ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O MĚNOVÉ POLITICE LÉTO 2025

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 14. srpna 2025 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 25. červenci 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**

3 Inflace **19**

Box 1: Dopady zavedení systému emisních povolenek EU ETS 2 23

Box 2: Nepříznivá struktura cenového růstu 24

4 Měnová politika **25**

Scénář výraznějších dopadů ETS 2 32

Scénář reakce centrální banky na prvotní i druhotné cenové dopady ETS 2 36

Příloha: Realitní trh v České republice ve vzestupné fázi cyklu **37**

Seznam zkratek **42**

Klíčové makroekonomické indikátory **43**

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 letní Zprávu o měnové politice. Tato zpráva slouží jako jeden z hlavních podkladů pro rozhodování bankovní rady při nastavování měnové politiky ČNB.

Na srpnovém jednání jsme společně s kolegyněmi a kolegy z bankovní rady ponechali základní úrokové sazby na stávající úrovni. 2T repo sazba tak zůstává na 3,5 %.

Podle nové prognózy sekce měnové by se inflace po zbytek letošního roku měla pohybovat nad 2 %. Jádrová inflace zůstane v následujících čtvrtletích zvýšená. Pokračující inflační tlaky z domácí ekonomiky momentálně neumožňují další snížení sazeb.

Česká ekonomika postupně ožívá. Růst je tažen především spotřebou domácností, která je podpořena solidním růstem reálných příjmů a zmírňováním restrikce měnové politiky. Trh práce zůstává napjatý. Na druhé straně zahraniční poptávka zůstává utlumená, což pramení zejména ze stagnace evropského průmyslu. Ten čelí vysokým cenám energií, strukturálním problémům a nejistotě spojené s obchodní politikou USA. Tato nejistota se sice postupně snižuje díky uzavírání dohod mezi USA a jejich obchodními partnery, avšak dopad samotných cel na evropskou ekonomiku zůstává nejasný.

Inflace se od ledna 2024 pohybuje v blízkosti 2% inflačního cíle. Stále je však potřeba držet přísnou měnovou politiku. Množství peněz v ekonomice roste o 4,1 %, postupně se ale zvyšuje dynamika úvěrů. Poptávka domácností nadále sílí. Zvýšený zůstává růst cen služeb. Rizikem pro inflaci jsou i rostoucí ceny nemovitostí. Momentum jádrové inflace zůstává v současnosti zvýšené.

Nastavení měnové politiky proto 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 srpnovém zasedání úrokové sazby beze změny, 2T repo sazba zůstává na 3,5 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační.
- Inflace se ve zbytku letošního roku bude dál pohybovat v horní polovině tolerančního pásma. Postupně by se měla snížit k úrovni 2 %.
- Růst ekonomiky by letos i příští rok měl dosáhnout 2,6 %. Oživení ekonomické aktivity bude letos tažené domácí poptávkou v čele se spotřebními výdaji domácností.
- S prognózou je konzistentní nejprve mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb a v příštím roce jejich lehký nárůst. Restriktivní působení úrokových sazeb a kurzu koruny zajistí plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém pololetí 2026.

Růst cenové hladiny se dle očekávání v červnu zvýšil k horní hranici tolerančního pásma v důsledku nárůstu cen potravin a vyšší jádrové inflace. V té se ve stále větším rozsahu projevuje zdražování ve službách spojených s bydlením. Nově však v rámci cenového jádra začínají zrychlovat také ceny zboží, např. bytového vybavení či automobilů. Při poklesu cen energií může docházet k mírnému navýšení marží podniků. O stále nedokončeném procesu dezinflace vypovídá nepříznivá struktura cenového růstu (více Box 2) a také přetrvávající citlivé vnímání růstu cenové hladiny domácnostmi.

V příštích měsících by inflační tlaky měly nepatrně slábnout, inflace však zůstane zvýšená mimo jiné kvůli cenám bydlení. Situaci na realitním trhu se věnuje Příloha. Návrat inflace do těsné blízkosti 2% cíle tak základní scénář prognózy předpokládá až ve druhé polovině příštího roku. K tomu přispěje nejen postupné zpomalování růstové dynamiky cen nemovitostí, ale také snižování napětí na trhu práce projevující se zvolňováním tempa mzdových nákladů. V roce 2027 predikce předpokládá mírné zvýšení inflace kvůli jednorázovému prvotnímu dopadu zavedení systému emisních povolenek EU ETS 2 (dále jen ETS 2), o kterém blíže pojednává Box 1. Výsledný cenový dopad je obestřen nejistotou, proto byl zpracován i scénář zahrnující dvojnásobný dopad zavedení ETS 2 do inflace, než s jakým počítá základní scénář.

Česká ekonomika by měla v následujících čtvrtletích pokračovat v oživení. K ekonomickému růstu by měla přispět především spotřeba domácností tažená citelným nárůstem reálných mezd i postupným snižováním míry úspor. Očekáván je také růst investiční aktivity, která bude nejprve tažena tvorbou zásob a poté zrychlujícími fixními investicemi. Ty budou podpořeny oživením v zahraničí a čerpáním evropských fondů. Cla uvalená na evropské dovozy do USA letos zbrzdí růst zahraniční poptávky. V následujících letech však vývoz bude nabírat na síle, mimo jiné v návaznosti na uvolnění dluhové brzdy v Německu.

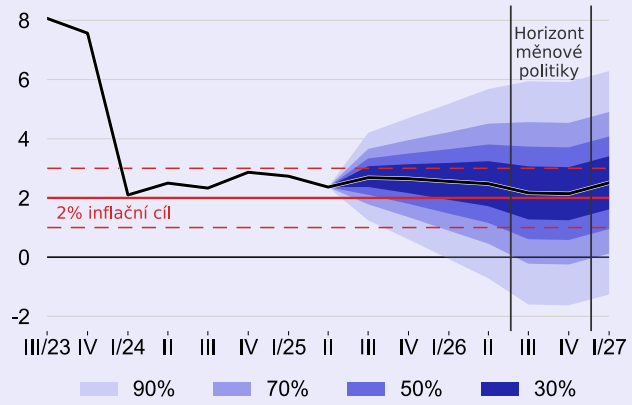
Měnový kurz se v červenci pohyboval poblíž 24,6 CZK/EUR. Koruna tak doposud vykazuje vysokou odolnost vůči nejistotě spojené s nárůstem protekcionismu ve světovém obchodě. Dle prognózy by měl měnový kurz do konce roku mírně oslabit vlivem nevýrazného růstu produktivity práce i předpokládaného poklesu korunových úrokových sazeb. Kvůli zlepšování ekonomického vývoje by v příštím roce měl kurz koruny mírně posilovat.

S prognózou je konzistentní nejprve mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb a v příštím roce jejich lehký nárůst. Přijaté rozhodnutí i s ohledem na proinflační bilanci rizik ponechává přísné nastavení měnových podmínek a na horizontu měnové politiky navrací inflaci do těsné blízkosti cíle.

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle v souhrnu jako proinflační. Z domácích rizik ve směru vyšší inflace přetrvává riziko setrvačnosti růstu cen služeb, včetně imputovaného nájemného, a cen potravin. Proinflačním rizikem je také možné zrychlování tvorby peněz v ekonomice plynoucí z dalšího výraznějšího oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu. Případný dodatečný růst celkových výdajů veřejného sektoru by vedl k riziku ještě většího inflačního působení fiskální politiky. Proinflačním rizikem je také pokračující rychlý růst mezd související s přetrvávajícím napětím na trhu práce. Inflační vývoj může naopak přibrzdit silnější kurz koruny. Rizikem pro výši inflace v roce 2027 a v následujících letech je spuštění ETS 2. Zvyšování bariér pro mezinárodní obchod představuje riziko pro zpomalení globální hospodářské aktivity. Dopad do inflace, zejména v delším horizontu, však není jednoznačný. Riziko výrazně slabšího výkonu německé ekonomiky je částečně tlumeno připravovaným fiskálním stimulem nové německé vlády. Nejistotu pak představuje vývoj válečných konfliktů na Ukrajině a Blízkém východě.

Inflace se letos bude pohybovat mírně nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v jeho těsné blízkosti

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 minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

Růst domácí ekonomické aktivity se bude v letošním a příštím roce pohybovat okolo 2,5 %

meziroční změny v % (není-li uvedeno jinak), v závorkách změny oproti minulé prognóze v p. b., resp. CZK/EUR u měnového kurzu

	2025	2026	2027
Celková inflace (%)	**2,6**	**2,3**	**2,5**
	(0,1)	(0,2)	-
HDP	**2,6**	**2,6**	**2,9**
	(0,6)	(0,5)	-
Průměrná nominální mzda	**6,6**	**5,5**	**4,9**
	(0,4)	(0,6)	-
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	**3,4**	**3,4**	**3,6**
	(0,2)	(0,6)	-
Měnový kurz (CZK/EUR)	**24,9**	**24,9**	**24,8**
	(-0,2)	(-0,4)	-

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, oživení pokračuje také v eurozóně. Nejistoty ale přetrvávají v podobě dopadů protekcionistických opatření USA.
- Celková inflace v eurozóně zpomalila na úroveň inflačního cíle ECB.
- Ceny energetických komodit zůstávají volatilní v důsledku geopolitického napětí a změn na straně nabídky, pokračuje pokles cen průmyslových výrobců.
- Finanční trhy očekávají letos už jen jedno snížení sazeb ECB na konci roku, Fed se na podzim vrátí ke snižování úrokových sazeb. Euro vůči dolaru posílilo na čtyřleté maximum.

Globální ekonomika ve druhém čtvrtletí pokračovala v solidním růstu, na výhledu ale přetrvávají značné nejistoty

Ekonomický vývoj v Indii a Číně překonal v prvním čtvrtletí 2025 očekávání, zatímco v eurozóně pokračovalo oživení z minulého roku (Tab. 1.1). Předstihové ukazatele naznačují pokračování růstu i ve druhém čtvrtletí; ožil zpracovatelský průmysl, zatímco sektor služeb mírně oslabil. Nejistotou je obchodní politika USA.[1] Dopady zvyšujícího se amerického protekcionismu na ekonomickou aktivitu i inflaci jsou zatím velmi omezené a ukazují odolnost globální ekonomiky. Růst světového obchodu zpomalil z březnových 6,6 % na 3,8 % v dubnu. Globální cenové tlaky zůstávají nízké s výjimkou USA.

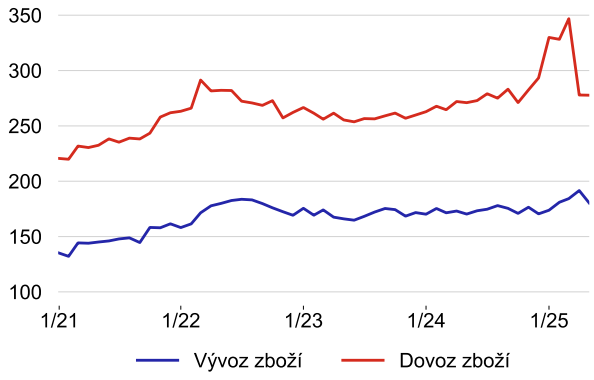
Tab. 1.1
Růst globální ekonomiky je nadále tažen především Indií a Čínou

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

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

Graf 1.1
Dovoz zboží do USA na počátku roku 2025 prudce vzrostl v důsledku předzásobení

mld. USD, pramen: Datastream



Mezičtvrtletní pokles HDP v USA byl na začátku letošního roku ovlivněn prudkým zvýšením dovozu (Graf 1.1) v důsledku předzásobení před očekávaným zavedením dovozních cel. Ve druhém čtvrtletí se růst HDP vrátil do kladných čísel a meziročně zopakoval 2% hodnotu ze začátku roku. V příštím roce se očekává postupné oživení ekonomiky díky fiskálním stimulům. Inflace zrychlila z květnových 2,4 % na 2,7 % v červnu. Indexy PMI naznačují silnější cenové tlaky v průmyslu i službách oproti zbytku světa, což může vést k dočasnému zvýšení inflace. Fed proto v červenci ponechal úrokové sazby v pásmu 4,25–4,50 %, nevyloučil přitom jejich snížení do konce roku.

V Číně pokračoval v prvním pololetí robustní ekonomický růst v důsledku nadále silného vývozu, zotavení na trhu nemovitostí a vládní podpory spotřeby domácností. Případný negativní dopad amerických cel na čínský vývoz by mohl být kompenzován další stimulací ze strany vlády a diverzifikací exportních trhů. Inflace v Číně se nadále pohybuje kolem nuly. Čínská centrální banka koncem května snížila hlavní jednoletou i pětiletou úrokovou sazbu (o 0,1 procentního bodu na 3 %, resp. 3,5 %) a rovněž

[1] Ke konci července 2025 USA zatím uzavřely nebo ohlásily dohody se Spojeným královstvím, Vietnamem, Japonskem, Jižní Koreou, Indonésií, Filipínami, Evropskou unií a (prozatímně) s Čínou. Poměrně vysokými cly byl zatížen dovoz z Indie a Brazílie.

povinné minimální rezervy. V budoucnu se očekává další (i když opatrné) uvolnění měnové politiky.

Německá ekonomika bude letos zasažena obchodními cly USA, významné navýšení vládních výdajů ji však následně povzbudí

Německá ekonomika počátkem roku zaznamenala překvapivě vysoký mezičtvrtletní růst, především v důsledku oživení průmyslu a vývozu. Američtí odběratelé se totiž předzásobili kvůli očekávaným clům. Průmysl se tak stal hlavním tahounem růstu přidané hodnoty. Oživení bylo podpořeno spotřebou domácností. Slovenská ekonomika naopak zpomalila kvůli konsolidačním opatřením vlády, jejichž dopad byl zesílen předchozím předzásobením. Ze zemí eurozóny se dále dařilo Španělsku, i když tempo růstu podle očekávání zpomalilo. Eurozóna jako celek v prvním čtvrtletí 2025 vykázala neobvykle vysoký mezičtvrtletní růst HDP (0,6 %)[2].

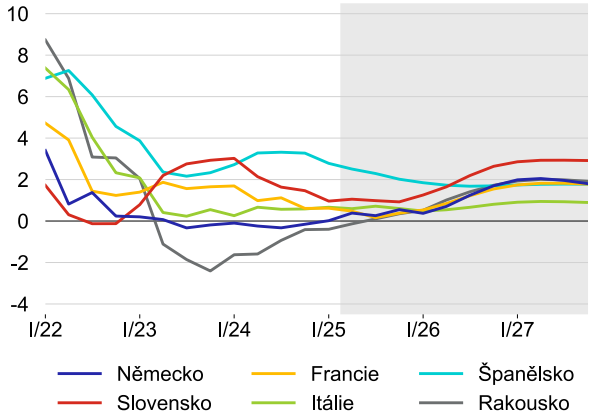
Ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletní tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně zřetelně zpomalilo[3] a po zbytek letošního roku zůstane mírné. Průměrná výše celního zatížení dovozu z EU do USA se od nástupu D. Trumpa do úřadu výrazně zvýšila[4], což má negativní dopad zejména na exportně orientované ekonomiky eurozóny se silnými vazbami na USA. Dlouhodobě se navíc projevuje zhoršená konkurenceschopnost eurozóny v mezinárodním obchodě. Nově působí též tlumící vliv silnějšího kurzu eura vůči dolaru. Na pozadí tohoto vývoje pokračuje oživení domácí poptávky, což bude k růstu HDP přispívat i v příštím roce.

Prognóza počítá v letošním roce s velmi mírným růstem německé ekonomiky, obdobně jako v případě Francie (Graf 1.2). O něco vyššího tempa dosáhne ekonomika Slovenska. V příštím roce bude růst eurozóny[5] zrychlovat zejména díky uvolnění fiskální politiky v Německu. Očekává se vyšší tempo investic, zejména do infrastruktury a obrany. Výdaje na obranu navyšují i další státy eurozóny, např. Francie. EU k jejich financování umožnila výjimky z rozpočtových pravidel. NATO v delším horizontu plánuje zvýšit obranné výdaje až na 5 % HDP. Skutečný rozsah, načasování a dopad těchto investic ale zůstávají nejisté.

Graf 1.2

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

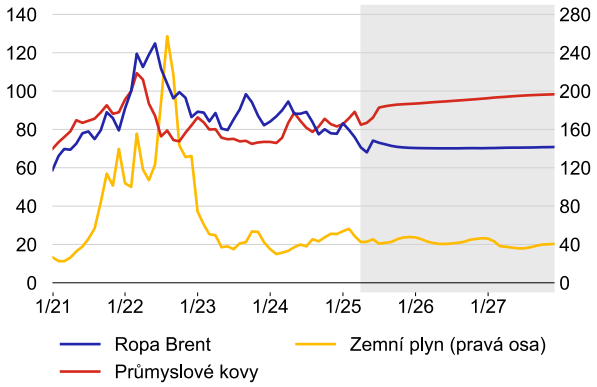
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf 1.3

Ceny energií byly ve druhém čtvrtletí rozkolísány celními opatřeními a napětím na Blízkém východě

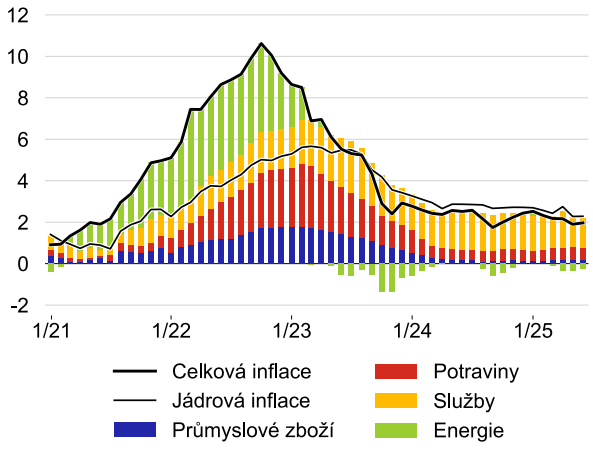
ceny vybraných komodit, index: únor 2022 = 100, pramen: Bloomberg, výpočet: ČNB



Graf 1.4

Hlavním tahounem spotřebitelské inflace v eurozóně zůstávají ceny služeb

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



[2] K tomu přispěla zejména vysoká dynamika v Irsku. Meziročně HDP eurozóny v prvním čtvrtletí 2025 vzrostl o 1,5 %.

[3] Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2025 vzrostl mezičtvrtletně o 0,1 %, meziročně se zvýšil o 1,4 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. července 2025, tedy po uzávěrce prognózy.

[4] Například dle think tanku Bruegel průměrná výše celního zatížení dovozu z EU do USA vzrostla z 1,5 % na 15 % v dubnu 2025, odhad Capital Economics z konce července 2025 činil 17 %.

[5] Jedná se o růst v mezičtvrtletním vyjádření.

Letošní rok přinese další pokles cen průmyslových výrobců, a to vlivem energií

Cena ropy Brent ve druhém čtvrtletí výrazně kolísala. Na začátku dubna klesla po oznámení amerických cel a navýšení těžby aliance OPEC+. Podobný pokles následoval i na začátku května, kdy dosáhla letošního minima 60 USD/barel. Naopak v polovině června prudce vzrostla v důsledku eskalace konfliktu mezi Izraelem a Íránem, ale po uzavření příměří opět klesla pod hranici 70 USD/barel, kde se pohybovala i koncem července (Graf 1.3). Ceny průmyslových výrobců se ve druhém čtvrtletí navrátily k meziročnímu poklesu, který potrvá až do počátku příštího roku. Důvodem je především pokles cen energií v důsledku mimořádně vysoké produkce obnovitelných zdrojů energie v části eurozóny a propadu ceny ropy Brent. V opačném směru již od poloviny loňského roku působí jádrové výrobní ceny, jejichž dynamika bude v příštím roce v návaznosti na oživující ekonomickou aktivitu zrychlovat. To bude platit i pro rok 2027, kdy jádrové ceny zajistí návrat cen průmyslových výrobců k růstu.

Spotřebitelská inflace v eurozóně v první polovině letošního roku zpomalila na 2% cíl ECB. Ceny služeb nadále přispívají k růstu nejvýrazněji (Graf 1.4). Inflace v eurozóně letos v průměru dosáhne 2,1 %. Příští rok se inflace dostane těsně pod cíl, mimo jiné vlivem německých fiskálních opatření v energetice (plán vlády na snížení cen energií prostřednictvím poklesu zdanění elektřiny či síťových poplatků), v samotném Německu dosáhne pouhých 1,6 % (Graf 1.5). Zrychlení inflace v eurozóně na 2,5 % v roce 2027 bude z části odrážet zavedení nového systému emisních povolenek ETS 2[6] a též oživení ekonomické aktivity v eurozóně.

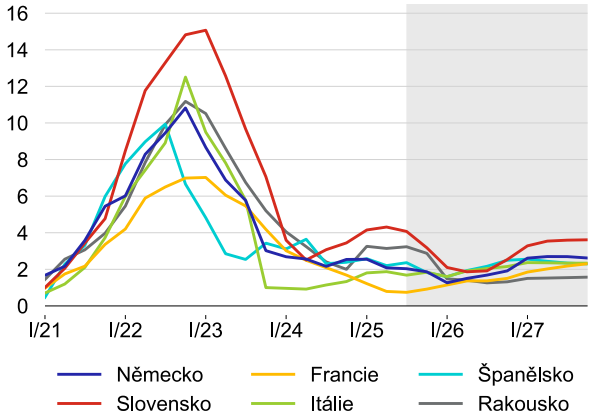
ECB v červenci dle očekávání ponechala své základní úrokové sazby na stávající úrovni, jejich další pokles je nejistý

V červnu ECB snížila depozitní sazbu na 2 %, kdy rovněž s ohledem na ceny energií výrazně snížila výhled inflace pro rok 2026. V červenci nechala sazby beze změny. Na trhu je pro zbytek letošního roku zaceněno maximálně jedno další snížení, a to až na jeho konci (Graf 1.6). Názory na další vývoj měnové politiky se mezi představiteli ECB liší. Část z nich komunikuje, že prostor pro další snižování je již vyčerpán.

Americký dolar pokračoval ve druhém čtvrtletí v oslabování nejen vůči euru. Ztrácí tak pozici bezpečného aktiva. Také na výhledu euro vůči dolaru posiluje. Americký Fed byl ve svých vyjádřeních zatím opatrný a očekávání trhů na snížení úrokových sazeb se odsunulo na září. Následovat by mělo pouze postupné uvolňování tamní měnové politiky, což se odráží ve výhledu sazby 3M SOFR.

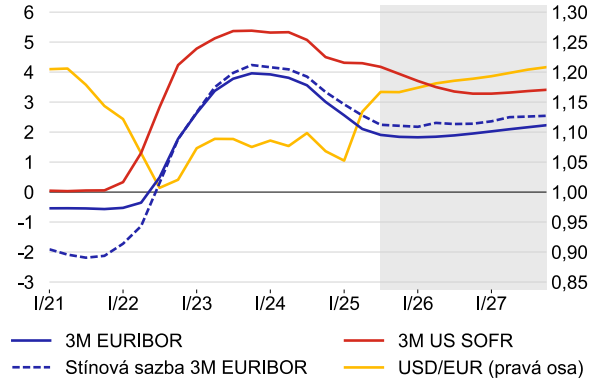
Graf 1.5
Po dočasném zpomalení inflace v příštím roce dojde v roce 2027 k opětovnému zrychlení

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



Graf 1.6
Tržní výhled sazeb v eurozóně předpokládá zhruba stabilitu, snížení sazeb v USA se odkládá na podzim

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



*Počínaje letní prognózou byla v modelu snížena **rovnovážná úroveň nominálních sazeb 3M EURIBOR** z 2,5 % na 2,25 % od roku 2019. Historický průměr sazeb se za předchozí dvě dekády nachází výrazně pod doposud uvažovanou úrovní, pod ni přitom sazby sestoupily i nyní po vysokoinflační epizodě. ECB přitom komunikuje, že sazby kolem 2 % působí na ekonomiku eurozóny neutrálně a ani dlouhodobé tržní výhledy nenaznačují, že by sazby měly narůst na úroveň 2,5 %. Tato úprava je konzistentní s odhady ECB (Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, C. Brand, N. Lisack and F. Mazelis, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2025).*

[6] To má očekávaný dopad ve výši 0,2 procentního bodu. Velikost dopadu mírní již dříve zavedená uhlíková cla v některých ekonomikách eurozóny, které bude systém ETS 2 nahrazovat.

Prognóza je založena na předpokladu 10% plošných cel na dovoz z EU do USA a vyšších cel na některá specifická odvětví (automobilový průmysl, hliník, ocel). Na konci července byla oznámena dohoda o 15% clech na dovoz většiny zboží z EU do USA včetně automobilů. To se kvantitativně blíží předpokladům prognózy.

Srovnání s minulou prognózou: zahraniční ekonomický vývoj

		2025	2026	2027	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	**0,5** (0,2)	**1,2** (0,0)	**2,0** -	Výhled růstu HDP v efektivní eurozóně se letos přehodnocuje mírně nahoru především vlivem lepšího vývoje v Německu počátkem letošního roku.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	**2,3** (0,0)	**1,7** (-0,3)	**2,6** -	Výhled spotřebitelských cen se v letošním roce nemění, snížení v příštím roce je dáno vývojem v Německu v souvislosti s plánovanými fiskálními opatřeními v energetice.
Ceny prům. výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	**-0,7** (-0,6)	**-0,2** (-0,2)	**1,4** -	Predikce cen průmyslových výrobců se pro letošní rok snižuje v důsledku většího poklesu energetických cen kvůli mimořádně vysoké produkci obnovitelných zdrojů energie.
Cena ropy Brent	USD/barel	**69,0** (2,6)	**66,1** (2,9)	**66,4** -	Výhled ceny ropy Brent leží oproti jarní prognóze výše, mimo jiné se zmírnily obavy z negativního dopadu zavedení dovozních cel do USA na poptávku po ropě.
3M EURIBOR	% procentní body	**2,1** (0,1)	**1,9** (0,0)	**2,1** -	Tržní výhled úrokových sazeb zohledňuje výhled inflace i obezřetnou komunikaci ECB a oproti minulé prognóze zůstal téměř beze změny.
3M US SOFR	% procentní body	**4,2** (0,2)	**3,5** (0,3)	**3,3** -	Míra nejistoty ohledně cel a možných proinflačních dopadů posouvá v reakci na vyjádření představitelů Fedu tržní výhled sazeb mírně výše.
Měnový kurz	USD/EUR	**1,13** (0,04)	**1,18** (0,06)	**1,20** -	Ústup dolaru z pozice bezpečného aktiva působí na oslabení dolaru vůči euru na celém horizontu prognózy.

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 znatelně zrychlí na 2,6 %, stejného tempa dosáhne i v roce 2026. V roce 2027 HDP vzroste téměř o 3 %.
- Tahounem růstu ekonomiky zůstane spotřeba domácností podporovaná zvyšováním příjmů, postupně se přidají i fixní investice a zahraniční poptávka.
- Napětí na trhu práce se bude dále snižovat, růst nominálních mezd se i přes postupné zpomalování bude nacházet nad dlouhodobým průměrem.

Hospodářský růst v letošním roce viditelně zrychlí

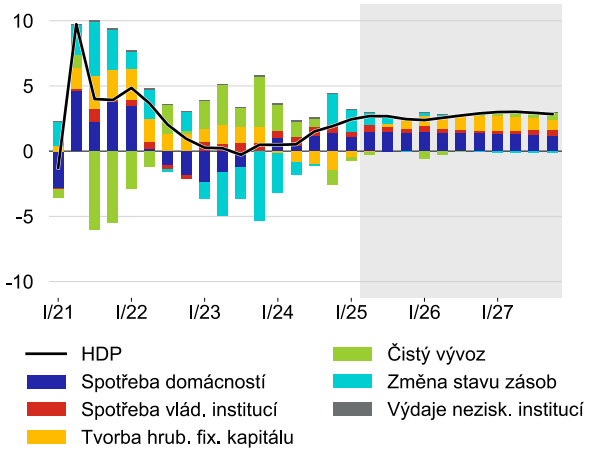
HDP ve druhém čtvrtletí dle prognózy meziročně vzrostl o 2,7 %.[7] Z hlediska hrubé přidané hodnoty pokračoval růst služeb a částečně také průmyslu. Ten po několika nepřesvědčivých čtvrtletích vykazuje náznaky oživení. V prvním čtvrtletí došlo k nejmírnějšímu snížení zaměstnanosti v průmyslu za téměř tři roky, zlepšuje se firemní sentiment a index PMI se v červnu dostal dokonce do pásma expanze, kde se naposledy nacházel v květnu 2022. Silný start do letošního roku se projevuje ve zhruba neutrálním příspěvku čistého vývozu, a to i přes utlumený růst poptávky českých hlavních obchodních partnerů. Spotřeba domácností bude dominantně přispívat k růstu HDP (Graf 2.1). Fixní investice budou kvůli slabé zahraniční poptávce utlumené, tvorba zásob se ovšem zvýší. Celkově letos a příští rok HDP vzroste o 2,6 % (Graf 2.2). V roce 2027 tempo růstu zrychlí ke 3 % především díky vyšší zahraniční poptávce.

Spotřeba domácností letos vzroste vlivem svižného růstu reálných mezd

Spotřeba domácností bude i v nejbližším období výrazně podporovat ekonomický růst. Na pokračující růst spotřeby domácností ukazují i data z předstihových indikátorů z maloobchodu a služeb. Během druhého čtvrtletí se též zlepšoval spotřebitelský sentiment[8] především v důsledku pozitivněji vnímané ekonomické situace. K tomu se přidal ještě stále svižný růst nominálních i reálných příjmů. Ve druhém čtvrtletí tak mezičtvrtletní růst spotřeby dle prognózy zrychlil na 0,8 %. Ve zbytku letošního roku prognóza očekává další mírné zlepšování sentimentu. Růst mezd sice mírně zpomalí, ale v souhrnu si spotřeba domácností udrží silnou dynamiku a za celý letošní rok vzroste o 3 % (Graf 2.3).

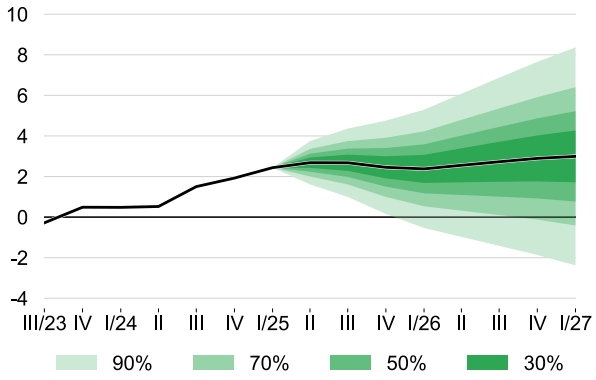
Graf 2.1
Hrubý domácí produkt bude tažen především spotřebou domácností a tvorbou hrubého kapitálu

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 okolo 2,5 %

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



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

[7] Podle předběžného odhadu ČSÚ ve druhém čtvrtletí 2025 český HDP vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 % a meziročně o 2,4 %, což jsou nižší hodnoty ve srovnání s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. července 2025, tedy po uzávěrce prognózy.

[8] Dle červencových dat z konjunkturálního průzkumu celková důvěra v ekonomiku mírně klesla, což bylo dáno výhradně podnikatelským sentimentem, naopak důvěra spotřebitelů výrazně vzrostla.

V příštím roce začne růst reálných příjmů domácností zvolňovat do blízkosti dlouhodobě průměrných hodnot. Naproti tomu se ale bude dále zlepšovat spotřebitelský sentiment s tím, jak se k solidní domácí poptávce přidá i oživení zahraniční poptávky. Růst spotřeby domácností se udrží kolem 3 %, v roce 2027 mírně zpomalí v návaznosti na slabší mzdovou dynamiku.

Meziroční růst hrubého disponibilního důchodu domácností bude v letošním a příštím roce postupně zpomalovat. Za tím bude stát zejména zmenšující se příspěvek mezd a platů (Graf 2.4). Naopak pozitivně se projeví valorizace starobních důchodů. Příspěvek příjmů podnikatelů bude postupně slábnout. Negativní příspěvek daní bude zvýrazněn působením konsolidačního balíčku, důchody z vlastnictví budou působit zhruba neutrálně.

Míra úspor se bude v následujících letech postupně snižovat

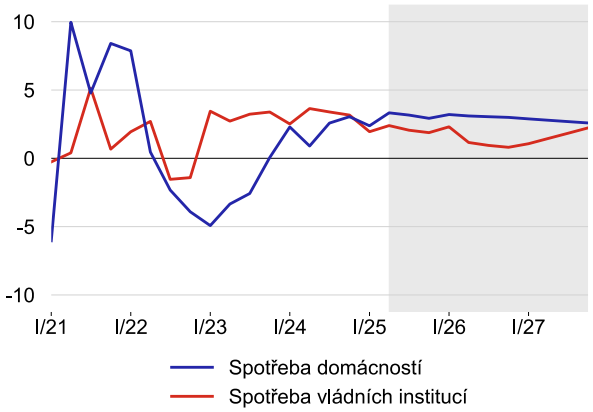
Míra úspor se již několik let drží na zvýšených hodnotách (Graf 2.5). Ačkoliv se sentiment domácností postupně zlepšuje, stále je ochota spotřebitelů utrácet omezená. Nadále totiž přetrvává zvýšený opatrnostní motiv při tvorbě úspor. Naproti tomu ale stále solidně rostou reálné příjmy domácností, které podporují jejich spotřebu. Míra úspor se tak bude postupně snižovat, ovšem pomalejším tempem než na přelomu loňského a letošního roku a k vyšším hodnotám než před rokem 2020. Na tvorbě úspor se totiž nejvíce podílí pětina domácností s nejvyššími příjmy, která má obecně menší sklon ke spotřebě a zároveň nejvíce benefitovala z daňových změn v roce 2021. Vedle toho domácnosti v posledních letech více investují do dalších typů finančních aktiv.

Fixní investice budou v letošním roce utlumené

V první polovině letošního roku se soukromé investice sice odrazily ode dna, jejich růst ale bude velmi pozvolný kvůli utlumené zahraniční poptávce. Sentiment firem se během první poloviny roku zlepšoval, a to dokonce i v odvětví průmyslu, což dokládal i zlepšující se index PMI. Meziročně by se tak mohla soukromá investiční aktivita vrátit k růstu již ve druhé polovině roku, což naznačují též výsledky statistického šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB. Za celý letošní rok budou soukromé fixní investice zhruba stagnovat. Naopak reálné investice vládních institucí, které v loňském roce mírně poklesly, v letošním roce obnoví svůj růst (Graf 2.6). Tomu pomůže očekávané zrychlené čerpání evropských fondů a prostředků z Národního plánu obnovy. Celková tvorba hrubého fixního kapitálu letos vzroste o 0,3 %. V příštím roce budou investice vládních institucí pokračovat v solidním růstu. K nim se přidají i soukromé investice, které budou reagovat na oživení v zahraničí po odeznění prvotní nejistoty ohledně obchodních válek a také na oživení v Německu spojené s rozpočtovým stimulem. V příštím roce tvorba hrubého fixního kapitálu vzroste o necelá

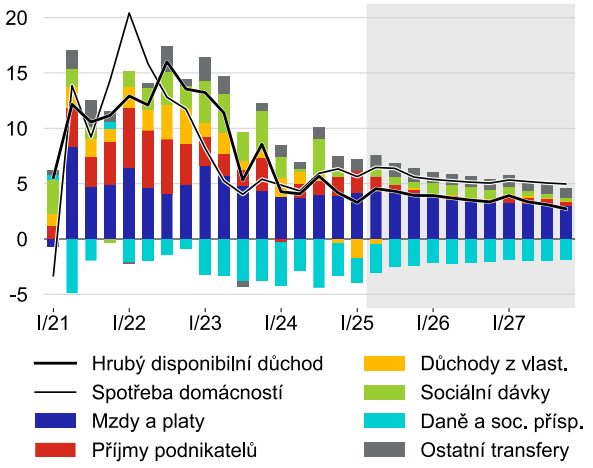
Graf 2.3
Spotřeba domácností na celém horizontu prognózy solidně poroste, spotřeba vládních institucí nejprve zpomalí a začne zrychlovat až v roce 2027

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



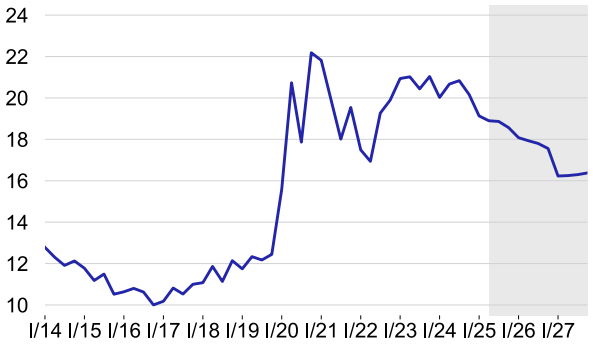
Graf 2.4
Růst nominálního disponibilního důchodu bude zpomalovat vlivem klesající dynamiky mezd a platů i příjmů podnikatelů

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



Graf 2.5
Míra úspor se z aktuálně zvýšených hodnot sníží vlivem postupného zlepšení spotřebitelského sentimentu

míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



4 %. V roce 2027 růst investic pouze lehce zpomalí, přičemž výrazně se sníží příspěvek investic vládních institucí, zatímco soukromé investice ještě dále zrychlí.

V letošním roce se firmy začínají navracet k mírně kladné tvorbě zásob (Graf 2.7). Současně se snížil podíl firem, které hlásí nedostatek materiálu jako faktor limitující produkci (Graf 2.8). Změna stavu zásob ale i tak letos ve výsledku přispěje k meziročnímu růstu tvorby hrubého kapitálu výrazně kladně, což je dáno především nízkou srovnávací základnou z loňského roku. V příštím roce bude její příspěvek již zhruba neutrální stejně jako v roce 2027. Dynamika tvorby hrubého kapitálu letos dosáhne 3,2 %, v příštím roce zrychlí na 4,2 % a v roce 2027 zpomalí zpět na 3,2 %.

Fiskální politika bude působit na růst HDP přibližně neutrálně

V letošním roce se růst reálné spotřeby vládních institucí zmírní (Graf 2.3), neboť se projeví dodatečné úspory plynoucí z vládního konsolidačního balíčku. Prognóza nominální spotřeby vládních institucí pro letošní i příští rok přitom zohledňuje i obnovený růst platů ve veřejné sféře. Dynamika nominální spotřeby vládních institucí i přes očekávané vyšší výdaje na obranu v příštím roce zpomalí zejména vlivem provozních úspor a odeznívání vlivu mimořádných výdajů po povodních. V roce 2027 prognóza očekává mírné zrychlení růstu spotřeby vládních institucí.

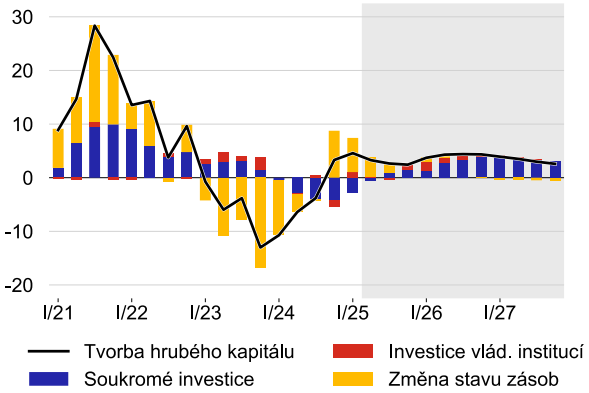
Fiskální politika bude letos působit na růst HDP přibližně neutrálně (Graf 2.9), přičemž dodatečný mírně tlumící dopad konsolidačního balíčku[9] se vykompenzuje s očekávaným zrychleným čerpáním fondů EU a nárůstem státních dotací na obnovitelné zdroje energie. V příštím roce prognóza předpokládá lehce expanzivní působení fiskální politiky, a to s ohledem na pokračující rychlejší čerpání fondů EU i vyšší plánované výdaje na obranu.[10] V roce 2027 se předpokládá mírně restriktivní působení fiskální politiky plynoucí z konce čerpání NGEU v roce 2026.

Dynamika vývozu letos zůstane utlumená kvůli slabé zahraniční poptávce

Vývozní aktivita v poslední době rostla více, než by odpovídalo zpomalení růstu českých hlavních obchodních partnerů v eurozóně, neboť byla stále více tažena poptávkou ze zemí mimo eurozónu. V prvním čtvrtletí letošního roku vzrostl vývoz výrazně, přičemž byl tažen hlavně exportem do těchto zemí. Prognóza počítá s tímto pozitivním vlivem i příštích čtvrtletích. Hlavní obchodní partneři ČR z eurozóny i mimo ni ale budou zasaženi dovozními

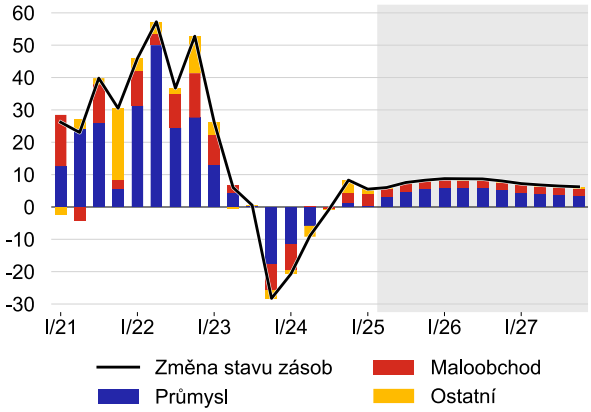
Graf 2.6
Tvorbu hrubého kapitálu v letošním roce potáhnou zásoby, od příštího roku se přidají i fixní investice

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



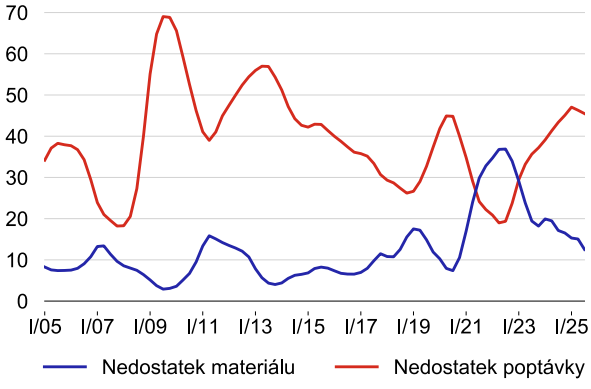
Graf 2.7
Změna stavu zásob bude na celém horizontu prognózy kladná s výrazným kladným příspěvkem průmyslu

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



Graf 2.8
Podíl průmyslových podniků hlásících nedostatek poptávky zůstává vysoký, začal ale mírně klesat

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



[9] V letošním roce bude rozpočtový dopad balíčku 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.

[10] Fiskální prognóza ČNB bere v úvahu všechna diskreční opatření na příjmové i výdajové straně, která jsou obsažena v návrhu státního rozpočtu na rok 2025 včetně rozpočtové dokumentace.

cly USA, kvůli kterým bude jejich ekonomická aktivita ve zbytku roku slabá. Růst vývozu tak po skvělém prvním čtvrtletí zvolnil a za celý letošní rok dosáhne 2,7 %. Vývoj obchodních vztahů EU s USA je výraznou nejistotou prognózy české ekonomiky. V průběhu příštího roku bude poptávka hlavních partnerů ČR v eurozóně po odeznění prvotních dopadů zavedení cel opět oživovat (vývoz poroste o 3,6 %). Mělo by ji podpořit také rozvolnění pravidel dluhové brzdy v Německu. Tento fiskální stimul by měl podporovat český vývoz i v roce 2027, kdy prognóza očekává jeho růst o 6,2 % (Graf 2.10).

Dovozní náročnost českého vývozu se projeví i v dynamice dovozu. Ten v letošním a příštím roce nadále poroste oproti vývozu výrazněji, což bude dáno pokračujícím svižným růstem domácí poptávky. Za celý letošní rok dovoz vzroste o 3,2 %, v příštím roce zrychlí na 4,3 % a v roce 2027 na 6 %. Letos bude čistý vývoz k růstu HDP přispívat zhruba neutrálně, což bude dáno hlavně jeho solidním výkonem z úvodu roku. V příštím roce bude čistý vývoz působit lehce záporně a s tím, jak začne zpomalovat růst domácí poptávky, se v roce 2027 bude nacházet v kladných hodnotách.

Ekonomika se nachází poblíž potenciálu

Záporná mezera výstupu se postupně od roku 2023 uzavírá, a to zejména díky domácí poptávce. V letošním roce se téměř uzavře a během roku 2026 se s přispěním sílící zahraniční poptávky překlopí do kladných hodnot (Graf 2.11). Dynamika samotného potenciálního produktu bude mírně zrychlovat a od příštího roku se bude pohybovat okolo dlouhodobého průměru (2,5 %) vlivem postupného obnovení trendového růstu produktivity práce.

Napětí na trhu práce se bude postupně snižovat

Pohledem indikátoru LUCI bude pokračovat postupné zchlazování tuzemského trhu práce, který i přesto zůstane na celém horizontu prognózy napjatý (Graf 2.12). K přetrvávajícímu napětí bude v letošním roce nadále nejvýrazněji přispívat zaměstnanost, která v důsledku hospodářského oživení poroste. V budoucnu se bude příspěvek zaměstnanosti 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 dominantní položku indikátoru. Mírně kladně bude nadále působit rovněž poptávka po práci.

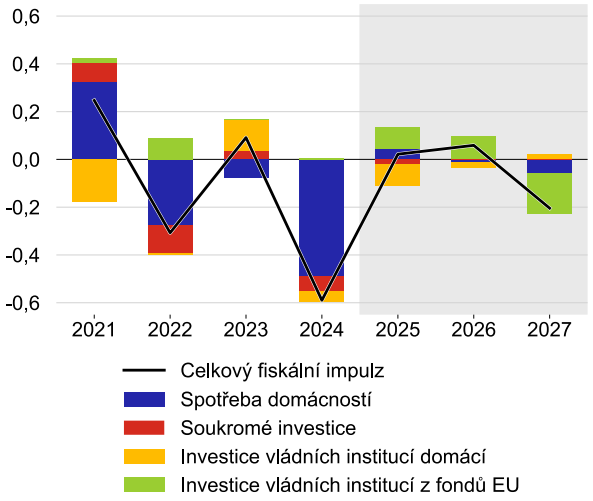
Meziroční růst mezd zůstane z dlouhodobého pohledu zvýšený

Meziroční růst průměrné reálné mzdy se v prvním čtvrtletí udržel na nadprůměrné hodnotě 3,9 %. Ve druhém čtvrtletí prognóza v důsledku pozorovaného mírného poklesu inflace očekává mírně vyšší meziroční dynamiku reálné mzdy, která bude následně postupně zpomalovat, až přibližně do poloviny roku 2027 se však udrží zvýšená.

Graf 2.9

Po loňském restriktivním působení bude letos fiskální politika přispívat k růstu HDP neutrálně

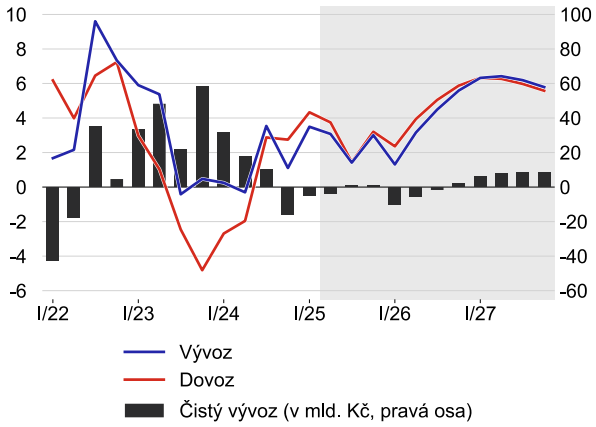
fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



Graf 2.10

Dynamika vývozu bude letos utlumená, dovoz poroste solidně v návaznosti na svižnou domácí poptávku

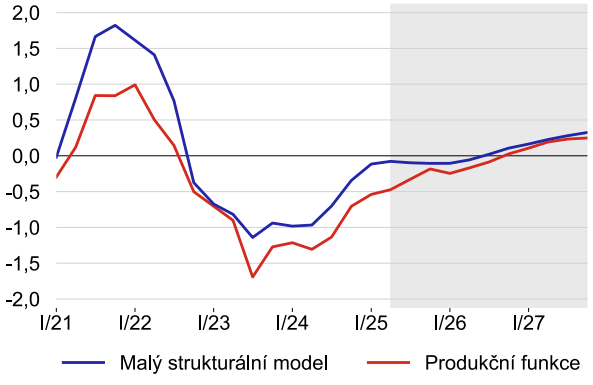
reálný vývoz a dovoz zboží a služeb, meziroční změny v %
u vývozu a dovozu, v mld. Kč u čistého vývozu, sezonně očištěno



Graf 2.11

Záporná mezera výstupu se v příštím roce uzavře

mezera výstupu v % potenciálního produktu



Také meziroční růst průměrné nominální mzdy v tržních odvětvích se letos i v příštích letech udrží z historické perspektivy na nadprůměrných hodnotách (Graf 2.13). Důvodem bude jak hospodářská situace v tržních službách, které jsou podpořeny rostoucí spotřebou domácností, tak i zlepšení ekonomického výkonu průmyslu, kterému navíc v příštím roce pomůže oživení zahraniční poptávky. Mzdová dynamika tak bude zvolňovat jen pomalu a až do poloviny roku 2027 se udrží nad 5 %. Dynamika mezd v netržních odvětvích po předchozím období utlumeného vývoje letos citelně zrychlí v důsledku výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře na počátku roku a navýšení platů bezpečnostních sborů od letošního července.[11]

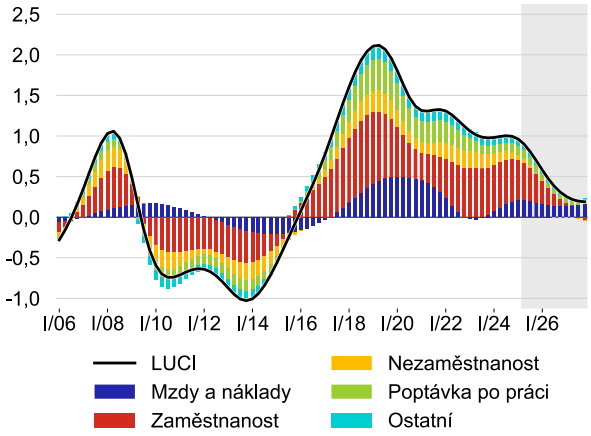
K růstu nominálního objemu mezd a platů bude až do konce prognostického horizontu přispívat jak dynamika průměrné mzdy, tak nárůst zaměstnanosti. Vzhledem k inflaci pohybující se v tolerančním pásmu cíle poroste svižným tempem i objem mezd a platů v reálném vyjádření, jeho dynamika bude zpomalovat jen pozvolna (Graf 2.14).

Přepočtený počet zaměstnanců poroste, nezaměstnanost se po mírném zvýšení stabilizuje

Zaměstnanost vyjádřená přepočteným počtem zaměstnanců bude v návaznosti na ekonomické oživení pokračovat v růstu započatém v letošním prvním čtvrtletí (Graf 2.15). Dynamika zaměstnanosti bude tažena především tržními službami, které jsou podpořeny poptávkou domácností. V návaznosti na oživení průmyslu se zároveň zmírní pokles přepočteného počtu zaměstnanců v tomto odvětví a v závěru letošního roku přejde do přibližné stagnace.[12] Očekávání změn zaměstnanosti a nezaměstnanosti dle šetření Evropské komise se nacházejí poblíž svých dlouhodobých průměrů, přičemž se v posledních měsících posunula ve směru vyšší zaměstnanosti a nižší nezaměstnanosti. Index očekávané zaměstnanosti indikuje pro třetí čtvrtletí zvýšení poptávky po práci.[13] Souhrnně tak předstihové indikátory nenaznačují výrazné ochlazování trhu práce.

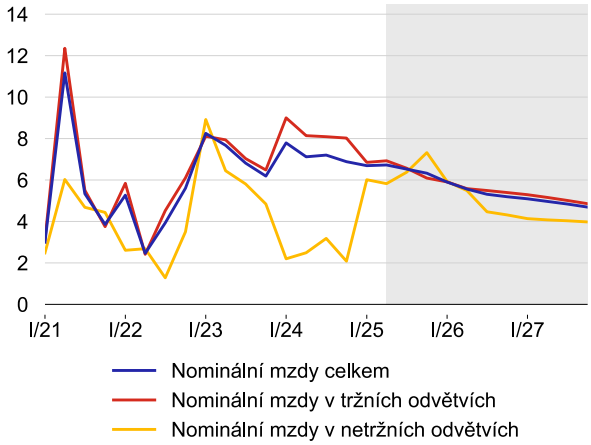
Graf 2.12
Napětí na trhu práce se pohledem indikátoru LUCI bude postupně snižovat

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



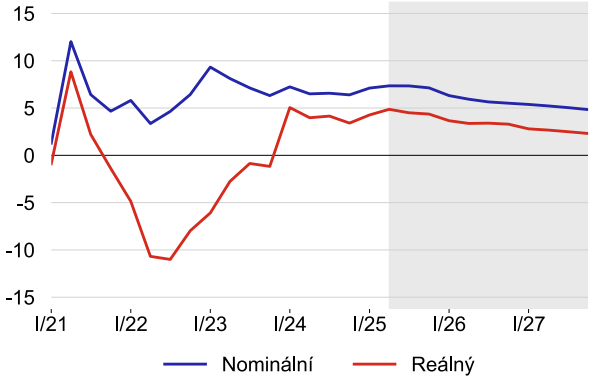
Graf 2.13
Dynamika nominálních mezd zůstane i přes zpomalování z dlouhodobého hlediska nadprůměrná

nominální mzdy, meziroční změny v %, sezonně očištěno



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 %



[11] V tržní i netržní sféře k růstu mezd rovněž mírně přispívá postupné navyšování minimální mzdy. V netržní sféře ve směru vyšší mzdové dynamiky v letošním roce mírně působí také legislativní změna u kaskády zaručených platů účinná od počátku roku.

[12] Tento jev již lze částečně pozorovat v datech. V prvním čtvrtletí letošního roku sice ještě přepočtený počet zaměstnanců v průmyslu klesl, nicméně jednalo se o nejmenší mezičtvrtletní pokles od poloviny roku 2022 (po sezonním očištění).

[13] Index očekávané zaměstnanosti společnosti Manpower Group pro třetí čtvrtletí 2025 signalizuje pokračující nárůst počtu zaměstnanců, navíc se hodnota indexu meziročně i mezičtvrtletně zvýšila. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ ve druhém čtvrtletí pokleslo, přičemž se v případě prvního tématu pohybovalo poblíž průměru předchozích 5 let a v případě druhého tématu nabývalo nadprůměrných hodnot (v čemž se ale mohly projevit legislativní změny v rámci nedávno schválené tzv. flexinovely zákoníku práce).

Ukazatele nezaměstnanosti se v prvním čtvrtletí vyvíjely opačným směrem. Obecná míra nezaměstnanosti poklesla (Graf 2.15), zatímco podíl nezaměstnaných osob (registrovaných na úřadech práce) se zvýšil a v růstu pokračoval i ve druhém čtvrtletí. Prognóza očekává pro druhé čtvrtletí korekci poklesu obecné míry nezaměstnanosti. Zvýšení registrované nezaměstnanosti odráží probíhající strukturální změny v ekonomice. Další nárůst obou ukazatelů nezaměstnanosti ve druhé polovině letošního roku by měl být jen mírný a při probíhajícím hospodářském oživení se nezaměstnanost následně stabilizuje, a z historického pohledu i v mezinárodním srovnání zůstane nízká.

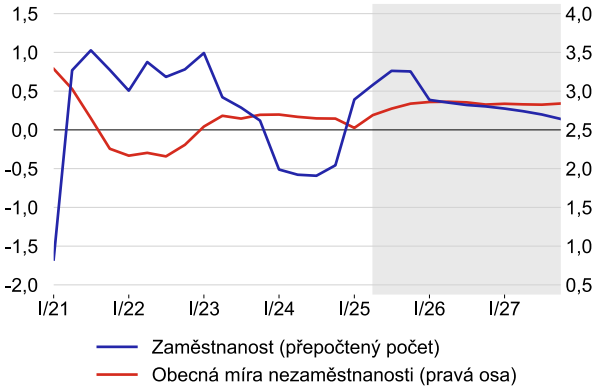
Domácí nákladové tlaky se zmírní vlivem zpomalující mzdové dynamiky a oživujícího růstu efektivity práce

Dynamika domácích nákladů ve druhém čtvrtletí letošního roku zvolnila, zůstala však zvýšená (Graf 2.16). Jejím motorem je i nadále svižný růst mezd v tržních odvětvích. V něm se na výhledu budou stále projevovat následky vysoké inflace z předchozích let a nadále napjatá situace na trhu práce. K růstu nákladů bude rovněž přispívat solidní výkon tuzemské ekonomiky a s ním související poptávka po výrobních kapacitách, která povede k setrvalému zdražování kapitálu. Při růstu zaměstnanosti bude efektivita práce letos mírnit nákladové tlaky pouze lehce. Na výhledu její růst znatelně zrychlí v návaznosti na oživení fixních investic firem, což společně se zpomalením dynamiky mezd přispěje ke zmírnění růstu domácích nákladů k obvyklým hodnotám.

Graf 2.15

Přepočtený počet zaměstnanců v důsledku ekonomického oživení poroste, nezaměstnanost bude po mírném zvýšení zhruba stagnovat

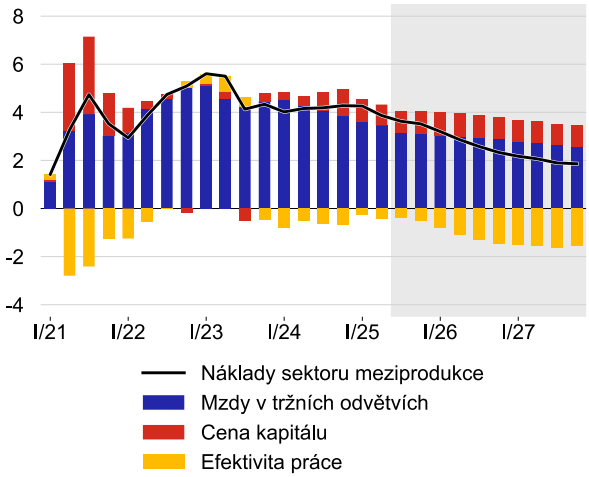
zaměstnanost přepočtená na plné úvazky, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno



Graf 2.16

Pokračující zpomalování mzdové dynamiky a zlepšování 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 % procentní body	**2,6** (0,6)	**2,6** (0,5)	**2,9** -	Výhled HDP se pro letošní rok navyšuje kvůli méně zápornému příspěvku čistého vývozu, který je dán pozorovanými daty; v příštím roce výhled zvyšuje spotřeba domácností a čistý vývoz.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	**3,0** (-0,4)	**3,1** (0,5)	**2,7** -	Predikce spotřeby domácností se pro letošek mírně snižuje kvůli revizi jejího růstu na konci loňského roku, v roce 2026 ji zvyšuje vyšší reálný objem mezd a platů.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	**2,1** (-0,3)	**1,3** (0,1)	**1,6** -	Prognóza spotřeby vládních institucí se pro letošní rok posouvá vlivem pozorování níže, pro příští rok se příliš nemění.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	**0,3** (0,6)	**3,9** (0,4)	**3,7** -	Růst fixních investic bude letos o něco vyšší vlivem revize dat a také kvůli mírně lepší zahraniční poptávce, která podpoří investice i v příštím roce.
Čistý vývoz	příspěvek k růstu HDP procentní body	**-0,1** (0,7)	**-0,2** (0,2)	**0,5** -	Čistý vývoz bude letos růst HDP tlumit méně, což je dáno lepším pozorováním z úvodu roku a také mírně příznivějším výhledem zahraniční poptávky.
Zaměstnanost (přepočtený počet)	meziroční změny v % procentní body	**0,6** (0,5)	**0,3** (0,4)	**0,2** -	Prognóza dynamiky přepočteného počtu zaměstnanců se posouvá výše z důvodu pozorování za první čtvrtletí a vyššího ekonomického růstu, vliv měla též revize dat.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	**2,7** (-0,2)	**2,9** (-0,2)	**2,8** -	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve srovnání s minulou prognózou posouvá lehce níže v důsledku jejího pozorovaného poklesu v prvním čtvrtletí a vyššího růstu HDP.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	**6,6** (0,4)	**5,5** (0,6)	**4,9** -	Predikce dynamiky mezd se oproti minulé prognóze nachází výše, což odráží zlepšení očekávaného výkonu české ekonomiky a zapracování rizika rychlejšího mzdového růstu.

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

3 INFLACE

- Inflace se letos bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle ČNB vlivem zvýšené jádrové inflace a rychlého růstu cen potravin. Inflaci bude nadále tlumit vývoj cen pohonných hmot a regulovaných cen.
- Na horizontu měnové politiky se inflace bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle.
- Na počátku roku 2027 se inflace mírně zvýší vlivem spuštění systému emisních povolenek ETS 2.

Inflace bude během léta postupně zvolňovat

Inflace ve druhém čtvrtletí letošního roku poklesla (Graf 3.1). Byla však rozkolísaná, když v dubnu nejprve zpomalila na 1,8 %, v červnu naopak zrychlila a dosáhla 2,9 %. Ve třetím čtvrtletí[14] bude inflace podle prognózy postupně zvolňovat, za čímž bude stát jak meziročně nižší růst cen potravin, tak lehké zpomalení jádrové inflace. Jejich příspěvky však budou z historického pohledu i nadále zvýšené. Inflaci v nejbližších čtvrtletích by měl tlumit pokračující pokles cen pohonných hmot a umírněná dynamika regulovaných cen (Graf 3.2). Ve druhé polovině příštího roku, tedy na horizontu měnové politiky, celková inflace podle prognózy zvolní do těsné blízkosti inflačního cíle, v roce 2027 se naopak bude nacházet nad ním vlivem spuštění systému emisních povolenek ETS 2, o kterém pojednává Box 1 na konci této kapitoly.

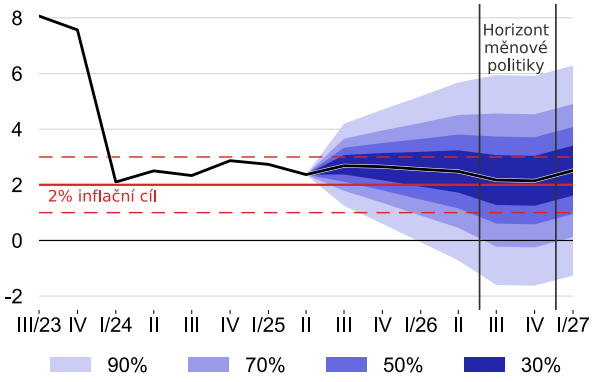
Meziroční dynamika regulovaných cen v závěru letošního roku dále zvolní, v následujících letech se však bude zvyšovat

Umírněný růst regulovaných cen pozorovaný ve druhém čtvrtletí by měl pokračovat i ve zbytku letošního roku (Graf 3.3). Na podzim dokonce ještě může zvolnit vlivem dalšího zlevňování energií pro domácnosti. V příštím roce se růst regulovaných cen mírně zvýší vlivem odeznění meziročního poklesu cen elektřiny a plynu. V roce 2027 pak dojde k dalšímu zvýšení růstu regulovaných cen, což bude dáno především zdražením plynu souvisejícím se spuštěním ETS 2.

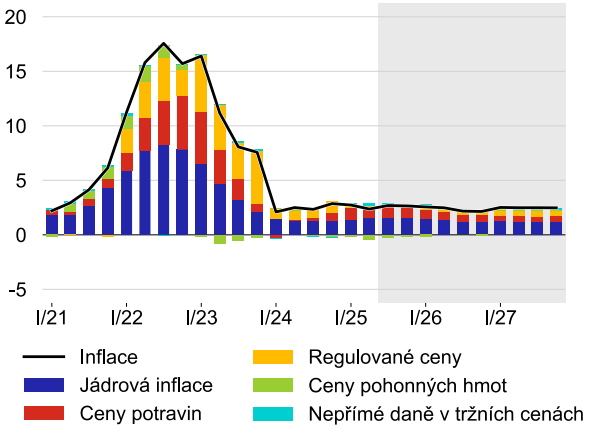
Růst tržních cen setrvá mírně nad 2 %

Růst tržních cen, tj. všech cenových okruhů vyjma regulovaných cen, byl v první polovině letošního roku zvýšený kvůli předchozím silným nákladovým tlakům (Graf 3.4). Jejich vliv bude na výhledu sice postupně odeznívat, snižování nadměrné ziskové přirážky jej však bude ve srovnání s předchozími čtvrtletími letos tlumit jen nepatrně. Vzhledem k solidní domácí poptávce totiž prodejci nebudou mít motivaci snižovat svoji přirážku k obvyklým hodnotám. To se změní až v příštím roce, kdy prodejci své ziskové přirážky začnou opětovně snižovat kvůli celkově přísným měnovým podmínkám, což povede ke zpomalení

Graf 3.1
Inflace se bude v letošním roce pohybovat nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v jeho těsné blízkosti
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf 3.2
Příspěvek jádrové inflace zůstane v nebližších čtvrtletích mírně zvýšený
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



[14] V červenci 2025 inflace dosáhla 2,7 %.

růstu reálných příjmů domácností a zmírnění poptávkových tlaků v ekonomice. V roce 2027 růst tržních cen přechodně zrychlí vlivem zavedení ETS 2, na jehož prvotní dopady centrální banka v základním scénáři úrokovými sazbami nereaguje vzhledem k administrativní povaze tohoto opatření.

Celkové nákladové tlaky budou téměř na celém výhledu růst zhruba stabilním tempem

Růst celkových nákladů ve druhém čtvrtletí letošního roku po delší době klesl ke svým ustáleným hodnotám (Graf 3.5). Za tím stál především výrazný propad dovozních cen energií, ve kterém se projevilo skokové snížení ceny ropy i posílení koruny. Od příštího roku se sice začne zvyšovat tempo zdražování jádrových cen v zahraničí, bude však tlumeno posilováním koruny. Jádrové dovozní ceny tak v souhrnu přispějí k růstu nákladů firem umírněně. Nákladové tlaky začátkem roku 2027 dočasně lehce zesílí vlivem dopadů zavedení emisních povolenek, které prodraží energie nejen pro domácnosti, ale rovněž pro malé a středně velké firmy v dotčených odvětvích. Přes zvýšené dovozní ceny se však celkové nákladové tlaky s přispěním zmírnění růstu cen domácích vstupů udrží poblíž svých obvyklých hodnot. K růstu nákladů bude rovněž setrvale přispívat pokračující cenová konvergence, která povede k tradičně rychlejší cenové dynamice v oblasti služeb než u zboží v rámci jádrové inflace.

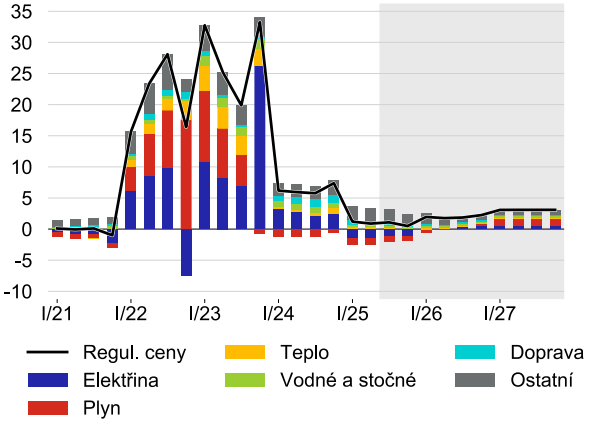
Jádrová inflace bude i v následujících čtvrtletích zvýšená

Jádrová inflace v průběhu druhého čtvrtletí postupně zrychlovala až na 3,0 % v červnu. Růst cen neobchodovatelných statků přitom zrychlil na 4,6 % a cenová dynamika obchodovatelných statků se odpoutala od nuly a dosáhla 0,7 %. Momentum[15] jádrové inflace bylo ve druhém čtvrtletí zhruba stabilní, přičemž v jeho závěru začalo zpomalovat momentum cen služeb i cen služeb očištěných o imputované nájemné, zatímco u cen zboží viditelně zrychlilo (Graf 3.6). Meziroční růst samotného imputovaného nájemného se ve druhém čtvrtletí dále zvýšil, za čímž stál zejména zrychlující růst cen nových nemovitostí.[16] Došlo proto k úpravě předpokladů, prognóza nově počítá s tím, že růst cen nemovitostí bude zpomalovat jen pozvolna, a příspěvek imputovaného nájemného tedy zůstane zvýšený i v následujících 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. Neustáleným cenovým vývojem se zabývá Box 2 na konci této kapitoly.

Graf 3.3

Dynamika regulovaných cen bude i ve druhé polovině letošního roku utlumená, v dalších letech se bude postupně zvyšovat

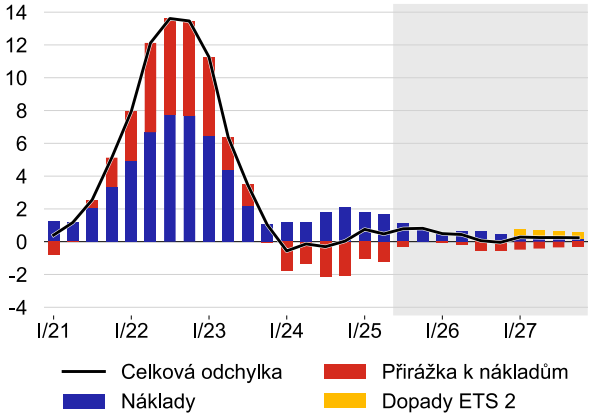
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



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.

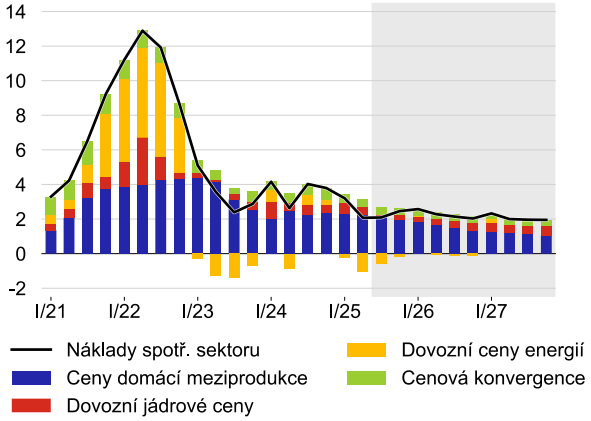


Poznámka: Příspěvek přirážky k nákladům obsahuje mezeru marží v sektoru spotřebních a mezispotřebních statků a služeb.

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



[15] Jedná se o tříměsíční klouzavý průměr anualizovaných sezonně očištěných meziměsíčních změn.

[16] Podrobněji se tématu nemovitostí věnuje příloha Realitní trh v České republice ve vzestupné fázi cyklu na konci této Zprávy.

Růst cen potravin se v nejbližších čtvrtletích udrží na zvýšené úrovni

Meziroční růst cen potravin, nápojů a tabáku byl ve druhém čtvrtletí značně rozkolísaný. V dubnu nejprve zpomalil na 2,6 %, v červnu naopak zrychlil téměř k 5 %, a byl tak hlavním faktorem rozkolísanosti celkové inflace. Na zvýšené úrovni (v průměru kolem 4 %) se udrží i v následujících čtvrtletích, což bude souviset jak se svižným růstem cen zemědělských výrobců, tak s pokračujícím zdražováním některých dovážených potravinářských komodit.

Meziroční pokles cen pohonných hmot bude ve druhé polovině letošního roku zvolňovat

Meziroční pokles cen u čerpacích stanic se ve druhém čtvrtletí prohloubil, v dalších čtvrtletích bude postupně zvolňovat. V roce 2027 pak meziroční dynamiku cen pohonných hmot na vyšší (kladné) úrovně posune spuštění ETS 2.

Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnovépolitickou inflací

Změny nepřímých daní[17] 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 nacházet lehce nad měnovépolitickou inflací (Graf 3.8).

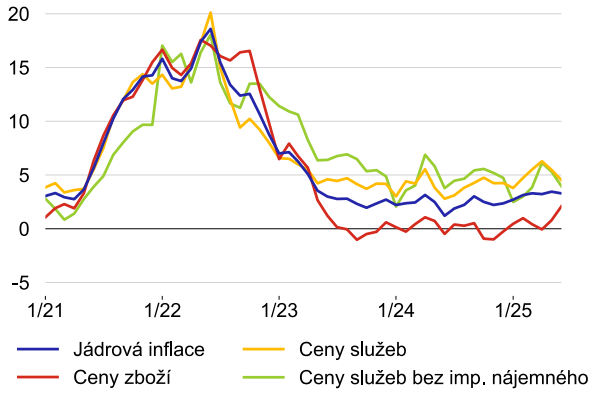
Na horizontu měnové politiky[18], tedy ve druhém pololetí 2026, bude měnovépolitická inflace – podobně jako celková inflace – v těsné blízkosti 2% cíle centrální banky (Graf 3.8).

V roce 2027 se inflace zvýší nad 2 % vlivem zavedení ETS 2. Prognóza ve svém základním scénáři předpokládá prvotní dopad ve výši cca 0,4 procentního bodu.

Graf 3.6

V závěru prvního pololetí letošního roku zrychlilo momentum cen zboží, u cen služeb naopak zpomalilo

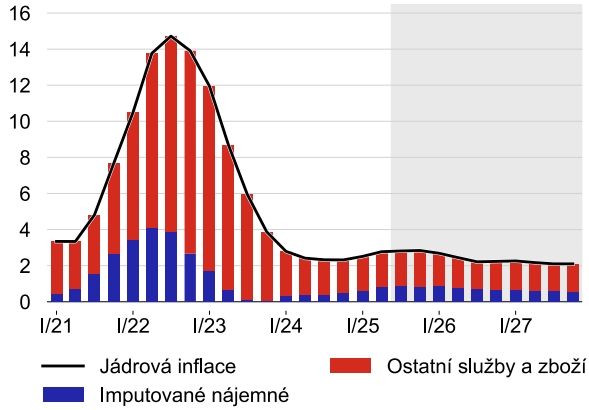
anualizované sezonně očištěné meziměsíční změny v %, tříměsíční klouzavé průměry



Graf 3.7

Jádrová inflace se bude ve druhé polovině letošního roku pohybovat lehce pod 3 % při zvýšeném příspěvku imputovaného nájemného

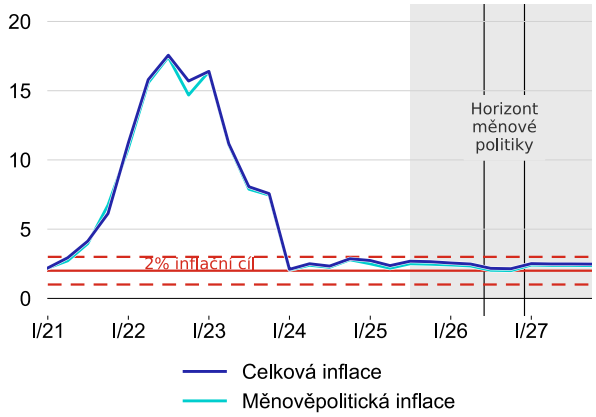
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf 3.8

Celková i měnovépolitická inflace se na horizontu měnové politiky budou nacházet v těsné blízkosti 2% cíle

celková a měnovépolitická inflace, v %



[17] U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy bezprostředních dopadů do cen – primární (neboli účetní v dotčených položkách) a sekundární (jdoucí v dotčených položkách nad rámec účetních dopadů). Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (účetnímu) promítnutí daňových změn do cen příslušných položek spotřebního koše. Sekundární dopady zachycují okamžité cenové změny nad rámec jejich primárních dopadů a mohou být kladné i záporné. Sekundární dopady ovlivňují jak měnovépolitickou inflaci, tak inflaci celkovou. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek a v prognóze na ně úrokovými sazbami nereaguje.

[18] 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 odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.

Srovnání s minulou prognózou: cenový vývoj

		2025	2026	2027	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	**2,6** (0,1)	**2,3** (0,2)	**2,5** -	Prognóza inflace se posouvá lehce směrem nahoru vlivem vyšší jádrové inflace a mírnějšího poklesu cen pohonných hmot.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	**0,9** (0,0)	**2,0** (-0,2)	**3,1** -	Výhled regulovaných cen se letos nemění, pro příští rok leží lehce níže z důvodu očekávaného výraznějšího zlevňování energií pro domácnosti.
Jádrová inflace	% procentní body	**2,7** (0,1)	**2,4** (0,2)	**2,2** -	Predikce jádrové inflace 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	**4,0** (-0,1)	**2,6** (0,2)	**2,0** -	Růst cen potravin bude v příštím roce oproti jarní prognóze lehce vyšší vlivem mírně rychlejšího zdražování zemědělských výrobců.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	**-6,4** (2,0)	**-2,9** (1,2)	**5,3** -	Predikce cen pohonných hmot se posouvá výše jak vlivem pozorované skutečnosti, tak kvůli vyššímu výhledu ceny ropy.

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

Box 1: Dopady zavedení systému emisních povolenek EU ETS 2

Od začátku roku 2027 by měl být spuštěn systém EU Emissions Trading System 2 (dále jen ETS 2), jehož záměrem je prostřednictvím emisních povolenek zpoplatnit emise skleníkových plynů na celoevropské úrovni ze silniční dopravy, vytápění budov a produkce malých energetických a průmyslových podniků. Navazuje tak na systém EU ETS 1[1] zavedený v roce 2005, který zpoplatňuje velké emitenty, zejména energetiku a těžký průmysl. Od roku 2027 by celý systém měl celkově pokrývat až 85 % emisí skleníkových plynů v Evropě. Mimo něj by mělo zůstat pouze zemědělství a odpadové hospodářství. Cílem tohoto boxu je odhadnout dopady zavedení ETS 2, jakkoliv je kvantifikace momentálně zatížena řadou nejistot.

Systém ETS 2 včetně stanovení ceny povolenky bude fungovat odděleně od systému EU ETS 1. Aktuální unijní legislativa předpokládá, že pokud průměrná cena emisní povolenky překročí 45 EUR/t CO_2 ve stálých cenách roku 2020, budou do oběhu s určitým zpožděním uvolněny další povolenky, aby se zamezilo jejímu nadměrnému růstu. Povolenky nebudou nakupovat jednotlivé domácnosti a podniky, ale velcí dodavatelé paliv, kteří je následně promítnou do svých cen vůči spotřebitelům a odběratelům. Množství povolenek v oběhu by se mělo obdobně jako u systému EU ETS 1 každým rokem snižovat. Pokud by v době před spuštěním (v první polovině roku 2026) panovaly na trhu mimořádně vysoké ceny energií, mělo by být spuštění odloženo na rok 2028[2].

Pro odhad dopadů ETS 2 do domácí inflace vycházíme z maximální ceny povolenky v cenách roku 2020 ve výši 45 EUR. Ta se ale postupně navyšuje o průměrnou inflaci HICP v EU27, která v roce 2024 oproti roku 2020 činila 22,6 %. Za předpokladu 2% inflace pro další roky by výsledná limitní úroveň pro cenu povolenky byla na začátku roku 2027 oproti roku 2020 vyšší o cca 28 %, tedy okolo 57 EUR.

V případě, že by cena povolenky byla v roce 2027 na limitní úrovni, tedy 57 EUR/t CO_2, domácí spotřebitelské ceny by se skrze zdražení plynu, pohonných hmot a uhlí mohly zvýšit o 0,9 procentního bodu. S tímto odhadem je však spojena velká nejistota. V současné době totiž členské státy EU žádají Evropskou komisi o zásadní změny v obchodování s emisními povolenkami v systému ETS 2. Další nejistota panuje také kolem možných kompenzací ze strany české vlády a jejich případného promítnutí do spotřebitelských cen. Proto prognóza pracuje s polovičním prvotním dopadem ve výši 0,4 procentního bodu a druhotným dopadem 0,2 procentního bodu. Měnová politika v základním scénáři reaguje pouze na druhotný dopad. Další scénáře se zabývají variantami reakce měnové politiky na celkový dopad zavedení emisních povolenek a možného většího dopadu, který odpovídá ceně povolenky 57 EUR/t CO_2 bez dodatečných kompenzací, a to s reakcí centrální banky pouze na druhotné dopady.

Vedle toho panují další nejistoty související s obchodní a cenovou strategií dodavatelů paliv. V ČR zatím neexistuje právní rámec, který by upravoval, jak dodavatelé paliv budou obchodovat s povolenkami a jak je zahrnou do svých koncových cen. Dodavatelé plynu tak například v poslední době omezují uzavírání smluv s fixní cenou na období delší než dva roky, případně do smluv vkládají doložky zohledňující budoucí ceny povolenek.

Z aukcí emisních povolenek ČR získá dodatečné peněžní prostředky, které budou využity na zatím nespecifikovaná kompenzační opatření dotčeným ekonomickým subjektům. Dále bude rok před spuštěním ETS 2 na úrovni EU vytvořen Sociální klimatický fond, do kterého bude alokována část emisních povolenek. Prostředky získané jejich prodejem budou použity na kompenzaci negativních dopadů růstu cen paliv. Státy přitom na čerpání tohoto unijního finančního zdroje budou muset vypracovat Sociální klimatický plán. K výdajům z fondu přispějí vlastními zdroji minimálně z 25 %. V ČR momentálně probíhá příprava plánu, který však bude Evropskou komisí schválen až při plně transponované směrnici ETS 2 do národní legislativy, k čemuž zatím nedošlo.

Nastavení kompenzačních mechanismů a načasování jejich spuštění bude mít spolu s cenou emisních povolenek zásadní vliv na to, jak zavedení ETS 2 ovlivní finanční situaci českých domácností. Dopad na domácnosti bude přitom nerovnoměrný v závislosti na využívání energeticky úsporného bydlení a hromadné či individuální automobilové dopravy.

---

[1] V systému ETS 1 jedna povolenka (European Emission Allowance) opravňuje držitele k vypuštění jedné tuny oxidu uhličitého, případně ekvivalentního množství oxidu dusného nebo perfluorovaných uhlovodíků. Každý rok EU vydává určité množství povolenek, přičemž tzv. emisní strop se v průběhu let rovnoměrně snižuje. Podniky zapojené do systému si kupují povolenky buď v aukci (a následně s nimi mohou obchodovat na burze), navzájem mezi sebou, nebo je dostávají v určitém množství zdarma.

[2] Cena plynu TTF (Title Transfer Facility, virtuální obchodní uzel v Nizozemsku) by však v tomto případě musela být vyšší než zhruba 107 EUR/MWh, nebo cena ropy Brent vyšší než přibližně 160 USD/barel, což se nyní nejeví jako pravděpodobné. Systém ETS 2 umožňuje výjimky pro podniky a domácnosti v případě, že jsou národní legislativou zatíženy daní z oxidu uhličitého, která je vyšší než cena emisní povolenky. V ČR tato daň z oxidu uhličitého neexistuje.

Box 2: Nepříznivá struktura cenového růstu

ČNB opakovaně upozorňuje na nedokončenou dezinflaci a rizika vyplývající ze struktury cenového růstu. Doposud přetrvávala inflační ohniska v oblasti cen služeb, v poslední době zejména v podobě zesilujícího růstu nákladů vlastnického bydlení. Jde přitom o položky s vyšší setrvačností v rámci spotřebního koše, jejichž růst bude pravděpodobně odeznívat pomalu. Inflaci naopak brzdily spíše kolísavé položky jako pohonné hmoty, energie a v loňském roce i potraviny. Letošní vzdemutí cen potravin pak ukazuje, jak snadno se takový vývoj může otočit.

Tento box přináší jiný pohled na strukturu cenového růstu a ukazuje, že neustálenost cenového vývoje je širším problémem zasahujícím i mimo doposud zmiňované ceny služeb. Při ustáleném cenovém vývoji by rozdělení růstu cen ve spotřebním koši mělo být zhruba symetrické okolo 2% cíle. Nyní však nadpoloviční část spotřebního koše roste rychleji než o 3 % (Graf 1).

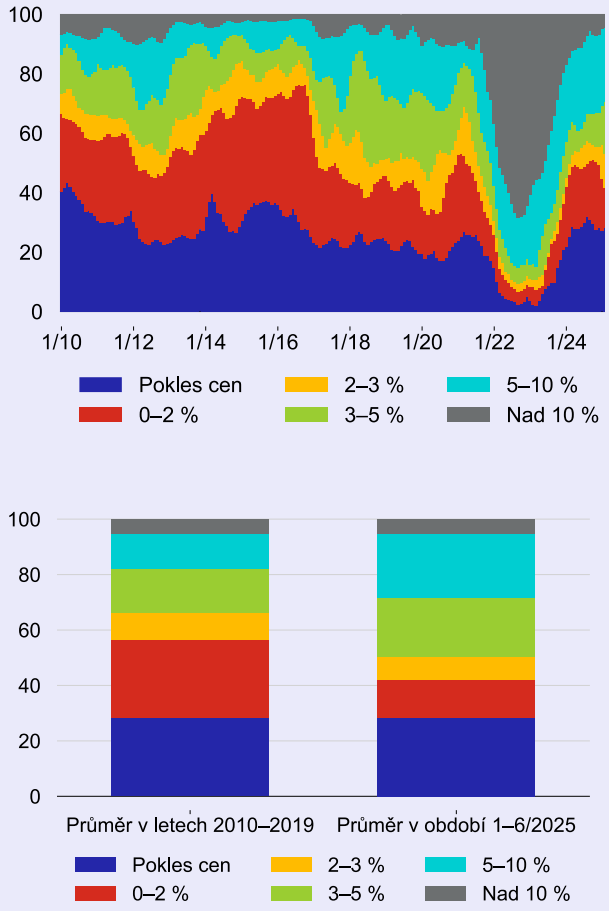
Problém přitom není v extrémním cenovém růstu. Vážený podíl položek rostoucích rychleji než o 10 % je velmi blízko historických průměrů (Graf 2). Také podíl položek vykazujících pokles nijak nevybočuje. Výrazné změny ale pozorujeme ve velmi nízkém podílu položek rostoucích mírným tempem 0–2 %. Těch bývalo mezi lety 2010–2019[1] v průměru 28 %, kdežto v dosavadním průběhu roku 2025 jich je pouze 14 %. Opačný posun je patrný v podílu položek rostoucích o 5–10 %, jejichž dlouhodobé zastoupení před pandemií bylo 13 %, od začátku letošního roku však dosahuje výrazných 23 %. Část této skupiny se v posledních měsících přelévá do pásma 3–5% růstu. Podíl těchto dvou skupin s nadměrným cenovým růstem dohromady (44 %) však zůstává výrazně nad historickým průměrem (29 %).

To ukazuje, že cenový vývoj se ve svém rozdělení ještě zcela neustálil a je ve své struktuře zvýšený a zároveň citlivý na vnější šoky. Celkově umírněné meziroční inflaci pomáhá několik váhově významných položek s klesající cenou. Jde zejména o ceny energií pro domácnosti (elektřina, plyn) a pohonných hmot. Ty těží z dopadů globálně příznivého vývoje cen energií – ten se však může nečekaně obrátit. Naopak cenové jádro, ať už reprezentované jádrovou inflací dle definice ČNB (ve výši 3 % v červnu 2025), vývojem mediánové čisté inflace (3,8 %) či právě zde popsanými podíly spotřebního koše s nadměrným cenovým růstem (ve druhém čtvrtletí letošního roku 52 % koše rostlo rychleji než 3 %) však ukazují, že ve struktuře cenového vývoje přetrvávají inflační rizika.

Grafy 1 a 2

Nadpoloviční část spotřebního koše v současnosti roste více než 3% tempem

podíly položek spotřebního koše v % rostoucích daným tempem



[1] Jedná se o období od zavedení 2% inflačního cíle do období mimořádných šoků (covid-19, energetická krize, válka na Ukrajině). V tomto období byla průměrná inflace 1,7 %.

4 MĚNOVÁ POLITIKA

- Bankovní rada na srpnovém 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.
- S prognózou je konzistentní nejprve mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb a v příštím roce jejich lehký nárůst.

Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní nejprve mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb a v příštím roce jejich lehký nárůst

Prognóza implikuje další mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb ve druhém pololetí letošního roku (Graf 4.1) v návaznosti na klesající výhled sazeb ECB a Fedu a propad cen energií během jara. Následně se počátkem příštího roku začnou domácí sazby opět lehce zvyšovat, což odráží přetrvávající domácí inflační tlaky.

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).

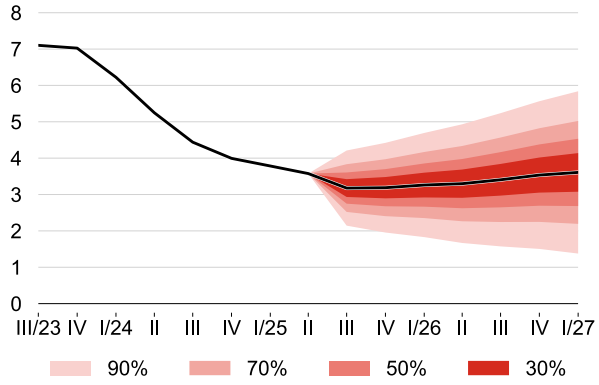
Koruna bude na výhledu zhruba stabilní

V úvodu druhého čtvrtletí koruna v reakci na globální nejistotu spojenou s americkou celní politikou a geopolitickým napětím mírně oslabila na 25,2 CZK/EUR. Na konci dubna začala ztráty korigovat v reakci na globální vývoj. K posílení koruny přispěla také vyšší poptávka spojená s přebytkem zahraničního obchodu, kterou částečně tlumila sezónní poptávka po devizách v souvislosti s výplatou dividend a začátkem turistické sezóny. Izraelský útok na Írán v červnu krátkodobě narušil posilující trend koruny, ta se však po uklidnění situace vrátila ke zpevňování. K tomu přispělo také zveřejnění červnové inflace a komunikace ČNB naznačující stabilitu sazeb. Koruna tak v červenci dosáhla průměrné úrovně 24,6 CZK/EUR, což je nejsilnější hodnota od prosince 2023.

Základní scénář letní prognózy očekává, že průměrná hodnota kurzu koruny ve třetím čtvrtletí 2025 dosáhne 24,8 CZK/EUR, jelikož kurz s predikovaným poklesem úrokových sazeb nepatrně oslabí ze současných silnějších hodnot. Na výhledu bude kurz koruny zhruba stabilní (Graf 4.3). V následujících čtvrtletích jeho dalšímu posílení bude bránit jen postupně oživující produktivita v domácí ekonomice. V roce 2027 se projeví mírné zúžení úrokového rozpětí vůči eurozóně, kdy koruna nepatrně oslabí v důsledku zvyšujícího se výhledu sazeb ECB.

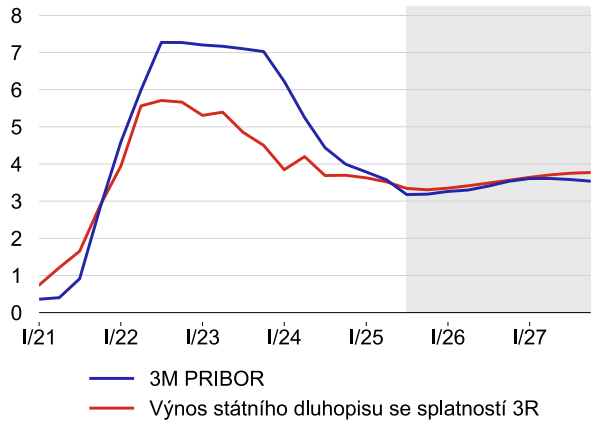
Graf 4.1
S prognózou je konzistentní nejprve mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb a v příštím roce jejich lehký nárůst

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Graf 4.2
Výnos tříletého státního dluhopisu se v příštím roce mírně zvýší v návaznosti na nárůst krátkodobých sazeb

v %



Tržní výhled úrokových sazeb se nachází mírně nad letní prognózou ČNB

Obě rozhodnutí bankovní rady (snížení základních úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu v květnu, resp. ponechání beze změny v červnu) byla široce očekávána. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se však posunul výše. Reagoval tak na komunikaci ČNB ohledně přetrvávajících inflačních rizik a jen omezeného prostoru pro další uvolnění měnové politiky. Trh tak na konci července očekával přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf 4.4). Tento výhled přitom leží mírně výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře letní prognózy ČNB.

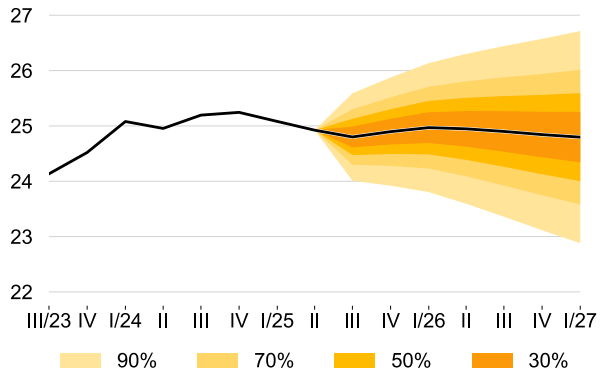
Bankovní rada zdůrazňovala přetrvávající domácí proinflační rizika

Ve svých veřejných vystoupeních před srpnovým měnověpolitickým zasedáním členové bankovní rady opakovaně upozorňovali na přetrvávající domácí proinflační rizika. Akcentovali zejména setrvale rychlý růst cen služeb, tažený robustní mzdovou dynamikou a silnou domácí poptávkou, a dále také růst cen nemovitostí, který se promítá do imputovaného nájemného. Několik členů zároveň uvedlo, že měnové podmínky bude nutné udržovat na přísnější úrovni po delší dobu. Podle jedné z členek bankovní rady je současný cyklus snižování úrokových sazeb téměř jistě u konce. Zvyšování sazeb pak vnímala jako nástroj s omezenou účinností na trhu nemovitostí, který by zároveň přinesl výrazné vedlejší dopady, a proto ho aktuálně nepovažuje za vhodný. I další člen bankovní rady vnímal prostor pro další snižování sazeb jako omezený a očekával, že úrokové sazby zůstanou po určitou dobu stabilní.

Graf 4.3

Koruna bude na výhledu zhruba stabilní

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

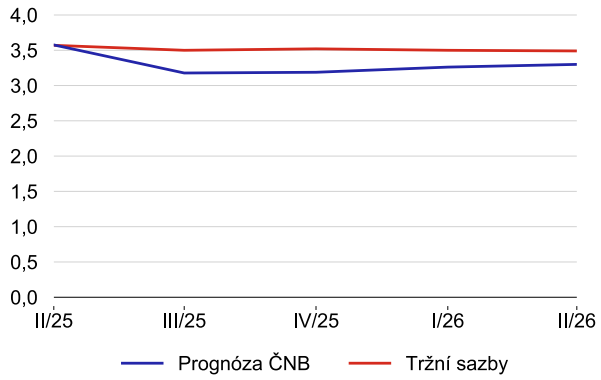


Tržní úroková sazba 3M PRIBOR *je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je* ***dvoutýdenní (2T) repo sazba****, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím repo operací. 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 srpnovým 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 prémie odchylovat. Tato dlouhodobá úroková sazba se následně promítá do dalších částí prognózy skrze úrokové sazby pro domácnosti a firmy.*

Graf 4.4

Trh většinově očekával na srpnovém zasedání stabilitu úrokových sazeb, výhled trhu leží mírně nad prognózou ČNB

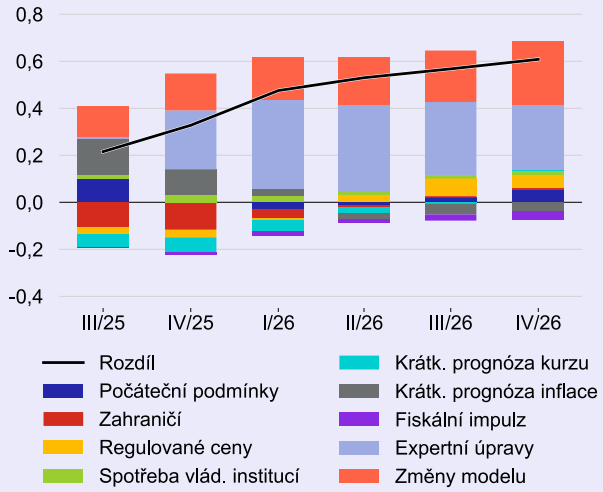
3M PRIBOR, FRA v %



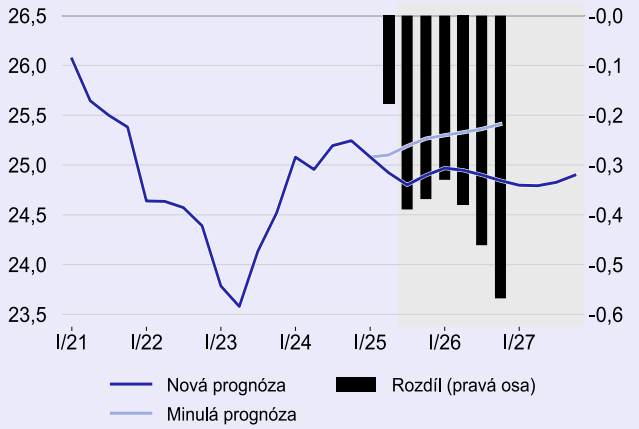
Poznámka: Tržní sazby představují pro II/25 3M PRIBOR, pro III/25 až II/26 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. červenci 2025.

Srovnání s minulou prognózou: úrokové sazby a kurz koruny

Graf 4.5
Oproti jarní prognóze leží trajektorie sazeb na značně 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 výrazně vyšším sazbám. Nově prognóza v základním scénáři zahrnuje proinflační rizika z předchozích prognóz, jmenovitě zvýšený růst cen nemovitostí, přetrvávající zvýšené marže firem a očekávaný nadstandardní mzdový růst ve službách a obchodě. S prodloužením horizontu prognózy do konce roku 2027 jsou navíc zahrnuty druhotné dopady zavedení systému emisních povolenek ETS 2, na které měnová politika reaguje s předstihem již v roce 2026.
- Záporný příspěvek **zahraničí** odráží především silnější kurz eura vůči dolaru a zhoršený sentiment ohledně americké ekonomiky odrážející nejistotu kolem celní politiky Spojených států.
- **Krátkodobá prognóza inflace** pro třetí čtvrtletí letošního roku působí ve směru mírně vyšších sazeb.
- **Změny modelu** vedou k mírně vyšším sazbám, reflektují snížení rovnovážné úrovně nominálních sazeb ECB z 2,5 % na 2,25 % od roku 2019 a implicitní navýšení rizikové prémie koruny na 0,75 procentního bodu.

  Za předpokladu neměnného výhledu zahraničních sazeb působí měnová politika ECB restriktivněji, což činí euro vůči koruně atraktivnější. Vyšší domácí sazby zamezí oslabení kurzu a předejdou zvýšení dovozních cen, potažmo inflace.

  Model rovněž nově zapracovává efekty fiskálního impulzu i na historii. Tato změna působí k lehce vyšším sazbám především v letošním roce. Nově je tak přesněji zachyceno proinflační působení fiskálních podpůrných opatření během covidové a energetické krize.

- Vliv **krátkodobé prognózy kurzu, počátečních podmínek,** přehodnocení výhledu **regulovaných cen** stejně jako **spotřeby vládních institucí** a **fiskálního impulzu** je zanedbatelný.

Srovnání kurzu koruny s minulou prognózou (Graf 4.6)

- Kurz koruny se ve srovnání s jarní prognózou nachází na silnějších hodnotách zejména vlivem širšího úrokového rozpětí vůči eurozóně oproti předchozí prognóze, vyššího přebytku zahraničního obchodu a dosažené úrovně ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Analytici predikují v ročním horizontu mírné snížení základních sazeb ČNB a přibližnou stabilitu kurzu CZK/EUR

Pro srpnové 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 3,50 % (medián 3,25 %).

Analytici v šetřeních IOFT i FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny mírně pod 25 CZK/EUR, (Tab. 4.1). Jejich predikce předpokládají o něco silnější kurzovou úroveň než výhled centrální banky. Analytici se domnívají, že koruna bude velmi pozvolna posilovat v důsledku oživení české ekonomiky a kladného úrokového diferenciálu vůči eurovým sazbám. Opačným směrem může působit geopolitický vývoj, zejména obchodní války či probíhající válečné konflikty vyvolávající vyšší averzi k riziku.

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

Inflační očekávání podniků se dále nepatrně snížila, ale zůstávají nad 2% cílem

Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu zůstala v červnu 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 znatelně snížil z březnových 2,9 % na 2,4 % v červnu, v případě cen hlavních výstupů (finální produkce) dosahoval 2,1 %.

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 lehce zvýšil. Také indikátor inflace očekávané v ročním horizontu během minulého roku mírně vzrostl, v porovnání s předchozími roky však zůstává nízký (Graf 4.7). Současně se zvýšil podíl domácností očekávajících zlepšení jejich finanční situace v příštích dvanácti měsících.

Sazby na peněžním trhu se snížily, sazby s delší splatností kolísaly v souvislosti se zvýšenou nejistotou

Úrokové sazby PRIBOR klesly v reakci na květnové snížení základních sazeb ČNB. Očekávání dalšího uvolňování měnových podmínek touto cestou však slábnou a výnosová křivka peněžního trhu má tak téměř plochý tvar. Tuzemské sazby s delší splatností (nad 1 rok) ve větší míře následovaly vývoj na zahraničních trzích (Graf 4.8). Důležitými faktory byly především obchodní války, geopolitické napětí na Blízkém východě a očekávané nastavení

Tab. 4.1

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

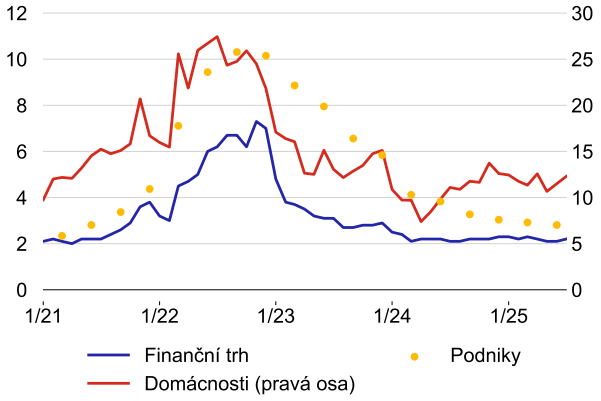
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

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

Graf 4.7

Inflační očekávání v ročním horizontu u nefinančních podniků nepatrně klesla, stále však zůstávají nad 2% cílem

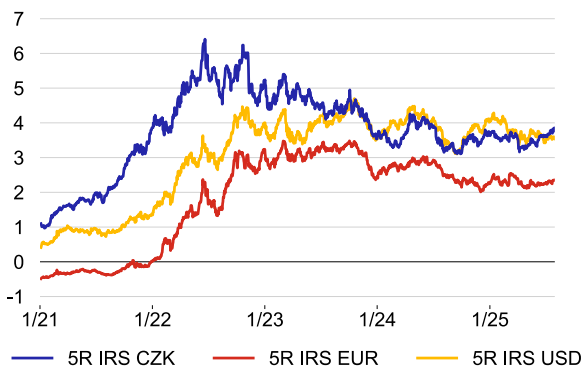
vzorek cca 18 analytiků, 150 podniků a 1000 domácností, v %



Graf 4.8

Domácí úrokové sazby s delší splatností od začátku letošního roku kolísaly bez zřejmého trendu

v %



měnové politiky v USA. Celkově 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 v reakci na pokles základních sazeb ČNB dále snížily

Přenos poklesu měnověpolitických sazeb je přitom nejrychlejší v segmentu úvěrů nefinančním podnikům. Od počátku snižování základních sazeb ČNB v závěru roku 2023 tato sazba poklesla o 3,9 procentního bodu na 4,8 % (Graf 4.10). Výrazněji klesla i sazba z eurových úvěrů podnikům, což vedlo k mírnému nárůstu úrokového diferenciálu na 1,4 procentního bodu. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení se v druhém čtvrtletí jenom velmi mírně snížila. Od konce roku 2023 tak poklesla o 0,8 procentního bodu na 4,7 %. V uvedeném vývoji se projevovalo předchozí snížení tržních sazeb IRS s delší splatností, v letošním roce ale pozorujeme spíše jejich stagnaci.

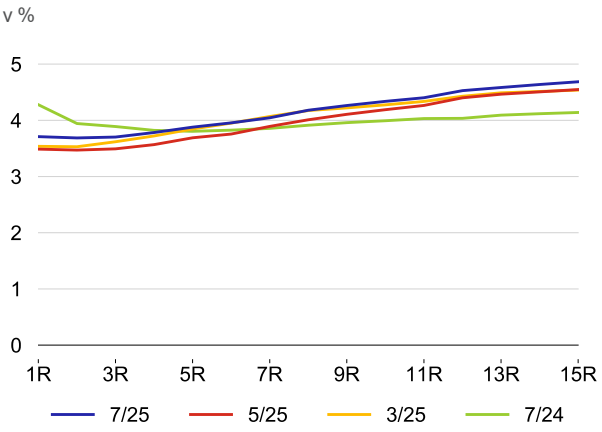
Dynamika úvěrů nefinančním podnikům zrychlila

Tempo růstu úvěrů podnikům ve druhém čtvrtletí 2025 zrychlilo na 5,5 %. K růstu podnikových úvěrů přispívaly korunové i cizoměnové úvěry a z hlediska odvětví především úvěry ve službách a činnosti v oblasti nemovitostí. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech podniků se snížil k úrovni 50 %. Dle šetření úvěrových podmínek bank ve druhém čtvrtletí vzrostla poptávka v segmentu malých a středních podniků a krátkodobých úvěrů, naopak poptávka po dlouhodobých úvěrech poklesla zejména v důsledku snížené potřeby financovat fixní investice. Dle prognózy bude růst úvěrů podnikům ve druhé polovině letošního roku a následně i v roce 2026 zrychlovat v reakci na postupné zvyšování ekonomického růstu a sníženou hladinu úrokových sazeb (Graf 4.11).

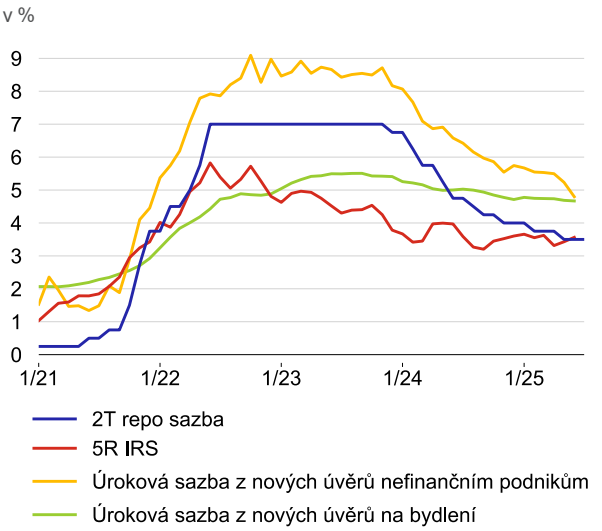
Úvěry domácnostem na bydlení zrychlují svůj růst, dynamika úvěrů na spotřebu zůstává na vysokých hodnotách

Roční míra růstu úvěrů domácnostem na bydlení ve druhém čtvrtletí letošního roku zrychlila na 6,5 %. V tom se odráží vysoké objemy nových čistých hypoték (Graf 4.12). V reálném vyjádření po očištění o inflaci, resp. změnu nabídkových cen bytů, se objemy nových čistých hypoték pohybují na úrovních z předcovidového období charakterizovaného svižným růstem cen nemovitostí. Růst poptávky po úvěrech na bydlení je dle vyjádření bank ovlivňován očekáváním dalšího růstu cen rezidenčních nemovitostí a mírným snížením úrokových sazeb z hypoték. Dle prognózy bude dynamika úvěrů na bydlení v letošním a příštím roce dále vysoká v návaznosti na rostoucí poptávku po nemovitostech. Růst úvěrů na spotřebu se ve druhém čtvrtletí pohyboval dále na vysoké úrovni

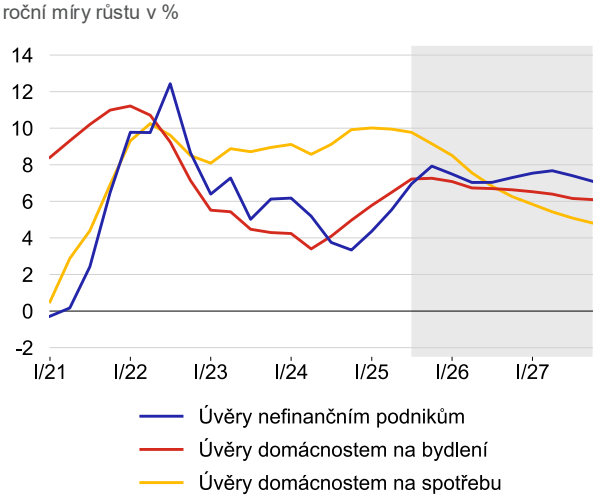
Graf 4.9
Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula na lehce vyšší hladinu, její tvar je mírně rostoucí



Graf 4.10
Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení se postupně dále snižují



Graf 4.11
Růst úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení zůstane i v následujícím období vysoký



9,9 %. Poptávka po úvěrech na spotřebu rostla dle bank v důsledku zlepšení spotřebitelské důvěry a souvisejícího zvýšení spotřebních výdajů. Dle prognózy bude růst úvěrů na spotřebu ve druhé polovině letošního roku dále zpomalovat.

Růst množství peněz v ekonomice v první polovině roku 2025 zpomalil

Roční míra růstu peněžního agregátu M3 ve druhém čtvrtletí mírně zpomalila na 4,1 % (Graf 4.13). V tom se odráží záporný příspěvek čistých zahraničních aktiv v důsledku odlivu kapitálu. Naopak u úvěrů soukromému sektoru se příspěvek k růstu množství peněz v ekonomice zvýšil a obdobný vývoj lze očekávat i v následujícím období. Kladný příspěvek financování vládních institucí zůstává stále nad svým dlouhodobým průměrem. V důsledku snižování úrokových sazeb přetrvává vysoká dynamika peněžního agregátu M1 zahrnujícího zejména jednodenní vklady domácností a podniků.

Reálné měnové podmínky budou v letošním a příštím roce působit zhruba neutrálně

Kurzová složka reálných měnových podmínek zůstává prakticky na celém prognostickém horizontu neutrální. Úroková složka působí až do konce roku 2026 zhruba neutrálně, později v roce 2027 se očekává její restriktivní účinek.

V souhrnu se tak index reálných měnových podmínek nachází v letošním a příštím roce na neutrální hladině. Od začátku roku 2027 je působení měnových podmínek mírně restriktivní (Graf 4.14).

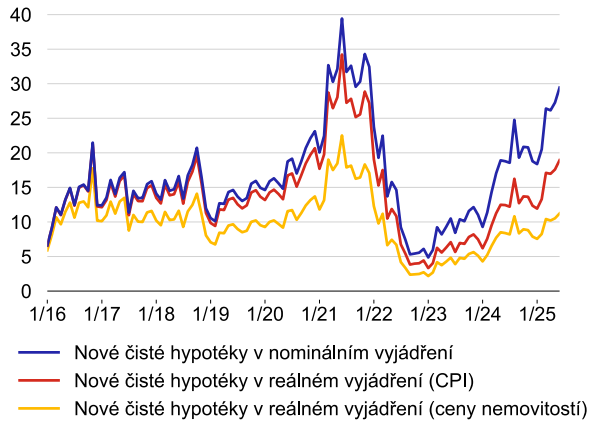
RMCI je založen na sazbách ze základního scénáře prognózy, který implikuje mírný pokles úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí. Při ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni tak bude úroková složka působit lehce restriktivně.

Proinflačním rizikem prognózy je možné delší přetrvání nepříznivé struktury cenového růstu

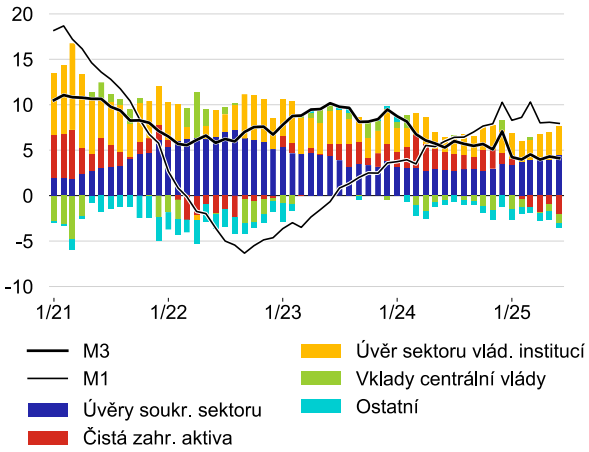
Jak vyplývá z analýzy v Boxu 2, nadpoloviční část spotřebního koše v letošním roce roste více než 3% tempem. Oproti tomu v letech 2010–2019 tvořily více než polovinu indexu spotřebitelských cen položky, jejichž ceny buď klesaly, nebo rostly jen mírným tempem do 2 % meziročně. Struktura spotřebního koše tedy byla rovnoměrněji rozdělena v blízkosti inflačního cíle. Současná situace má za následek, že průměrná inflace je v dosavadním průběhu letošního roku o téměř 1 procentní bod vyšší oproti průměru let 2010–2019. Nepříznivý vývoj lze přitom nově pozorovat také u cen zboží, jejichž dynamika v posledních měsících zrychluje a udržuje momentum jádrové inflace nad 3 %.

Celkově tak platí, že struktura cenového růstu prozatím neodpovídá dlouhodobě udržitelnému plnění 2% inflačního cíle. V prostředí stále zvýšených inflačních očekávání domácností je rizikem, že tento nepříznivý stav přetrvá i v následujících obdobích.

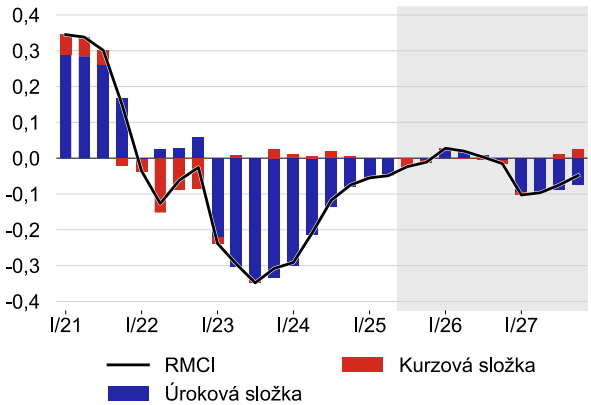
Graf 4.12
Objemy nově poskytnutých hypoték se dále zvyšují
nové čisté hypotéky včetně navýšení, v mld. Kč



Graf 4.13
Dynamika agregátu M3 v první polovině letošního roku zpomalila
roční míry růstu v %



Graf 4.14
Reálné měnové podmínky budou v letošním a příštím roce 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.

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

Vzhledem k probíhajícím politickým jednáním v EU a dalším nejasnostem spojeným se zavedením ETS 2 zůstává jeho finální podoba nejistá (viz podrobněji Box 1 na konci kapitoly 3). Základní scénář prognózy proto v roce 2027 předpokládá prvotní vliv zavedení systému ETS 2 ve výši 0,4 procentního bodu a druhotný dopad ve výši 0,2 procentního bodu. Existuje však riziko, že cena povolenky se bude ve skutečnosti pohybovat na vyšší úrovni. K ilustraci takové situace byl vypracován scénář, který pro rok 2027 předpokládá limitní cenu emisní povolenky 57 EUR/t CO_2 v cenách roku 2027, která odpovídá zhruba dvojnásobnému dopadu oproti základnímu scénáři. Měnová politika – stejně jako v základním scénáři – reaguje pouze na druhotné dopady.

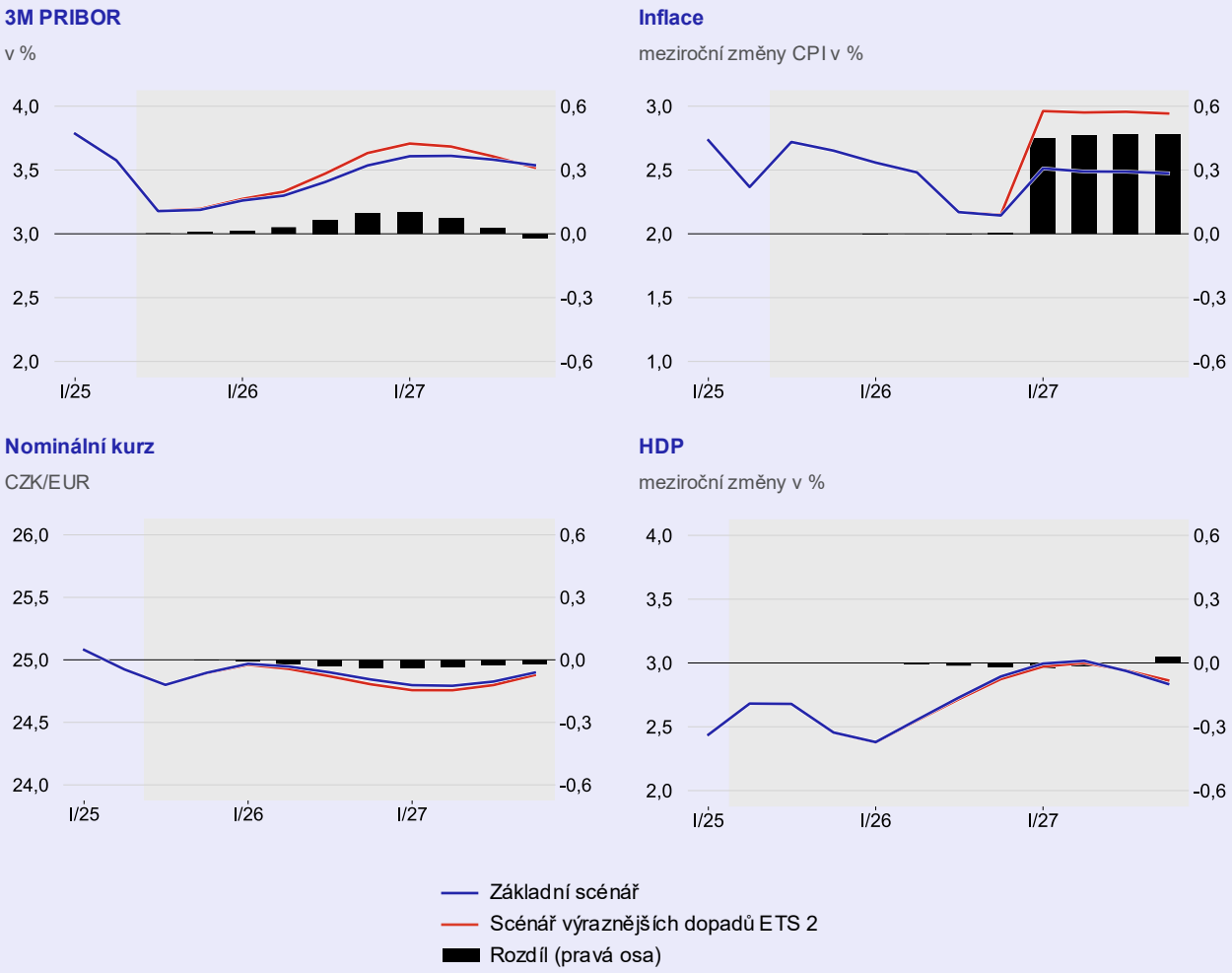
Scénář výraznějších dopadů ETS 2

Scénář zohledňuje dopady zavedení ETS 2 za předpokladu, že emisní povolenky budou obchodovány za svou limitní cenu 57 EUR/t CO_2, a dopady tak budou oproti základnímu scénáři dvojnásobné. Centrální banka stejně jako v základním scénáři odhlíží od prvotních cenových dopadů tohoto administrativního opatření a reaguje pouze na dopady druhotné. Ty jsou přitom dvakrát silnější, což vyžaduje lehce vyšší sazby oproti základnímu scénáři za předpokladu pevně ukotvených inflačních očekávání. Vyšší sazby se promítnou v nepatrně silnějším kurzu a nebudou mít velký dopad na růst ekonomiky. Vlivem výraznějších prvotních dopadů ETS 2, od kterých centrální banka odhlíží, se inflace v roce 2027 přiblíží k horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle (Graf 4.15).

Graf 4.15

Vyšší růst cenové hladiny vede k lehce přísnější měnové politice v příštím roce

srovnání základního scénáře se scénářem výraznějších dopadů ETS 2



Rizikem ve směru nižší inflace je silnější než očekávaný kurz koruny

Od začátku letošního roku posílilo euro vůči americkému dolaru o více než 10 %, což představuje historicky významný pohyb na hlavním měnovém páru. Z globálních ztrát dolaru těží i česká koruna, která navzdory bouřlivému vývoji v posledních měsících sílí nejen proti dolaru, ale i proti euru. S ohledem na základním scénářem předpokládané mírné snížení úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí letošního roku leží krátkodobá prognóza kurzu na hodnotě 24,8 CZK/EUR. Poblíž této úrovně by se koruna měla udržet až do začátku roku 2026. Možné silnější než prognózou očekávané hodnoty kurzu představují protiinflační riziko prognózy.

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

Deficit sektoru vládních institucí se v letošním roce sníží na 1,9 % HDP, v roce 2026 vzroste mj. vlivem vyšších výdajů na obranu na 2,2 % HDP. Ve strukturálním vyjádření se pro rok 2025 očekává deficit na úrovni 1,9 % 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 2,2 %. Zákonný limit je však po novelizaci zákona o rozpočtových pravidlech vyšší, jelikož se navyšuje o rozdíl mezi skutečnými výdaji na obranu a dvěma procenty HDP.[19]

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.[20] Deficitní hospodaření sektoru vládních institucí může zakořenit v české ekonomice na delší dobu i v souvislosti s plánovaným zvyšováním výdajů na obranu státu o minimálně 0,2 % HDP ročně. Nejistotu v této oblasti představuje zejména postoj budoucí vlády ke zvyšování obranných výdajů, stejně jako případné další navyšování platů ve veřejném sektoru v roce 2026.[21] Další rizika naznačovaná Scoreboardem se shodují s ostatními tématy popsanými v této kapitole.

---

[19] Podle poslední úpravy rozpočtových pravidel bude vláda moci při sestavování státních rozpočtů na roky 2026 až 2033 zohlednit zvýšené výdaje na obranu nad dosavadní 2 % HDP. Rozdíl mezi skutečnými výdaji na obranu a 2 % HDP se nebude započítávat do výdajových limitů stanovených zákonem o rozpočtové odpovědnosti. V případě navýšení výdajů na obranu například o 0,2 % HDP v roce 2026 by se zákonný limit pro strukturální deficit ve stejném roce posunul na 1,95 % HDP.

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

[21] Ministerstvo práce a sociálních věcí navrhuje pro pracovníky veřejného sektoru růst platových tarifů od ledna 2026 o 5 nebo o 7 %. O konkrétním navýšení platů má vláda rozhodnout koncem srpna. Odbory žádají růst tarifů o 9 až 10 %. Prognóza ČNB předpokládá pro příští rok celoroční růst náhrad zaměstnancům v sektoru vládních institucí o 5,2 %.

Nejistotou prognózy je další vývoj obchodních válek

Na konci července byla ohlášena obchodní dohoda mezi USA a EU. Většina zboží z EU by měla podléhat clu ve výši 15 %, oproti původně navrhovaným 30 % z počátku července. Cla na automobily by měla klesnout z 25 % na 15 %. Odvetná opatření ze strany EU přitom zavedena nebudou. Součástí dohody je nákup amerických energetických surovin (LNG) a vojenského vybavení v hodnotě stovek miliard USD.

Základní scénář prognózy přitom počítá s dříve oznámenými cly na evropskou ekonomiku ze strany USA ve výši 10 % a 25 % na vybraná odvětví, přičemž neuvažuje odvetná cla ze strany EU. Dopad ohlášené dohody o 15% celní sazbě na většinu evropského zboží zhruba odpovídá základnímu scénáři. Pravděpodobnost, že by obchodní války způsobily negativní poptávkový šok a vedly k dezinflačním tlakům v evropské i tuzemské ekonomice, se ve světle ohlášení obchodní dohody spíše snižuje.

Nejistotou z tuzemské ekonomiky je budoucí vývoj cen nemovitostí a cen služeb

Toto dříve diskutované riziko prognóza nově zahrnuje do základního scénáře. Nejistý je však jeho rozsah. Nemovitostní trh se nyní nachází ve vzestupné fázi cyklu s vysokou meziroční dynamikou cen realit taženou svižným růstem objemu nových čistých hypoték (viz Příloha na konci této Zprávy). Základní scénář prognózy očekává, že v následujících čtvrtletích dojde k postupnému slábnutí dynamiky cen nemovitostí. Nejisté však je, kdy k tomuto otočení trendu na realitním trhu skutečně dojde a jak intenzivní případně bude.

Podobně nejistý je výhled cen služeb v rámci jádrové inflace, který je v současnosti tažen zejména imputovaným nájemným – jehož vývoj úzce souvisí s výše zmíněným nejistým vývojem cen nemovitostí – a cenami dovolených. Po očištění o tyto dvě oblasti je však patrné trendové zpomalování meziměsíčních temp růstu cen služeb. Lze proto očekávat, že cenová dynamika bude v tomto segmentu zvolňovat, nicméně i zde je nejisté, jak rychle bude zpomalování probíhat.

Další nejistotu prognózy představují dopady navyšování veřejných výdajů na obranu v Evropě

V Německu byla již v březnu letošního roku schválena ústavní reforma, která přináší uvolnění dluhové brzdy pro výdaje na obranu a infrastrukturu. Později v červnu se členské státy NATO zavázaly zvýšit obranné výdaje na 5 % HDP do roku 2035, přičemž 3,5 % má být určeno na přímé náklady na obranu a zbývající 1,5 % na výdaje související s obranou (např. na infrastrukturu). Základní scénář prognózy očekává, že fiskální stimul napříč evropskými zeměmi bude mít prorůstové dopady i na českou ekonomiku. Nadále však není jasné, v jakém rozsahu a načasování budou doposud deklarované vládní výdaje skutečně realizovány a jaký bude jejich výsledný dopad

do evropské i tuzemské ekonomické aktivity. Obecnou nejistotou prognózy zůstává zvýšené geopolitické napětí související s pokračující válkou na Ukrajině a situací na Blízkém východě.

Proinflační bilance rizik v prostředí nejistot je důvodem k ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

Základní scénář letní prognózy pro třetí čtvrtletí letošního roku implikuje mírný pokles krátkodobých tržních úrokových sazeb. V prostředí proinflačně vychýlené bilance rizik a nejistot je vhodné setrvat v opatrném přístupu k nastavení měnové politiky, a ponechat úrokové sazby vyšší, než předpokládá základní scénář.

Pokud by centrální banka reagovala na prvotní i druhotné dopady ETS 2, vyžadovalo by to v příštím roce oproti základnímu scénáři přísnější měnovou politiku

Takovou situaci ilustruje níže zpracovaný scénář.

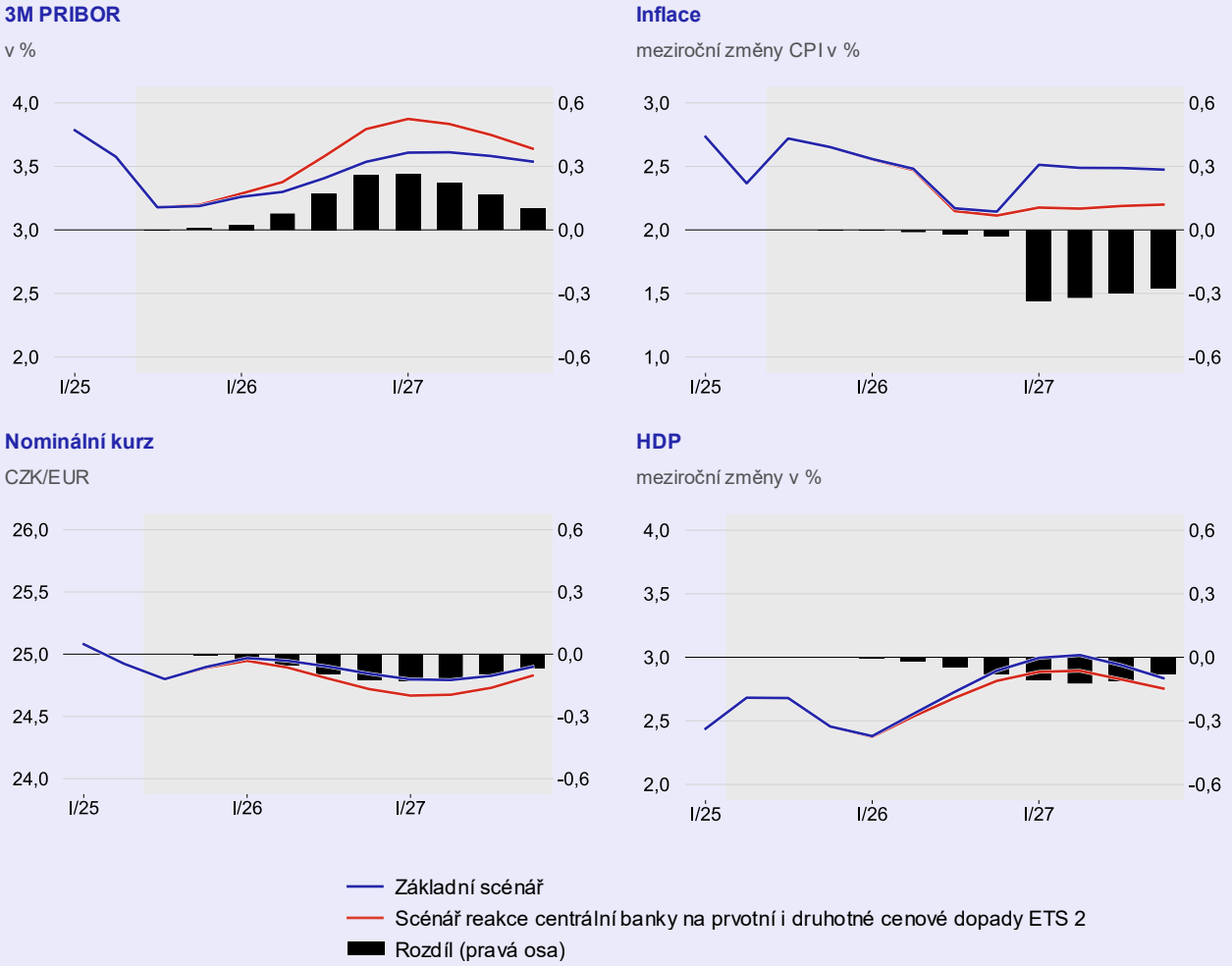
Scénář reakce centrální banky na prvotní i druhotné cenové dopady ETS 2

Scénář předpokládá efekt zavedení ETS 2 shodný se základním scénářem, avšak centrální banka v tomto případě reaguje nejen na jeho druhotné, ale také na prvotní dopady. Cílem této reakce je udržet celkovou inflaci v blízkosti inflačního cíle i v roce 2027. To vyžaduje přísnější nastavení úrokových sazeb od roku 2026. Výraznější zvýšení sazeb v příštím roce vede k silnějšímu kurzu koruny, než jaký předpokládá základní scénář. Přísnější nastavení obou složek měnových podmínek sníží inflaci přibližně o 0,3 procentního bodu v roce 2027, a to za cenu pouze mírného zpomalení růstu HDP (Graf 4.16).

Graf 4.16

Přísnější měnové podmínky vedou k potlačení inflačních tlaků ze zavedení ETS 2

srovnání základního scénáře se scénářem reakce centrální banky na prvotní i druhotné cenové dopady ETS 2



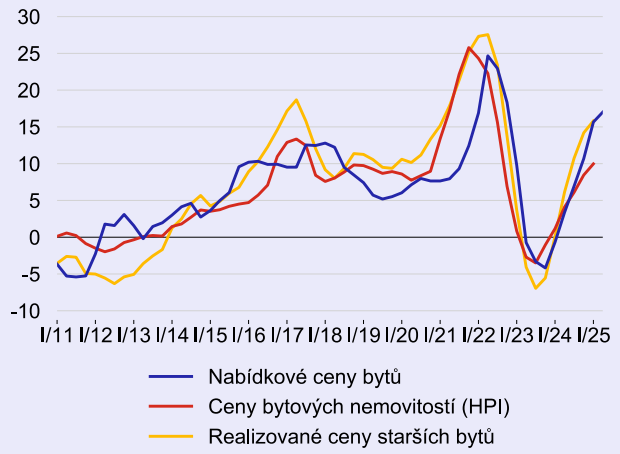
Příloha: Realitní trh v České republice ve vzestupné fázi cyklu

Realitní trh hraje v ekonomice významnou roli. Měnová politika ovlivňuje ceny nemovitostí zejména prostřednictvím nákladů dluhového financování.[1] V nich se promítá současné i očekávané budoucí nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

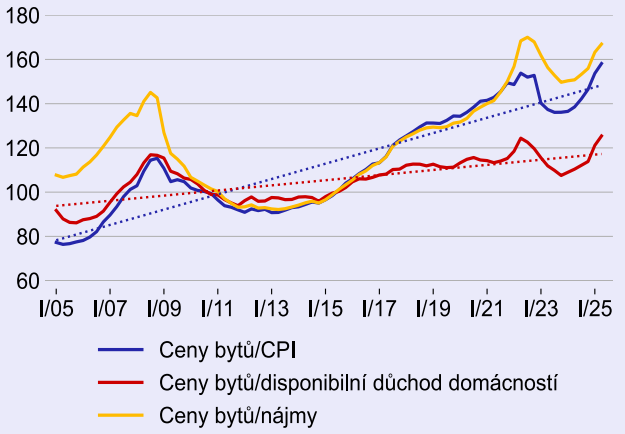
Ceny nemovitostí v posledním roce výrazně rostou a skrze imputované nájemné se promítají do celkové inflace. Index cen bytových nemovitostí v prvním čtvrtletí 2025 meziročně vzrostl o 10 %, u nových bytů byl růst na úrovni 13 % a u starších bytů ve výši 9,3 %. Silně rostou i další cenové indexy (Graf 1). Obdobný vývoj je patrný v celé Evropské unii, Česká republika však patří mezi třetinu zemí s nejvyšším růstem cen nemovitostí.[2] Vývoj cen nemovitostí je z hlediska budoucího vývoje spojen se značnou nejistotou.

Reálné ceny bytů po poklesu v roce 2023, který byl prohlouben vysokou inflací, následně v průběhu roku 2024 a na počátku roku 2025 strmě vzrostly a překonaly maxima z roku 2022 (Graf 2). Vyšší růst cen bytů oproti růstu příjmů domácností se projevil ve zhoršení dostupnosti bydlení. Ceny bydlení rostou v relaci s příjmy a cenovou hladinou neobvykle rychle a viditelně nad dlouhodobými trendy. Ceny nemovitostí rostou rychleji i ve vztahu k tržním nájmům, u kterých byl ve druhém čtvrtletí pozorován meziroční růst na úrovni zhruba 6 %.

Graf 1
Ceny rezidenčních nemovitostí výrazně rostou
meziroční změny v %, pramen ČSÚ



Graf 2
Reálné ceny bytů převýšily maxima z roku 2022, dostupnost bydlení se v posledním období zhoršuje
indexy (2015 = 100), tečkovaně jsou zobrazeny dlouhodobé trendy, pramen ČSÚ



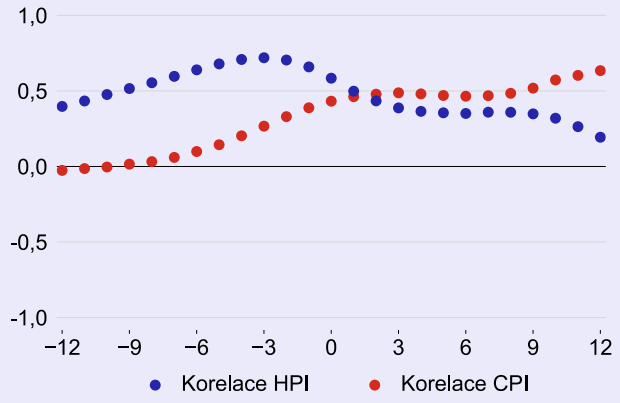
Vazba realitního trhu a ekonomického vývoje je hodnocena prostřednictvím cen nemovitostí a mezery výstupu. Propočty ukazují, že růst cen nemovitostí z pohledu načasování předbíhá mezeru výstupu (Graf 3). Nejvyšší korelace přesahující hodnotu 0,7 jsou pozorovány v situaci, kdy růst cen nemovitostí předchází růst ekonomické aktivity o tři čtvrtletí. Naopak růst spotřebitelských cen dosahuje nejvyšší korelace s mezerou výstupu až se zpožděním více než dvou let. Síla vztahu růstu cen nemovitostí a mezery výstupu se neliší pouze v načasování, ale je také závislá na aktuálním ekonomickém prostředí, a je tedy proměnlivá v čase. Graf 4 ukazuje, že síla vztahu je nižší (v některých případech i negativní) po nepříznivých šocích v ekonomice, jakými byly globální finanční krize v roce 2008 nebo období spojené s covidem. Silnější pozitivní vztah lze naopak pozorovat v obdobích ekonomických konjunktur.

Provedené analýzy perzistence vývoje cen nemovitostí naznačují, že současný růst cen je silně korelován s jejich vývojem v předešlých třech čtvrtletích. Zároveň však tento vztah není výrazně odlišný od vývoje spotřebitelských cen nebo dalších cenových indexů.

Graf 3

Na hospodářský cyklus reagují ceny nemovitostí v předstihu

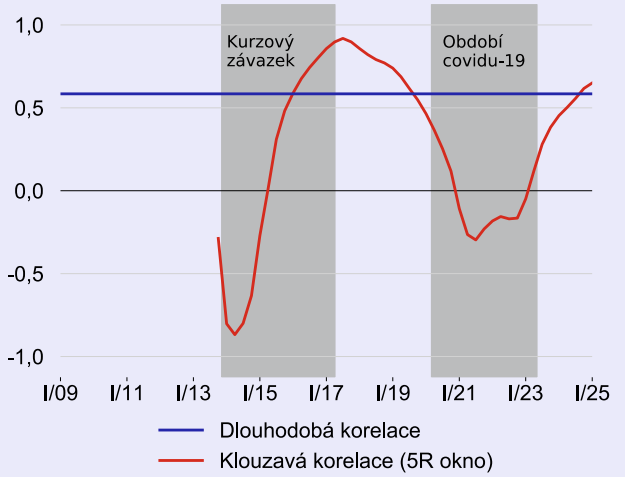
křížové korelace růstu cen bytů a inflace s mezerou výstupu (referenční proměnná), osa x: zpoždění a předstih ve čtvrtletích, výpočet ČNB



Graf 4

Pozitivní vztah mezi růstem cen nemovitostí a mezerou výstupu nabírá na síle v obdobích konjunktur

korelace mezi růstem cen nemovitostí a mezerou výstupu, výpočet ČNB

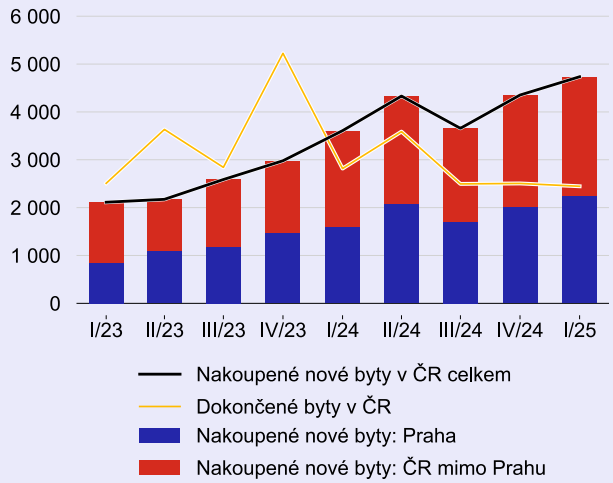


V růstu cen nemovitostí se na straně poptávky projevuje zvyšování transakční aktivity na realitním trhu doprovázené strnulou nabídkou dokončených rezidenčních nemovitostí (Graf 5). Nákupy nových bytů se v rámci prvoprodejů (včetně budoucích realizovaných obchodů) výrazně zvyšují, a to v Praze i ve zbytku České republiky. V prvním čtvrtletí 2025 mezičtvrtletně vzrostly také investice domácností do obydlí. Jejich podíl na hrubém disponibilním důchodu dosahuje 10 %, což je přibližně úroveň předcovidového průměru. Dle šetření Evropské komise se zvýšil i podíl domácností, které zamýšlejí koupi nemovitosti v následujících dvanácti měsících. To naznačuje přetrvávající sílu poptávkových tlaků na realitním trhu doprovázenou svižným růstem příjmů. Na druhou stranu nabídková strana vykazuje značnou strnulost; počty dostupných nových bytů na trhu klesají, počty dokončených bytů jsou pod dlouhodobým průměrem a obdobný vývoj je patrný i u vydaných stavebních povolení, a to v Praze i v celé České republice. Nově zahájená výstavba se po předchozím útlumu sice začala postupně zvyšovat, z dlouhodobého hlediska je však poměrně nízká. Růst poptávky při strnulé nabídce tak přispívá k tlakům na růst cen nemovitostí.

Graf 5

Prodeje nových bytů dále rostou, zatímco nabídka dokončených bytů je strnulá

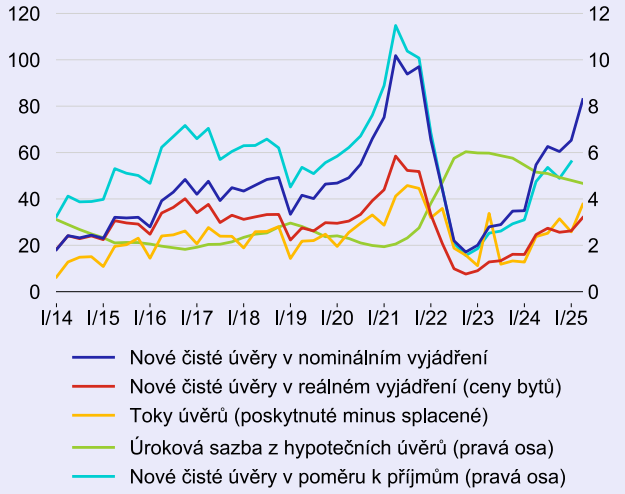
počty transakcí nakoupených nových bytů a dokončené byty v daném období, pramen: Flat Zone, Dataligence, ČSÚ



Graf 6

Poptávka po hypotékách svižně roste a jejich objemy jsou letos druhé nejvyšší v historii, ve vztahu k příjmům jsou na předcovidové úrovni

objemy hypotečních úvěrů v mld. Kč, poměry k hrubému disponibilnímu důchodu a úroková sazba z hypotečních úvěrů v % (pravá osa)



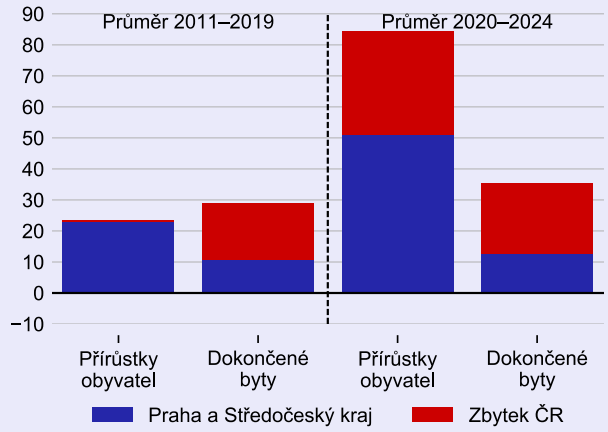
Oživení poptávky po nemovitostech je spojeno se zvyšující se úvěrovou aktivitou na hypotečním trhu (Graf 6), což je možné označit za cyklický faktor. Poptávka po úvěrech na bydlení se dle Šetření úvěrových podmínek dále zvýšila. Objemy hypoték v reálném vyjádření (očištěno o inflaci i ceny nemovitostí) a v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu domácností dosahují hodnot blízkých předcovidovému období, které se vyznačovalo svižným růstem cen nemovitostí. Rostoucí poptávka po hypotékách je ovlivněna snížením úrokových sazeb z hypoték a očekáváním pokračujícího oživení realitního trhu doprovázeného zvyšujícími se cenami nemovitostí.

Jedním ze strukturálních faktorů růstu poptávky po rezidenčních nemovitostech jsou demografické aspekty. V letech 2011–2019 byly průměrné přírůstky obyvatel doprovázeny zhruba odpovídajícím počtem nově dokončených bytů, nesoulad byl však patrný v Praze a okolí. Zvýšená migrace zaznamenaná v posledních letech současně přispěla k výraznému nárůstu populace, který převyšoval počty dokončených bytů na celém území ČR (Graf 7). Uvedený vývoj může za určitých okolností vytvářet tlak na poptávku po nemovitostech. Počet bytů ve vlastnictví osob s trvalým bydlištěm mimo území ČR se zvýšil, jejich podíl na realitním trhu je však nízký a ve srovnání s rokem 2019 se významněji nezměnil, což je patrné i u počtu transakcí spojených s nákupy nemovitostí (Graf 8). To je však do jisté míry ovlivněno i skutečností, že oficiální zápisy v katastru nemovitostí zachycují pouze trvalé bydliště vlastníků a nikoli státní občanství. Podle údajů developerů a realitních kanceláří se nicméně cizinci podílejí na nákupech nemovitostí zhruba ze čtvrtiny.[3] Aktuální vzedmutí cen nemovitostí je sice primárně ovlivněno domácími poptávkovými faktory v prostředí strnulé nabídky, určitou roli však může sehrávat i zvýšená migrace zaznamenaná v posledních letech.

Graf 7

Přírůstky obyvatel v posledních letech výrazně převyšují počty dokončených bytů

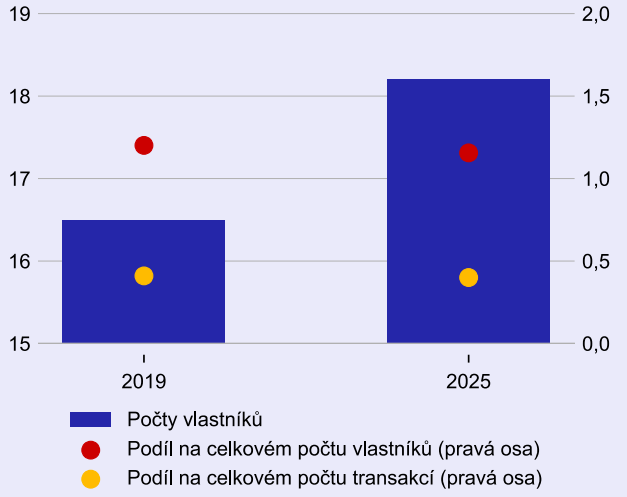
počty osob a bytů v tisících, pramen ČSÚ



Graf 8

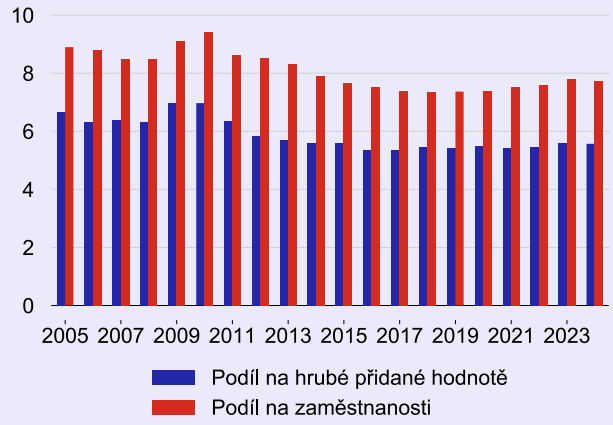
Počet bytů ve vlastnictví osob s trvalým bydlištěm mimo území ČR se zvýšil, jejich podíl na celkovém trhu je však nízký

počet bytů (v tisících) v ČR ve vlastnictví osob s trvalým bydlištěm mimo území ČR, podíly v %, pramen: Flat Zone, Dataligence, Český úřad zeměměřický a katastrální

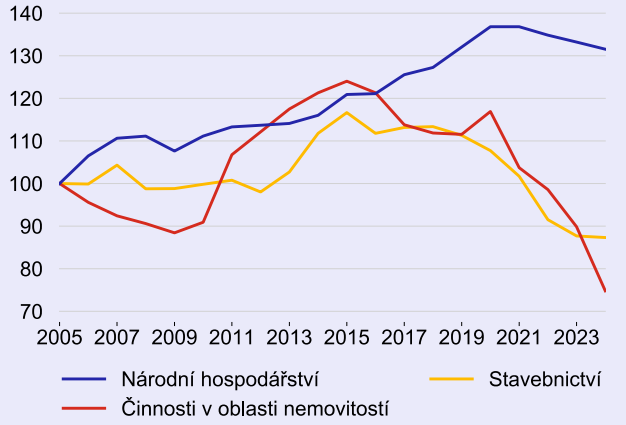


Z hlediska nabídkové strany má odvětví stavebnictví poměrně významnou roli v ekonomice. Jeho podíl na hrubé přidané hodnotě českého hospodářství se v posledních deseti letech pohyboval lehce pod 6 %, na celkové zaměstnanosti byl přitom vyšší přibližně o 2 procentní body[4] (Graf 9). To ukazuje na značnou pracovní náročnost tohoto odvětví. Jedním z důvodů klesající výstavby rezidenčních nemovitostí může být nepříznivá úroveň i vývoj produktivity práce ve stavebnictví, která v posledních letech výrazně klesala a zaostávala za produktivitou práce v celém národním hospodářství (Graf 10). V letech 2019–2024 se produktivita práce ve stavebnictví propadla kumulativně o 22 % a u činností v oblasti nemovitostí o 33 %. V poklesu produktivity práce se odrážel růst počtu odpracovaných hodin při klesající reálné hrubé přidané hodnotě doprovázené nárůstem cen stavebních prací. Na druhou stranu pokles průměrných reálných náhrad zaměstnanců byl v uvedeném období výrazně nižší oproti propadu produktivity práce. Snížení reálných hodinových náhrad zaměstnanců ve stavebnictví dosáhlo mezi uvedenými lety 4,3 % a v činnostech v oblasti nemovitostí 9,1 % (v národním hospodářství snížení činilo 3,5 %). Reálné jednotkové mzdové náklady se tak v letech 2019–2024 zvýšily ve stavebnictví o 25 % a v činnostech v oblasti nemovitostí dokonce o 39 %.

Graf 9
Stavebnictví je významným odvětvím ekonomiky s relativně vysokou pracovní náročností
podíly v %, pramen: národní účty ČSÚ

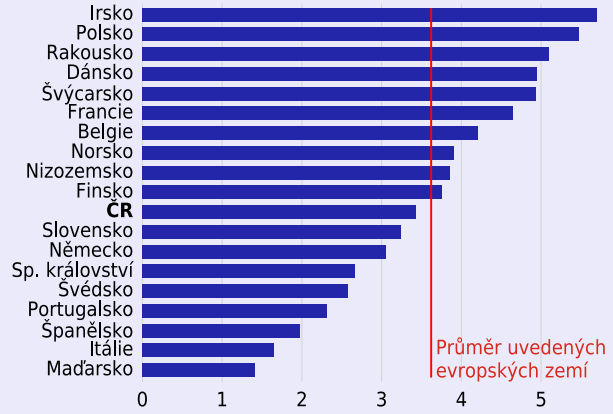


Graf 10
Produktivita práce ve stavebnictví dlouhodobě zaostává za národním hospodářstvím a v posledních letech klesá
indexy (2005 = 100), hrubá přidaná hodnota ve stálých cenách na odpracovanou hodinu, pramen: národní účty ČSÚ

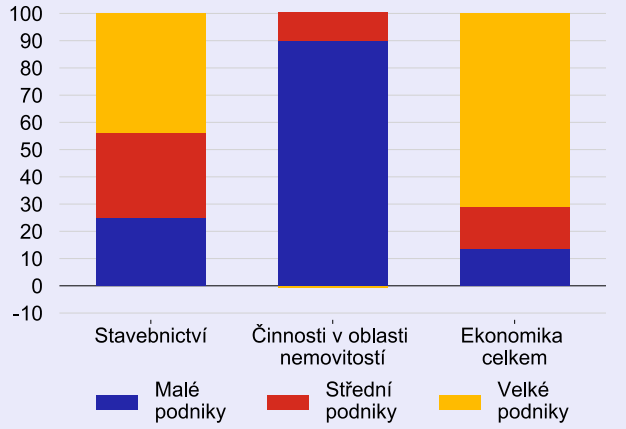


Nízká produktivita práce stavebních firem, ve které se může odrážet mimo jiné i pomalé stavební řízení a nedostatečné zohlednění bytových potřeb při územním plánování, je doprovázena poměrně umírněnou rezidenční výstavbou bytů. Počty dokončených bytů na tisíc obyvatel byly v roce 2024 v ČR ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi v blízkosti průměru (Graf 11). Podle materiálu ECB[5] se však většina zemí v posledním období potýká s nabídkovými problémy na realitním trhu rezidenčních nemovitostí. Počty dokončených bytů se ve vybraných evropských zemích v letech 2021–2024 v průměru snížily o 13 %, což odráželo řadu faktorů, mimo jiné i nárůst úrokových sazeb nebo zvýšené náklady na stavební produkci.[6] V mezinárodním srovnání se v rámci středoevropského regionu vymyká Polsko, ve kterém se postavilo o zhruba třetinu více bytů oproti průměru evropských zemí. Z hlediska počtu stavebních povolení se ČR nachází lehce pod průměrem, přitom ve většině zemí je počet stavebních povolení nižší než v roce 2019.

Graf 11
Počty dokončených bytů v ČR jsou z hlediska mezinárodního srovnání blízko průměru
počty dokončených bytů na tisíc obyvatel, údaje za rok 2024, pramen: Euroconstruct, Eurostat



Graf 12
Podíl malých a středních podniků na zisku je na realitním trhu nadprůměrný
podíly na hospodářském výsledku před zdaněním v daném odvětví a na celku v %, průměry v období 1Q2023–1Q2025, výběr 2 000 podniků s největším objemem aktiv, pramen: ČSÚ



Důvodem poměrně nízké produktivity práce může být i struktura firem ve stavebnictví a v činnostech v oblasti nemovitostí.[7] Podniky v těchto odvětvích se ve srovnání s podniky v celém národním hospodářství vyznačují výrazně vyšším podílem malých a středních firem, a to jak z hlediska jejich počtu, tak i podílu na zisku v daném odvětví (Graf 12). To na jedné straně může dokládat solidní konkurenční prostředí, na druhé straně však může přinášet fragmentaci nabídkové strany, přičemž malé firmy mají omezené možnosti realizace úspor z rozsahu či aplikace inovací zvyšujících kapitálovou vybavenost práce.

Celkově lze shrnout, že ceny rezidenčních nemovitostí se nacházejí ve vzestupné fázi cyklu. Jejich svižný růst odráží zvyšující se poptávku po nemovitostech doprovázenou relativně strnulou nabídkovou stranou. Ceny nemovitostí z hlediska načasování spíše předbíhají mezeru výstupu a do jisté míry tak naznačují, že se ekonomika může nacházet ve fázi konjunktury. ČNB vývoj cen nemovitostí podrobně monitoruje a zohledňuje jejich dlouhodobý vliv na inflaci při rozhodování o nastavení měnové politiky.

---

[1] Podrobněji se tématu věnovala i příloha Rezidenční trh a ceny nemovitostí v České republice ze ZoMP podzim 2024.

[2] Viz též článek Developments in the recent euro area house price cycle, Economic Bulletin Issue 2, ECB, 2025.

[3] Jedná se o informace některých developerských společností a realitních kanceláří (Central Group, Svoboda & Williams), podrobněji např. Až čtvrtinu klientů tvoří cizinci, hlásí makléři. Zájem je o menší byty (též jako investice s cílem pronájmu včetně poptávky po starších nemovitostech k bydlení), a to především v Praze, nárůst je patrný i v Brně a ostatních krajských městech.

[4] V odvětví činností v oblasti nemovitostí se podíl na hrubé přidané hodnotě v celém národním hospodářství pohybuje na úrovni cca 12 % a na zaměstnanosti ve výši necelých 3 %. Do tohoto odvětví je však v národních účtech zahrnuto i tzv. imputované nájemné, které v roce 2024 činilo 681 mld. Kč, tj. cca 9 % celkové hrubé přidané hodnoty. Po očištění o imputované nájemné tedy podíl odvětví činností v oblasti nemovitostí v ekonomice i na zaměstnanosti činí shodně přibližně 3 %.

[5] Viz článek Developments in the recent euro area house price cycle, Economic Bulletin Issue 2, ECB, 2025.

[6] Podrobněji viz Housing under pressure: How politics, policy, and investment are shaping Europe's housing future, Euroconstruct, April 2025.

[7] Blíže viz Leonardo D'Amico, Edward L. Glaeser, Joseph Gyourko, William R. Kerr & Giacomo A.M. Ponzetto: Why has construction productivity stagnated? The role of land-use regulation, Working Paper 33188, National Bureau of Economic Research, November 2024.

SEZNAM ZKRATEK

BoE	centrální banka UK
BoJ	centrální banka Japonska
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí
CZK, Kč	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)
ECB	Evropská centrální banka
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)
ETS	Emissions Trading System, systém emisních povolenek
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
FECF	Foreign Exchange Consensus Forecasts
Fed	centrální banka USA
FOMC	Federální výbor pro volný trh
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
M1, M3	peněžní agregát
MF	Ministerstvo financí
MFI	měnové finanční instituce
MMF	Mezinárodní měnový fond
NAIRU	non-accelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národná banka Slovenska (slovenská centrální banka)
NGEU	NextGenerationEU (Evropský plán na podporu oživení)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
p. b.	procentní body
PMI	Purchasing Managers Index (index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
SOFR	Secured Overnight Fixed Rate (zajištěná úroková sazba amerického peněžního trhu)
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
ZoMP	zpráva o měnové politice

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	**8478,8**	**8919,7**	**9394,7**
HDP (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,5	5,3	2,8	3,5	-5,3	4,0	2,9	0,2	1,1	**2,6**	**2,6**	**2,9**
HDP (%, mezičtvrtletně, reálně, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**-**	**-**	**-**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	3,5	4,5	3,4	3,0	-6,6	4,1	0,4	-2,7	2,2	**3,0**	**3,1**	**2,7**
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,4	1,7	3,5	2,6	4,1	1,5	0,4	3,2	3,2	**2,1**	**1,3**	**1,6**
Tvorba hrubého kapitálu (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	-3,8	5,7	6,3	5,6	-9,2	18,4	10,2	-5,9	-4,6	**3,2**	**4,2**	**3,2**
Tvorba hrubého fixního kapitálu (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	-2,2	3,2	8,9	7,3	-4,8	6,6	6,3	4,5	-3,1	**0,3**	**3,9**	**3,7**
Vývoz zboží a služeb (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	3,9	7,6	3,5	1,1	-8,6	8,0	5,2	2,8	1,1	**2,7**	**3,6**	**6,2**
Dovoz zboží a služeb (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,4	6,4	5,5	1,1	-8,5	13,5	6,0	-0,9	0,2	**3,2**	**4,3**	**6,0**
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	**-0,1**	**-0,2**	**0,5**
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	**2,6**	**2,3**	**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	**0,9**	**2,0**	**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	**4,0**	**2,6**	**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**	**2,4**	**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	**-6,4**	**-2,9**	**5,3**
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	**2,4**	**2,2**	**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	**-0,5**	**0,6**	**1,6**
Ceny zemědělských výrobců (%, meziročně, průměr)	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,5	-6,6	**10,9**	**-0,8**	**-1,7**
Ceny nových nemovitostí (%, meziročně, průměr)	5,8	14,0	11,8	7,9	9,1	18,3	19,0	-1,4	5,1	**11,3**	**7,7**	**5,8**
Deflátor HDP (%, meziročně, sez. očištěno)	1,5	1,7	2,8	3,8	4,5	4,0	8,7	8,6	3,9	**2,6**	**2,5**	**2,3**
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	**6,6**	**5,5**	**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	**6,6**	**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	**6,4**	**5,0**	**4,1**
Průměrná měsíční mzda (%, meziročně, reálně)	3,8	4,2	5,9	5,0	1,4	2,0	-9,3	-3,1	4,7	**3,9**	**3,1**	**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	**4,5**	**3,1**	**2,1**
Souhrnná produktivita práce (%, meziročně)	1,5	3,8	1,7	3,7	-3,0	3,0	1,8	-1,5	0,6	**1,7**	**2,2**	**2,7**
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	**2,7**	**2,9**	**2,8**
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**	**4,5**
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	**0,6**	**0,3**	**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	-177,2	**-160,4**	**-194,7**	**-212,9**
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (%, nominálně)	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,6	-5,0	-3,1	-3,7	-2,2	**-1,9**	**-2,2**	**-2,3**
Strukturální saldo / HDP (%, nominálně)	0,1	0,8	0,4	-0,5	-5,7	-5,3	-3,2	-3,4	-1,7	**-1,9**	**-2,2**	**-2,2**
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	3491,9	**3692,4**	**3941,1**	**4209,7**
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (%, nominálně)	36,2	33,8	31,7	29,6	36,9	40,7	42,5	42,2	43,3	**43,5**	**44,2**	**44,8**
PENÍZE, ÚROKOVÉ SAZBY A MĚNOVÉ KURZY												
M3 (%, meziročně, průměr)	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	9,0	6,3	**4,4**	**7,8**	**8,1**
2T repo sazba (%, průměr)	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	7,0	5,1	**3,5**	**3,3**	**3,5**
3M PRIBOR (%, průměr)	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,1	5,0	**3,4**	**3,4**	**3,6**
CZK/USD (průměr)	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	23,2	**22,1**	**21,1**	**20,7**
CZK/EUR (průměr)	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	25,1	**24,9**	**24,9**	**24,8**
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	**506,6**	**517,1**	**551,7**
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	**125,7**	**102,0**	**125,4**
Běžný účet platební bilance / HDP (%, nominálně)	1,8	1,5	0,4	0,3	1,8	-2,1	-4,7	-0,1	1,7	**1,5**	**1,1**	**1,3**
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	**-55,0**	**-25,0**	**-10,0**
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
3M EURIBOR (%, průměr)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,6	**2,1**	**1,9**	**2,1**
USD/EUR (průměr)	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,08	**1,13**	**1,18**	**1,20**
Zahraniční HDP (%, meziročně, reálně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,0	2,8	1,7	1,4	-5,3	4,8	2,2	0,5	0,4	**0,5**	**1,2**	**2,0**
Zahraniční HDP (%, mezičvrtletně, reálně, 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	**2,3**	**1,7**	**2,6**
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	**-0,7**	**-0,2**	**1,4**
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	**69,0**	**66,1**	**66,4**

* stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje
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)	2085,5	**2103,1**	**2132,0**	**2158,3**	**2184,2**	**2214,3**	**2245,6**	**2275,5**	**2306,9**	**2335,7**	**2363,1**	**2389,0**
HDP (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,4	**2,7**	**2,7**	**2,5**	**2,4**	**2,6**	**2,7**	**2,9**	**3,0**	**3,0**	**2,9**	**2,8**
HDP (%, mezičtvrtletně, reálně, sez. očištěno)	0,7	**0,5**	**0,6**	**0,6**	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**0,8**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,7**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,4	**3,3**	**3,2**	**2,9**	**3,2**	**3,1**	**3,0**	**3,0**	**2,9**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,9	**2,4**	**2,1**	**1,9**	**2,3**	**1,2**	**0,9**	**0,8**	**1,1**	**1,5**	**1,8**	**2,2**
Tvorba hrubého kapitálu (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	4,6	**3,3**	**2,7**	**2,4**	**3,7**	**4,3**	**4,4**	**4,3**	**3,9**	**3,5**	**3,0**	**2,6**
Tvorba hrubého fixního kapitálu (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	-1,7	**-0,3**	**0,7**	**2,5**	**3,0**	**3,7**	**4,2**	**4,5**	**4,3**	**4,0**	**3,5**	**3,0**
Vývoz zboží a služeb (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	3,5	**3,1**	**1,4**	**3,0**	**1,3**	**3,2**	**4,5**	**5,6**	**6,3**	**6,4**	**6,2**	**5,8**
Dovoz zboží a služeb (%, meziročně, reálně, sez. očištěno)	4,3	**3,7**	**1,5**	**3,2**	**2,4**	**3,9**	**5,0**	**5,9**	**6,3**	**6,3**	**6,0**	**5,6**
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	-0,3	**-0,2**	**0,1**	**0,1**	**-0,6**	**-0,3**	**-0,1**	**0,2**	**0,4**	**0,5**	**0,5**	**0,5**
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (%, meziročně, průměr)	2,7	2,4	**2,7**	**2,7**	**2,6**	**2,5**	**2,2**	**2,1**	**2,5**	**2,5**	**2,5**	**2,5**
Regulované ceny (%, meziročně, průměr, 14,59 %*)	1,2	0,9	**1,1**	**0,5**	**2,0**	**1,8**	**1,9**	**2,2**	**3,1**	**3,1**	**3,1**	**3,1**
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, %, meziročně, průměr, 26,21 %*)	4,2	3,9	**3,9**	**4,1**	**3,4**	**2,7**	**2,3**	**2,0**	**2,0**	**1,9**	**2,0**	**2,0**
Jádrová inflace (%, meziročně, průměr, 55,70 %*)	2,5	2,8	**2,8**	**2,8**	**2,7**	**2,4**	**2,2**	**2,2**	**2,3**	**2,2**	**2,1**	**2,1**
Ceny pohonných hmot (%, meziročně, průměr, 3,51 %*)	-4,3	-12,1	**-6,6**	**-2,5**	**-6,1**	**0,3**	**-2,3**	**-3,5**	**4,3**	**5,2**	**5,8**	**5,9**
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní, %, meziročně, průměr)	2,5	2,2	**2,5**	**2,5**	**2,4**	**2,3**	**2,0**	**2,0**	**2,4**	**2,4**	**2,4**	**2,4**
Další cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (%, meziročně, průměr)	0,0	-0,9	**-0,6**	**-0,7**	**-0,8**	**0,8**	**1,1**	**1,1**	**1,3**	**1,5**	**1,7**	**1,8**
Ceny zemědělských výrobců (%, meziročně, průměr)	8,9	15,0	**13,9**	**6,2**	**2,4**	**-1,8**	**-1,9**	**-2,0**	**-1,7**	**-1,8**	**-1,7**	**-1,5**
Ceny nových nemovitostí (%, meziročně, průměr)	13,0	**11,3**	**11,1**	**9,6**	**8,7**	**8,0**	**7,4**	**6,8**	**6,6**	**6,0**	**5,5**	**5,0**
Deflátor HDP (%, meziročně, sez. očištěno)	3,0	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,3**	**2,7**	**2,5**	**2,5**	**2,5**	**2,4**	**2,2**	**2,1**
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (%, meziročně, nominálně)	6,7	**6,7**	**6,5**	**6,3**	**5,9**	**5,6**	**5,3**	**5,2**	**5,1**	**5,0**	**4,8**	**4,7**
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (%, meziročně, nominálně)	6,9	**6,9**	**6,6**	**6,1**	**5,9**	**5,6**	**5,5**	**5,4**	**5,3**	**5,2**	**5,0**	**4,9**
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (%, meziročně, nominálně)	6,0	**5,8**	**6,4**	**7,3**	**5,9**	**5,5**	**4,5**	**4,3**	**4,1**	**4,1**	**4,0**	**4,0**
Průměrná měsíční mzda (%, meziročně, reálně)	3,9	**4,3**	**3,7**	**3,6**	**3,3**	**3,0**	**3,1**	**3,0**	**2,5**	**2,4**	**2,3**	**2,2**
Nominální jednotkové mzdové náklady (%, meziročně)	4,5	**4,5**	**4,5**	**4,6**	**3,8**	**3,3**	**2,8**	**2,5**	**2,3**	**2,1**	**2,1**	**2,0**
Souhrnná produktivita práce (%, meziročně)	1,3	**2,0**	**1,9**	**1,5**	**1,8**	**2,1**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,8**	**2,7**	**2,6**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, %, průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,5	**2,7**	**2,8**	**2,8**	**2,9**	**2,9**	**2,9**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**	**2,8**
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, %, průměr, sez. očištěno)	4,1	**4,4**	**4,5**	**4,6**	**4,6**	**4,6**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,5**	**4,5**
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, %, meziročně)	0,4	**0,6**	**0,8**	**0,8**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,1**
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (%, nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Strukturální saldo / HDP (%, nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (%, nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PENÍZE, ÚROKOVÉ SAZBY A MĚNOVÉ KURZY												
M3 (%, meziročně, průměr)	4,3	4,2	**4,1**	**4,8**	**7,0**	**7,9**	**8,5**	**8,0**	**8,1**	**8,0**	**8,0**	**8,2**
2T repo sazba (%, průměr)	3,9	3,6	**3,2**	**3,2**	**3,3**	**3,3**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,4**
3M PRIBOR (%, průměr)	3,8	3,6	**3,2**	**3,2**	**3,3**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,6**	**3,6**	**3,6**	**3,5**
CZK/USD (průměr)	23,8	22,0	**21,3**	**21,3**	**21,3**	**21,1**	**21,0**	**20,9**	**20,8**	**20,7**	**20,6**	**20,6**
CZK/EUR (průměr)	25,1	24,9	**24,8**	**24,9**	**25,0**	**24,9**	**24,9**	**24,8**	**24,8**	**24,8**	**24,8**	**24,9**
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	169,0	**133,4**	**103,5**	**100,7**	**167,6**	**143,8**	**102,1**	**103,7**	**173,4**	**152,0**	**111,7**	**114,6**
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	122,4	**-44,4**	**18,6**	**29,1**	**128,4**	**5,7**	**-33,9**	**1,8**	**134,7**	**10,4**	**-28,4**	**8,7**
Běžný účet platební bilance / HDP (%, nominálně)	6,2	**-2,1**	**0,9**	**1,3**	**6,2**	**0,3**	**-1,5**	**0,1**	**6,2**	**0,4**	**-1,2**	**0,4**
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-52,6	**-0,8**	**-0,8**	**-0,8**	**-6,2**	**-6,2**	**-6,2**	**-6,2**	**-2,5**	**-2,5**	**-2,5**	**-2,5**
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
3M EURIBOR (%, průměr)	2,6	2,1	**1,9**	**1,8**	**1,8**	**1,8**	**1,9**	**2,0**	**2,0**	**2,1**	**2,2**	**2,2**
USD/EUR (průměr)	1,05	1,13	**1,17**	**1,17**	**1,17**	**1,18**	**1,19**	**1,19**	**1,19**	**1,20**	**1,20**	**1,21**
Zahraniční HDP (%, meziročně, reálně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,3	**0,6**	**0,5**	**0,6**	**0,6**	**0,9**	**1,4**	**1,8**	**2,0**	**2,1**	**2,0**	**1,9**
Zahraniční HDP (%, mezičvrtletně, reálně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,3	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,3**	**0,4**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,4**
Zahraniční HICP (%, meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	2,7	**2,3**	**2,3**	**2,0**	**1,4**	**1,6**	**1,7**	**2,0**	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,6**
Zahraniční PPI (%, meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,9	**-0,5**	**-1,5**	**-1,8**	**-1,9**	**0,1**	**0,4**	**0,6**	**1,0**	**1,4**	**1,7**	**1,8**
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	75,0	66,7	**68,0**	**66,5**	**66,1**	**66,0**	**66,0**	**66,1**	**66,2**	**66,3**	**66,4**	**66,6**

* stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Na Příkopě 28

115 03 Praha 1

Česká republika

Kontakt:

ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ

Tel.: 224 411 111

www.cnb.cz

ISSN 2695-1150 (Print)

ISSN 2695-1169 (Online)

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA