

# Zpráva o měnové politice

## —— léto 2023



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — léto 2023

**ČNB** ČESKÁ  
NÁRODNÍ  
BANKA

[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 10. srpna 2023 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 21. červenci 2023. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

# Obsah

<b>SLOVO GUVERNÉRA</b>	<b>5</b>
<b>ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA</b>	<b>6</b>
<b>I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>8</b>
<b>II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE</b>	<b>13</b>
BOX 1 Důvody aktuálně zvýšeného sklonu domácností k úsporám	21
<b>III. INFLACE</b>	<b>24</b>
<b>IV. MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>30</b>
BOX 2 Refixace a refinancování hypoték a jejich dopady do výdajů domácností	43
BOX 3 Jak se v uplynulých dvou letech měnily klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů	45
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>47</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>48</b>



# 2%

## — Pečujeme o cenovou stabilitu

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

## — Jsme transparentní

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

## — Hledíme do budoucnosti

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

## — Rozhodujeme o sazbách

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

# Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

dovolte mi představit letní vydání Zprávy 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 úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 7 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Pro toto rozhodnutí hlasovalo všech sedm členů bankovní rady.

Naše rozhodnutí se opírá o novou makroekonomickou prognózu, která je podrobně představena v této zprávě. Její základní scénář implikuje postupný pokles úrokových sazeb od třetího čtvrtletí letošního roku. Vedle toho bankovní rada diskutovala i další dva scénáře. První z nich simuluje potenciální dopady zvýšených inflačních očekávání, ve druhém pak poptávka domácností oživuje rychleji než v základním scénáři. Adekvátní reakcí na rizika popisovaná v obou scénářích je ponechání sazeb na stávající úrovni po delší dobu, než je v základním scénáři.

Úrokové sazby ČNB se nacházejí na dostatečně vysoké úrovni, která ve všech třech uvažovaných scénářích zabezpečuje návrat inflace k cíli. Přísné nastavení měnové politiky zpomaluje růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice. Při zohlednění výhledu inflace v ročním horizontu se reálné úrokové sazby po řadě let nacházejí na zřetelně kladných úrovních. Měnové podmínky zohledňující úrokové sazby a úroveň měnového kurzu se nacházejí na nejpřísnější úrovni za posledních 20 let.

Přestože inflace od září 2022 klesla z 18 % na 8,8 % v červenci 2023, stále se nachází na nepřijatelných hodnotách. Bankovní rada potvrzuje své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována poblíž dvouprocentního cíle. Úrokové sazby proto zůstanou po určitou dobu na relativně vysoké úrovni. Na každém z příštích jednání budeme vycházet zejména z vyhodnocení nově dostupných dat a z vyhodnocení naplňování prognózy.

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

**Jménem České národní banky**

**Aleš Michl**

guvernéř

# Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

*Bankovní rada ponechala na svém srpnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 7 %. Toto nastavení měnové politiky zajistí návrat inflace k 2% cíli. Snižování inflace postupuje zhruba v souladu s předchozími výhledy ČNB. V červnu zpomalil meziroční růst spotřebitelských cen na jednocifernou hodnotu a ve svém poklesu bude inflace pokračovat i v nejbližších měsících. Na podzim se trend poklesu meziroční inflace dočasně přeruší, avšak pouze vlivem statistického efektu úsporného tarifu v oblasti cen energií z konce loňského roku. Po jeho odeznění inflace na začátku příštího roku skokově klesne do blízkosti 2 %. Na její snižování působí rychlé vyprchání růstu zahraničních cen (zejména energetických, ale také potravinářských komodit), které byly ještě v nedávné minulosti podstatným zdrojem růstu domácích nákladů. Protiinflačně působí také vývoj poptávky v domácí ekonomice, kterou tlumí přísné nastavení měnové politiky. Spotřeba domácností pokračuje v hlubokém meziročním propadu a klesá také investiční aktivita. Slabá poptávka vytváří podmínky pro pokles inflace, zejména jádrové, a následně také inflačních očekávání. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je proto konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu. Bankovní rada však vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem. Toto hodnocení se opírá o další dva scénáře. První z nich ilustruje riziko pomalejšího poklesu inflačních očekávání v tuzemské ekonomice. Druhý scénář zachycuje riziko razantnějšího zotavení spotřebitelské poptávky, které by vyplývalo z rychlého poklesu míry úspor ze současné vysoké úrovně.*

Vysoká inflace odeznívá. Podle červnových dat se snížila do jednociferných hodnot (9,7 %), přičemž k jejímu poklesu přispěly všechny složky. V poklesu pokračovala i v červenci (8,8 %). Významně se na tom podílí odeznění inflačních tlaků ze zahraničí. Pokles cen energetických komodit z loňských extrémních hodnot přispívá ke stabilizaci cen energií pro domácnosti a stojí také – spolu s efektem vysoké srovnávací základny – za výrazným meziročním poklesem cen pohonných hmot.

Snižuje se také jádrová inflace. V jejím poklesu se odráží řada faktorů včetně restriktivního nastavení měnové politiky. Pokles reálných příjmů domácností spolu s vysokou mírou úspor snižuje jejich spotřebitelskou poptávku (důvody zvýšeného sklonu k úsporám domácností uvádí [Box 1](#)). Výrazný meziroční pokles soukromé spotřeby pak ochlazuje poptávkové inflační tlaky.

Dosavadní přísné nastavení měnové politiky přispělo k růstu úrokových sazeb z hypoték a k citelnému ochlazení na realitním trhu (zvýšenými sazbami hypoték se zabývá [Box 2](#)). Pozorované zastavení předchozího výrazného růstu cen nových rezidenčních nemovitostí významně přispívá k poklesu jádrové inflace skrze zvolňující růst nákladů vlastnického bydlení v podobě imputovaného nájemného.

Podle prognózy se inflace bude v letních měsících dále snižovat, poté se sestupný trend dočasně přeruší. To však bude způsobeno pouze statistickým

efektem snížené srovnávací základny, který reflektuje loňskou vládní podporu v oblasti energií. Tento tzv. energetický úsporný tarif, který byl v platnosti od loňského října do prosince, meziroční inflaci dočasně snížil, letos ji naopak navýšil. Začátkem příštího roku se inflace skokově sníží do blízkosti 2% cíle, a to i přes postupné oslabení kurzu koruny. To prognóza předpokládá jako důsledek dalšího růstu zahraničních úrokových sazeb při poklesu domácích sazeb.

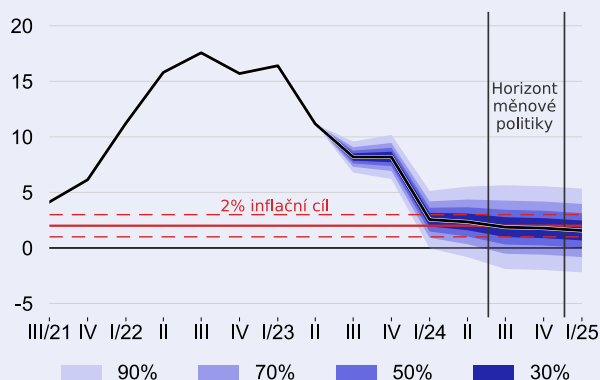
Domácí ekonomická aktivita je nadále utlumená, hrubý domácí produkt meziročně mírně klesá. Na tom se výrazně podílí již zmíněná velmi slabá spotřebitelská poptávka domácností, která se absolutně snižuje již šest čtvrtletí v řadě. Na jejím poklesu se podepisuje propad reálných příjmů domácností i vysoká míra úspor. Ta odráží opatrnost domácností plynoucí z rychlého růstu životních nákladů a také zvýšené úrokové sazby (průsak měnové politiky do klientských sazeb popisuje [Box 3](#)).

Výrazný růstový impulz zatím nepřichází ani z prostředí podnikových investic. Fixní investice jsou – stejně jako spotřeba domácností – tlumeny zvýšenými domácími úrokovými sazbami. Zároveň dochází k růstu sazeb eurových úvěrů, které přestávají být pro tuzemské podniky tak lákavé jako ještě donedávna. Opadá také tvorba zásob, zejména materiálu, polotovarů a nedokončené výroby. To souvisí s obnovením hladkého fungování dodavatelských řetězců.



### Inflace se začátkem příštího roku skokově sníží do blízkosti 2% inflačního cíle

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



### Zřetelný růst domácí ekonomiky se obnoví v příštím roce

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

	2023	2024	2025
<b>Celková inflace (%)</b>	<b>11,0</b> (-0,2)	<b>2,1</b> (0,0)	<b>1,7</b> -
<b>HDP</b>	<b>0,1</b> (-0,4)	<b>2,3</b> (-0,7)	<b>2,7</b> -
<b>Průměrná nominální mzda</b>	<b>8,7</b> (-0,1)	<b>7,8</b> (0,0)	<b>6,3</b> -
<b>Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)</b>	<b>6,9</b> (0,1)	<b>4,8</b> (0,2)	<b>3,7</b> -
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	<b>23,9</b> (0,1)	<b>24,7</b> (0,3)	<b>24,6</b> -

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

K růstu ekonomiky přispívá čistý vývoz a spotřeba vládních institucí. Příspěvek čistého vývozu je výslednicí omezené domácí poptávky tlumící dovoz a relativně robustní výkonnosti českého vývozu, který v prvním čtvrtletí letošního roku rostl meziročně o 7 %.

V souhrnu bude letos ekonomická aktivita zhruba stagnovat a její zřetelný růst se obnoví v příštím roce. Proti rychlejšímu růstu bude v příštím roce působit rozpočtová politika vlády zaměřená na snížení strukturálních deficitů v podobě tzv. konsolidačního balíčku.

Mzdová dynamika je sice aktuálně zvýšená, ale v reálném vyjádření zůstává záporná. Stále nízká nezaměstnanost bude do budoucna podporovat vyjednávací sílu zaměstnanců, kteří budou usilovat o obnovení svého podílu na příjmech v rámci celé ekonomiky. Rychlý růst mezd proto bude odeznívat jen pozvolna, avšak dezinflační proces to již nezlomí.

Snížení zahraničních inflačních tlaků a utlumená domácí ekonomická aktivita spolu s dosavadním přísným nastavením měnové politiky vytvářejí žádoucí prostředí pro probíhající proces snižování tuzemské inflace. Pohledem na aktuální cenový vývoj je zřejmé, že akutní cenové tlaky v domácí ekonomice již z rozhodující části odezněly a meziroční inflace míří k 2% cíli. Tato situace je v základním scénáři konzistentní s návratem úrokových sazeb k neutrální hladině. Cenový výhled je však nadále zatížen řadou rizik.

Za účelem jejich zachycení byly zpracovány dva scénáře. [První z nich](#) ilustruje riziko pomalejšího poklesu inflačních očekávání, která by mohla zbrzdit návrat inflace k cíli. Scénář zohledňuje pozorovaná zvýšená

inflační očekávání domácností, firem a analytiků. Pracuje s jejich pomalejším návratem k 2% cíli a souvisejícími implikacemi pro cenotvorbu. V tomto scénáři ani setrvání sazeb na stávající úrovni nestačí k úplnému potlačení dopadů zvýšených očekávání a inflace zde zůstává zřetelně nad cílem po většinu příštího roku. K tomu přispívá i rychlejší růst mezd.

[Druhý scénář](#) zachycuje riziko, které souvisí se současnou vysokou mírou úspor. Její případný rychlejší návrat k hodnotám poblíž dlouhodobého průměru by znamenal výrazný impulz pro již dlouhou dobu utlumenou spotřebu domácností. Následné silnější oživení domácí poptávky vede k výraznějším inflačním tlakům a potřebě přísnější měnové politiky. I přesto inflace i v tomto scénáři sestupuje k cíli o něco pomaleji.

Oba scénáře tedy nabádají k obezřetnosti při případném uvolňování měnové politiky, resp. podporují stabilitu sazeb na stávající úrovni.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem. Proinflačním rizikem jsou zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály, které by vedly k obnovení poptávkových tlaků a k perzistenci inflace. Proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

## I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

*Ekonomika eurozóny se bude jen pozvolna vymaňovat z dopadů energetické krize, která citelně zasáhla zejména Německo. Za nevýrazným růstem ekonomické aktivity v efektivní eurozóně budou v letošním roce stát zpomalení růstu globální poptávky a dopady utahování měnové politiky, v opačném směru bude působit očekávané oživení ve službách. Průmyslové podniky čelí klesajícímu počtu objednávek, současně ustoupila nejistota ohledně cen energií a odezny potíže v dodavatelských řetězcích. Zlevnění energií se promítlo do nižších inflačních tlaků, zejména v průmyslu. Korekce se očekává i u dalších okruhů v rámci cen průmyslových výrobců. Naproti tomu jádrová spotřebitelská inflace stále překvapuje svou silou, což byl hlavní důvod, proč ECB přistoupila k dalšímu zvýšení sazeb na červnovém i červencovém zasedání.*

**V globální ekonomice klesají inflační tlaky při současně utlumeném ekonomickém růstu, k čemuž přispívá zpřísnění měnových politik hlavních centrálních bank**

Velké světové ekonomiky ztrácejí růstové momentum a viditelně zrychlí (kromě Číny) až v roce 2025. (Tab. I.1). Světové ceny potravin klesají, zlevňují i kontejnerová přeprava a ceny kovů se stabilizovaly (Graf I.1). To vše přispívá k poklesu inflačních tlaků. Celková inflace je ve většině vyspělých zemí na ústupu vlivem ochlazení poptávky po zboží, přísnějších měnových podmínek a odeznění problémů v globálních dodavatelských řetězcích. Jádrová inflace je však setrvalější, a to zejména kvůli neutuchajícímu růstu cen ve službách. Podle posledního šetření mezi podnikovými manažery S&P PMI Global však i u služeb slábne poptávka a také cenová očekávání firem se zmírňují. Většina významných centrálních bank se blíží ke konci cyklu utahování měnových podmínek a v příštím roce se očekává jejich postupné uvolňování (Graf I.2). Růst mezinárodního obchodu bude tento rok utlumenější v důsledku odklonu poptávky od zboží ke službám a nižších investic v prostředí vysokých úrokových sazeb. K oživení jeho dynamiky dojde až příští rok.

Americká ekonomika projde ve druhé polovině letošního roku mělkou recesí v návaznosti na utažené měnové podmínky, vyčerpání nahromaděných úspor a postupné zchlazování trhu práce. Oslabování poptávky po zboží je patrné ve spotřebitelské inflaci, kterou na vyšších hodnotách udržuje růst cen služeb. Jejich silná dynamika nicméně také pozvolna odezní. Předpokládaný vrchol základní úrokové míry Fedu se nachází na hladině 5,5 %.

Čínská ekonomika se naopak pohybuje na hraně deflace. Její růst se pro letošní rok odhaduje na úrovni kolem 5 %, velkou roli však hraje loňská poměrně nízká srovnávací základna. Tamní ekonomika trpí nízkou důvěrou domácností i firem a vleklou krizí nemovitostního trhu, což se odráží ve slabých investicích i útratách spotřebitelů. Očekává se, že centrální banka opět

Tab. I.1

**Hospodářský růst velkých světových ekonomik s výjimkou Číny viditelně zrychlí až v roce 2025**

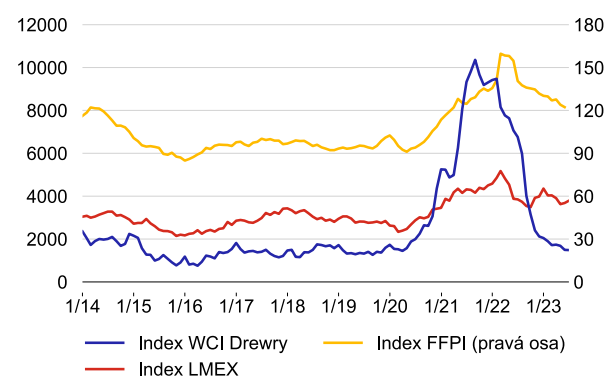
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Oxford Economics, CF

	2022	2022	2023	2023	2024	2025
	4Q		1Q			
Eurozóna	3,5	1,8	1,0	0,5	0,9	1,7
USA	2,1	0,9	1,8	1,6	0,5	2,1
Čína	3,0	2,9	4,6	5,5	4,8	4,6
Spojené království	4,1	0,6	0,2	0,1	0,4	1,4

Graf I.1

**Zlevnění komodit přispívá k ústupu inflačních tlaků, pokles cen kontejnerové přepravy odráží obnovení plynulého fungování dodavatelských řetězců**

indexy, pramen: Bloomberg, Food and Agriculture Organization of the United Nations



Poznámka: Index WCI Drewry zachycuje kontejnerovou námořní přepravu na 8 hlavních trasách mezi USA, Evropou a Asií podle hodnocení společnosti Drewry Maritime Research. Index LME je vážený index šesti základních kovů (hliník, zinek, nikl, měď, olovo a cín) na burze London Metal Stock Exchange. Index FFPI představuje index cen potravin Organizace pro výživu a zemědělství při Organizaci spojených národů; zaznamenává vývoj světových tržních cen 55 zemědělských komodit a potravin a je považován za ukazatel budoucí inflace a cenových trendů v potravinářském průmyslu.



uvolní měnové podmínky a stát podpoří ekonomiku dalšími fiskálními opatřeními.

### Zpomalení růstu globální poptávky v prostředí zpřísněných měnových podmínek se odrazí v přechodné stagnaci efektivní eurozóny, přičemž výraznější oživení růstu ekonomické aktivity přinese až rok 2024

Meziroční tempo růstu HDP v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2023 dosáhlo 0,5 % (Graf I.3). V mezičtvrtletním vyjádření ekonomická aktivita dokonce mírně klesla a ekonomika se tak nevyhnula technické recesi<sup>1</sup>, zejména kvůli propadu spotřeby domácností a vládních institucí zemí eurozóny. Opačným směrem působil růst investic a zejména čistého vývozu, jenž byl podpořen odezněním potíží v dodavatelských řetězcích. Propad ekonomiky však mohl být mnohem hlubší, kdyby neprokázala značnou odolnost vůči energetické krizi. Naplněnost evropských zásobníků byla při ukončení topné sezony v historickém srovnání rekordně vysoká. Se složitou situací se během zimy lépe vypořádaly jižní ekonomiky eurozóny či Francie, zatímco Německo zaznamenalo další mezičtvrtletní pokles HDP a nachází se tak pod úrovní před nástupem pandemie.

Ani letošní druhé čtvrtletí nepřineslo výraznější zrychlení ekonomické aktivity v efektivní eurozóně<sup>2</sup>, třebaže spotřeba domácností i vlády se vrátila k růstu. Zpřísnění měnových podmínek se začíná projevovat v ochabující investiční aktivitě firem, patrný je i pokles nových objednávek a snižování stavu zásob. Pokles objednávek se promítá do horšího sentimentu, a to zejména v německém průmyslu (Graf I.4). Podle šetření mezi německými podniky opět zrychlil pokles celkového objemu objednávek, přičemž jde o objednávky domácí i zahraniční. Podniky v šetření také vyjadřovaly obavy ze setrvalé inflace či ze zpřísnění finančních podmínek. Na pokles objednávek reagovali výrobci omezením výroby. Oproti tomu aktivita ve službách ve druhém čtvrtletí v eurozóně rostla s tím, jak se zlepšila důvěra spotřebitelů po skončení energetické krize při relativně nízké a stabilní nezaměstnanosti. Domácnosti musely čelit propadu reálných příjmů, po odeznění obav z energetické krize se však jejich ochota utrácet – zejména za služby – opět vrací. Aktuální údaje ze Španělska potvrzují další silnou letní turistickou sezonu.

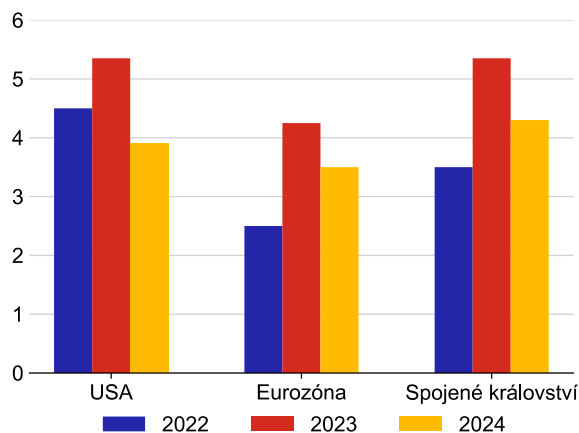
Za nevýrazným růstem efektivní eurozóny v letošním roce budou stát zejména dopady zpomalení růstu

- 1 Za tzv. technickou recesi je považován mezičtvrtletní pokles sezonně očištěného reálného HDP v alespoň dvou po sobě následujících čtvrtletích.
- 2 Podle předběžného odhadu Eurostatu se HDP v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí 2023 zvýšil mezičtvrtletně o 0,1 % a meziročně vzrostl o 0,3 %. Tento údaj není do prognózy zpracován, neboť byl zveřejněn 31. července, tedy po její uzavěře.

Graf I.2

### Příští rok se dle očekávání ponese ve znamení snižování úrokových sazeb

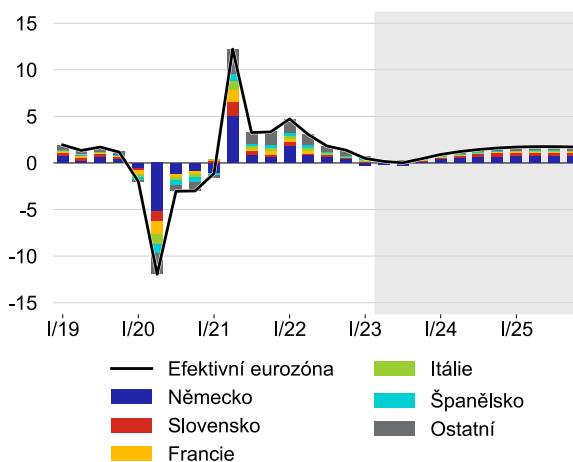
úroveň měnověpolitických úrokových sazeb v % ke konci daného roku podle předpovědi Bloomberg Economics, pramen Bloomberg



Graf I.3

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

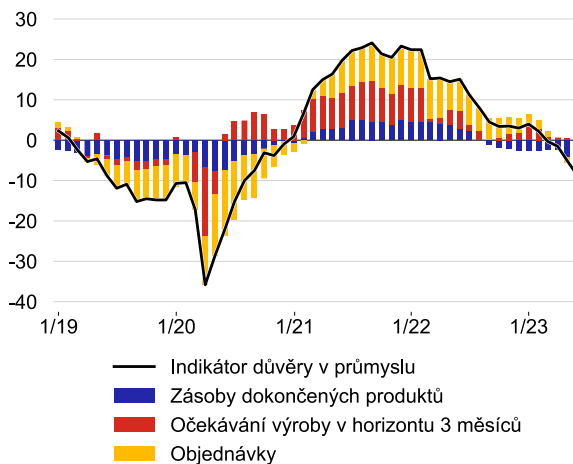
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.4

### Pokles objednávek se promítá do horšího sentimentu firem v německém průmyslu

indikátor důvěry v průmyslu v Německu, příspěvky v p. b., pramen Evropská komise



globální poptávky a zpřísněné měnové politiky na domácí poptávku při klesajícím objemu objednávek v průmyslu. Firmy zároveň čelí podstatně snížené nejistotě, zejména ohledně cen energií. Také potíže v dodavatelských řetězcích odezněly. Ekonomický růst pak bude podpořen i obnovenými výdaji domácností za služby, zejména ve druhém a třetím čtvrtletí. V souhrnu HDP efektivní eurozóny v letošním roce vzroste jen o 0,3 %<sup>3</sup>, v příštím roce jeho růst zrychlí na 1,3 %. Mezera výstupu se ve třetím čtvrtletí letošního roku posune do záporných hodnot, kde setrvá až do poloviny roku 2025.

### Propad cen zemního plynu a elektřiny se promítá do rychlého ústupu inflace ve výrobní sféře, ale v jádrových cenách je dezinflace pozvolnější

Cena ropy Brent se od začátku května pohybovala v úzkém pásmu bez zřetelného trendu, v polovině července začala lehce růst. Tržní sentiment je nadále ovlivňován nejistotou ohledně budoucího vývoje globální ekonomiky a neuspokojivým oživením čínské ekonomiky. Nicméně na trhu se již začalo projevovat silné omezení těžby ze strany aliance OPEC+ spolu s poměrně solidní sezonní poptávkou. Výhled ceny ropy Brent zůstává mírně klesající směrem k 70 USD/barel na konci roku 2025. Cena zemního plynu v Evropě se koncem května přiblížila dvouletému minimu a udržuje se pod cenou LNG v Asii. Zásobníky v Evropě i Asii jsou nadstandardně naplněné. Většímu poklesu ceny plynu brání teplé počasí v obou regionech, které klade vyšší nároky na výrobu elektřiny pro chod klimatizací. Před příští zimou se s rostoucí poptávkou očekává opětovný růst cen zemního plynu.

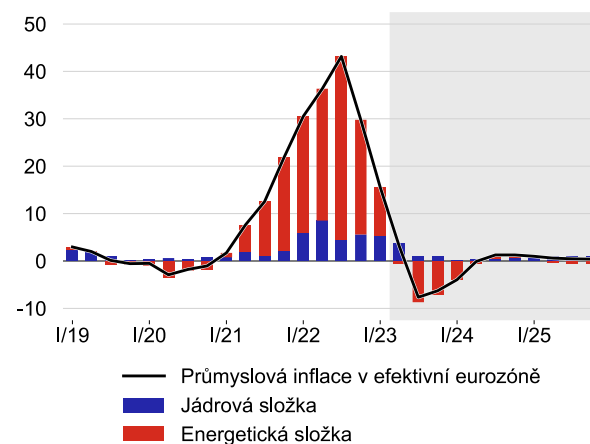
Za aktuálním snížením produkčních cen v efektivní eurozóně stojí zejména pokles cen energií, tedy ropy, plynu a elektřiny (Graf I.5). Energetická složka průmyslových cen začala meziročně klesat již v květnu a její meziroční pokles vyvrcholil v září na úrovni cca -20 %. Naproti tomu ústup cenových tlaků v jádrových cenách bude pozvolnější s tím, jak se jen postupně projevuje zlevnění energií a slabší poptávka po průmyslovém zboží. Také intenzita zdražování souvisejícího s předchozím přetížením dodavatelských řetězců se snižuje. Proto se inflační očekávání v průmyslu napříč velkými ekonomikami eurozóny snížila na úroveň před začátkem pandemie (Graf I.6). Jádrová složka bude do konce roku 2023 pomalu korigovat k 1% meziročnímu růstu. V souhrnu dosáhne zdražování průmyslové produkce v efektivní eurozóně v letošním roce pouhých 0,6 % (oproti loňským 35 %), přičemž v roce 2024 ceny dokonce v průměru lehce poklesnou.

Od konce roku 2022 klesá i inflace spotřebitelských cen v efektivní eurozóně, přičemž pod 3 % se dle

Graf I.5

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

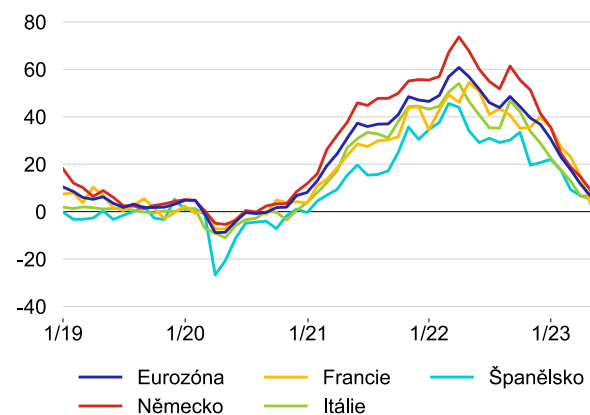
meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.6

### Inflační očekávání v průmyslu klesla ve velkých evropských ekonomikách na předkrizovou úroveň

cenová očekávání ohledně prodejních cen v následujících třech měsících, saldo odpovědí, pramen Evropská komise



K hlavním okruhům prognózy v oblasti vnějšího prostředí patří vývoj cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. Ten je sledován zvláště pro odvětví silně spjatá s vývojem cen ropy, plynu a elektřiny, která jsou zahrnuta do tzv. energetické složky průmyslových cen a jejich podíl činí přibližně 40 %. Cenový vývoj ve zbývajících průmyslových odvětvích potom odpovídá tzv. jádrové složce cen zahraničních průmyslových výrobců, která je mimo jiné důležitá pro posuzování cenové konkurenceschopnosti domácí ekonomiky. Vývoj spotřebitelských cen v efektivní eurozóně měřený harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP) má na domácí ekonomiku pouze nepřímý vliv, a to skrze nastavení zahraniční měnové politiky. Cíl ECB je totiž definován pro inflaci na bázi HICP.

<sup>3</sup> S ohledem na očekávanou recesi ve Spojených státech ve druhé polovině roku 2023 však není vyloučeno, že ekonomika efektivní eurozóny opět začne klesat.

očekávání dostane v polovině roku 2024. Vedle citelného útlumu inflačních tlaků z cen energií se pozvolna projeví i zpomalení růstu cen v produkční sféře, které dopadne do cen zboží. Cenové tlaky v segmentu služeb budou ustupovat jen pozvolna, zejména s ohledem na robustní poptávku po službách. Pro návrat inflace k 2% cíli ECB bude klíčový vývoj jádrové inflace, která se však doposud v eurozóně drží v meziročním vyjádření nad 5 % a změn nedoznalo ani její aktuální momentum. To vzbuzuje obavy ECB o dosažení inflačního cíle v dohledné době.

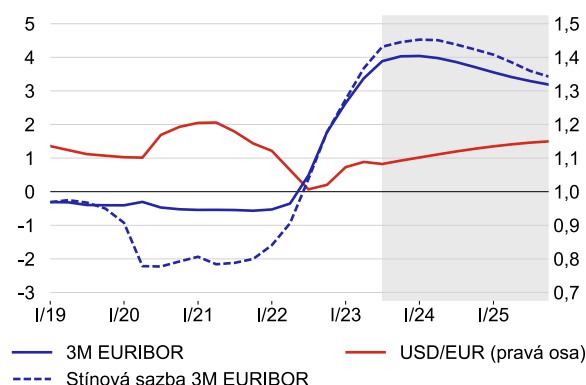
### ECB i Fed během léta dále zvyšovaly úrokové sazby

ECB pokračuje ve svém boji proti stále vysoké inflaci a na svém červnovém i červencovém zasedání dle očekávání zvýšila sazby, a to v obou případech o 0,25 procentního bodu. Další utažení měnové politiky není vyloučeno ani v září, čímž by se depozitní sazba dostala na úroveň 4 %. Sazba 3M EURIBOR podle tržních očekávání setrvá nad 4% hranicí minimálně do konce prvního čtvrtletí 2024 (Graf I.7). Vedle zvyšování svých úrokových sazeb ECB také pokračuje ve snižování objemu bilance. To je zachyceno v odhadu stínové sazby, který se nachází nad tržní úrokovou sazbou 3M EURIBOR. Utažování měnové politiky ECB se začíná projevovat ve zpřísněných úvěrových podmínkách a meziroční růst úvěrů domácnostem i podnikům výrazně zpomalil (Graf I.8). V případě domácností, kde se jedná hlavně o hypotéky, se v dubnu 2023 dokonce jejich růst dostal pod úroveň před nástupem pandemie. Euro vůči americkému dolaru ve druhém čtvrtletí mírně posílilo. Ve prospěch dalšího posilování společné evropské měny hovoří očekávané zakolísání americké ekonomiky ve druhé polovině roku 2023. Americká centrální banka ale věří v robustnost ekonomického vývoje ve Spojených státech, a proto v červenci zvýšila základní úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu do pásma 5,25–5,50 %.

Graf I.7

### Další zpřísnování měnové politiky ECB a snižování její bilance se promítá do tržního výhledu úrokových sazeb

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

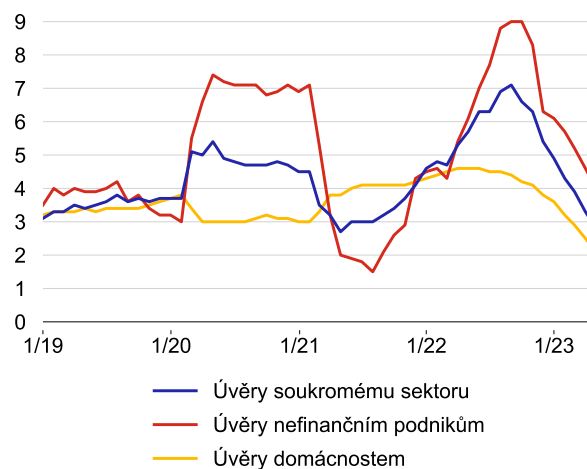


**Zvyšování úrokových sazeb ECB a zastavení reinvestic splatných aktiv z programu nákupu aktiv se již naplno odrazilo v přísnějších měnových podmínkách. Dynamika úvěrování v eurozóně proto oslabila. Podle posledního šetření úvěrových podmínek bank dochází k citelnému zpřísnění úvěrových standardů (schvalovacích kritérií) pro úvěry firmám a pro úvěry na bydlení. Poptávka po úvěrech výrazně klesá, zejména kvůli rostoucím úrokovým sazbám, nižším potřebám financování fixních investic a oslabení trhu s nemovitostmi.**

Graf I.8

### Růst úvěrů domácnostem i podnikům v eurozóně rychle zpomaluje

meziroční růst objemu úvěrů podle příjemce, upraveno o prodej úvěrů, sekuritizaci a optimalizaci peněžních prostředků v rámci koncernu (cash pooling), pramen ECB



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2023	2024	2025	
<b>HDP</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>0,3</b> (-0,3)	<b>1,3</b> (-0,1)	<b>1,7</b> -	Očekávaný růst efektivní eurozóny se pro letošní i příští rok oproti minulé prognóze lehce snižuje, a to v důsledku horší kondice průmyslu v eurozóně, částečně mají vliv i revize dat.
<b>Spotřebitelské ceny</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>6,5</b> (-0,4)	<b>2,9</b> (0,2)	<b>1,9</b> -	Výhled inflace se v letošním roce posouvá níže zejména vlivem výraznějšího poklesu cen energií, v roce 2024 je očekávaná inflace oproti minulé prognóze lehce vyšší.
<b>Ceny výrobců</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>0,6</b> (-3,6)	<b>-0,4</b> (-0,5)	<b>0,6</b> -	K přehodnocení cen průmyslových výrobců směrem dolů vedl další pokles cen komodit a přepravních nákladů vlivem zlepšeného fungování dodavatelských řetězců.
<b>Cena ropy Brent</b>	USD/barel	<b>77,5</b> (-3,1)	<b>72,7</b> (-3,1)	<b>70,4</b> -	Výhled ceny ropy Brent se posunul na nižší hladinu, trajektorie zůstává klesající.
<b>3M EURIBOR</b>	% procentní body	<b>3,5</b> (0,3)	<b>3,9</b> (0,8)	<b>3,4</b> -	Výhled tržních úrokových sazeb se posouvá výše v reakci na důraznější komunikaci ECB a její odhodlání dosáhnout inflačního cíle.
<b>Měnový kurz</b>	USD/EUR	<b>1,08</b> (0,01)	<b>1,12</b> (0,01)	<b>1,14</b> -	Očekávaný kurz eura vůči dolaru se posouvá ve směru lehce silnějšího eura v důsledku ještěřábiho tónu ECB a předpokládaného oslabení ekonomické aktivity v USA.

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)

## II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Po nevýrazném výkonu v první polovině letošního roku ekonomická aktivita následně obnoví svůj růst. Ten bude vyplývat především z oživení spotřeby domácností v návaznosti zejména na obnovení růstu reálných příjmů. Významnou roli v růstu HDP bude vedle toho stále hrát kladný příspěvek čistého vývozu, který bude odrážet dobrou exportní výkonnost české ekonomiky. Podstatnou měrou k tomu přispěje finalizace dosud nedokončené výroby a rozpouštění naakumulovaných zásob související s odezníváním problémů v dodavatelských řetězcích. Investiční aktivita se během letošního roku odrazí ode dna v podmínkách solidní ziskovosti firem. K jejich investicím do nových technologií a obnovitelných zdrojů energie se přidají také investice vládních institucí. Vlivem slabšího prvního pololetí bude letos česká ekonomika v celoročním úhrnu přibližně stagnovat a stále se tak bude nacházet pod svým potenciálem. Příští rok se HDP vrátí k růstu, a to i přes fiskální konsolidační balíček, který bude částečně brzdit zejména růst spotřeby domácností a v menší míře také investic. Trh práce se již nebude více zchlazovat, naopak se začne znovu přehřívat. Míra nezaměstnanosti se bude jen pozvolna zvyšovat při zhruba stabilní zaměstnanosti. Meziroční růst nominálních mezd nadále zrychluje, počátkem příštího roku výrazně překoná inflaci, následně však začne postupně zvolňovat.

**Domácí hospodářská aktivita bude letos zhruba stagnovat vlivem nevýrazného výkonu v první polovině roku, v příštím roce růst ekonomiky potáhne zejména zotavení spotřeby domácností**

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích rychle odeznívají. To je zřejmé při pohledu např. na snižující se podíl průmyslových firem, které hlásí nedostatek materiálu jako faktor limitující produkci (Graf II.1), nebo na zprávy o zkompletování dosud nehotových automobilů. Tyto faktory přispějí k finalizaci a vyvezení dosud nedokončené výroby a rozpuštění souvisejících zásob, což posílí kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP. Finanční situace domácností se bude od poloviny roku zlepšovat s tím, jak se obnoví růst jejich reálných příjmů, což vyústí v oživení růstu reálné spotřebitelské poptávky. Ziskovost firem zůstane solidní a promítne se jak do oživení investic, tak do růstu mezd. Celková ekonomická aktivita tak začne od poloviny roku v meziročním vyjádření opět růst (Graf II.2), v celoročním úhrnu však letos bude HDP zhruba stagnovat.<sup>4</sup> V roce 2024 ekonomika poroste o 2,3 %, přičemž její oživení bude tlumeno fiskálním konsolidačním balíčkem<sup>5</sup>. V roce 2025 růst HDP zrychlí na 2,7 %.

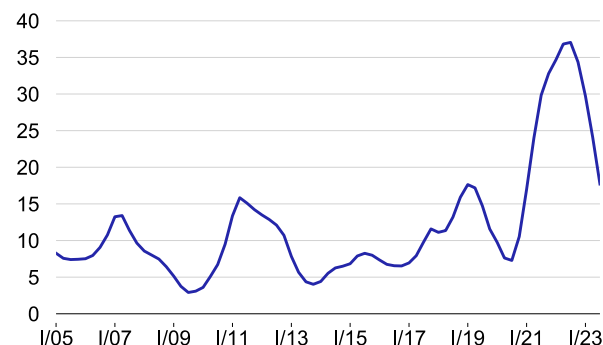
4 Podle předběžného odhadu ČSÚ se ve druhém čtvrtletí 2023 český HDP mezičtvrtletně vzrostl o 0,1 % a meziročně klesl o 0,6 %, což je zhruba v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 31. července 2023.

5 Prognóza ČNB zohledňuje fiskální konsolidační balíček ve verzi, která prošla prvním čtením v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR 14. července 2023.

Graf II.1

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

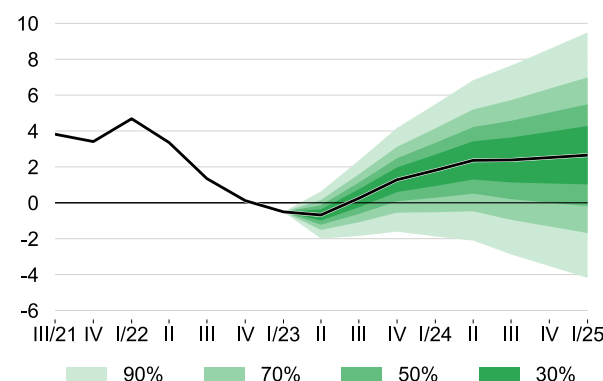
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

### Ekonomická aktivita po meziročním poklesu z prvního pololetí obnoví svůj růst, který dále zrychlí během roku 2024

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti





### Spotřeba domácností se začne od poloviny roku v mezičtvrtletním vyjádření zvyšovat v návaznosti na obnovení růstu reálných příjmů

Nepříznivý sentiment domácností<sup>6</sup> a stále vysoká inflace snižující jejich reálnou kupní sílu vedly k dalšímu poklesu spotřeby domácností během prvního pololetí 2023. Vlivem postupného odeznívání vysoké inflace se během letošního roku začne růst reálných příjmů domácností pozvolna obnovovat, což koncem roku povede k zastavení meziročního poklesu reálné soukromé spotřeby (Graf II.3). Celkově za celý letošní rok i tak spotřeba domácností klesne zhruba o 3,5 %.

V příštím roce bude růst reálných příjmů domácností pokračovat, což bude mít spolu s poklesem míry úspor za následek svižný růst spotřebitelské poptávky. Ten však bude zejména v první polovině roku brzděn fiskálním konsolidačním balíčkem, jehož působení dále mírně zesílí na začátku roku 2025. Spotřeba domácností se tak v úhrnu v příštím roce zvýší o necelá 4 %, v roce 2025 její dynamika ještě lehce zrychlí.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností bude na celém prognostickém horizontu tažen přibližně stabilním příspěvkem mezd a platů (Graf II.4), který bude odrážet znovu se přehřívající trh práce. V letošním druhém pololetí dynamika hrubého disponibilního důchodu zvolní pod 10 % a v následujících dvou letech poroste jen umírněně. To bude způsobeno zejména zpomalením růstu a následným poklesem důchodů z vlastnictví a příjmů podnikatelů ze zvýšených hodnot v nedávné minulosti. Příspěvky ostatních běžných transferů a sociálních dávek zahrnujících mimo jiné opakované valorizace důchodů a některá další podpůrná fiskální opatření budou postupně slábnout.

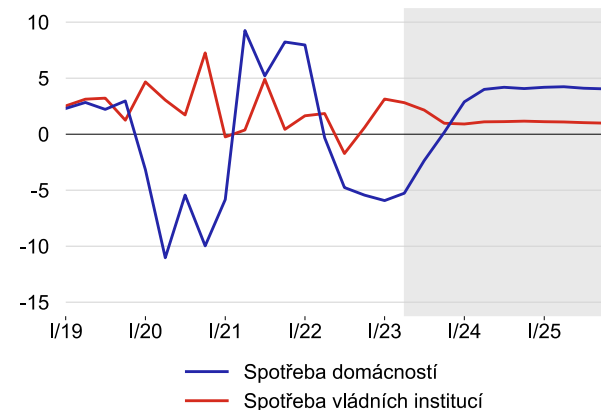
### Míra úspor zůstane po následující dva roky na vyšších úrovních oproti dlouhodobému průměru, přičemž její pokles z aktuálních hodnot bude jen postupný

Míra úspor se v prvním čtvrtletí 2023 mírně snížila, stále však zůstává na vysokých hodnotách (Graf II.5). Spotřebitelská nálada domácností je stále zhoršená. V důsledku obav z energetické krize i z rychlého zdražování domácnosti tvoří převážně opatrnostní úspory (tématu se podrobně věnuje Box 1 na konci této kapitoly). Spotřeba je tlumena také poklesem poptávky po úvěrech, který odráží – stejně jako růst vkladů – zvýšené úrokové sazby. Tyto faktory budou v následujících čtvrtletích postupně odeznívat a konzistentně s tím začne sklon k úsporám pozvolna klesat. Ke svému dlouhodobému průměru se míra úspor dostane až v průběhu roku 2025. Dopady

Graf II.3

### Spotřeba domácností bude v meziročním vyjádření klesat i po většinu letošního roku a její růst se obnoví až v jeho závěru, spotřeba vládních institucí poroste umírněným tempem

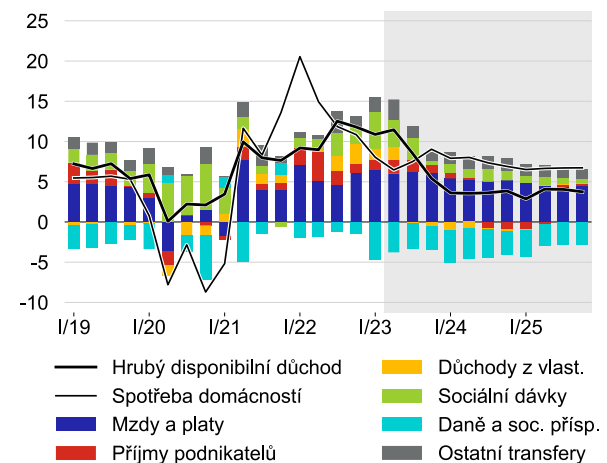
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

### Růst nominálního disponibilního důchodu letos postupně zvolní zejména vlivem nižšího příspěvku příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví, mzdy a platy porostou zhruba stabilním tempem

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



<sup>6</sup> Dle červencových dat z konjunkturálního průzkumu zůstávají spotřebitelská i podnikatelská důvěra pod svými dlouhodobými průměry, u spotřebitelského sentimentu však došlo k citelnému meziměsíčnímu zlepšení.



případného rychlejšího poklesu míry úspor popisuje zpracovaný scénář v kapitole IV.

### Vývoz po zbytek roku solidně poroste v důsledku odeznění problémů s nedostatkem součástek a materiálů a následného oživování zahraniční poptávky

Vývozně orientovanou část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) již přestávají brzdit problémy v dodávkách výrobních vstupů (Graf II.1). Růst zahraniční poptávky ve druhé polovině roku v mezičtvrtletním vyjádření mírně oživí. Vysokou dynamiku českého vývozu bude podporovat zejména zkompletování a následné vyvezení dosud nedokončené výroby (Graf II.6). Ve stejném směru bude působit i zvolnění růstu energetických nákladů, jejichž výše po celý loňský rok omezovala výrobu v energeticky náročných odvětvích.

Spolu s oživením dovozně náročných fixních investic bude růst dovozu podporován i postupným zotavením spotřeby domácností. I tak se ale bude meziroční růst dovozu nacházet na nižších tempech než u vývozu. Čistý vývoz tak bude po celý letošní rok přispívat k růstu HDP výrazně kladně. V příštím roce se rozdíl mezi dynamikou vývozu a dovozu zmírní, příspěvek čistého vývozu však zůstane kladný a v roce 2025 bude přibližně neutrální (Graf II.6).

### Fixní investice po meziročním poklesu z první poloviny roku obnoví svůj růst vlivem stále dobré finanční situace podniků i pozdějšího oživování zahraniční poptávky

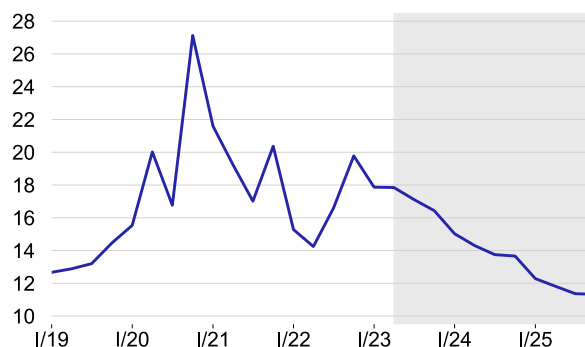
Celková finanční kondice podniků zůstává v souhrnu více než solidní, což dokládá zvyšující se míra zisku. Firmy proto budou nadále investovat do obnovy a rozšiřování výroby i do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor, které pro ně představují určitou pojistku proti případným problémům během příští zimy. Investiční aktivitu dále podpoří odeznění problémů ve výrobních a dodavatelských řetězcích. Tlumit investiční apetit firem naopak budou již delší dobu zvýšené domácí i postupně rostoucí zahraniční úrokové sazby. Zpřísnění domácí měnové politiky se u domácností projevilo zejména poklesem jejich investic do obydlení. Celkově tak budou letos soukromé fixní investice zhruba stagnovat. Tahounem růstu celkových fixních investic tak letos zůstanou zvyšující se vládní investice (Graf II.7), které vzrostou – vedle vlivu čerpání evropských fondů – i kvůli jednorázovému nákupu vojenských vrtulníků.<sup>7</sup> Celkově fixní investice za rok 2023 vzrostou zhruba o 0,5 %.

<sup>7</sup> Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením od druhého čtvrtletí do zbytku roku 2023.

Graf II.5

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

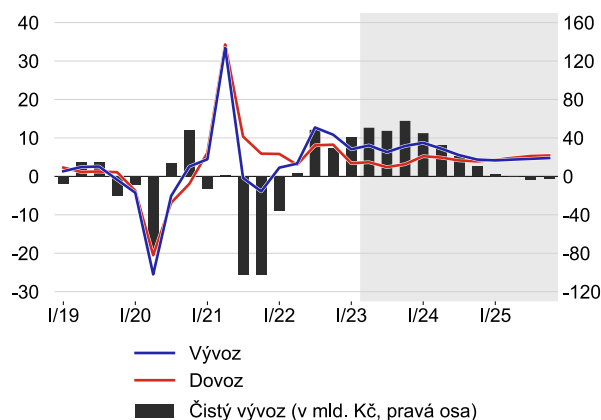
míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



Graf II.6

### Růst dovozu a především vývozu bude dosahovat solidních temp v návaznosti na odeznění problémů v dodavatelských řetězcích a později i na oživení poptávky

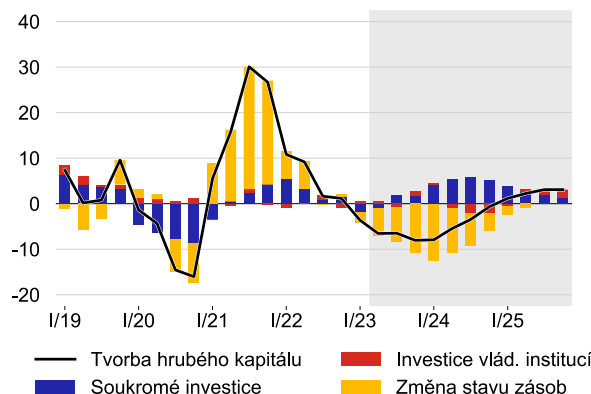
reálný vývoz a dovoz, meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno



Graf II.7

### Dynamika celkových hrubých investic bude do konce roku 2024 dominantně ovlivněna tvorbou zásob

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



V příštím roce růst fixních soukromých investic spolu s oživením zahraniční poptávky zrychlí, v první polovině roku však bude mírně tlumen dopady fiskálního konsolidačního balíčku. Investice vládních institucí naopak poklesnou vlivem pomalého náběhu čerpání fondů EU na začátku nového programového období a zvýšené srovnávací základny z letošního roku. Za celý rok 2024 fixní investice vzrostou o 4,5 %, v roce 2025 jejich růst zpomalí k dlouhodobě rovnovážné hodnotě kolem 3 %.

Změna stavu zásob v podmínkách slábnoucích problémů na nabídkové straně ekonomiky zůstane do konce letošního roku výrazně nad svou dlouhodobou úroveň, i když se bude snižovat (Graf II.8). S předpokládaným odezněním výpadků v dodávkách ve druhé polovině roku totiž bude možné zkompletovat dříve rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu tak letos setrvá vlivem snižujícího se přírůstku zásob v záporných hodnotách. Klesat budou celkové investice i během příštího roku, zejména vlivem vysoké srovnávací základny změny stavu zásob z roku 2023. V roce 2025 porostou celkové investice zhruba o 2,5 %.

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

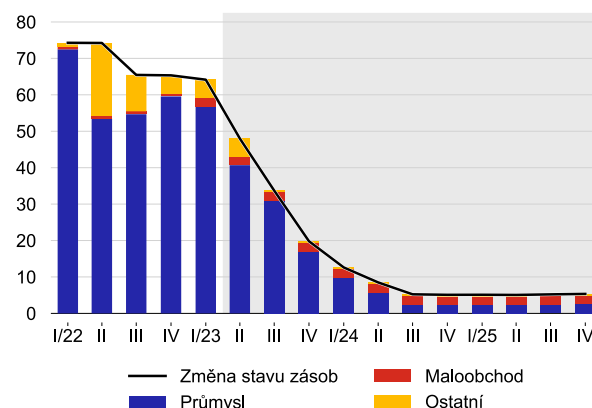
Růst reálné spotřeby vládních institucí letos v celoročním úhrnu zrychlí nad 2 % (Graf II.3). Na tom se podílí navýšení veřejných výdajů zejména ve zdravotnictví a školství související s příchodem ukrajinských občanů, zvýšení celkového objemu vypláceného příspěvku na bydlení i vyšší mezispotřební výdaje.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

Fiskální politika bude letos na růst HDP působit zhruba neutrálně (Graf II.9). Odeznění některých podpůrných opatření z minulého roku je vykompenzováno pokračováním části opatření na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů souvisejících s vysokou inflací a pomocí s drahými energiemi. Mezi tato opatření patří zejména dočasné prodloužení snížené spotřební daně na motorovou naftu (do konce letošního července), navýšení limitu pro registraci plátců DPH a vyplácení výchovného v rámci důchodů. Protisměrně bude působit ukončení úsporného energetického tarifu, odeznění některých opatření na podporu Ukrajinců a snížení rozsahu mimořádné valorizace důchodů od letošního června<sup>8</sup>. Dynamiku HDP v roce 2024 budou znatelně

Graf II.8

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

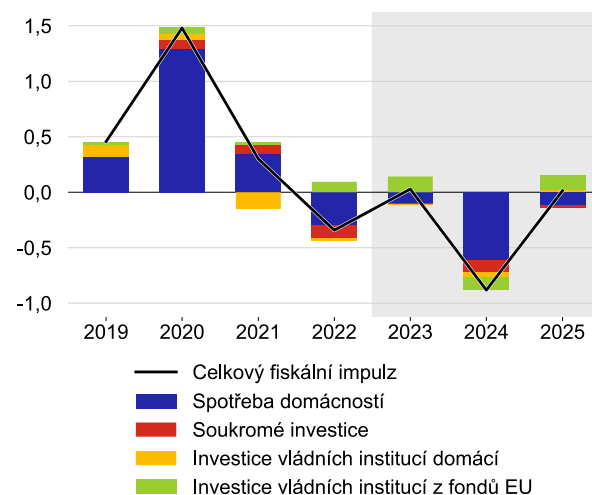
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

### Fiskální politika bude letos na růst HDP a jeho složek působit zhruba neutrálně, v příštím roce bude růst výrazně tlumit především vlivem konsolidačního balíčku

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



<sup>8</sup> Vedle pravidelné lednové valorizace došlo letos opět k mimořádné inflační valorizaci, a to od června. Průměrná starobní penze se zvýší o 760 Kč místo navýšení o 1770 Kč, které by odpovídalo původnímu valorizačnímu schématu.

tlumit definitivní ukončení podpůrných opatření, dopady fiskálního konsolidačního balíčku<sup>9</sup>, výpadek čerpání investic z fondů EU z důvodu již zmíněného pomalého náběhu nového programového období a snížení výdajů na penze plynoucí z krácení letošního mimořádné valorizace. V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální, přičemž tlumící dopad konsolidačního balíčku bude vyvažován očekávaným zrychlením čerpání fondů EU.

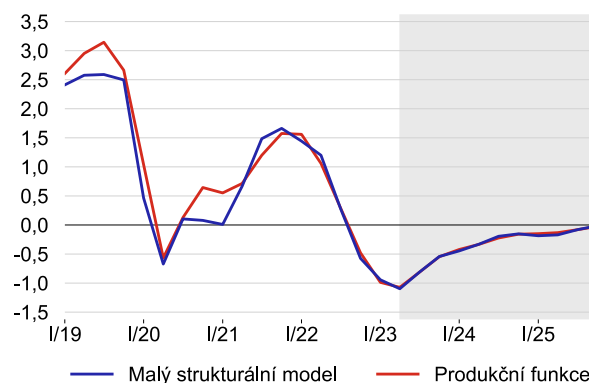
### Česká ekonomika se koncem loňského roku dostala pod svůj potenciál, kde setrvá až do konce roku 2025

Tuzemská ekonomika se vlivem mělké recese ve druhé polovině loňského roku a následné přibližné stagnace v letošním prvním pololetí dostala pod svůj potenciál. Tam zůstane po celý letošní rok (Graf II.10), což se odrazí i na trhu práce, kde se bude míra nezaměstnanosti dále lehce zvyšovat. Příští a přespříští rok bude úplnému uzavření mezery výstupu bránit působení fiskálního konsolidačního balíčku, který bude brzdit zejména růst spotřeby domácností a v menší míře i investic. Dynamika potenciálního produktu již letos nebude významně bržděna nabídkovými omezeními. V průběhu příštího roku se růst potenciálu začne pomalu navracet ke střednědobému tempu, ke kterému se dále přiblíží v roce 2025. Na konci téhož roku se mezera výstupu zdola uzavře.

Graf II.10

### Ekonomika se bude nacházet pod svým potenciálem zejména z důvodu působení konsolidačního balíčku, který bude tlumit domácí poptávku

mezera výstupu v % potenciálního produktu



9 Celkový dopad konsolidačního balíčku zohledněný ve fiskálním impulzu v roce 2024 činí 1,3 % HDP, v roce 2025 pak dodatečných 0,3 % HDP. Konsolidační balíček zahrnuje na straně příjmů: růst spotřebních daní, změnu sazeb DPH, zvýšení daně z nemovitých věcí, zvýšení odvodů OSVČ, úpravu daně z příjmů fyzických i právnických osob, zrušení daňových výjimek, zavedení nemocenského pojištění a odvody z dohod o provedení práce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele, snížení objemu platů ve veřejné sféře a úsporu provozních a ostatních výdajů.

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

		2023	2024	2025	
<b>HDP</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>0,1</b> (-0,4)	<b>2,3</b> (-0,7)	<b>2,7</b> -	Výhled růstu HDP se posouvá dolů vlivem nižších výdajů na většinu jeho složek, v příštím roce bude ekonomická aktivita tlumena působením konsolidačního balíčku.
<b>Spotřeba domácností</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-3,4</b> (-0,8)	<b>3,8</b> (-0,4)	<b>4,1</b> -	Předikce spotřeby domácností se letos snižuje kvůli jejímu hlubšímu propadu v prvním pololetí, pro rok 2024 je výhled nižší hlavně kvůli působení konsolidačního balíčku.
<b>Spotřeba vládních institucí</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,3</b> (0,6)	<b>1,1</b> (-0,2)	<b>1,1</b> -	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje směrem nahoru kvůli vyšším nemzdovým výdajům počátkem roku, pro příští rok se příliš nemění.
<b>Tvorba hrubého fixního kapitálu</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>0,6</b> (-2,3)	<b>4,4</b> (-0,4)	<b>3,2</b> -	Letošní pomalejší dynamika celkových investic je důsledkem nižšího růstu investic vládních institucí, v roce 2024 bude růst fixního kapitálu tlumen konsolidačním balíčkem.
<b>Čistý vývoz</b>	přísp. k růstu HDP procentní body	<b>3,2</b> (-0,2)	<b>1,6</b> (0,1)	<b>-0,1</b> -	Příspěvek čistého vývozu se ve srovnání s minulou prognózou letos mírně snižuje kvůli lehce slabší zahraniční poptávce, v příštím roce je příspěvek zhruba stejný.
<b>Zaměstnanost</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>1,0</b> (0,9)	<b>0,1</b> (0,0)	<b>0,0</b> -	V rychlejší dynamice zaměstnanosti se odráží především vyšší pozorované údaje z počátku roku.
<b>Nezaměstnanost (ILO)</b>	% procentní body	<b>2,7</b> (0,2)	<b>2,8</b> (0,0)	<b>3,0</b> -	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se letos posouvá nahoru z důvodu vyšší pozorované skutečnosti a pozvolněji oživující ekonomické aktivity.
<b>Průměrná měsíční nominální mzda</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>8,7</b> (-0,1)	<b>7,8</b> (0,0)	<b>6,3</b> -	Letošní lehce nižší dynamika mezd odráží slabší pozorovaný mzdový růst na začátku letošního roku.

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

### Napětí na trhu práce otočilo déletrvající klesající trend a na výhledu se bude opět zvyšovat především kvůli oživující se poptávce po práci

Trend zchlazování trhu práce se na počátku letošního roku zastavil (Graf II.11). Celková zaměstnanost pokračovala v meziročním růstu a dostala se již na úroveň z počátku roku 2020. Od příštího roku bude na dosažené úrovni zhruba stagnovat. Míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí mírně snížila a z této úrovně se poté začne pozvolna zvyšovat, nicméně z historického pohledu zůstane i nadále velmi nízká. Mzdová dynamika v tržních odvětvích, která se během posledního roku setrvale zvyšovala, ještě krátkodobě zrychlí. Následně bude tempo meziročního růstu mezd pomalu zvolňovat.

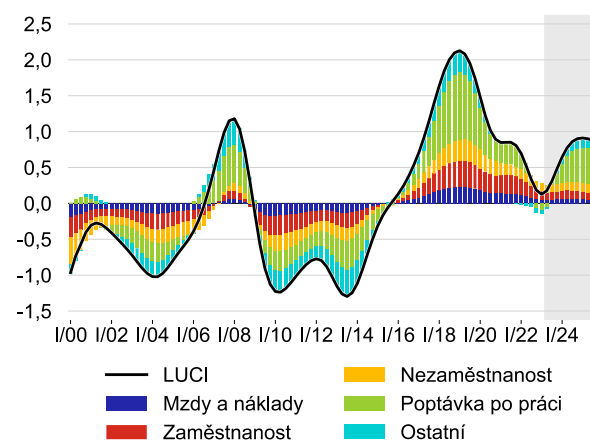
### Růst reálných příjmů se obnoví ve druhé polovině letošního roku, v roce 2024 pak významně zrychlí

Meziroční růst průměrné nominální mzdy na počátku letošního roku významně zrychlil (Graf II.12), k čemuž přispívala všechna odvětví. Ač mzdová dynamika stále výrazně zaostává za růstem cen, v prostředí přetrvávající dobré ziskovosti firem, zvýšené inflace a napjaté reálné části trhu práce přetrvávají tlaky podporující dlouhodobý svižný mzdový růst. Ten tak v průběhu letošního roku ve svém meziročním vyjádření ještě mírně

Graf II.11

### Trh práce se pohledem indikátoru LUCI již nebude více ochlazovat, naopak se začne znovu přehřívat

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



vzroste a následně bude ustupovat jen pomalu. Dynamika mezd bude podpořena i předpokládaným oživením ekonomické aktivity.

Reálná mzda otočí svůj klesající trend z první poloviny letošního roku a od jeho druhé poloviny začne růst. K alespoň částečné kompenzaci propadu reálných příjmů ale dojde až v letech 2024 a 2025, kdy při inflaci v blízkosti 2% cíle ČNB bude přetrvávat stále ještě velmi solidní růst nominálních mezd.

V netržních odvětvích letos platy také porostou, nicméně mírnějším tempem než v tržní sféře. Na počátku letošního roku došlo k 10% růstu platů vojáků a příslušníků bezpečnostních sborů, do meziroční dynamiky výrazně přispěl i sektor vzdělávání. V průběhu roku bude dobíhat efekt mimořádného zvýšení mezd pro vybrané skupiny profesí s nejnižšími příjmy z loňského září. V roce 2024 prognóza zohledňuje avizované zmražení platů státních zaměstnanců, s výjimkou učitelů, kterým by měly být platy navýšeny na 1,3násobek průměru v národním hospodářství. Pro rok 2025 pracuje prognóza netržních mezd s předpokladem růstu náhrad zaměstnanců v sektoru vládních institucí o 4 %.

Růst nominálního objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn zvýšenou dynamikou průměrných mezd v letošním a příštím roce. V menší míře bude k růstu celkového objemu vyplacených mezd přispívat také růst přepočteného počtu zaměstnanců. V reálném vyjádření objem mezd a platů pokračoval na počátku roku 2023 v hlubokém propadu (Graf II.13), který byl dán výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za inflaci. Ve druhé polovině letošního roku už však dojde k opětovnému růstu reálného objemu mezd a platů, a tento růst v roce 2024 významně akceleruje. To bude odrážet pokračující svižný mzdový růst a rychlý pokles inflace zpět k inflačnímu cíli. Růst reálného objemu mezd a platů tak výrazně přispěje k zotavení spotřeby domácností.

### Růst poptávky po práci z počátku roku bude pokračovat

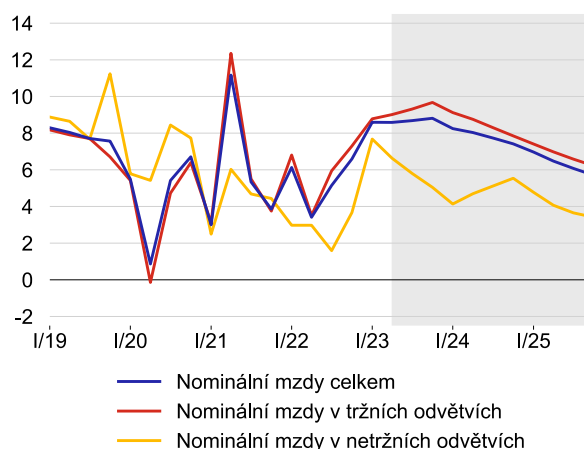
Zaměstnanost v průběhu letošního roku i nadále poroste, což bude odrážet stále solidní poptávku po práci. Následně růst zaměstnanosti zvolní a od druhého čtvrtletí 2024 bude zhruba stagnovat (Graf II.14). Růst počtu zaměstnanců ve druhé polovině letošního roku ještě ve svém meziročním vyjádření ztelně zrychlí, následně ale jeho dynamika zvolní a přejde do stagnace. Šetření Evropské komise očekává pokles počtu zaměstnanců, naopak index očekávané zaměstnanosti a některé jiné vysokofrekvenční a předstihové indikátory<sup>10</sup> naznačují,

<sup>10</sup> Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro třetí čtvrtletí 2023 signalizuje pokračující znatelný nárůst z druhého čtvrtletí. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech zůstává nízké. Celkový počet volných pracovních míst ve druhém čtvrtletí 2023 po roce opět narostl.

Graf II.12

### Svižný nominální mzdový růst bude ustupovat jen pomalu, a to vlivem vývoje v tržní sféře

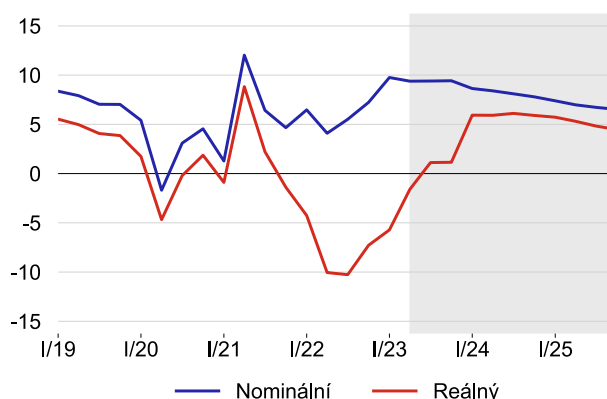
nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



Graf II.13

### Dynamika reálného objemu mezd a platů se od poloviny roku vrátí do kladných hodnot a pomůže tak oživit spotřebu domácností

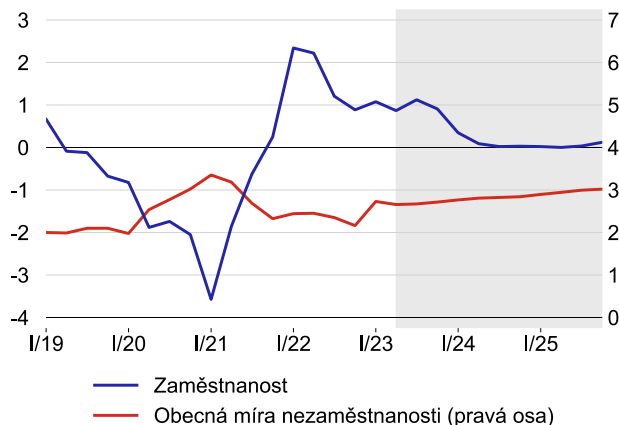
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.14

### Zaměstnanost poroste do konce roku, nezaměstnanost se bude zvyšovat jen velmi mírně

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



že se náborová aktivita firem, která ještě na přelomu roku signalizovala další ochlazování trhu práce, ve druhém čtvrtletí spolu s ekonomickou aktivitou obnovila. Ze strukturálního pohledu bude krátkodobý růst zaměstnanosti tažen nejen rostoucím počtem zaměstnanců, ale i nárůstem počtu podnikatelů.

Obečná míra nezaměstnanosti na počátku roku narostla, tento nárůst byl ale kompenzován mírným poklesem ve druhém čtvrtletí a následovat bude jen pozvolný růst. U podílu nezaměstnaných osob očekává prognóza obdobný vývoj.



## BOX 1 Důvody aktuálně zvýšeného sklonu domácností k úsporám

V posledních letech se české domácnosti musejí vypořádávat s vícero nestandardními ekonomickými šoky. Po koronavirové pandemii a energetické krizi je to doposud přetrvávající období velmi rychlého růstu spotřebitelských cen. Na tyto otřesy, z nichž pramení vysoká nejistota, reagují domácnosti mimo jiné zvýšeným sklonem k úsporám. Chování domácností ohledně spotřeby a úspor přitom přímo ovlivňuje vývoj domácí poptávky a hraje tak důležitou roli v celém makroekonomickém vývoji. Je proto relevantní i v rámci měnověpolitického rozhodování centrální banky. Zvýšená míra úspor totiž znamená nižší sklon domácností ke spotřebě, což *ceteris paribus* znamená nižší poptávkové tlaky a utlumenější vývoj inflace. Naopak výrazné snížení míry úspor by znamenalo zvýšení spotřebitelského apetitu a tlak ve směru rychlejšího růstu cen.

V tomto boxu popisujeme, jaké motivy stojí za aktuálním vzednutím tvorby úspor, jaká je jejich skladba podle příjmových skupin obyvatelstva a které faktory mohou vést k návratu míry úspor do blízkosti její dlouhodobě průměrné hodnoty.

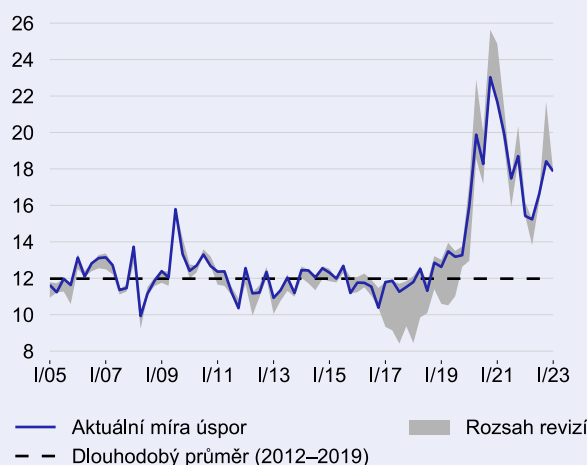
Míra úspor je dle ČSÚ definována jako podíl hrubých úspor na hrubém disponibilním důchodu. Úspory přitom tvoří nespoteřebovanou část hrubého disponibilního důchodu.<sup>1</sup> Ten vzniká odečtením běžných výdajů domácností, jako jsou daně nebo sociální příspěvky, od jejich běžných příjmů, jejichž největší položky tvoří mzdy a platy, zisky podnikatelů a sociální dávky. Všechny tyto položky, včetně úspor, jsou tokové, nikoli stavové veličiny. Představují tedy nominální toky domácností v rámci daného čtvrtletí. Samotné úspory nemusejí korespondovat se změnou stavu bankovních vkladů domácností, jelikož mohou být přetaveny na fyzické (hmotné, např. nákup nemovitostí) i finanční investice.

Míra úspor se od začátku roku 2020 drží vysoko nad průměrem let 2012–2019, kdy se pohybovala okolo 12 % (Graf 1).<sup>2</sup> Skokový nárůst míry úspor přinesla první pandemická uzavírka ekonomiky na jaře 2020, kdy bylo její zvýšení částečně vynuceno administrativním omezením možností utrácet (tzv. lockdowny). Vyvolaný pokles (nominální) spotřeby domácností tak během jara 2020 ve výsledku převážil i nad dočasným snížením jejich příjmů (Graf 2). Při následném letním rozvolnění pandemických omezení spotřeba opět mírně oživila, ovšem s příchodem podzimu a zimy přišla další vlna protipandemických opatření, která znovu omezila některé provozy a zúžila spotřebitelské možnosti domácností. Míra úspor tou dobou dosáhla historicky rekordní hodnoty 23 %. V průběhu roku 2021 se protipandemická opatření zmírňovala, opatrnost domácností<sup>3</sup> postupně opadala, jejich spotřeba v nominálním i reálném vyjádření se zotavovala a míra úspor začala klesat (Graf 3). Od poloviny roku 2021 však pokles míry úspor začal být brzděn ostatními (reziduálními) kategoriemi, zejména zhoršujícím se sentimentem způsobeným počínající energetickou krizí, nárůstem inflace nad toleranční pásmo cíle centrální banky a také zvyšováním jejích úrokových sazeb. Všechny tyto faktory v roce 2022 ještě zesílily. Od poloviny roku 2022 se tak dokonce vývoj míry úspor obrátil a ta začala opět růst, což

Graf 1

### Míra úspor se v posledních letech drží vysoko nad dlouhodobým (předpandemickým) průměrem

sezonně očištěná míra úspor v %, rozsah revizí v procentních bodech

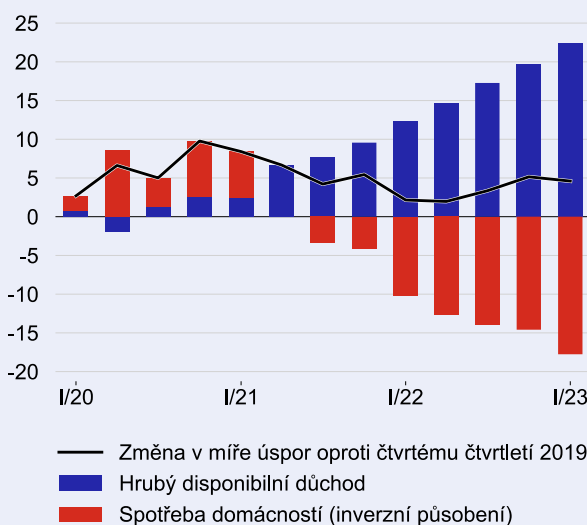


Poznámka: Revize jsou explicitní od třetího čtvrtletí 2017, kdy ČSÚ začal publikovat sezonně očištěnou míru úspor. Do té doby vyplývaly revize převážně ze sezonního očištění.

Graf 2

### Míra úspor zůstává zvýšená i přes svižný růst nominální spotřeby domácností

dekompozice míry úspor, změny oproti čtvrtému čtvrtletí 2019 a příspěvky v procentních bodech



odráželo zejména zvýšenou tvorbu úspor, která byla vyvolána opatrností, obavami z energetické krize i z rychlého všeobecného zvyšování spotřebitelských cen.

Zajímavý je pohled na rozdělení úspor dle příjmových kvintilů (Graf 4).<sup>4</sup> Do roku 2019 se čtyři nejnižší příjmové kvintily souhrnně podílely pouze na 10–20 % celkové tvorby úspor, přičemž nejchudší (první) kvintil nespořil vůbec. Celý zbytek úspor tvořil nejbohatší (pátý) kvintil, jehož míra úspor se nacházela těsně pod 20 %.<sup>5</sup> Během roku 2020, kdy došlo k uzavření většiny obchodů a služeb během lockdownů, dramaticky vzrostla jak celková míra úspor, tak míra úspor čtyř nejnižších příjmových kvintilů. Nejbohatší kvintil přitom spořil stále přibližně stejně. Úspory čtyř nižších příjmových kvintilů tedy byly zčásti vynucené a po znovuotevření maloobchodu a služeb se začaly dotčené domácnosti vracet ke svému obvyklému spotřebitelskému chování. Výši odložené spotřeby jsme pro uvedené období odhadli na přibližně 100 mld. Kč ve stálých cenách.<sup>6</sup>

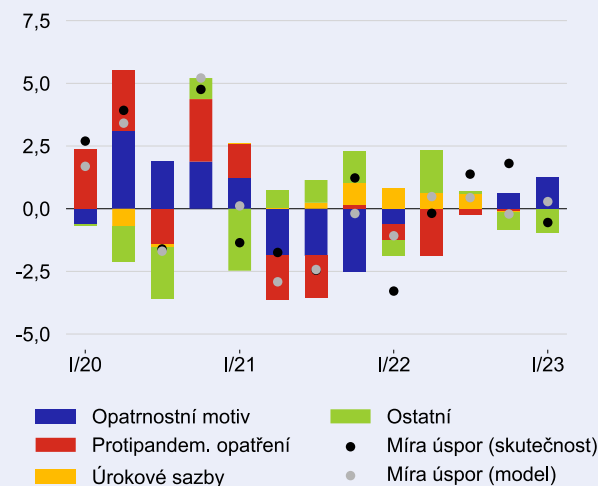
Podobná situace by mohla nastat i po odeznění nynější epizody zvýšené míry úspor, kdy od poloviny roku 2022 do prvního letošního čtvrtletí domácnosti vytvořily v běžných cenách o 175 mld. Kč více úspor, než by odpovídalo předpandemickému normálu. Pokud by domácnosti tento objem peněz hypoteticky rozpustily ještě během letošního roku, jednalo by se přibližně o 120 mld. Kč ve stálých cenách, což by mohlo podpořit růst spotřeby domácností až o 5 procentních bodů. Lze však předpokládat, že letošní situace je oproti roku 2020 odlišná a úspory tvoří převážně vysokopříjmové domácnosti. Ty nejsou zdaleka tak omezovaly vysokými cenami energií a dalšího zboží a služeb. Navíc jejich příjmy rostly v roce 2022 rychleji<sup>7</sup> než nízkopříjmovým domácnostem, a mohly si tak odkládat větší část výdělků stranou z opatrnostních motivů. Nízkopříjmové domácnosti, které jsou dnes nejvíce omezeny ve své reálné spotřebě vlivem vysokého růstu cen a které pravděpodobně mají dlouhodobě také největší sklon ke spotřebě, dle dostupných dat aktuálně tvoří velmi malé úspory. Proto nemusí být budoucí rozpouštění naakumulovaných úspor tak masivní jako po covidových rozvolněních.

Lze spíše předpokládat, že během následujících dvou let míra úspor postupně klesne na svou dlouhodobě průměrnou hodnotu kolem 12 %. Tahounem tohoto vývoje bude chování nejbohatších domácností. Přispěje k němu především zlepšení spotřebitelského sentimentu po opadnutí energetické krize a pokles inflace na nízké hodnoty. S tím bude spojeno obnovení růstu reálné spotřeby domácností v podmínkách zmírnění nominální příjmové dynamiky a postupného poklesu úrokových sazeb z nejvyšších hodnot za posledních více než 20 let. Kolem rychlosti uvedeného poklesu míry úspor ale panuje značná nejistota, což popisuje zpracovaný scénář v kapitole IV.

Graf 3

### V posledních čtvrtletích drží míru úspor na vyšších úrovních opatrnostní motiv a měnová politika ČNB (vysoké úrokové sazby)

dekompozice míry úspor, mezičtvrtletní změny a příspěvky v procentních bodech

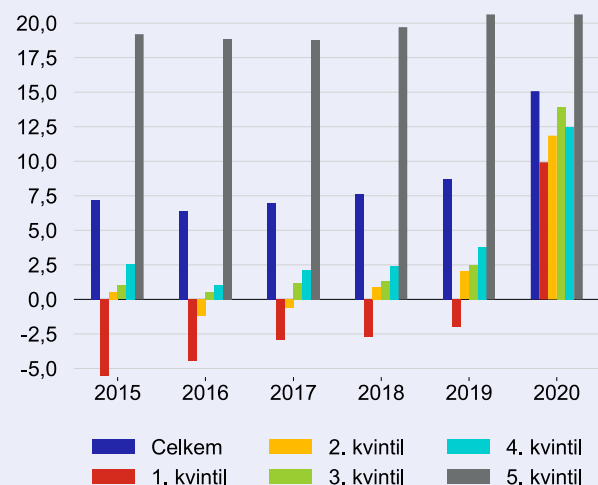


Poznámka: Rozklad míry úspor na jednotlivé faktory vychází z regresního modelu odvozeného z [boxu ECB](#) ve specifikaci, kde míra úspor závisí na míře nezaměstnanosti (opatrnostní motiv), Stringency Indexu (protipandemická opatření), úrokových sazbách a na své předchozí hodnotě (ostatní).

Graf 4

### Vysokopříjmové domácnosti si udržují nejvyšší míru úspor, která se výrazně nezměnila ani během covidových lockdownů

míra úspor dle příjmových kvintilů v %



- 1 Lapidárně řečeno míra úspor znamená, jakou část (vyjádřeno v procentech) svého čistého (čtvrtletního, ročního) příjmu si domácnosti odkládají stranou. Přesná definice říká, že úspory vznikají odečtem spotřeby domácností od součtu hrubého disponibilního důchodu a změn čistého podílu domácností na rezervách penzijních fondů (transakce D.8). Tato položka ale činí pouze zhruba 1 % z celého hrubého disponibilního důchodu.
- 2 Velkou nejistotu ohledně vývoje míry úspor dokreslují i její značné revize. Během pandemie činil rozsah revizí téměř 4,5 procentního bodu.
- 3 Opatrnost domácností je v modelu z [Grafu 3](#) aproximována pomocí míry nezaměstnanosti a představuje tak obavu domácností z možné ztráty zaměstnání a výpadku příjmů.
- 4 Využíváme satelitních účtů domácností z experimentálních statistik [ČSÚ](#). Data jsou dostupná za období 2015–2020 a obsahují čistý disponibilní důchod a jeho složky, výdaje na konečnou spotřebu i čisté úspory rozdělené podle příjmových kvintilů.
- 5 Celková hodnota neodpovídá přesně údajům z národních účtů, jelikož v [Grafu 4](#) se míra úspor počítá jako podíl čistých úspor na čistém disponibilním důchodu. Ten je na rozdíl od hrubého disponibilního důchodu ještě očištěn o spotřebu fixního kapitálu neboli de preciaci. To může být také jedním z vysvětlení, proč lidé s nejnižším příjmem jsou schopni soustavně tvořit záporné úspory, tj. spotřebovávat v každém období více, než v něm vydělají.
- 6 Způsob výpočtu včetně původního odhadu velikosti odložené spotřeby byl popsán v boxu [Pandemie dramaticky zvýšila míru úspor domácností](#) v ZoMP jaro 2021.
- 7 Evidenci o vývoji výdělků v loňském roce dle příjmové distribuce poskytují celoroční [data ISPV](#).

### III. INFLACE

*Inlace se v průběhu druhého čtvrtletí rapidně snižovala a klesající trend bude pokračovat i v následujících měsících, i když v menší míře. Přispěje k tomu většina jejích hlavních složek. Růst tržních cen bude během následujících čtvrtletí zvolňovat vlivem rychle se snižujících nákladových tlaků ze zahraničí a pokračujícího zmírňování cenových tlaků z domácí ekonomiky. Zároveň dojde k postupné korekci ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. V letošním čtvrtém čtvrtletí se však trend poklesu meziroční inflace dočasně přeruší vlivem nízké srovnávací základny loňského roku dané poklesem cen elektřiny z důvodu vládního úsporného tarifu. Po odeznění tohoto vlivu a s přispěním dosavadní zpřísněné měnové politiky se začátkem roku 2024 celková i měnověpolitická inflace skokově sníží do blízkosti 2% cíle ČNB, kde se bude nacházet i na horizontu měnové politiky.*

#### **Inlace ve třetím čtvrtletí 2023 dále zvolní a na počátku příštího roku se vrátí do blízkosti 2% inflačního cíle**

Meziroční růst spotřebitelských cen v letošním třetím čtvrtletí dále zpomalí, a to v průměru k 8 % (Graf III.1).<sup>11</sup> Znatelně se sníží příspěvek jádrové inflace, cen potravin i regulovaných cen. Příspěvek cen pohonných hmot bude po zbytek letošního roku záporný. Ve čtvrtém čtvrtletí se trend zpomalující inflace dočasně přeruší vlivem snížené srovnávací základny loňského roku. Ta vyplývá z tehdejšího poklesu cen elektřiny vlivem vládního energetického úsporného tarifu (Graf III.2 ukazuje, jak by se celková inflace vyvíjela bez promítnutí tohoto opatření a také bez odpuštění a znovuzavedení poplatku za obnovitelné zdroje energie). Příspěvek regulovaných cen z tohoto důvodu dočasně ztlačí vzroste (Graf III.3). Počátkem příštího roku pak s vyprcháním vlivu základny inflace dále výrazně klesne, když odezní vysoká dynamika regulovaných cen a obvyklé lednové přecenění zboží a služeb proběhne ve standardní míře. Již na počátku příštího roku se tedy inflace vrátí do blízkosti inflačního cíle, poblíž kterého se bude pohybovat až do konce horizontu prognózy.

#### **Dynamika regulovaných cen letos zůstane vysoká, začátkem příštího roku se skokově sníží**

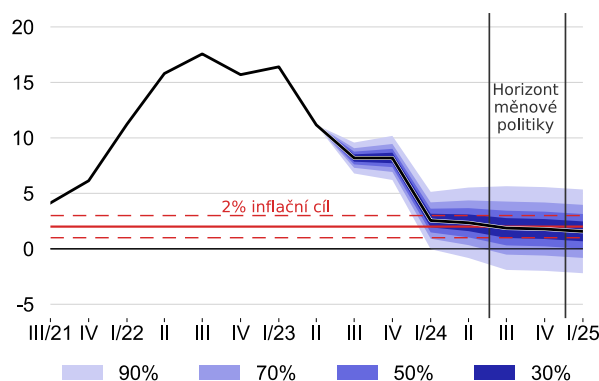
Meziroční růst regulovaných cen se bude ve třetím čtvrtletí letošního roku dále snižovat při souběžném poklesu spotřebitelských cen energií vlivem příznivého vývoje cen na velkoobchodních energetických trzích. Ve čtvrtém čtvrtletí se růst regulovaných cen dočasně skokově zvýší (viz výše), na čemž se bude téměř výhradně podílet příspěvek cen elektřiny. Projeví se v něm již zmíněný efekt mimořádně snížené srovnávací základny z konce loňského roku daný zavedením úsporného tarifu, který vedl k dočasnému zlevnění elektřiny od října do prosince 2022.

<sup>11</sup> V září 2023 inflace zvolní k 7 %.

Graf III.1

**Inlace se ve třetím čtvrtletí 2023 bude dále snižovat, počátkem roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle, kde zůstane i na horizontu měnové politiky**

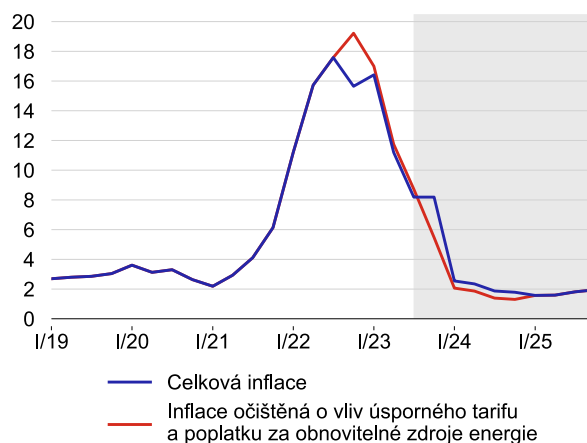
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

**Vládní opatření zaměřená na pomoc domácnostem s drahými energiemi ovlivnila inflaci zejména ve čtvrtém čtvrtletí 2022**

celková inflace, meziročně v %



Na počátku příštího roku se s odezněním tohoto vlivu dynamika regulovaných cen sníží a až do konce roku 2025 setrvá na hodnotách poblíž 1 % (Graf III.4). V návaznosti na vývoj cen komodit na burzách a na již letos započaté snižování cen energií pod vládou stanovené cenové stropy dojde v lednu 2024 k dalšímu poklesu spotřebitelských cen plynu a silové elektřiny (resp. jejich komoditní složky). Proti tomu však bude působit znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje energie<sup>12</sup>, růst distribučních poplatků za energie, plánovaná opatření vládního konsolidačního balíčku v podobě zdražení dálniční známky<sup>13</sup> a zvýšení sazby DPH na vybrané položky regulovaných cen (zejména teplo, vodné, stočné a dopravu).

### V rámci cenového jádra dále zvolní dynamika cen zboží i služeb

Jádrová inflace se v průběhu druhého čtvrtletí postupně snižovala, což bylo způsobeno zpomalujícím růstem cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků. Během třetího čtvrtletí jádrová inflace dále výrazně zbrzdí. To bude souviset s překlopením dynamiky výrobních cen v zahraničí do záporných hodnot a následným přelivem tohoto vývoje do domácích cenových okruhů. Ke zmírňující se jádrové inflaci přispěje také pokračující pokles příspěvku imputovaného nájemného, který se dle prognózy ve druhé polovině letošního roku dokonce dočasně posune do záporu (Graf III.5). V tom se projevuje souběh stabilizace cen nových nemovitostí a klesající dynamiky cen ve stavebnictví (prací i materiálů). S přispěním zpřísněných domácích měnových podmínek tak bude snižování jádrové inflace pokračovat i ve zbytku letošního roku a v celém roce příštím.

### Růst cen potravin v létě dále zpomalí

Na počátku roku rychlé tempo růstu cen potravin se v průběhu jara znatelně snížilo.<sup>14</sup> V letních měsících bude tento klesající trend pokračovat (Graf III.3). K tomu přispějí klesající světové ceny agrárních komodit i ceny domácích zemědělských výrobců.

### Meziroční dynamika cen pohonných hmot bude po celý letošní rok výrazně záporná

Meziroční pokles cen u čerpacích stanic se v průběhu druhého čtvrtletí 2023 ještě prohloubil, a to zejména vlivem vysoké srovnávací základny z loňského roku. S přispěním předchozího posílení kurzu koruny budou ceny pohonných hmot po celý letošní rok meziročně klesat, byť se zmírňující se intenzitou.

12 Opuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR má platnost od října 2022 do prosince 2023.

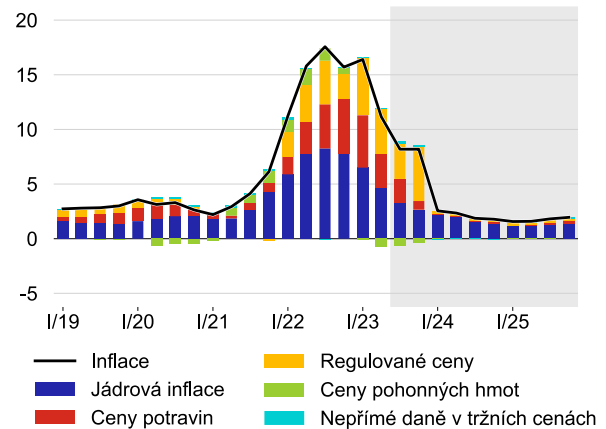
13 Od ledna 2024 se zvýší cena roční dálniční známky o 800 Kč (z 1500 na 2300 Kč, tedy o více než 50 %). Dále bude zavedeno pravidelné valorizační schéma, které bude reflektovat vyšší inflace.

14 Viz čNBlog [Odkud se bere zdražování potravin a je Česko opravdu tak výjimečné?](#) z července 2023.

Graf III.3

### Růst spotřebitelských cen bude ve třetím čtvrtletí 2023 a na počátku roku 2024 s přispěním většiny složek prudce brzdit

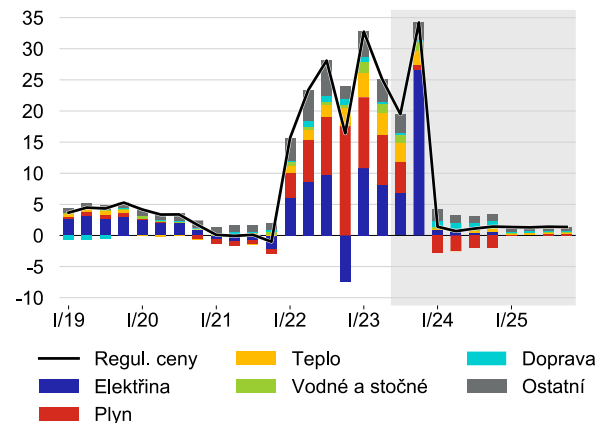
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.4

### Dynamika regulovaných cen bude nejprve dále klesat, v závěru letošního roku se vlivem snížené srovnávací základny přechodně zvýší a skokově se sníží počátkem příštího roku

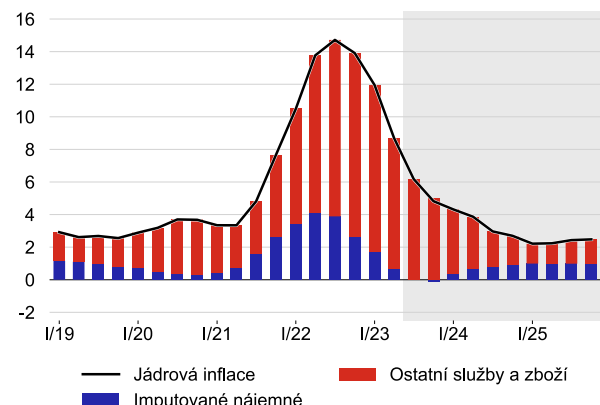
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.5

### Jádrová inflace bude ve druhém letošním pololetí brzdit jak vlivem poklesu celkových inflačních tlaků, tak vlivem dočasněho překmitu příspěvku imputovaného nájemného do záporu

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.





### Celkové nákladové tlaky se na jaře dále snížily a jejich zmírňování bude pokračovat i na výhledu

Růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru byl ve druhém čtvrtletí 2023 dominantně tažen nadále vysokým růstem cen domácí meziproductce. Dynamika nákladů jako celku přitom dále zvolnila, a to především vlivem záporného příspěvku dovozních cen energií (Graf III.6).

Celkové nákladové tlaky budou ve zbytku letošního roku dále polevovat. K tomu významně přispěje pokračující pokles dovozních cen energií, který bude odrážet postupný průsak korekce cen energetických komodit do domácí ekonomiky. Příspěvek cen domácí meziproductce se bude také mírně snižovat. V tom se bude projevovat zejména další postupné zvolňování mezičtvrtletního mzdového růstu. Mírně narůstající kladný příspěvek dovozních jadrových cen bude při utlumené dynamice jadrové složky cen zahraničních výrobců zohledňovat především oslabování kurzu koruny. Na prognóze se také postupně obnoví kladný příspěvek cenové konvergence.

Na začátku příštího roku dynamika celkových nákladů přechodně zrychlí. V příspěvku domácích nákladů se totiž proinflačně projeví očekávané kladné bezprostřední sekundární dopady změn nepřímých daní obsažených ve vládním konsolidačním balíčku.<sup>15</sup> Záporný příspěvek klesajících dovozních cen energií pak během příštího roku postupně odezní. Ve zbytku příštího roku se celkové nákladové tlaky i tak v souhrnu sníží, neboť ve výsledku převáží rychle odeznívající domácí nákladové tlaky a snižující se příspěvky jadrových dovozních cen. V příspěvcích domácích nákladů se totiž vedle pokračujícího zvolňování mzdové dynamiky projeví i snižování marží firem v sektoru meziproductce, které budou nuceny reagovat na utlumenou domácí poptávku. Zmírnění příspěvku jadrových dovozních cen bude odrážet stabilizaci kurzu koruny a nevýrazný vývoj jadrové složky cen zahraničních výrobců.

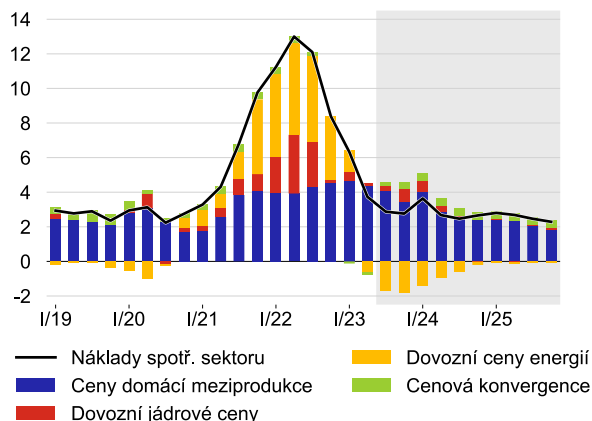
V roce 2025 bude růst celkových nákladů tažen dominantně příspěvkem domácích nákladů. Ten se sice bude průběžně mírně snižovat, ale i na konci horizontu prognózy setrvá na zvýšené úrovni.

### Domácí nákladové tlaky se na jaře začaly pozvolna zmírňovat a jejich postupné odeznívání bude pokračovat i na výhledu, nadále však setrvají na zvýšené úrovni

Graf III.6

#### Nákladové tlaky budou dále polevovat vlivem poklesu dovozních cen energií a zmírnění příspěvků domácí ekonomiky

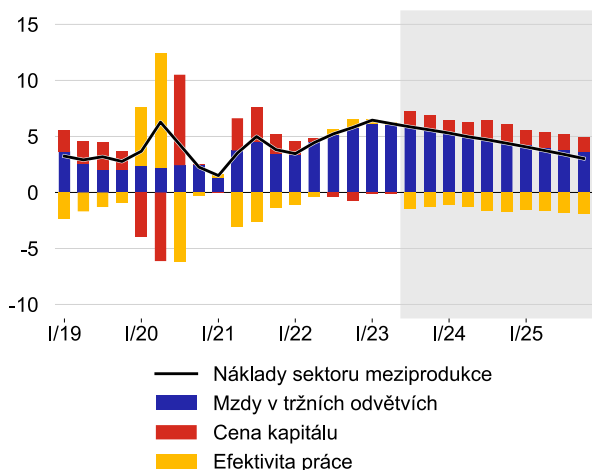
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.7

#### Domácí nákladové tlaky se budou postupně zmírňovat s tím, jak bude pozvolna odeznívát vysoká mzdová dynamika

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



<sup>15</sup> Prognóza předpokládá, že přeřazení vybraných položek do skupin se sníženou sazbou DPH se v poklesu koncových cen pro zákazníky projeví jen zčásti. Zbývající část z rozdílu si firmy ponechají v podobě zvýšených marží. Podle prognózy se tento efekt projeví napříč cenovou vertikálou jak v cenách finálních spotřebních statků, tak i v cenách domácí meziproductce.



Ke zvolnění dynamiky domácích nákladů (Graf III.7) ve druhém čtvrtletí letošního roku dominantně přispěl mírně zpomalující mezičtvrtletní růst tržních mezd. V návaznosti na doznívající mělkou recesi v tuzemské ekonomice byl během jara příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů nepatrně záporný. Souběžně se mírně zhoršila efektivita práce, což naopak domácí nákladové tlaky lehce zesilovalo.

Ve druhé polovině letošního roku bude mzdová dynamika dále pozvolna slábnout. Obnoví se přitom zřetelný růst ekonomické aktivity a s tím i viditelně kladný příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů. Souběžně zvyšování efektivita práce přitom bude působit v protiinflačním směru a růst ceny kapitálu zhruba vyvažovat. Růst domácích nákladů tak dále zpomalí.

Domácí nákladové tlaky budou postupně klesat i v průběhu příštího roku. Kompenzace dřívějších propadů v reálných příjmech domácností v prostředí odeznívající inflace totiž povede ke zmiřování růstu mezd. Velikost kladných příspěvků ceny kapitálu k růstu nákladů bude mírně kolísat v návaznosti na profil hospodářského růstu. V protiinflačním směru bude tento vliv vyvažován pokračujícím zvyšováním efektivita práce.

Domácí nákladové tlaky se budou v návaznosti na další zmiřování mzdové dynamiky snižovat i v roce 2025. Mzdový růst a tím pádem ani růst domácích nákladů však v podmínkách dlouhodobě přehřátého trhu práce až do konce roku 2025 nezpomalí ke své rovnovážné úrovni.

### **Výrazně kladná mezera marží ve spotřebitelském sektoru se začne od příštího roku postupně snižovat v návaznosti na jen pomalu se zotavující domácí poptávku**

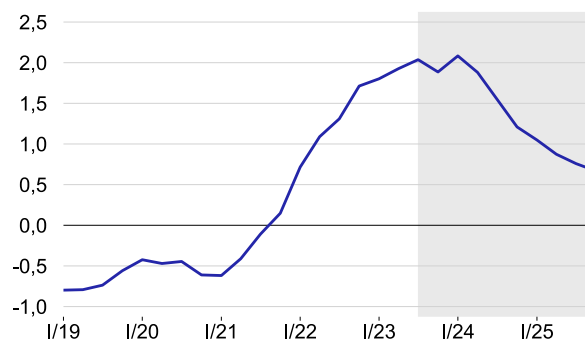
Dosud výrazně kladná mezera marží odráží zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli zboží a služeb pro domácnosti, které šlo značně nad rámec růstu nákladů. Koncem letošního roku se sice začne snižovat (Graf III.8), ale počátkem příštího roku bude postupně uzavírání mezery marží dočasně přerušeno bezprostředními sekundárními dopady změn nepřímých daní plynoucích z vládního konsolidačního balíčku (jak je popsáno v poznámce 15 na předchozí straně). Celkové nákladové tlaky budou následně postupně odeznívat. Spotřeba domácností se bude jen postupně zotavovat ze své současné nízké úrovně. Ve výsledku se tak prostor pro navyšování cen nad rámec růstu nákladů v průběhu příštího roku vytratí a ziskové marže se začnou normalizovat. To bude celkové inflační tlaky výrazně tlumit. V návaznosti na plošný charakter aktuální zvýšené ziskovosti tuzemských firem prognóza očekává obdobný vývoj mezery marží jako u spotřebních statků také v sektoru domácí meziprodukce.

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

Graf III.8

### **Kladná mezera marží se bude od příštího roku postupně snižovat při jen pomalu se zotavující domácí poptávce tlumené zpřísněnou měnovou a fiskální politikou**

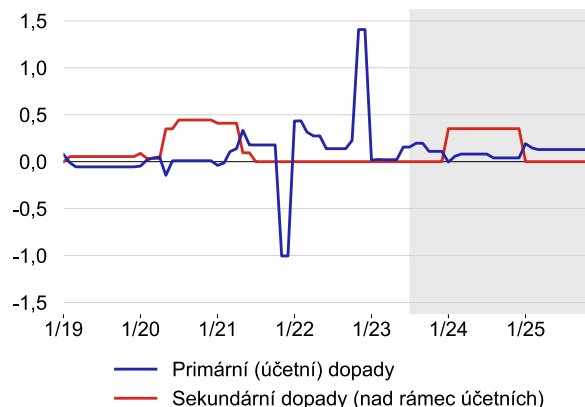
mezera marží u spotřebních statků v p. b.



Graf III.9

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

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



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

Ve druhé polovině letošního roku bude růst spotřebitelských cen mírně zvyšován nárůstem spotřební daně z tabáku o 5 % od letošního ledna a navrácením spotřební daně z pohonných hmot na původní úroveň<sup>16</sup>. Na počátku příštího roku budou změny nepřímých daní plynoucí z vládního konsolidačního balíčku působit na růst spotřebitelských cen protichůdně a v souhrnu mírně proinflačně. Součástí plánovaných opatření s proinflačním dopadem je zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu o 10 %. Protiinflačně by naopak měla působit redukce počtu sazeb DPH a přesuny vybraného zboží a služeb mezi nimi. V souhrnu povedou tyto změny k lehce kladným primárním (účetním) dopadům a budou růst spotřebitelských cen krátkodobě mírně zvyšovat. Prognóza zároveň předpokládá, že se snížení sazby DPH do cen dotčených položek<sup>17</sup> promítne pouze částečně. Z toho důvodu jsou bezprostřední sekundární dopady těchto změn kladné a souběžně ovlivní celkovou i měnověpolitickou inflaci v příštím roce. K dalšímu zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu pak dojde na počátku roku 2025, a to o 5 %. Celková inflace se tedy bude na celém výhledu nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf III.9).

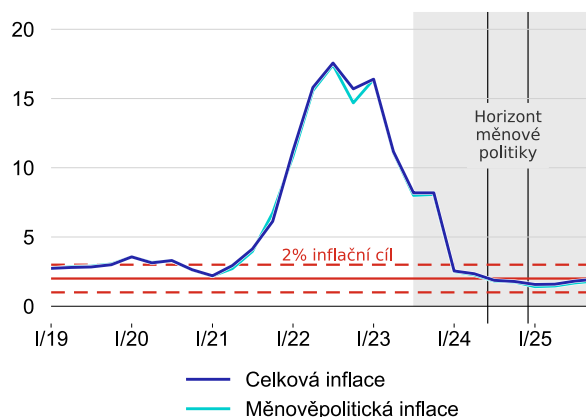
Na horizontu měnové politiky, tedy ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2024, se měnověpolitická inflace i díky dosavadní zpřísněné měnové politice udrží v blízkosti inflačního cíle (Graf III.10).

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

Graf III.10

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

celková a měnověpolitická inflace, v %



<sup>16</sup> Spotřební daň na benzín se vrátila na původní úroveň v říjnu 2022. U nafty se daň vrátí dle předpokladu prognózy na 9,95 Kč/l od letošního srpna.

<sup>17</sup> Nejvýznamnějšími položkami, u nichž dojde ke snížení sazby DPH, jsou potraviny, stavební práce a knihy. Snížení sazby DPH na stavební práce se v inflaci projeví skrze imputované nájemné. Knihy nově nebudou DPH zatíženy vůbec.

## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2023	2024	2025	
<b>Spotřebitelské ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>11,0</b> (-0,2)	<b>2,1</b> (0,0)	<b>1,7</b> -	Za lehkým přehodnocením prognózy inflace v letošním roce směrem dolů stojí zejména nižší dynamika jádrové inflace a v menší míře i cen pohonných hmot.
<b>Regulované ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>28,0</b> (0,4)	<b>1,2</b> (-0,2)	<b>1,4</b> -	Výhled regulovaných cen se pro letošek posouvá mírně směrem nahoru vlivem vyšších pozorovaných hodnot během jarních měsíců, pro rok 2024 je změna zanedbatelná.
<b>Jádrová inflace</b>	% procentní body	<b>7,9</b> (-0,3)	<b>3,5</b> (0,0)	<b>2,3</b> -	Za přehodnocením predikce jádrové inflace směrem dolů stojí rychlejší než očekávané snižování zahraničních průmyslových cen a menší inflační tlaky z trhu práce.
<b>Ceny potravin</b> (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	<b>10,3</b> (0,0)	<b>0,5</b> (0,7)	<b>0,4</b> -	Výhled cen potravin se pro příští rok posouvá mírně výše vlivem slabšího kurzu a vyšších výhledů některých agrárních komodit oproti minulé prognóze.
<b>Ceny pohonných hmot</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-14,3</b> (-1,8)	<b>1,1</b> (0,2)	<b>-0,3</b> -	Ceny pohonných hmot se v letošním roce sniží o něco více než v minulé prognóze v návaznosti na nižší výhled cen ropy.

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

## IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na srpnovém měnověpolitickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 7 %, diskontní sazbu na 6 % a lombardní sazbu na 8 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako výrazné a jdoucí proinflačním směrem. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu. Jejich trajektorie odráží odeznění silných zahraničních nákladových tlaků a utlumenou domácí poptávku v letošním roce, což v souhrnu vede ke stabilizaci inflace u 2% cíle již na začátku příštího roku. S prognózou se pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačním rizikem jsou zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály, které by vedly k obnovení poptávkových tlaků a k perzistenci inflace. Proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

### Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu

Letní prognóza implikuje snižování tržních úrokových sazeb až do roku 2025 (Graf IV.1). To je v souladu s odezníváním mimořádných inflačních tlaků z vnějšího prostředí i faktorů vysokého cenového růstu v domácí ekonomice v podobě zvýšeného mzdového růstu a výrazně kladné mezery marží výrobců a prodejců. Překmit zahraničních cenových tlaků v produkční sféře do deflačního působení společně s postupným zmírňováním domácí inflační nálože povedou k poklesu tempa růstu spotřebitelských cen do blízkosti cíle už počátkem příštího roku. U cíle pak inflace setrvá i na horizontu měnové politiky, tj. ve druhé polovině roku 2024. Otevírá se tak prostor pro postupné uvolňování měnové politiky. Úrokové sazby se tak podle základního scénáře začínají snižovat od poloviny letošního roku. Důležitým předpokladem základního scénáře prognózy i nadále zůstává ukotvenost inflačních očekávání 2% cílem ČNB, která přispívá k návratu inflace do blízkosti cíle.

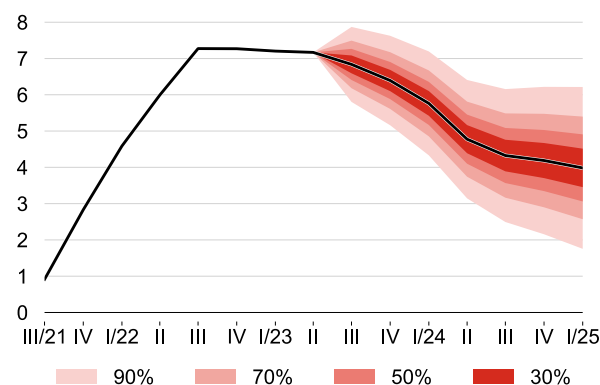
### Kurz koruny v poslední době oslabil

Od konce první dubnové dekády je patrná tendence k mírnému oslabování koruny, které částečně koriguje posílení koruny v předešlých dvou čtvrtletích. Koruna v tomto období oslabila z hodnot kolem 23,3 až lehce nad 24 CZK/EUR v závěru července. Jedním z faktorů byl zužující se úrokový diferenciál (Graf IV.3). Oslabování koruny mohlo být částečně ovlivněno i sezónním růstem poptávky po devizách (období výplat dividend a zvýšené poptávky po výjezdové turistice v období letních dovolených). Průměrná hodnota kurzu za druhé čtvrtletí 2023 činila 23,6 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení o 4,3 %.

Graf IV.1

### Se základním scénářem prognózy je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



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

### Kurz koruny v příštích čtvrtletích dále oslabí

Letní prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve třetím čtvrtletí 2023 ve výši 23,8 CZK/EUR. V následujících čtvrtletích pak kurz postupně oslabí až k hodnotám mírně nad 24,5 CZK/EUR (Graf IV.2). Vývoj měnového kurzu bude ovlivněn odezněním vlny pozitivního sentimentu a zužujícím se úrokovým rozpětím oproti eurozóně (Graf IV.3), což bude působit směrem k jeho oslabování. Tento vliv je částečně expertně tlumen. Proti výraznějšímu oslabení kurzu koruny bude působit i obnovení kladného salda obchodní bilance v důsledku odeznění problémů v globálních dodavatelských řetězcích, jakož i odeznění bezprostředních ekonomických a inflačních dopadů válečného konfliktu na Ukrajině.

### Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB mírně výše, analytici přitom na rozdíl od centrální banky očekávají přibližnou stabilitu kurzu koruny

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech posunul níže. I v následujícím období trh očekává pozvolné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled se přitom nachází o něco výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře prognózy ČNB. Pro srpnové měnověpolitické jednání všichni respondenti šetření IOFT očekávali ponechání 2T repo sazby na stávající úrovni. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v širokém rozmezí 4,50 % až 6,25 % (v průměru 5,3 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny nedaleko od současných hodnot okolo 24 CZK/EUR (Tab. IV.1). Jími předpokládaná kurzová hladina je tak silnější než výhled centrální banky. Na jedné straně na to má vliv relativně jestřábí rétorika ČNB, která udržuje kurz koruny na silnějších hladinách, než na kterých by se podle nich pohybovala pouze na základě makroekonomických fundamentů. Opačným směrem působí slabá domácí ekonomická aktivita a zužující se úrokový diferenciel. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku přesahuje v uvedených šetřeních dvě, resp. tři koruny.

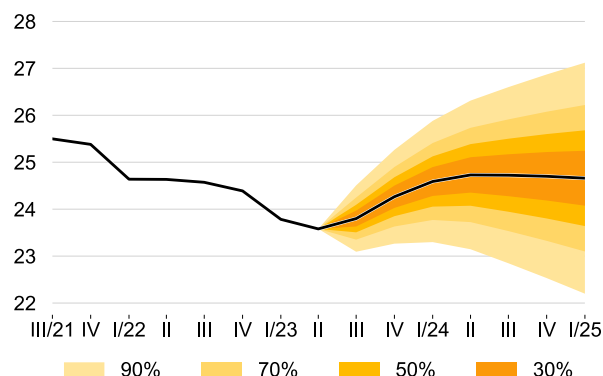
### Komunikace bankovní rady naznačovala ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni po delší dobu

Z posledních mediálních vyjádření členů bankovní rady vyplývalo, že dochází ke sblížení názorů ohledně nastavení úrokových sazeb pro srpnové jednání. Většinový názor napříč bankovní radou byl, že dosavadní nastavení úrokových sazeb bylo a je dostatečně přísné, aby inflace klesala postupně k cíli. Jeden člen bankovní rady proti tomu upozornil, že měnová politika

Graf IV.2

### Koruna bude v příštích několika čtvrtletích oslabovat

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

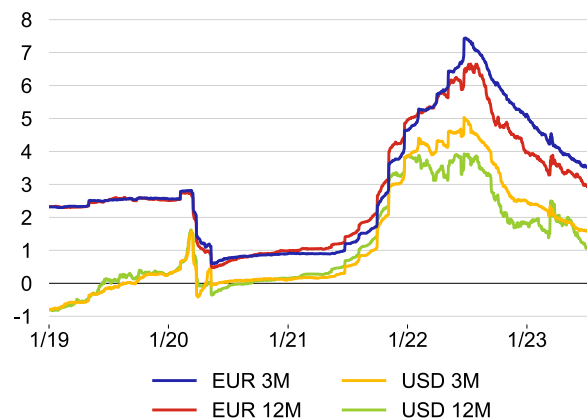


**Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Soustředěním se na inflaci na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.**

Graf IV.3

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

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

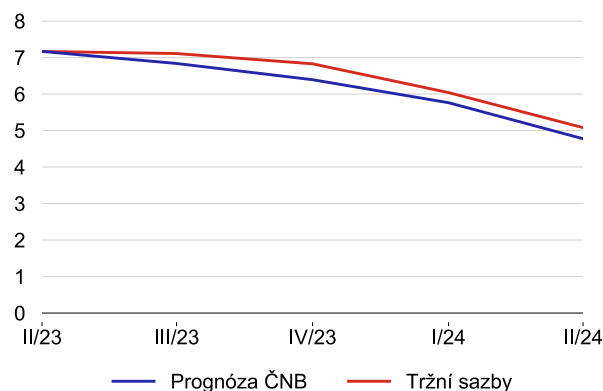


měla být v uplynulém období přísnější, okno pro zvýšení sazeb se však podle něj pro tuto chvíli uzavřelo. Vzhledem k velmi vysoké, byť postupně se snižující inflaci bankovní rada komunikovala, že sazby zůstanou na vyšší úrovni po delší dobu. Rizika bankovní rada vnímala otevřená oběma směry. Zazněly také názory, že diskuse o snižování sazeb přijde zřejmě v průběhu podzimu. Tržní očekávání o načasování a rozsahu poklesu sazeb však členové bankovní rady komentovali jako příliš optimistická. Podle nich bude pokles úrokových sazeb mírnější, než trh aktuálně očekává.

Graf IV.4

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

3M PRIBOR, FRA v %



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

*Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je dvoutýdenní (2T) repo sazba, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Od poloviny června letošního roku tento rozdíl dosahuje 0,1 procentního bodu.*

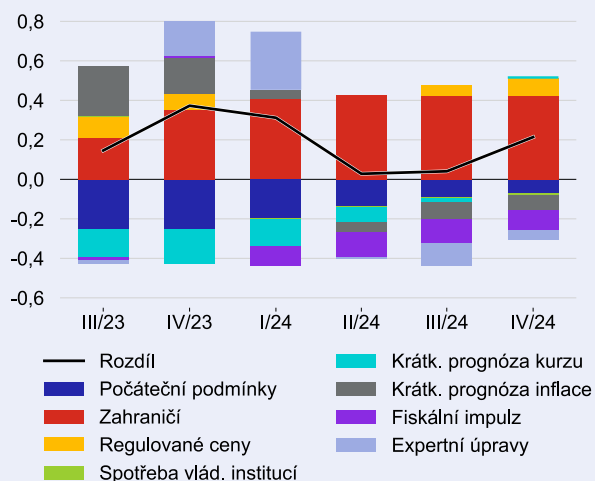


## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

### Oproti jarní prognóze je trajektorie sazeb zejména na přelomu letošního a příštího roku mírně výše

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



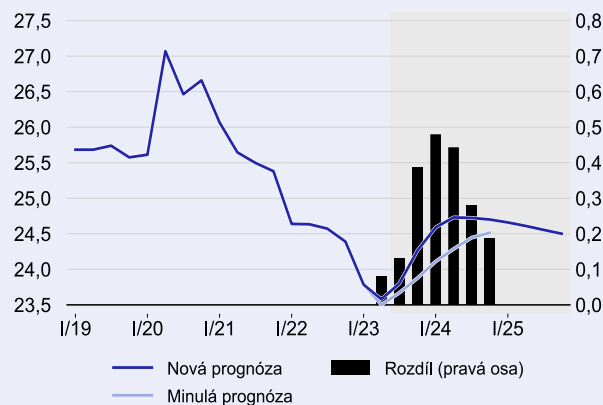
### Srovnání trajektorie úrokových sazeb s minulou prognózou (Graf IV.5)

- Ve zřetelně kladném příspěvku **zahraničí** se projevuje především výraznější očekávané zpříšňování měnové politiky ECB, které převáží nad vlivem o něco hlubšího poklesu energetické složky cen zahraničních výrobců.
- **Počáteční podmínky** působí ve směru mírně nižších sazeb, což je především důsledkem nižších dovozních cen energií. Protiinflačně rovněž působí méně svižný domácí růst mzdových nákladů a utlumenější ekonomická aktivita a spotřeba domácností v tuzemsku.
- **Krátkodobá prognóza kurzu** na třetí čtvrtletí letošního roku působí na přehodnocení trajektorie úrokových sazeb směrem dolů. Čistě modelová predikce by totiž vedla ke slabšímu kurzu koruny, než jaký je nastaven na nejbližším výhledu. Směrem k vyšším sazbám v letošním roce naopak působí nastavení **krátkodobé prognózy inflace**.
- Kladné příspěvky **regulovaných cen** koncem letošního roku jsou odrazem očekávaného zdražení dálniční známky na začátku příštího roku.
- Příspěvky **spotřeby vládních institucí** a **fiskálního impulzu** působí v příštím roce kvůli dopadu vládního konsolidačního balíčku směrem k nižším úrokovým sazbám.
- **Expertní úpravy** působí na přelomu letošního a příštího roku nejprve směrem k vyšším úrokovým sazbám. To je dáno proinflačním vlivem očekávaných bezprostředních dopadů změn nepřímých daní na začátku příštího roku, který je expertně promítnut do navýšení mezery marží v sektoru spotřebních

Graf IV.6

### Kurz koruny bude oproti jarní prognóze slabší

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



statků i domácí meziproductce. V průběhu příštího roku jsou pak uplatněny expertní zásahy zpomalující uzavírání mezery marží v podmínkách zotavující se domácí poptávky a dlouhodobě napjatého trhu práce. Na celém výhledu jsou dále přítomny zesílené expertní úpravy snižující vliv zužujícího se úrokového diferenciálu na měnový kurz, které působí směrem k nižším sazbám. Tyto úpravy pak ve druhé polovině příštího roku převáží a projeví se v mírně záporném příspěvku expertních úprav jako celku.

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

- Posun kurzu ke slabším hodnotám je na bližším konci prognostického horizontu dán zejména jeho **pozorovanými hodnotami**. Stejným směrem působí i rychleji se zužující **úrokový diferenciál** vůči eurozóně, jehož průsak do kurzu koruny je však zčásti expertně tlumen. Protisměrně naopak působí **očekávaný lepší výhled běžného účtu platební bilance**.

## Podmínky dlouhodobého financování se během letošního roku uvolnily

Úrokové sazby PRIBOR zůstávaly od počátku letošního roku převážně stabilní, jen ve vzdálenějších splatnostech se lehce snížily. Tuzemské sazby s delší splatností (nad 1R) se zpočátku vyvíjely zhruba v souladu se sazbami na zahraničních trzích (Graf IV.7). Přibližně od června se od nich částečně odchýlily směrem dolů. Trhy v zahraničí totiž předpokládají – na rozdíl od ČR – ještě další zpřísnění měnových politik centrálních bank ve snaze zkrotit inflaci. Celkově se od počátku letošního roku domácí sazby IRS v jednotlivých splatnostech snížily až o jeden procentní bod, což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů.<sup>18</sup> Podmínky dlouhodobého financování se tak během první poloviny letošního roku uvolnily. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal zhruba zachován (Graf IV.8).

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

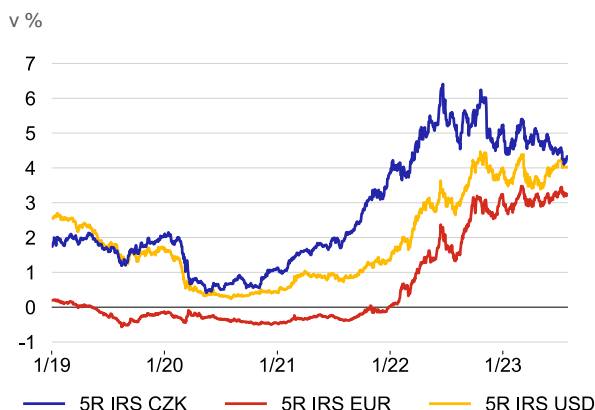
Domácí klientské úrokové sazby se po výrazném nárůstu kopírujícím růst měnověpolitických a tržních sazeb od podzimu loňského roku stabilizovaly na zvýšených úrovních – sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům osciluje pod úrovní 9 % (Graf IV.9), sazba z nových čistých hypoték se drží v blízkosti úrovně 6 %. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení se v červnu mírně zvýšila na 5,4 % v souladu s dobíhajícími refixacemi hypoték, které se u některých bank sjednávají s výrazným časovým předstihem. Fixace hypoték a načasování jejich budoucího refinancování analyzuje Box 2 na konci této kapitoly. Úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se ve druhém čtvrtletí pohybovala mírně nad 6 %. Celková sazba z vkladů domácností je však nízká (2,1 %) vlivem stále významného podílu vkladů na běžných účtech s velmi nízkou úrokovou sazbou. Detailní pohled na postupný průsak měnověpolitických sazeb do klientských sazeb přináší Box 3 na konci této kapitoly. Reálné úrokové sazby zohledňující očekávanou inflaci v ročním horizontu se dále zvýšily a pohybují se v kladných hodnotách, u úvěrů podnikům dosáhly 5,6 %.

## Dynamika úvěrů podnikům a domácnostem se stabilizovala

Tempo růstu úvěrů podnikům se po předchozím zpomalení ustálilo a v červnu dosáhla roční míra růstu 7,6 %. Podíl cizoměnových úvěrů zůstává na vysoké úrovni 47,8 %, intenzita jeho zvyšování však zvolnila, a to v podmínkách snižujícího se úrokového

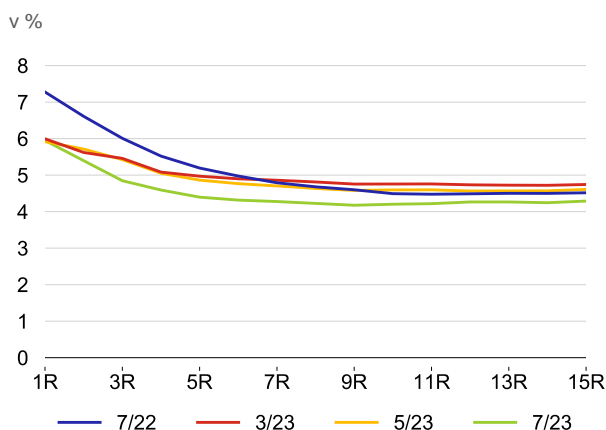
Graf IV.7

### Domácí úrokové sazby s delší splatností v posledních měsících převážně klesaly



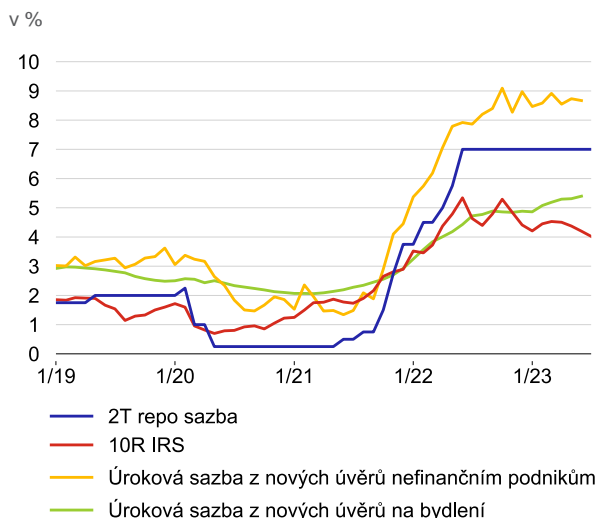
Graf IV.8

### Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu, její sklon zůstal záporný



Graf IV.9

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



<sup>18</sup> Od počátku letošního roku Ministerstvo financí ČR emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 247 mld. Kč. Aktualizovaná Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2023 předpokládá emise v objemu 400 až 500 mld. Kč.

diferenciálu vůči zahraničí a zpřísněných úvěrových standardů bank v tomto segmentu. Dle vnímání bank poptávka podniků po úvěrech ve druhém čtvrtletí poklesla, to zejména vlivem zvýšené úrovně úrokových sazeb a nižší potřeby financování fixních investic, jakož i financování provozního kapitálu a zásob. Ve větší míře klesla poptávka po krátkodobých úvěrech v důsledku postupného zmírňování růstu cen vstupů a snahy podniků o rozpouštění zásob. Dle prognózy bude růst úvěrů podnikům dále zpomalovat v reakci na vysoké úrokové sazby a ochlazený ekonomický růst (Graf IV.10).

Růst úvěrů domácnostem na bydlení se pohyboval v blízkosti 5 %. Ve druhém čtvrtletí hypoteční trh mírně oživil (optikou nových úvěrů). Část bankovního trhu přitom vnímala růst poptávky po úvěrech na bydlení. Ke zvýšení vnímané poptávky přispěly jednak příznivější vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí, jednak mírný pokles dlouhodobých úrokových sazeb. I přesto jsou objemy nových hypoték stále na nižší úrovni než v uplynulém období a meziroční pokles nových čistých hypoték dosáhl v červnu 28 %. Omezujícím faktorem stále zůstávají především zvýšené úrokové sazby. Korekce cen nemovitostí, která přispívala ke snižování imputovaného nájemného v rámci jádrové inflace, se v posledním období zastavila. Navzdory déletrvajícimu zpřísnění úvěrových standardů je patrné oživení poptávky i u úvěrů na spotřebu, mimo jiné z důvodu potřeby financování vyšších výdajů domácností za zboží dlouhodobé spotřeby. Ve zbývajících částech letošního roku prognóza očekává postupné zpomalení růstu obou kategorií úvěrů (Graf IV.10).

### Růst množství peněz v ekonomice se mírně zvýšil

Dynamika peněžního agregátu M3 zůstala na poměrně vysoké úrovni (Graf IV.11). Z hlediska zdrojů tvorby peněz k růstu M3 přispívala emise dluhu vládních institucí, jakož i příspěvek úvěrů soukromému sektoru. Z hlediska sektorové struktury přispívají k růstu množství peněz v ekonomice vklady domácností a nefinančních podniků a ve srovnání s minulým rokem i zvýšená držba peněz finančními neměnovými institucemi. Přesouvání vysoce likvidních jednodenních vkladů do více úročených produktů se zmírnilo, což se projevuje i v menším poklesu agregátu M1. Poměr M3 k nominálnímu HDP se pohybuje pod dlouhodobým průměrem.

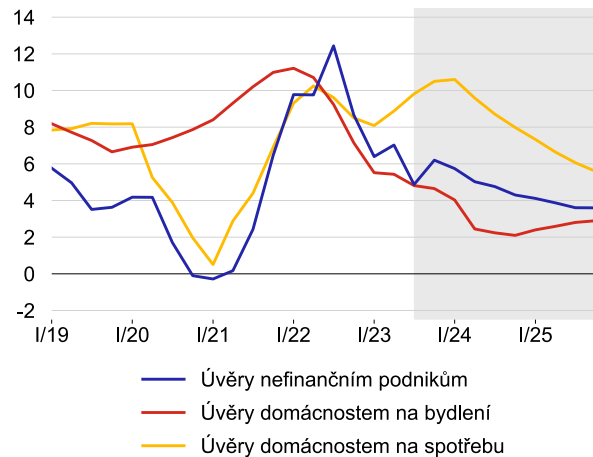
### Rizika prognózy a nejistoty výhledu jsou výrazné a jdoucí proinflačním směrem

Proinflačním rizikem prognózy zůstávají zvýšená inflační očekávání a jejich dopad na mzdový vývoj a cenotvorbu včetně pomalejšího poklesu ziskových marží. Dalším rizikem ve směru vyšší inflace je rychlejší a výraznější pokles míry úspor, který může vést

Graf IV.10

### Růst úvěrů domácnostem i podnikům zpomalí

roční míry růstu v %

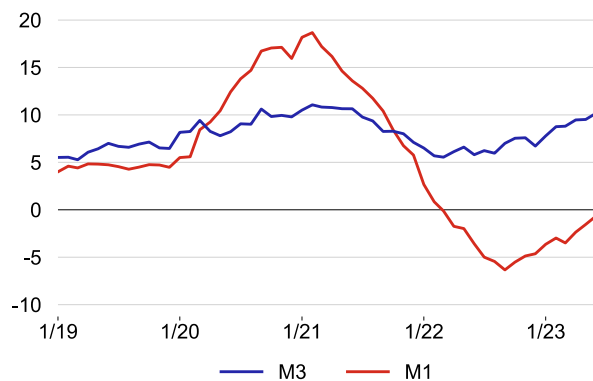


Poznámka: Roční míry růstu úvěrů byly ve druhém čtvrtletí 2023 ovlivněny dubnovým odkupem úvěrů Sberbank CZ, a.s. ze strany České spořitelny.

Graf IV.11

### Dynamika peněžního agregátu M3 je poměrně vysoká

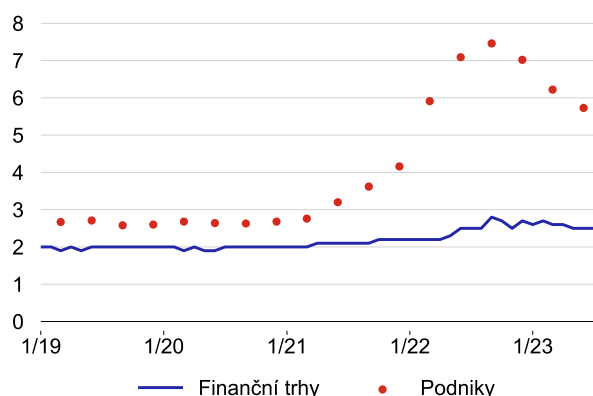
roční míry růstu v %



Graf IV.12

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

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



k výraznějšímu zotavení spotřebitelské poptávky oproti základnímu scénáři.

Nejistotou plynoucí z domácí ekonomiky je působení fiskální politiky v letošním a příštím roce. Zahraniční nejistoty se týkají zejména průsaku energetické složky zahraničního PPI do domácí ekonomiky a dopadu zpřísňování zahraniční měnové politiky.

### Proinflačním rizikem prognózy zůstává možnost pomalejšího poklesu inflačních očekávání k 2% cíli ČNB

Ukotvenost inflačních očekávání ve střednědobém horizontu zajišťuje, že šoky do inflace mají tendenci relativně rychle odeznít. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena inflačním cílem, mohou cenové šoky způsobit persistentní zvýšení inflace, resp. zpomalovat její pokles. Toto riziko ilustruje scénář zvýšených inflačních očekávání při déletrvajících stabilitě úrokových sazeb (viz níže).

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

Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání nadále přetrvává, byť patrně v menší míře než dříve. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu dosáhla v červnu 8 % (Tab. IV.1). V tříletém horizontu poklesla na 5,7 %, i tak se však pohybují výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.12). Podniky jsou dotazovány i na vývoj svých výrobních cen v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v červnu k poklesu na 8,1 %. Také konjunkturální šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb se snížil.

U domácností oslabují obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise se sice pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot, avšak indikátor inflace očekávané v ročním horizontu od loňského jara převážně klesal (Graf IV.13). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ spotřebitelé zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace, i když méně než v posledních měsících. Zhoršený přetrvává také výhled jejich finanční situace, což souvisí především s nedávným rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu nadále prognózuji inflaci znatelně nad 2% cílem ČNB (v červencovém šetření IOFT v průměru očekávali 2,5 %). Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky velmi dobře obeznámena, a má proto obvykle vysokou důvěru v její schopnost plnit inflační cíl ve střednědobém horizontu.

Tab. IV.1

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

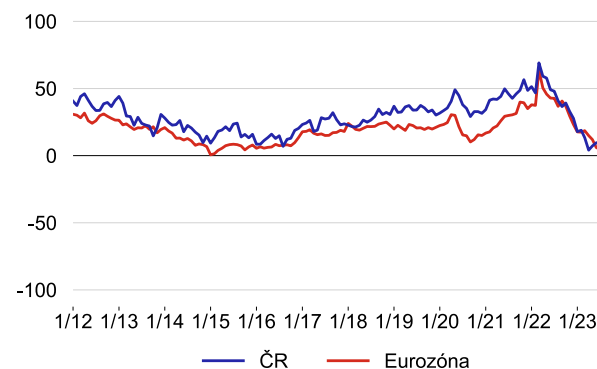
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

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

Graf IV.13

### Ukazatel inflačních očekávání domácností v ČR i v eurozóně se během posledního roku výrazně snížil

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, vzorek cca 1000 domácností, saldo odpovědí, očekávání mohou nabývat hodnot -100 až 100



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

## V prostředí zvýšených inflačních očekávání může být fáze snižování domácích úrokových sazeb odložena na později

Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní postupný pokles tržních úrokových sazeb. Centrální banka však může v reakci na potlačení rizika zvýšených inflačních očekávání vyčkat se snižováním úrokových sazeb až do chvíle, kdy bude zřejmé, že pokles inflace k 2% cíli je robustní a trvalý. K ilustraci tohoto rizika byl vypracován scénář zvýšených inflačních očekávání, který předpokládá stabilitu úrokových sazeb na současné úrovni do konce letošního roku. Scénář ukazuje, že stabilita úrokových sazeb do konce letošního roku tlumí dopady zvýšených inflačních očekávání do vyššího růstu spotřebitelských cen jen částečně. Inflace tak dosáhne 2% cíle až za horizontem měnové politiky, a to na začátku roku 2025.

### Scénář zvýšených inflačních očekávání při déletrvající stabilitě sazeb

#### Riziko pomalejšího poklesu inflačních očekávání

V tomto přístupu k modelování inflačních očekávání stejně jako v jarní prognóze využíváme index kompozitních inflačních očekávání (Common Inflation Expectations – index CIE). Ten sdružuje data o očekávaném vývoji inflace v horizontu jednoho roku z průzkumů Inflačních očekávání finančního trhu (IOFT), podniků (šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB) a domácností (šetření EK).<sup>19</sup> Index tak poskytuje ucelený náhled na vývoj inflačních očekávání v české ekonomice. Vývoj indexu CIE v letošním roce indikuje poměrně výrazný pokles inflačních očekávání z loňských bezprecedentně vysokých hodnot, nicméně v posledních měsících ukazuje na setrvání zvýšených inflačních očekávání stále výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.14).

Hodnoty indexu jsou použity jako zdroj informace pro úpravu inflačních očekávání v rozšířeném modelu g3+, který obsahuje proces endogenního odkotvení inflačních očekávání od cíle včetně dodatečného tlaku na depreciaci kurzu koruny.<sup>20</sup> Kalibrace upraveného modelu byla zvolena tak, aby se modelová inflační očekávání přiblížila průběhu CIE indexu v posledních čtvrtletích a zejména pak ve druhém čtvrtletí letošního roku. Modelová inflační očekávání v horizontu jednoho roku jsou tak pro druhé čtvrtletí 2023 o zhruba 1,5 procentního bodu výše ve srovnání se základním scénářem.

<sup>19</sup> Výpočet indexu je inspirován [prací ekonomů amerického Fedu](#).

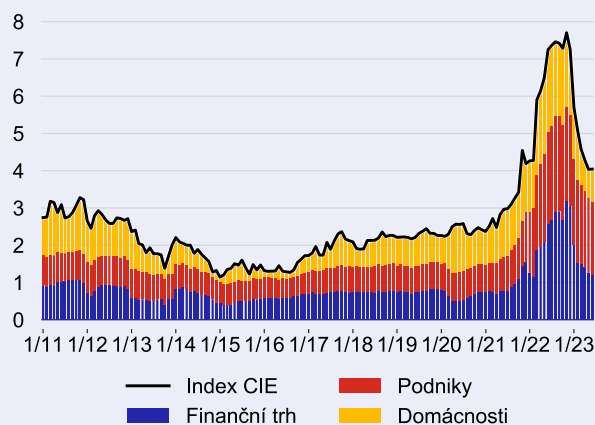
<sup>20</sup> Simulace předpokládá, že odkotvení inflačních očekávání od 2% cíle se promítá do zhoršeného sentimentu, což zvyšuje rizikovou prémii a vytváří dodatečný tlak na oslabení kurzu koruny.

Graf IV.14

#### Modelování zvýšených inflačních očekávání s využitím indexu CIE

##### Index Common Inflation Expectations (CIE)

očekávané meziroční změny CPI v horizontu 1 roku v %





### Simulace pomocí upraveného modelu g3+

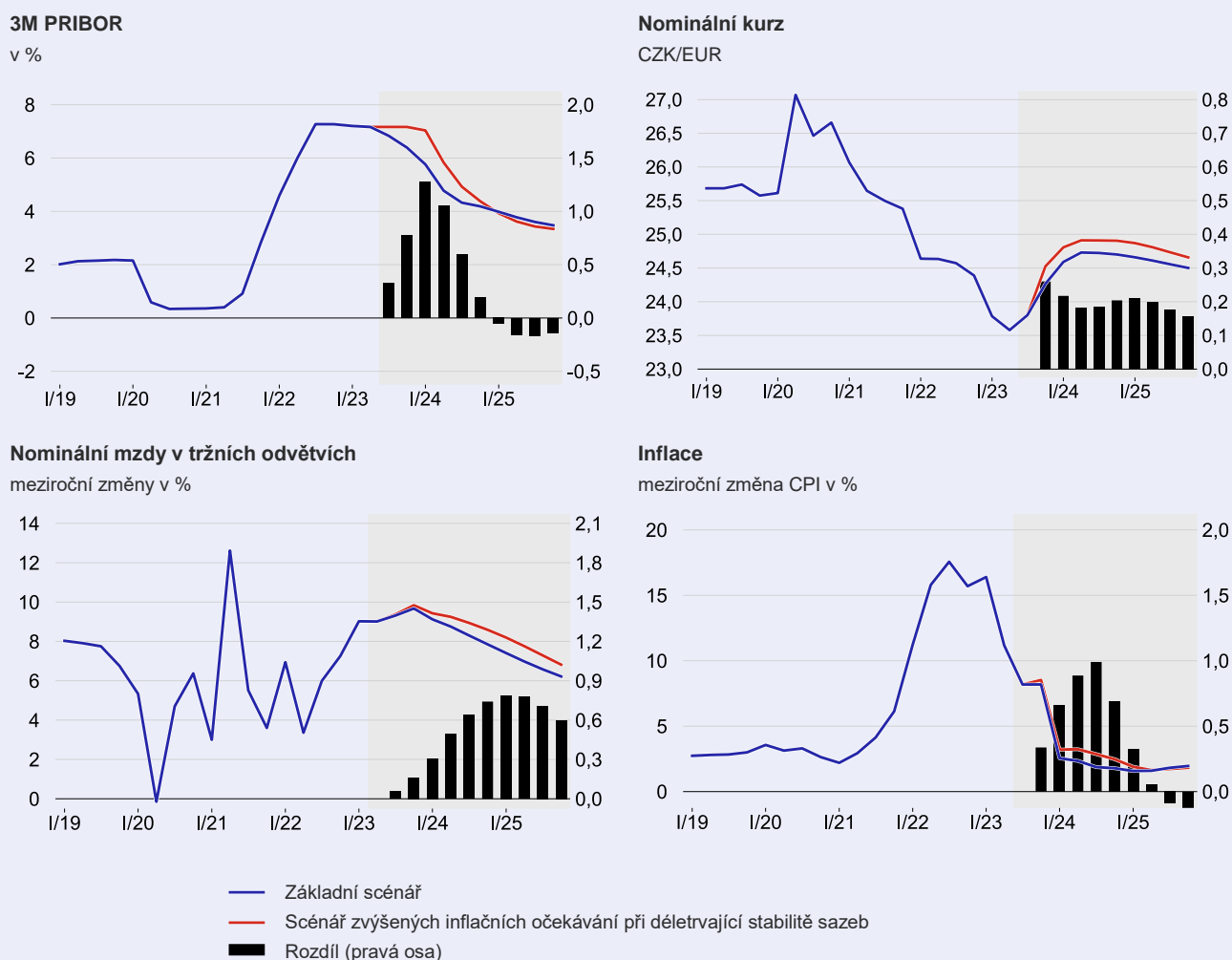
Scénář vedle zvýšených inflačních očekávání předpokládá rovněž stabilitu tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR na hodnotě 7,2 % až do konce letošního roku. Simulace tak ukazuje náklady neměnného nastavení úrokových sazeb v případě, že by inflace měla tendenci se kvůli zvýšeným inflačním očekáváním snižovat pozvolněji, než uvažuje základní scénář.

Zvýšená inflační očekávání mají zásadní vliv na rozhodování ekonomických subjektů, což v ekonomice vytváří dodatečné inflační tlaky (Graf IV.15). Centrální banka na ně částečně reaguje ponecháním úrokových sazeb na vyšší úrovni oproti základnímu scénáři. Tato reakce však není dostatečná k vyvážení vlivu zvýšených inflačních očekávání, což se ve výsledku projevuje zejména vyšší inflací a nominálním mzdovým růstem oproti základnímu scénáři. Dodatečný tlak na depreciaci kurzu v souvislosti s nárůstem rizikové prémie vede ke slabším hodnotám kurzu na prognóze.

Graf IV.15

#### Zvýšená inflační očekávání vedou při neměnných úrokových sazbách k vyšší inflaci

srovnání základního scénáře se scénářem zvýšených inflačních očekávání při déletrvající stabilitě úrokových sazeb





**Proinflačním rizikem prognózy je také výraznější než očekávané oživení domácí poptávky**

Jak ukazuje analýza v [Boxu 1](#) v kapitole II (Důvody aktuálně zvýšeného sklonu domácností k úsporám), obavy domácností z dalšího růstu životních nákladů v prostředí zvýšených úrokových sazeb přispěly k nárůstu míry úspor ve druhé polovině loňského roku. Tento trend se nicméně časem obrátí a zlepšení spotřebitelského sentimentu povede – v základním scénáři prognózy – k poklesu míry úspor z aktuálně nadprůměrných hodnot. Návrat k dlouhodobě rovnovážným hodnotám míry úspor by však ve skutečnosti mohl být ještě rychlejší a vést k výraznějšímu zotavení spotřeby domácností a rychlejšímu oživení poptávkových inflačních tlaků.

**Rychlejší snižování míry úspor domácností by oproti základnímu scénáři vedlo k mírně vyšší inflaci i přes přísnější měnovou politiku**

K vykreslení rizika výraznějšího zotavení domácí spotřebitelské poptávky slouží scénář rychlejšího poklesu míry úspor (viz dále). Citelně silnější poptávkové tlaky pramenící z rychlejšího růstu spotřeby v této simulaci vyžadují přísnější měnovou politiku oproti základnímu scénáři, resp. oddálení poklesu úrokových sazeb. I přesto zůstává inflace na celém horizontu prognózy mírně vyšší.

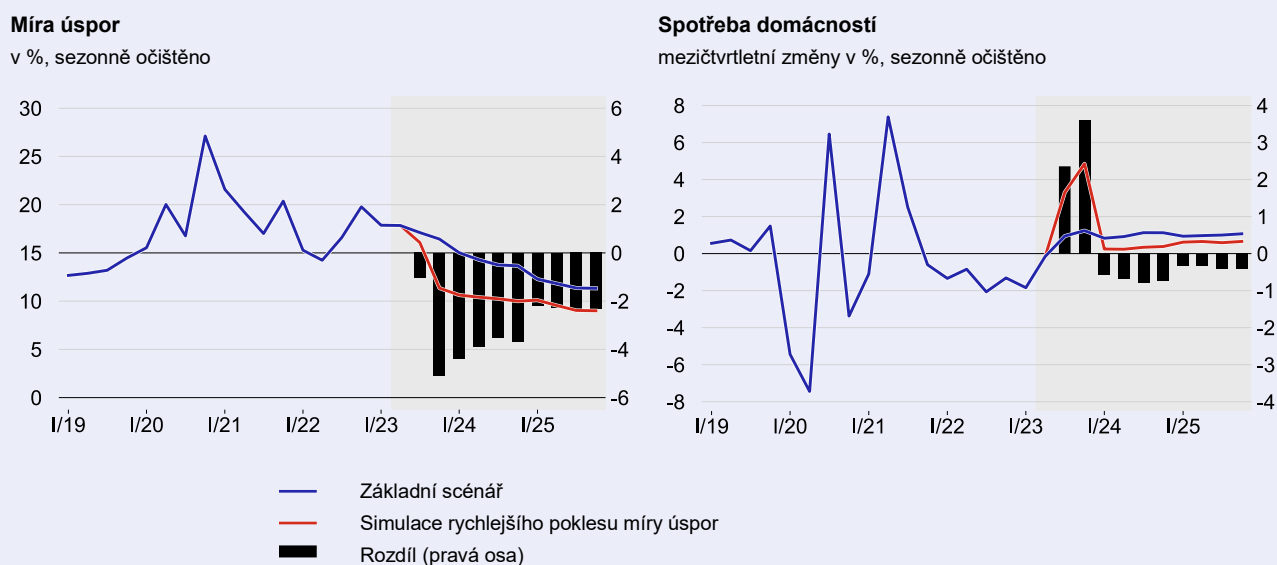
## Scénář rychlejšího poklesu míry úspor

Míra úspor domácností se v posledních letech pohybuje vysoko nad svým dlouhodobým předkrizovým průměrem, který činí zhruba 12 % (Graf IV.16 vlevo). V letošním roce je zvýšená míra úspor ovlivněna zejména rychlým cenovým růstem a zhoršeným sentimentem kvůli energetické krizi, kdy domácnosti tvoří dodatečné rezervy z opatrnostních důvodů. Následující scénář zachycuje možné dopady případného rychlejšího poklesu míry úspor k dlouhodobému průměru, než jaký je uvažován v základním scénáři. Stejně jako v případě základního scénáře se i tento scénář opírá o předpoklad, že inflační očekávání zůstávají ukotvena na 2% cíli.

Scénář rychlejšího poklesu míry úspor předpokládá její snížení ze současných hodnot kolem 18 % ke 12 % do konce letošního roku a následně další mírný pokles během příštích dvou let až do blízkosti 10 %. Na celém prognostickém horizontu se tak míra úspor pohybuje oproti základnímu scénáři zřetelně níže.<sup>21</sup> Uvažovaná trajektorie míry úspor implikuje výrazně rychlejší mezičtvrtletní růst spotřeby domácností ve druhé polovině letošního roku než v základním scénáři (Graf IV.16 vpravo). Od příštího roku se pak její mezičtvrtletní růst zmírní vlivem nasycení spotřebitelské poptávky a bude se pohybovat mírně pod dynamikou ze základního scénáře. V celoročním vyjádření je růst spotřeby domácností oproti základnímu scénáři letos i v roce 2024 výrazně rychlejší, naopak v roce 2025 o něco pomalejší.

Graf IV.16

### Míra úspor a implikovaná související dynamika spotřeby domácností



Na silnější poptávkové inflační tlaky plynoucí z rychlejšího růstu spotřeby domácností ve scénáři reaguje centrální banka zřetelně vyšší trajektorií úrokových sazeb oproti základnímu scénáři (Graf IV.17). V návaznosti na vyšší úrokové rozpětí vůči zahraničí je kurz koruny oproti základnímu scénáři nejprve silnější. Během příštího roku a roku 2025 se však projeví oproti základnímu scénáři prognózy rychlejší uzavírání úrokového diferenciálu a horší obchodní bilance v návaznosti na vyšší objem dovozu vyvolaný vyšší úrovní tuzemské spotřeby. Kurz tak postupně oslabí až nad úroveň ze základního scénáře. I přes odpovídající reakci měnové politiky dosáhne inflace na horizontu měnové politiky mírně vyšších hodnot než v základním scénáři. Vývoj spotřeby domácností se zrcadlí ve viditelně rychlejším meziročním růstu HDP v letošním a po většinu příštího roku, následně poroste HDP o něco pomaleji než v základním scénáři.

<sup>21</sup> Zvolená trajektorie si přitom neklade za cíl odhadnout druhý nejpravděpodobnější průběh míry úspor po základním scénáři. Jde spíše o jeden z možných průběhů, při kterém se míra úspor snižuje oproti základnímu scénáři viditelně rychleji.

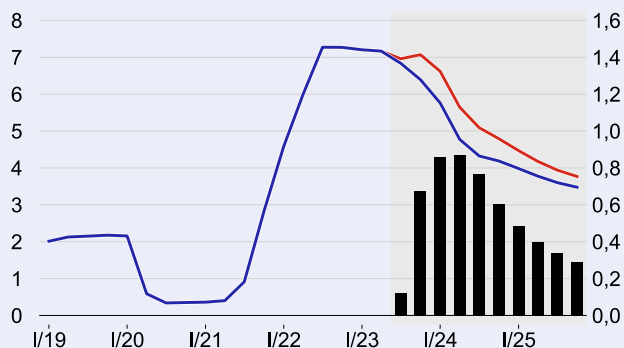
Graf IV.17

**Rychlejší pokles míry úspor vede k potřebě vyšší trajektorie úrokových sazeb oproti základnímu scénáři**

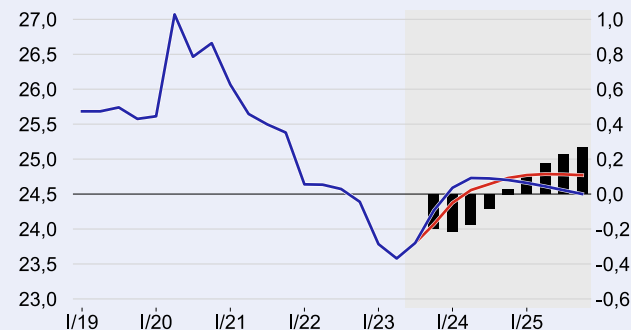
srovnání základního scénáře se scénářem rychlejšího poklesu míry úspor

**3M PRIBOR**

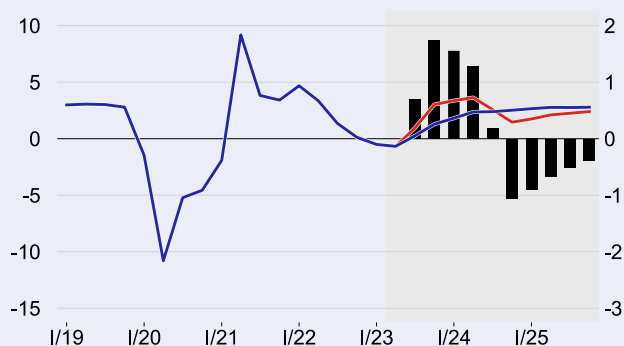
v %

**Nominální kurz**

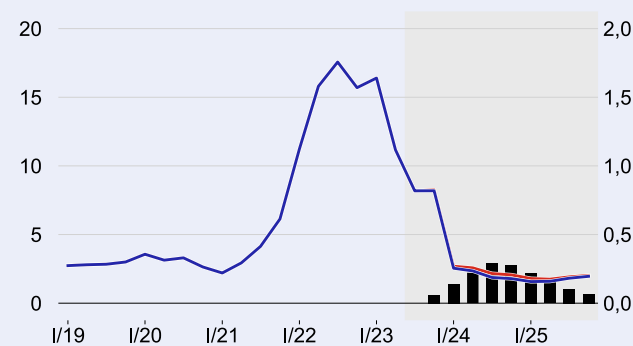
CZK/EUR

**Růst HDP**

meziroční změny v %

**Inflace**

meziroční změna CPI v %



— Základní scénář  
 — Scénář rychlejšího poklesu míry úspor  
 ■ Rozdíl (pravá osa)

**Nejistotou z domácí ekonomiky je působení fiskální politiky v letošním a příštím roce**

Významná domácí nejistota souvisí s vládním konsolidačním balíčkem<sup>22</sup>, a to jak z hlediska samotné realizace opatření v něm obsažených, tak z hlediska jejich dopadů do inflace.

S ohledem na dosavadní nepříznivý vývoj pokladního plnění státního rozpočtu navíc ministr financí avizoval odhodlání ušetřit na výdajích ve druhé polovině letošního roku kolem 20 mld. Kč, aby se dodržel schválený schodek rozpočtu. Předložený materiál ministerstva financí k přípravě státního rozpočtu na rok 2024 nad rámec konsolidačního balíčku navíc předpokládá další úsporná opatření na výdajové straně rozpočtu. Nově

<sup>22</sup> Prognóza ČNB zohledňuje fiskální konsolidační balíček ve verzi, která prošla prvním čtením v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR 14. července 2023.

navržená opatření zatím nebyla odsouhlasena vládou, a proto nejsou součástí nové prognózy.

Letos přetrvávají i další výrazné nejistoty spojené s realizací fiskální politiky. Největší nejistota panuje ohledně dopadů kompenzací vyplácených v důsledku stropů na ceny energií, stejně jako ohledně výběru schválené daně z neočekávaných zisků a mimořádných odvodů za účelem financování zmíněných kompenzací. Další nejistotou je možné zrušení snížení mimořádné červnové valorizace důchodů Ústavním soudem.

### **Nejistota panuje také ohledně průsaku deflace energetické složky zahraničních cen výrobců do domácích cenových okruhů**

Podle předpokladů letní prognózy přejdou ceny zahraničních výrobců ve druhé polovině letošního roku do meziročního poklesu, který bude tažen zejména poklesem energetické složky. Nejistota panuje v tom, kdy a s jakou intenzitou se tento pokles promítne do dovozních cen energií, resp. do nákladů tuzemských firem, a tím i do koncových cen pro spotřebitele. Závisí to totiž na tom, jak dlouhodobé kontrakty mají domácí producenti uzavřeny s dodavateli energií a kdy dojde k jejich přecenění a následnému promítnutí do finálních cen včetně možného vlivu konkurenčního prostředí.

### **Zdrojem nejistoty je také dopad zpřísnování zahraniční měnové politiky na tamní i domácí ekonomiku**

Nejistota ze zahraničí pramení zejména z potenciálních dopadů zpřísnování měnové politiky Fedu a ECB. Zatímco finanční trhy již počítají s recesí v USA na přelomu let 2023 a 2024, v případě eurozóny se očekává pozvolné vymanění se z energetické krize. Tento výhled je však zatížen značnou nejistotou, neboť přísná měnová politika ECB by mohla eurozónu přivést až do recese. Naproti tomu existuje stále nezanedbatelné riziko, že úspěšné pokračování dezinflačního procesu v eurozóně (zejména v rámci jadrových cen služeb) není dosavadním zpřísněním měnové politiky zcela jednoznačně zajištěno.

## BOX 2 Refixace a refinancování hypoték a jejich dopady do výdajů domácností

Podstatná část transmise měnové politiky v segmentu domácností probíhá prostřednictvím vlivu úrokových sazeb na objem čistých nových úvěrů na bydlení. S prodlužující se dobou od výrazného zvýšení základních úrokových sazeb ČNB (a následně i klientských sazeb) je však stále významnější i další kanál, a to dopad zvýšených sazeb na výši splátek stávajících úvěrů, které jsou během času refinancovány<sup>1</sup>. Tento box využívá individuální data o hypotékách pro kvantifikaci tohoto dopadu, a to v segmentu hypotečních úvěrů domácností, které tvoří největší část úvěrového zatížení domácností.

Primárním zdrojem dat použitých v této analýze je Šetření nově poskytnutých úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí (dále jen Šetření), které s půlroční frekvencí provádí sekce finanční stability ČNB. To zahrnuje informace o všech nových smlouvách bank vedoucích ke změně objemu úvěrů v ekonomice, tj. nových úvěrech včetně navýšení a úvěrech refinancovaných u jiné než původní banky.<sup>2</sup>

Šetření však neobsahuje data o úvěrech, u nichž byla refixována sazba v původní bance bez navýšení úvěru.<sup>3</sup> Tyto refixované úvěry spadají ve statistice obchodních bank do kategorie tzv. ostatních nových ujednání a dlouhodobě představovaly kolem 30 % všech nových úvěrů. Od začátku roku 2022, v souvislosti s výrazným poklesem čistých nových úvěrů, však jejich podíl narostl až k 60 %. Celkový objem nových hypotečních ujednání (Graf 1), který slouží pro výpočet objemu splátek úvěrů i k tvorbě níže uvedených variant vývoje, proto obsahuje jak data ze Šetření, tak ostatní nová ujednání.<sup>4</sup>

Z hlediska délky fixace úrokové sazby je dle dat ze Šetření nejvíce preferovanou variantou pětiletá fixace, která byla za celé sledované období sjednána u 53 % objemu hypoték (Graf 2). V roce 2019 však výrazně vzrostl objem úvěrů s delší fixací (podíl desetileté fixace dosáhl 28 % a sedmileté fixace až 31 %), což vedlo k nárůstu průměrné doby fixace na 7,6 roku. Lze to vysvětlit tehdejšími snížením nákladů financování bank (viz sazba pětiletého IRS v Grafu 3) a uvolněním úvěrových standardů bank u úvěrů na bydlení ve srovnání s lety 2017 a 2018.<sup>5</sup>

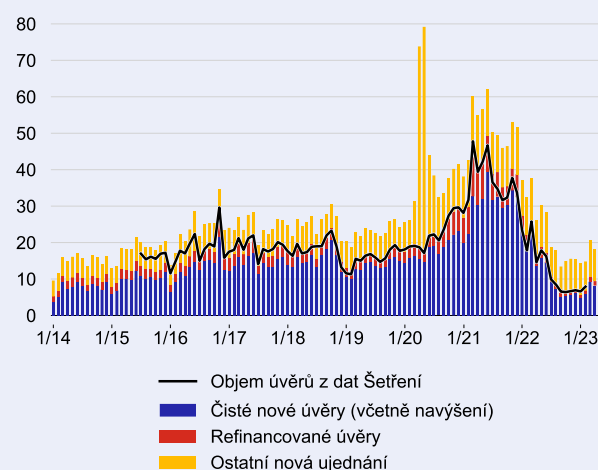
Naopak po zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb započatém v roce 2021 a následném prudkém růstu klientských úrokových sazeb u všech fixací (Graf 3) se průměrná doba fixace zkrátila na 5,1 roku, jelikož klienti se k vysoké sazbě nechtějí vázat na delší dobu.

Předpokládaný čas budoucího refinancování v členění dle roku poskytnutí úvěru ukazuje Graf 4.<sup>6</sup> V následujících dvou letech by se měly refinancovat zejména úvěry poskytnuté v letech 2018 a 2019 v celkovém objemu cca 420 mld. Kč a s průměrnou stávající úrokovou sazbou 2,7 %. Kvantifikace dopadů očekávané změny splátky byla zpracována ve dvou variantách možného vývoje úrokové sazby. První varianta předpokládá, že průměrná úroková sazba při refinancování zůstane v průběhu let 2023 a 2024 stejná jako v prvním čtvrtletí 2023. Druhá varianta váže predikovanou klientskou úrokovou sazbu z refixovaných hypoték na vývoj pětileté sazby IRS<sup>7</sup>, která představuje náklady financování pro nejčastější fixaci hypotečních úvěrů.

Graf 1

**Největší objem čistých nových hypotečních úvěrů byl sjednán v roce 2021, v současnosti mají významný podíl ostatní nová ujednání**

objem celkových nových hypotečních ujednání v mld. Kč

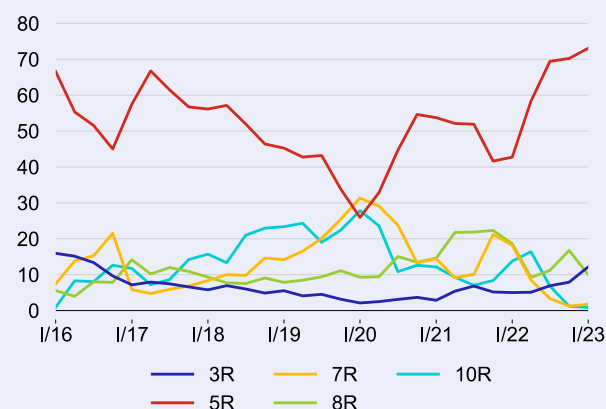


Poznámka: V roce 2020 se do objemu ostatních nových ujednání promítlo tzv. moratorium – tj. smlouvy o dočasném pozastavení splátek.

Graf 2

**Klienti nejčastěji sjednávali pětiletou fixaci**

podíl úvěrů dle doby fixace, v %



Poznámka: V grafu je zobrazeno pět fixací s největším objemem sjednaných hypoték. Zbytek fixací představuje v průměru 3 % všech ujednání.

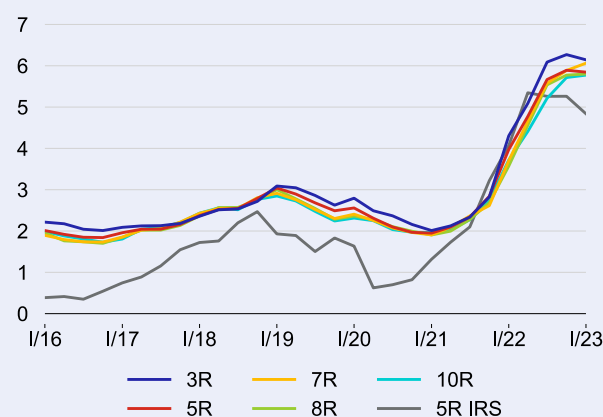
Celkové makroekonomické dopady jsou omezené. Při předpokladu refinancování na aktuálních sazbách (varianta 1) je odhadovaný kumulativní dopad do výdajů domácností v letošním roce celkem přibližně 2,1 mld. Kč, přičemž objem navýšených splátek bude ke konci roku postupně narůstat. Uvedená suma představuje dolní hranici odhadu vzhledem k nedostatku informací o části úvěrů ze Šetření. Z hlediska finančních nákladů domácností s hypotékou se jedná o téměř 35% navýšení objemu splátky (v průměru o 3200 Kč), což pro ně může představovat zvýšení finanční zátěže. Implikace varianty 2 jsou mírnější; kumulativní dopad do výdajů v letošním roce činí přibližně 1,3 mld. Kč, což pro domácnosti s hypotékou představuje cca 20% navýšení splátky (v průměru o 1800 Kč). Tato varianta přitom v souladu s aktuální prognózou ČNB předpokládá relativně výrazný pokles referenčních sazeb v průběhu letošního a příštího roku.

Z dlouhodobého hlediska je důležitý také další výstup této analýzy. Jak je patrné v **Grafu 4**, v letech 2025 až 2028 budou refinancovány velké objemy úvěrů z let 2020 až 2022 (celkově 907 mld. Kč), které byly poskytnuté za úrokové sazby okolo 2 %. Poloha a sklon výnosové křivky v tomto období tak bude mít oproti letům 2023–2024 podstatně větší potenciální vliv na výdaje domácností.

Graf 3

### Úrokové sazby nových hypoték v průběhu roku 2022 výrazně vzrostly pro všechny fixace

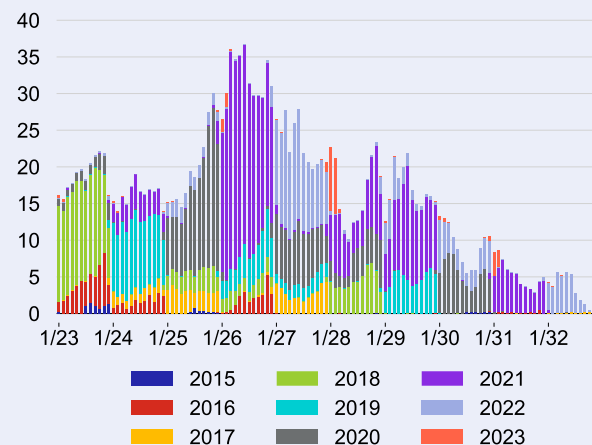
úroková sazba z nových hypoték a sazba 5R IRS v %, dle doby fixace



Graf 4

### Objem úvěrů k refinancování bude dosahovat maxima v letech 2026 a 2027

objem úvěrů k refinancování v mld. Kč, dle roku poskytnutí



- Pod refinancováním se pro účely tohoto boxu rozumí jak změna úrokové sazby u stávající banky (neboli refixace), tak i refinancování úvěru u jiné než původní banky.
- Šetření zahrnuje cca 936 tisíc úvěrů poskytnutých v období od července 2015 do února 2023. Do vzorku nejsou zahrnuty hypoteční úvěry, které byly poskytnuty před rokem 2015 a do současné doby nebyly refinancovány (tj. s dobou fixace delší než 8 let). V roce 2014 představovaly takové úvěry pouze 2–3 % všech nových úvěrů, takže jejich objem je v současnosti zanedbatelný. Charakter dat předurčil také analytický přístup: jelikož není k dispozici informace o parametrech současného stavu úvěrů, je nutné sledovat tok nových hypotečních ujednání v čase a odhadnout moment jejich refinancování dle doby fixace.
- Pro účely této analýzy využíváme informace o celkových objemech a průměrných úrokových sazbách refixovaných úvěrů ze statistiky obchodních bank, zatímco struktura fixací a splatností je aproximována s využitím individuálních dat ze Šetření pro kategorii úvěrů refinancovaných v jiných bankách.
- Objem hypoték použitých ve výpočtech byl očištěn o jednorázový administrativní faktor tzv. moratoria (smlouvy o dočasném poza stavení splátek) z roku 2020. Výpočty na bázi jednotlivých úvěrů (např. průměrné navýšení splátky) jsou založeny výhradně na datech ze Šetření.
- Viz výsledky [Šetření úvěrových podmínek bank I/2020](#).
- Výpočet předpokládá, že nedochází k předčasnému splacení nebo refinancování stávajícího úvěru a úvěr bude plně refinancován na konci fixace. Předčasné splacení nebo snížení objemu úvěru na konci fixace částečným splacením by vedlo k menšímu objemu úvěrů, odhadované zvýšení splátek tak představuje horní hranici dopadů na splátky stávajících úvěrů. Na druhé straně analýza nepočítá s úvěry, které budou poskytnuty v následujících letech a budou tak objem refinancování zvyšovat.
- Druhá varianta implicitně předpokládá vývoj úrokových sazeb v souladu se základním scénářem letní prognózy ČNB avizujícím postupný pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu.



## BOX 3 Jak se v uplynulých dvou letech měnily klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů

První fází transmise měnové politiky v rámci úrokového kanálu je přenos změn měnověpolitických sazeb do klientských úrokových sazeb z úvěrů a vkladů. Tento box navazuje na blog z října 2022<sup>1</sup> a ukazuje, jak se měnily úvěrové a vkladové úrokové sazby pro české firmy a domácnosti od konce června 2021 do konce června 2023. V polovině roku 2021 začalo zvyšování 2T repo sazby ČNB z úrovně 0,25 % a během zhruba jednoho roku došlo k jejímu nárůstu na 7 %, na níž setrvává do současnosti.<sup>2</sup>

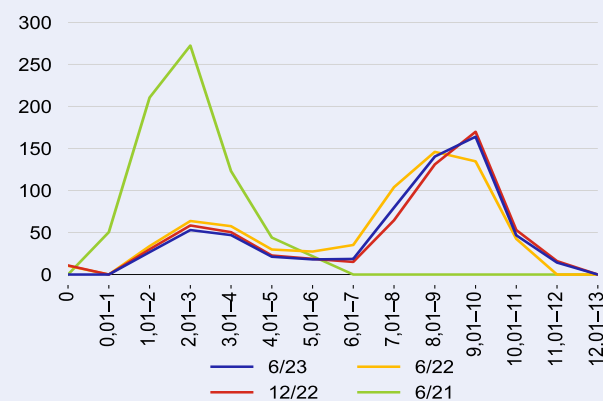
Průsak měnověpolitických a tržních sazeb do klientských úrokových sazeb z korunových úvěrů nefinančním podnikům je velmi rychlý. Sazby podnikových úvěrů jsou z velké části navázány na tržní sazby PRIBOR a změny měnověpolitických sazeb ČNB se tak do klientských sazeb promítají téměř bezprostředně. Proto se objemově převažující klientská úroková sazba podnikových úvěrů již v červnu 2022 pohybovala v pásmu 8–9 % a od léta 2022 se zvýšila jen zanedbatelně (Graf 1)<sup>3</sup>. Největší objemy čerpaných korunových úvěrů byly podnikům ke konci června 2023 tuzemskými bankami poskytovány s úrokovou sazbou 9–10 %. Naopak distribuce klientských sazeb z eurových úvěrů podnikům se – v návaznosti na růst úrokových sazeb ECB – začala posouvat k výrazně vyšším sazbám až od podzimu 2022 (Graf 2). Eurové financování českých podniků ze strany tuzemských bank se s pokračujícím růstem sazeb ECB zdražuje a ke konci června 2023 se převažující klientská sazba z eurových úvěrů pohybovala v pásmu 5–6 %. Zúžující se úrokový diferenciál snižuje atraktivitu eurového financování v očích tuzemských podniků, což se projevuje i v utlumení růstu podílu eurových úvěrů na jejich celkovém úvěrovém zadlužení, který v červnu 2023 dosahoval 48 %.

Nejdůležitějším úvěrovým produktem pro domácnosti jsou úvěry na bydlení, neboť tvoří téměř 80 % jejich úvěrového zatížení. Drtivou většinu úvěrů na bydlení tvoří hypotéky a velká část hypoték českých domácností má úrokovou sazbu fixovanou na 5 a více let. Vyšším hypotečním sazbám tak při refinancování a re-fixování hypoték čelila zatím jen poměrně malá část domácností. Tomu odpovídají i velmi malé posuny distribuce klientských úrokových sazeb u celkového stavu úvěrů domácnostem na bydlení (Graf 3). Největší část českých hypoték je nadále úročena sazbou v pásmu 2–3 %. Dopady na hospodaření domácností zatížených hypotékou tak zůstávají omezené a hlavní část transmise probíhá přes výrazný útlum poptávky po nových úvěrech.<sup>4</sup> Jak ilustruje Graf 4, objem nových úvěrů na bydlení oproti polovině roku 2021 výrazně poklesl a sazby těchto úvěrů se výrazně zvýšily. V červnu letošního roku byl největší objem nových úvěrů na bydlení poskytován za úrokovou sazbu 5–6 %.

Graf 1

### Úrokové sazby korunových úvěrů podnikům reagují na nastavení měnověpolitických sazeb prakticky okamžitě

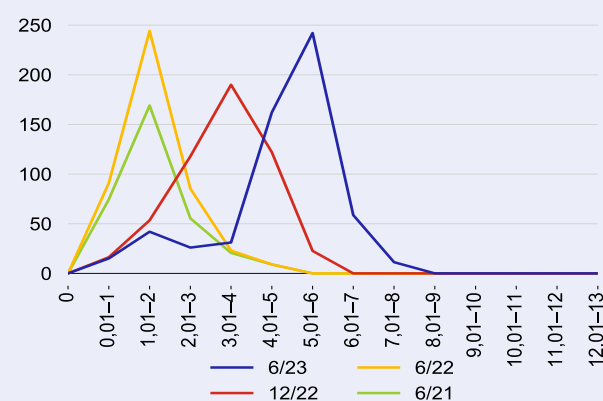
osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, stavy korunových úvěrů



Graf 2

### Rychlý je i průsak do úrokových sazeb eurových úvěrů, ECB však své měnověpolitické sazby zvyšovala později

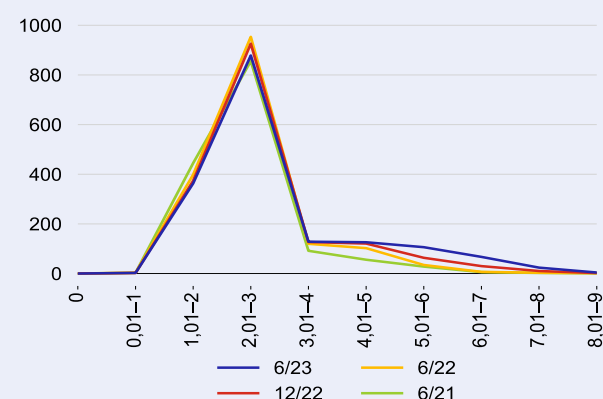
osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, stavy eurových úvěrů



Graf 3

### Při vyšších úrokových sazbách byla dosud refinancována jen malá část úvěrů na bydlení

osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, stavy úvěrů



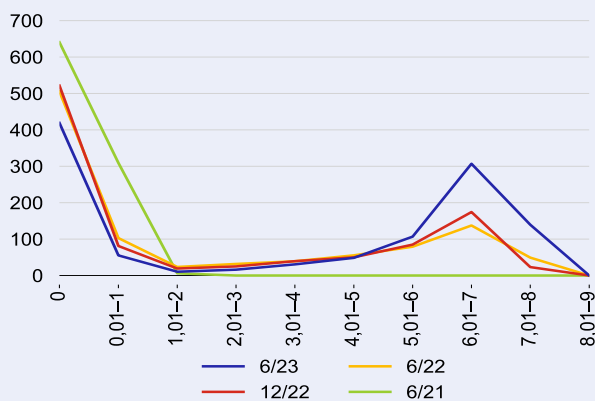
U distribucí klientských úrokových sazeb z vkladů podniků a domácností jsou charakteristické dva vrcholy rozdělení. První vrchol s největším objemem vkladů se u podniků nachází u klientské sazby rovné nule. Jak ukazuje **Graf 5**, podniky objem neúročených vkladů snižují, za dva roky poklesl o přibližně 200 mld. Kč. Druhý vrchol rozdělení klientských sazeb z vkladů se u podniků nachází v pásmu 6–7 %. Objem vysoce úročených podnikových vkladů dále stoupá a v červnu 2023 byla již téměř polovina podnikových depozit úročená sazbou vyšší než 5 %.

Ještě výraznější než u podniků je první vrchol rozdělení klientských úrokových sazeb u domácností. Objem neúročených vkladů domácností sice klesá, stále ale dosahuje více než 1 bilion Kč. Domácnosti, které hledají vyšší zhodnocení a své vklady aktivně přesouvají do vkladových produktů s vyšším úročením, však jsou schopny dosáhnout na poměrně vysoké sazby. Druhý vrchol rozdělení depozitních klientských sazeb domácností se nachází v pásmu 5–6 %, kde bylo ke konci června uloženo přibližně 550 mld. Kč (**Graf 6**). Vyšší než 5% úrokovou sazbu měla v červnu 2023 přibližně čtvrtina vkladů domácností.

Graf 5

#### Podniky jsou schopny dosáhnout na depozitní úrokové sazby blízké repo sazbě

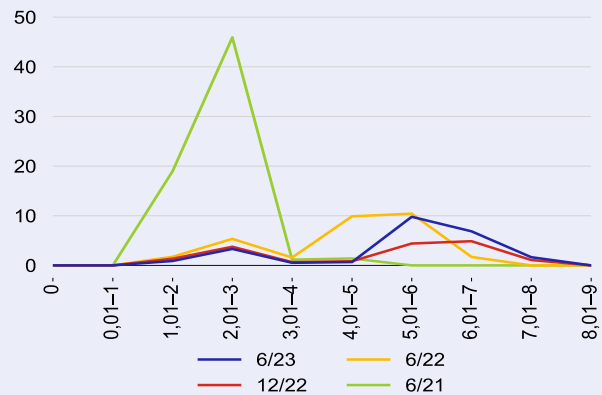
osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, stavy vkladů



Graf 4

#### Úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení jsou oproti minulosti zřetelně vyšší, objemy prudce poklesly

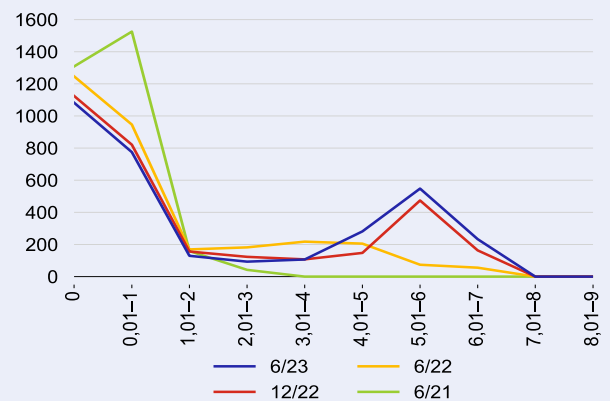
osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, nové úvěry



Graf 6

#### Aktivní hledání vyššího úročení umožnilo přesun velké části vkladů domácností do pásem se sazbou nad 5 %

osa x: pásma úrok. sazby v %, osa y: objemy v mld. Kč, stavy vkladů



1 Viz čnBlog [Klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů v kontextu zvyšování měnověpolitických sazeb](#).

2 K datu 30. 6. 2021 byla 2T repo sazba na úrovni 0,5 %, k ostatním datům použitým v grafech (tj. k 30. 6. 2022, k 31. 12. 2022 a k 30. 6. 2023) byla 2T repo sazba na úrovni 7 %. K poslednímu zvýšení 2T repo sazby došlo na zasedání bankovní rady dne 23. 6. 2022.

3 Pro zachování důvěrnosti individuálních dat jsou v Grafu 1 hodnoty nižší než 10 mld. Kč nahrazeny 0, v Grafu 2 hodnoty nižší než 7 mld. Kč nahrazeny 0, v Grafech 4 a 5 hodnoty nižší než 0,5 mld. Kč nahrazeny 0 a v Grafu 6 hodnoty nižší než 30 mld. Kč nahrazeny 0.

4 Stále významnější je také prodlužující se doba od výrazného zvýšení 2T repo sazby, která bude dopadat na výši splátek stávajících hypotečních úvěrů, které jsou (nebo v brzké budoucnosti budou) refinancovány. Této skutečnosti se věnuje **Box 2** Refinancování hypoték a jejich dopady do výdajů domácností v této kapitole.

# Seznam zkratk

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

# Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,6	5311,6	5316,2	5436,9	5586,0
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4344,6	4627,4	4794,9	5116,9	5416,4	5793,9	5710,8	6107,0	6784,3	7377,1	7685,8	8081,5
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,4	0,1	2,3	2,7
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)												
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,1	-0,8	-3,4	3,8	4,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlád, institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,6	2,3	1,1	1,1
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	4,4	-9,2	19,0	5,6	-6,2	-4,5	2,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,8	-6,0	0,7	3,0	0,6	4,4	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-8,1	6,8	7,2	7,3	6,4	4,5
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,4	-8,2	13,2	6,3	3,2	4,5	5,0
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	283,4	276,2	337,7	400,0	336,5	337,6	315,3	97,2	143,4	340,4	449,3	445,2
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	11,0	2,1	1,7
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	28,0	1,2	1,4
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,3	0,5	0,4
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	7,9	3,5	2,3
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-14,3	1,1	-0,3
Měnověpolitické inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,9	2,1	1,6
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	4,9	0,5	0,6
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,7	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-3,7	-7,8	-4,6
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	5,3	8,7	7,8	6,3
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	5,9	9,2	8,5	6,8
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	2,6	2,8	3,7	4,1	5,9	4,9	1,4	2,0	-8,4	-2,0	5,6	4,5
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,8	9,7	5,8	4,0
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,9	-0,4	2,2	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	2,9	2,4	2,7	2,8	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,9	4,0
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,7	1,3	1,8	1,5	1,2	-0,1	-1,6	-1,5	1,7	1,0	0,1	0,0
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,5	0,8	0,4	0,6
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-310,6	-247,5	-280,3	-122,5	-58,7
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	-3,8	-1,6	-0,7
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,7	2997,1	3254,5	3384,6	3454,7
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	44,1	44,0	42,7
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	69,0	-99,3	259,7	278,3	307,4
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,1	-1,5	3,5	3,6	3,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	105,0	89,9	122,9	142,1	148,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-168,0	-415,3	57,4	67,8	58,0
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	0,8	0,9	0,7
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-172,4	-140,0	-140,0	-140,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,0	22,1	21,5
Kč/EUR (průměr)	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	23,9	24,7	24,6
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	9,9	11,7	9,4
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	6,7	4,6	3,5
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	6,9	4,8	3,7
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,0	4,2	2,7	0,3	1,3	1,7
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	9,2	6,5	2,9	1,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	10,9	34,9	0,6	-0,4	0,6
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	77,5	72,7	70,4
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,5	3,9	3,4
USD/EUR (průměr)	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1

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

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024				čtvrtletí roku 2025			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1322,5	1322,2	1331,5	1340,0	1346,4	1353,4	1363,3	1373,8	1382,1	1390,9	1401,0	1412,0
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1816,6	1829,6	1855,4	1875,4	1894,3	1909,8	1927,7	1953,9	1978,6	2005,5	2034,2	2063,3
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,5	-0,7	0,3	1,3	1,8	2,4	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,0	0,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-5,9	-5,3	-2,4	0,2	2,9	4,0	4,2	4,1	4,2	4,2	4,1	4,0
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,1	2,8	2,2	1,0	0,9	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,6	-6,5	-6,5	-8,0	-7,9	-5,4	-3,5	-0,7	1,2	2,3	3,1	3,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,6	-0,5	1,3	3,3	5,3	5,0	4,1	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,0	8,1	6,3	7,9	8,7	7,2	5,5	4,4	4,2	4,4	4,6	4,8
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,4	3,7	2,4	3,2	5,2	4,9	4,2	3,9	4,3	4,8	5,3	5,4
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	64,3	79,6	93,2	103,3	109,3	112,1	114,4	113,5	112,2	111,5	110,9	110,8
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	16,4	11,2	8,2	8,2	2,5	2,3	1,9	1,8	1,6	1,6	1,8	2,0
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	32,8	25,2	19,5	34,2	1,4	0,7	1,1	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	18,2	11,8	8,1	2,9	0,5	0,6	0,4	0,5	0,0	0,2	0,6	1,0
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	11,9	8,7	6,2	4,8	4,3	3,9	3,0	2,7	2,2	2,2	2,4	2,5
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,7	-21,5	-19,8	-12,1	-1,8	2,4	2,5	1,3	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	16,4	11,1	8,0	8,1	2,5	2,3	1,8	1,7	1,4	1,5	1,7	1,8
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	15,0	3,9	1,0	0,7	-1,8	0,8	1,4	1,6	0,6	0,6	0,7	0,6
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	19,6	-8,2	-10,6	-12,1	-15,0	-6,9	-3,5	-4,5	-5,3	-5,2	-4,9	-2,9
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	8,6	8,6	8,7	8,8	8,2	8,0	7,7	7,4	7,0	6,5	6,1	5,7
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,8	9,0	9,3	9,7	9,1	8,8	8,3	7,9	7,4	7,0	6,6	6,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-6,7	-2,3	0,5	0,6	5,6	5,6	5,8	5,5	5,3	4,8	4,2	3,7
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	10,5	10,2	10,1	8,3	6,7	5,9	5,6	5,2	4,6	4,1	3,9	3,7
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,5	-0,8	-0,2	0,7	1,5	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	2,7	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	1,1	0,9	1,1	0,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,1	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)												
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)												
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)												
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)												
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	85,8	75,0	55,5	43,5	97,0	83,6	47,1	50,7	108,1	92,7	52,2	54,4
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	5,0	4,0	2,9	2,3	5,4	4,3	2,4	2,5	5,8	4,6	2,5	2,6
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	21,5	40,5	34,7	26,3	42,7	46,7	27,3	25,4	44,9	43,8	37,4	21,9
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	39,6	28,8	-17,2	6,2	109,8	21,0	-53,9	-9,1	117,1	15,6	-53,1	-21,6
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	2,3	1,6	-0,9	0,3	6,1	1,1	-2,8	-0,5	6,3	0,8	-2,6	-1,0
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-40,6	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	22,2	21,6	22,0	22,2	22,3	22,3	22,1	21,9	21,7	21,6	21,4	21,3
Kč/EUR (průměr)	23,8	23,6	23,8	24,3	24,6	24,7	24,7	24,7	24,7	24,6	24,6	24,5
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,5	9,7	10,5	10,8	11,4	11,4	12,0	12,0	11,1	10,0	8,6	7,8
2T repo sazba (% , průměr)	7,0	7,0	6,6	6,2	5,6	4,6	4,1	4,0	3,8	3,6	3,4	3,3
3M PRIBOR (% , průměr)	7,2	7,2	6,8	6,4	5,8	4,8	4,3	4,2	4,0	3,8	3,6	3,5
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,5	0,2	0,0	0,5	0,9	1,2	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,7
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	9,3	7,4	5,6	3,7	3,3	2,9	2,8	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	15,6	3,2	-7,6	-6,3	-3,9	-0,1	1,3	1,3	1,0	0,6	0,5	0,4
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	82,2	77,7	75,1	74,5	73,8	73,1	72,4	71,7	71,1	70,6	70,1	69,6
3M EURIBOR (% , průměr)	2,6	3,4	3,9	4,0	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

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

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

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

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

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