zvyšují poptávku, časem mohou pomoci nabídce.** Úvěry nefinančním podnikům navíc rostou z nízké základny.

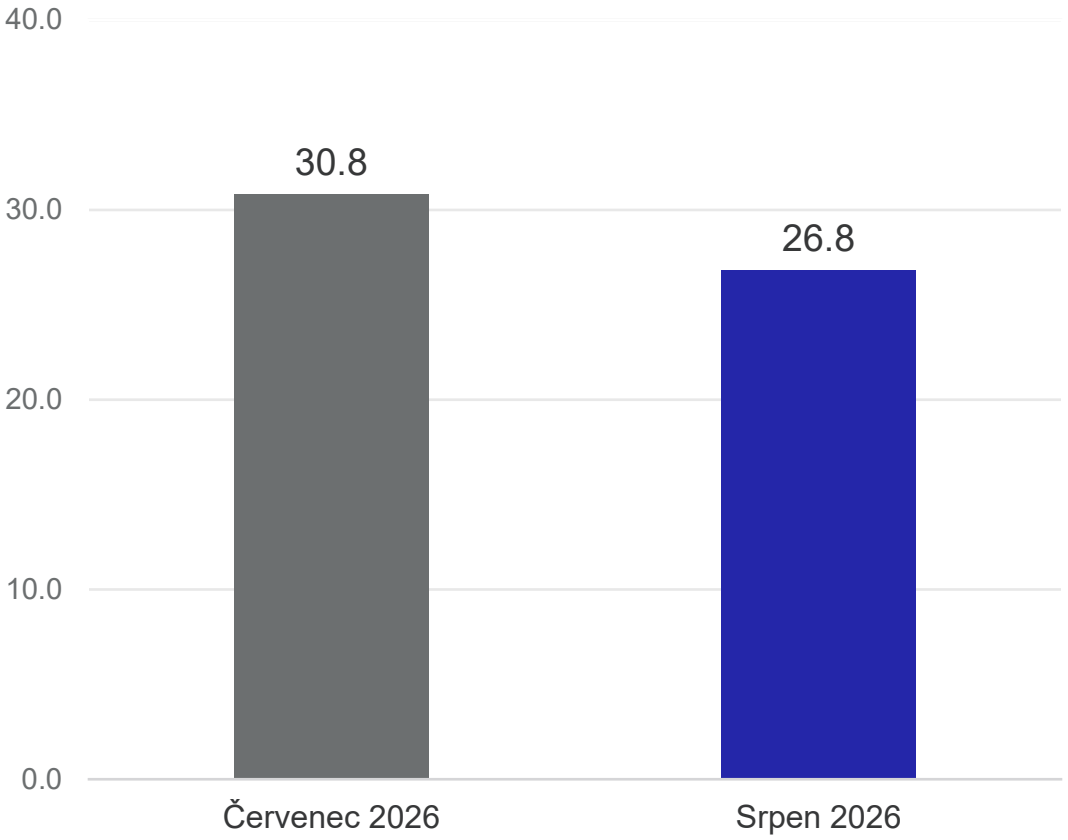
Samotný růst úvěrů neukazuje, zda sazby fungují.

M3 je peněžní agregát, nikoli další kategorie úvěrů.

Hypotéky: silný rok, slabší srpen

Skutečně nové hypotéky bez refinancování

měsíční objem, mld. Kč; sezonně neočištěno



Zdroj: ČBA

Co z grafu číst – a co ne

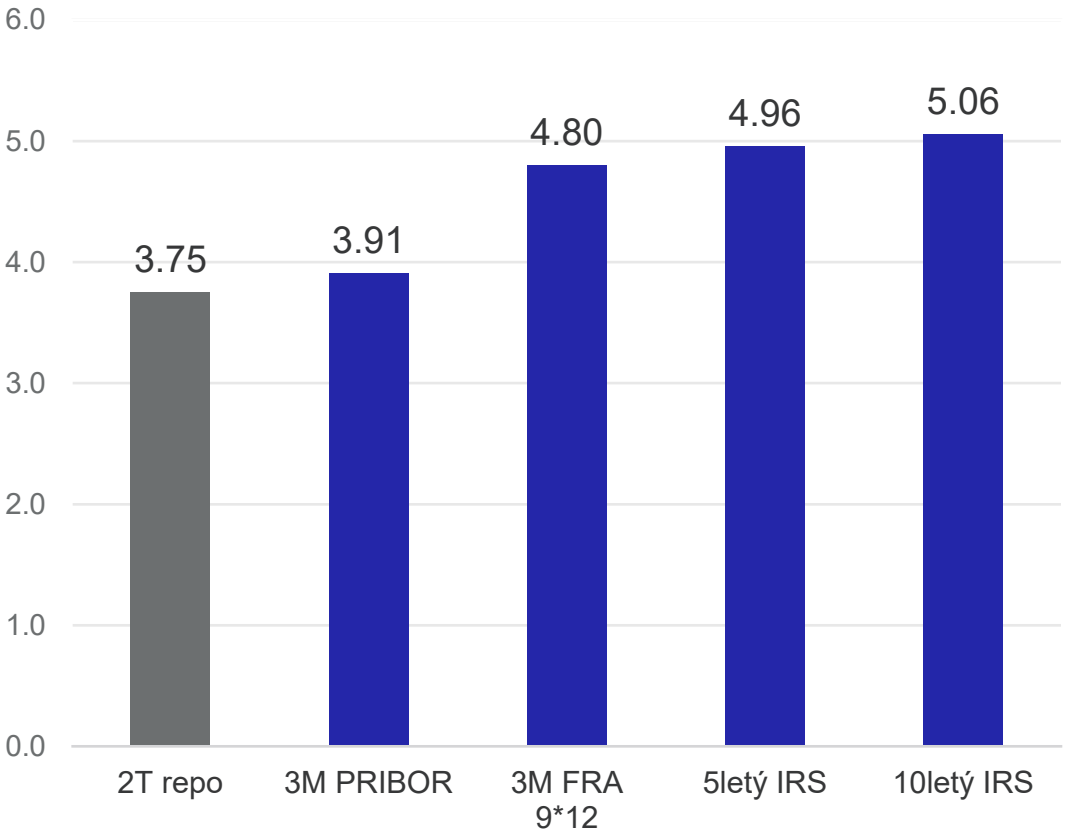
- **Silný rok nevylučuje srpnové ochlazení.** Za leden až srpen vznikly nové hypotéky za 273 mld. Kč, za celý rok 2025 to bylo 321 mld. Kč.
- **Pokles nevysvětlují jen sazby.** V toku se mění i předzásobení, sezonnost a průměrná velikost úvěru.
- **Refinancování nevytváří nový nákup.** Vyšší splátka tlumí spotřebu.

Průměrná realizovaná sazba vzrostla z 4,90 % na 5,00 %.

Repo stojí. Cena financování se hýbe

Tržní úroky nejsou totéž co repo

% p. a.; referenční hodnoty k 9. 10. 2026



Zdroj: ČNB

Můj pohled

- **Delší tržní sazby od srpna vzrostly.** U dlouhých swapů jde asi o 0,6 bodu mezi srpnem a říjnem.
- **Pětiprocentní swap není pětiprocentní repo sazba.** Ve výnosech jsou i prémie, nejen očekávané sazby ČNB.
- **Krátké sazby zůstávají důležité.** Podnikové úvěry se často rychle přeceňují podle krátkého PRIBORu.

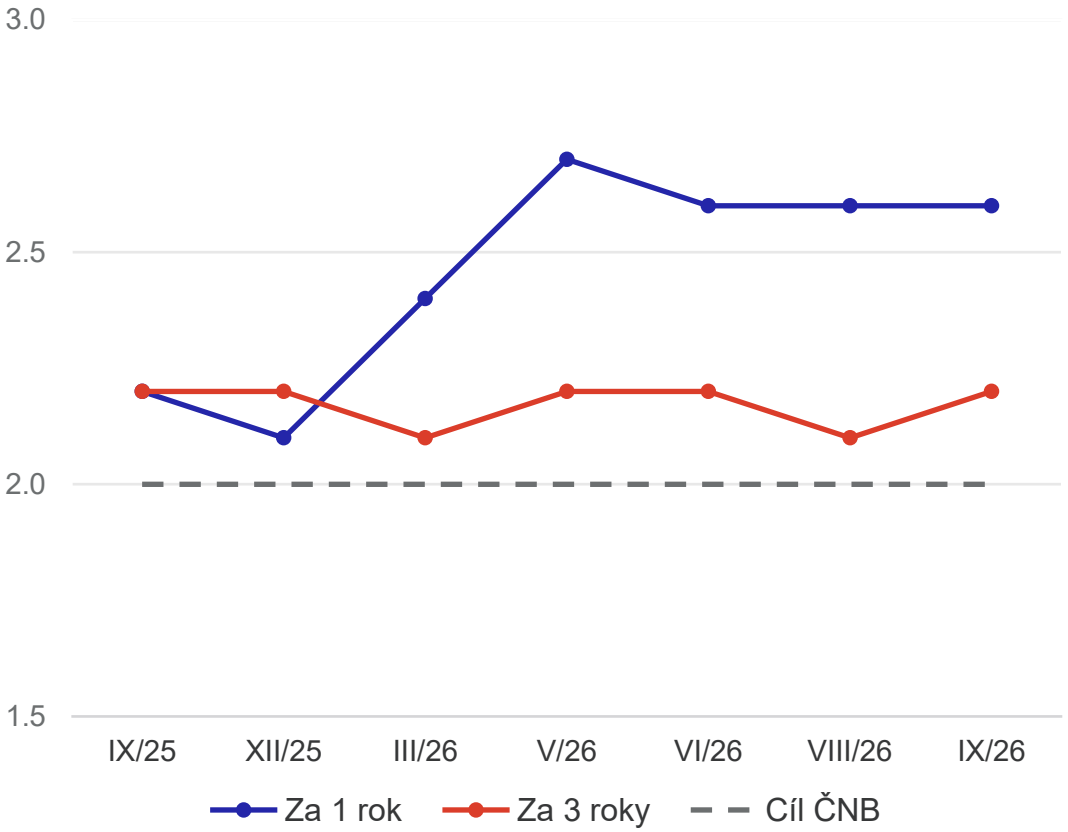
Hodnotím celé měnové podmínky, včetně kurzu.

Různé instrumenty, nikoli jedna výnosová křivka.

Očekávání analytiků přejí trpělivosti

Analytici čekají inflaci poblíž cíle

očekávaná meziroční inflace, %; vybraná šetření



Zdroj: ČNB IOFT

Podmínka, kterou je nutné hlídat

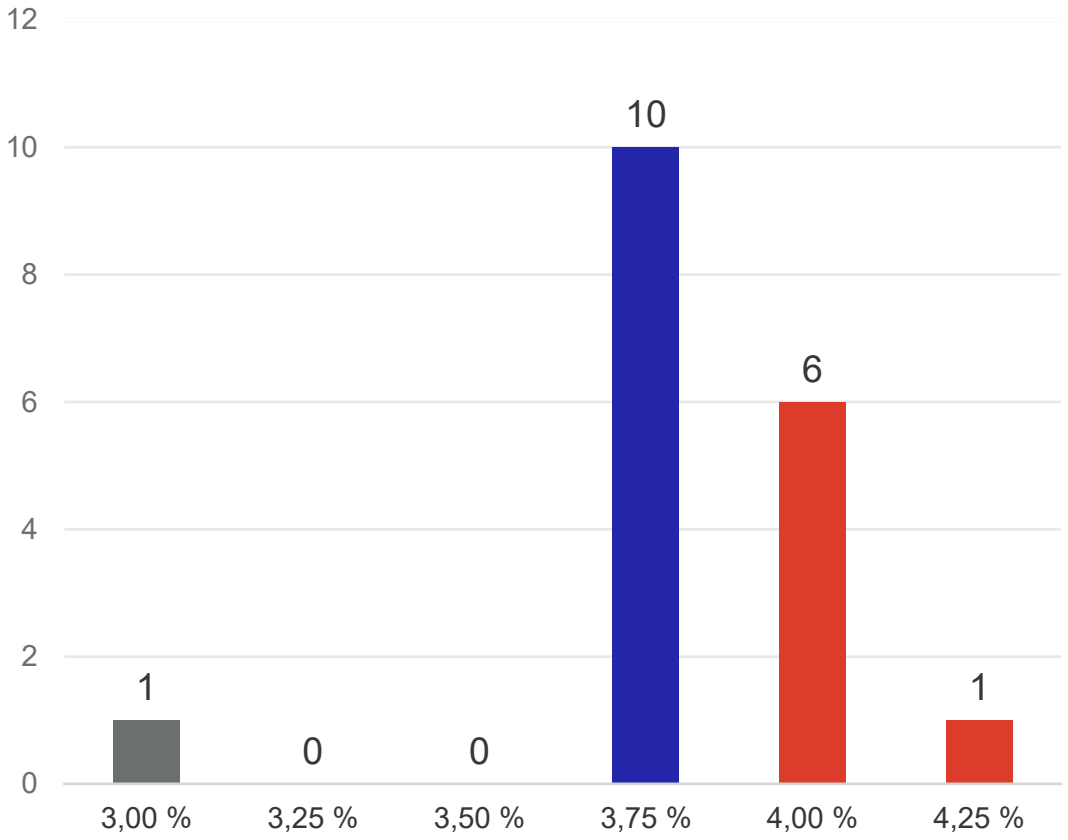
- **Delší horizont je blízko 2 %.** To je opora pro rozlišování dočasného šoku a trvalých tlaků.
- **Analytici nejsou firmy ani domácnosti.** Šetření analytiků nevypovídá přímo o cenících firem ani mzdových požadavcích.
- **Očekávání se mohou změnit.** Zhoršení očekávání by bylo argumentem pro razantnější reakci.

Září 2026: za rok 2,6 %, za tři roky 2,2 %. Nejde o očekávání firem a domácností.

Stabilita je možnost, ne slib

Co čekají analytici za jeden rok

zářijové šetření: počet odpovědí podle očekávané repo sazby



Zdroj: ČNB

Co by měnilo moje hodnocení

- **Pro stabilitu:** slábnoucí mzdové a cenové tlaky, ukotvená očekávání a účinné dosavadní utažení.
- **Pro zvýšení:** zrychlující jádrová inflace, širší přenos šoků do cen a mezd, horší očekávání či slabší koruna.
- **Bez předem daného kalendáře.** Rozhoduje souběh informací a výhled, nikoli jeden ukazatel nebo sázka trhu.

18 analytiků; průměr 3,82 %. Průzkum není tržní cena ani predikce bankovní rady.

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Děkuji za pozornost.

Jan Procházka
člen bankovní rady ČNB

www.cnb.cz