

Výhled české ekonomiky
na rok 2025
Návrat k růstu
v nejistých časech

Pár slov na úvod	1
Globální ekonomika	2
Česko	4
Shrnutí	14
Základní data a prognózy	15
V obraze beze slov	16
Autoři analýzy	20

Pár slov na úvod

Jeden složitý rok plný zásadních událostí skončil a další nebude o nic jednodušší. Geopolitická situace je charakterizována výraznými změnami v globální mocenské rovnováze, rostoucím napětím mezi velmocemi a regionálními konflikty ohrožujícími mezinárodní stabilitu. Již třetím rokem trvá válka na Ukrajině, zatímco na Blízkém východě eskalace stále přetrvává. Klíčovou výzvou bude, zda mezinárodní společenství dokáže tyto konflikty zmírnit prostřednictvím dialogu a diplomacie.

Vedle mezistátních konfliktů jsou globální trendy formovány výzvami, jako je klimatická krize, migrace a rychlý technologický pokrok. Technologická revoluce, včetně rozvoje umělé inteligence (AI), přináší nové otázky ohledně kybernetické bezpečnosti a etiky jejího využití. Tyto výzvy zvyšují riziko digitálních konfliktů, ale zároveň nabízí příležitost ke zlepšení globální ekonomiky.

Nové technologie jsou ale především příležitostí posunout globální ekonomiku na novou úroveň. Umělá inteligence je zásadním nástrojem ekonomické transformace. Může zvyšovat efektivitu, podporovat inovace a vytvářet nové trhy. K jejímu efektivnímu využití je však nutné investovat do digitálních procesů ve veřejném i soukromém sektoru, vzdělávání, rekvalifikací a výzkumu. Adopce AI může významně zvýšit produktivitu i životní úroveň. Naopak zaostávání v této oblasti prohloubí rozdíly v ekonomické výkonnosti mezi zeměmi.

Pozorného čtenáře při čtení o transformativních možnostech nových technologií jistě napadne otázka, jak je na tom Česko. Firmy jsou konkurenčním tlakem nuceny k rychlé adaptaci. Horší je to na straně veřejného sektoru. Problémy při přípravě digitálního stavebního řízení optimismu nepřidávají. Pomalá digitalizace a nadměrná byrokracie jsou stále předmětem výtek Mezinárodního měnového fondu a dalších institucí.

Změn, které Česko potřebuje, je více a na transformaci ekonomiky se stále čeká. V některých oblastech se ovšem objevují náznaky pokroku. V roce 2024 zahájila činnost Státní rozvojová a investiční společnost, která by měla zmírnit některé neduhy, jako je absence připravených lokalit pro zahraniční i domácí investory, nebo zkrátit lhůty potřebných administrativních procesů. Přispět by mohla také činnost Národní rozvojové banky, která by měla přesměrovat část prostředků jednorázově použitých v dotacích do opakovaně použitelných nástrojů návratné finanční pomoci.

Zásadním okamžikem pro další ekonomický vývoj budou volby do Poslanecké sněmovny, které nás čekají na podzim roku 2025. Výsledek voleb určí směr hospodářské politiky na další roky. Přestože hlavní obrysy Hospodářské strategie vznikly už v roce 2024, úspěch bude záviset na její realizaci. Klíčové výsledky se však projeví až za několik volebních období. Práce na dlouhodobých problémech musí pokračovat bez ohledu na politický vývoj.

Globální ekonomika

Rok 2024 přinesl pro světovou ekonomiku směs výzev a příležitostí, které odrážejí dynamiku mezinárodních trhů, technologických inovací a geopolitických změn. Klíčové faktory zahrnují doznívání pandemických dopadů, energetickou transformaci, geopolitická napětí a obavy z klimatických změn.

Zatímco některé ekonomiky těží z oživení spotřebitelské poptávky a digitalizace, jiné bojují s inflací, narušením dodavatelských řetězců a poklesem investic. Rozvíjející se ekonomiky posilují díky demografickým výhodám a technologickému pokroku svou roli na globální scéně.

Důležitým milníkem ve vývoji mezinárodních ekonomických vztahů mohou být prezidentské volby v USA. Vítězství Donalda Trumpa může výrazně změnit obchodní politiku USA směrem k většímu protekcionismu, zejména ve vztahu s Čínou a Evropou.

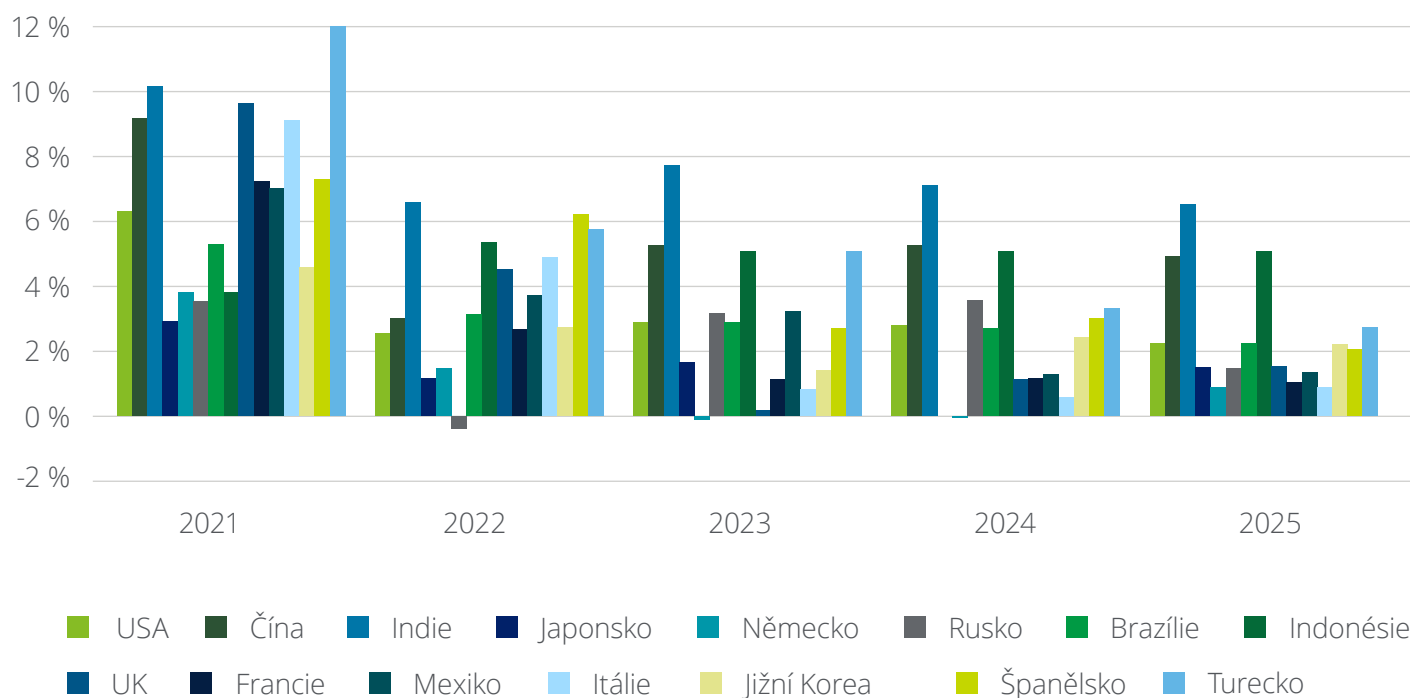
Napětí mezi Západem a Ruskem, podpořené válkou na Ukrajině, ovlivňuje ceny energií a vyžaduje větší diverzifikaci

zdrojů, zejména v Evropě. V důsledku změn geopolitické situace je zároveň nutné navyšovat výdaje na obranu, což se projevuje omezováním veřejných výdajů v jiných oblastech anebo zhoršením fiskálních parametrů.

Německá ekonomika čelí strukturálním problémům včetně stárnoucí populace, nedostatku kvalifikovaných pracovníků a tlaku na dekarbonizaci, což doprovází politická krize způsobená rozpory v koaliční vládě. Potíže německé ekonomiky zároveň doléhají na obchodní partnery, tedy zejména na sousední země včetně Česka.

Mezinárodní doprava se po pandemických šocích stabilizovala, ale ceny přepravy zůstávají nad úrovní před rokem 2020. Geopolitické konflikty, například v Jemenu, vedly k odklonu od Suezského průplavu na delší trasy kolem mysu Dobré naděje. Tyto změny prodloužily dodací lhůty a zvýšily náklady na zboží, zejména u energetických produktů.

Graf 1: Růst HDP: vybrané země (v %)



Zdroj: MMF

Inflace v roce 2024 zůstávala nad cílovými 2 % v USA i eurozóně. Federální rezervní systém snížil úrokové sazby, ty však stále zůstávají – v obavách z přehřátí ekonomiky – na relativně vysoké úrovni 4,50–4,75 %. Evropská centrální banka rovněž snížila sazby na 3,25 %, přesto jádrová inflace zůstává zvýšená, což komplikuje další kroky.

Podle Mezinárodního měnového fondu vzrostla globální ekonomika v roce 2024 o 3,2 %, přičemž obdobný růst se očekává i v roce 2025. Nejrychleji rostoucími ekonomikami jsou Indie (6,5 %) a Čína (4,5 %), zatímco eurozóna s růstem 1,2 % zaostává, a to především kvůli pomalému výkonu Německa (0,8 %).



Česko

HDP

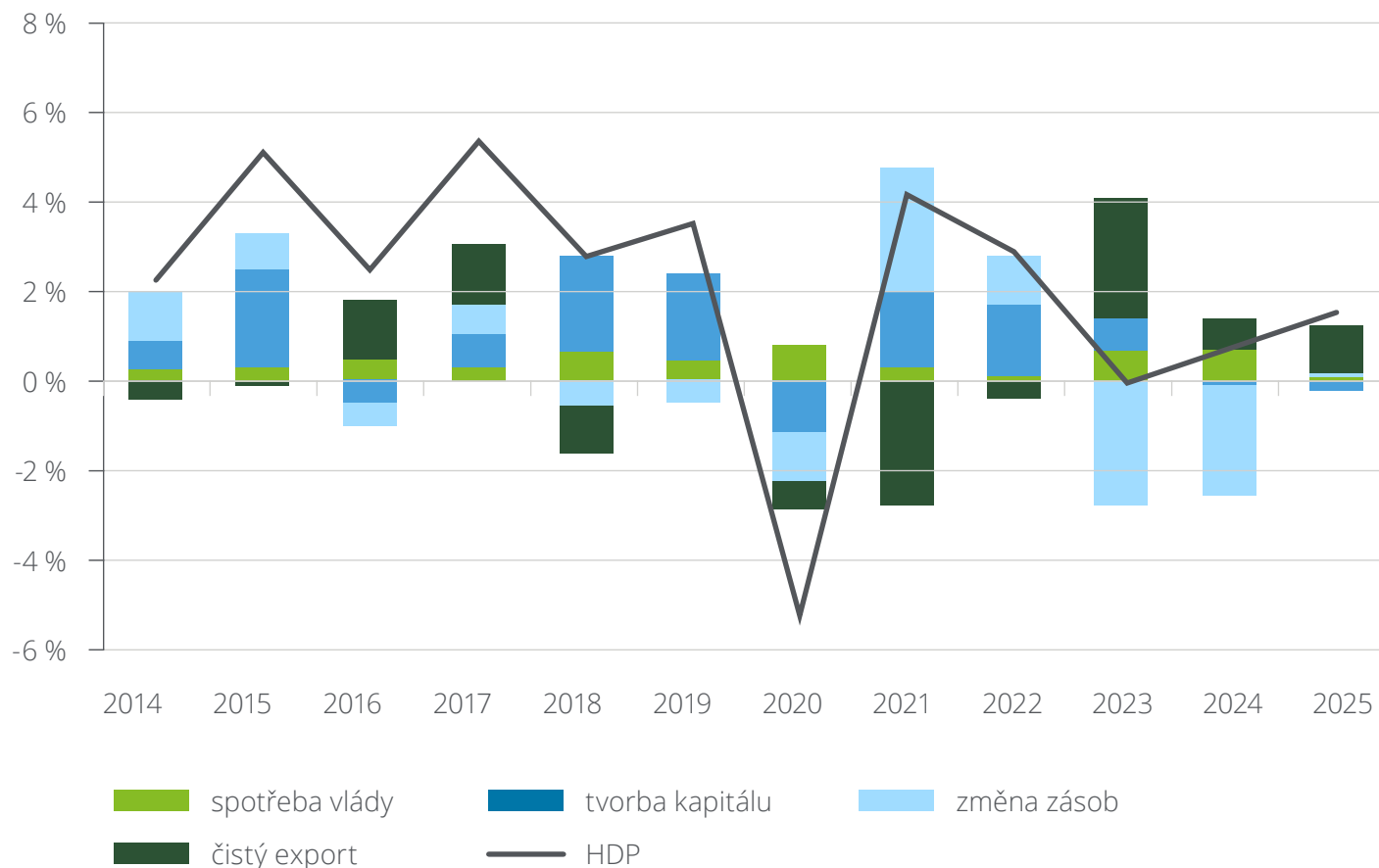
V roce 2022 proběhla v celé Evropě energetická krize, jejíž dopady výrazně ovlivnily českou ekonomiku v roce 2023 a částečně přetrvávaly i v roce 2024. Přestože inflace v roce 2024 již poklesla do tolerančního pásma cíle ČNB, její vysoké hodnoty v předchozích letech měly trvalý negativní dopad na ekonomiku. Český hrubý domácí produkt již překonal předpandemické úrovně ze 4. čtvrtletí 2019, nicméně tempo růstu ekonomiky zůstává mezi zeměmi EU podprůměrné. Na počátku roku 2024 byl zaznamenán mírný růst HDP, avšak ekonomiku nadále brzdily vysoké úrokové sazby tlumící investiční aktivitu firem a jen postupně se obnovující reálné příjmy domácností. Zahraniční poptávka, zejména z Německa – klíčového obchodního partnera Česka –, zůstávala slabá, což dále omezovalo růst českého exportu. Stabilizace inflace a začínající uvolňování měnové politiky ČNB přinášejí jistou naději na zlepšení, ale strukturální problémy, jako je nízká produktivita práce či nedostatek investic do modernizace, budou vyžadovat dlouhodobější řešení.

V 1. čtvrtletí 2024 rostl HDP mezičtvrtletně o 0,4 %, meziročně se zvýšil o 0,4 %. V mezičtvrtletním srovnání byl zaznamenán růst spotřeby domácností o 0,8 % a spotřeby vlády o 0,9 %, naopak pokles vykázala hrubá tvorba fixního kapitálu o 1,2 % a rovněž zahraniční obchod přispěl negativně, neboť dovoz rostl rychleji než vývoz.

Situace byla téměř identická ve 2. čtvrtletí, kdy HDP mezičtvrtletně vzrostl o 0,2 % a meziročně se zvýšil o 0,5 %. Spotřeba domácností tentokrát stagnovala, spotřeba vlády rostla o 1,6 % a hrubá tvorba kapitálu při zahrnutí zásob stagnovala. Vývoz i dovoz v mezičtvrtletním srovnání rostl, ovšem dovoz rychleji než vývoz, a proto byl zahraniční obchod ve vztahu k HDP negativní.

Ve 3. čtvrtletí HDP rostl mezičtvrtletně o 0,4 %, a v meziročním srovnání dokonce o 1,3 %. Spotřeba domácností rostla o 0,7 %, spotřeba vlády se snížila o 0,1 %, hrubá tvorba fixního kapitálu klesla o 1,2 %. Vývoz opětovně rostl, a to o 1,9 %, a jelikož

Graf 2: Růst HDP a příspěvky jednotlivých složek



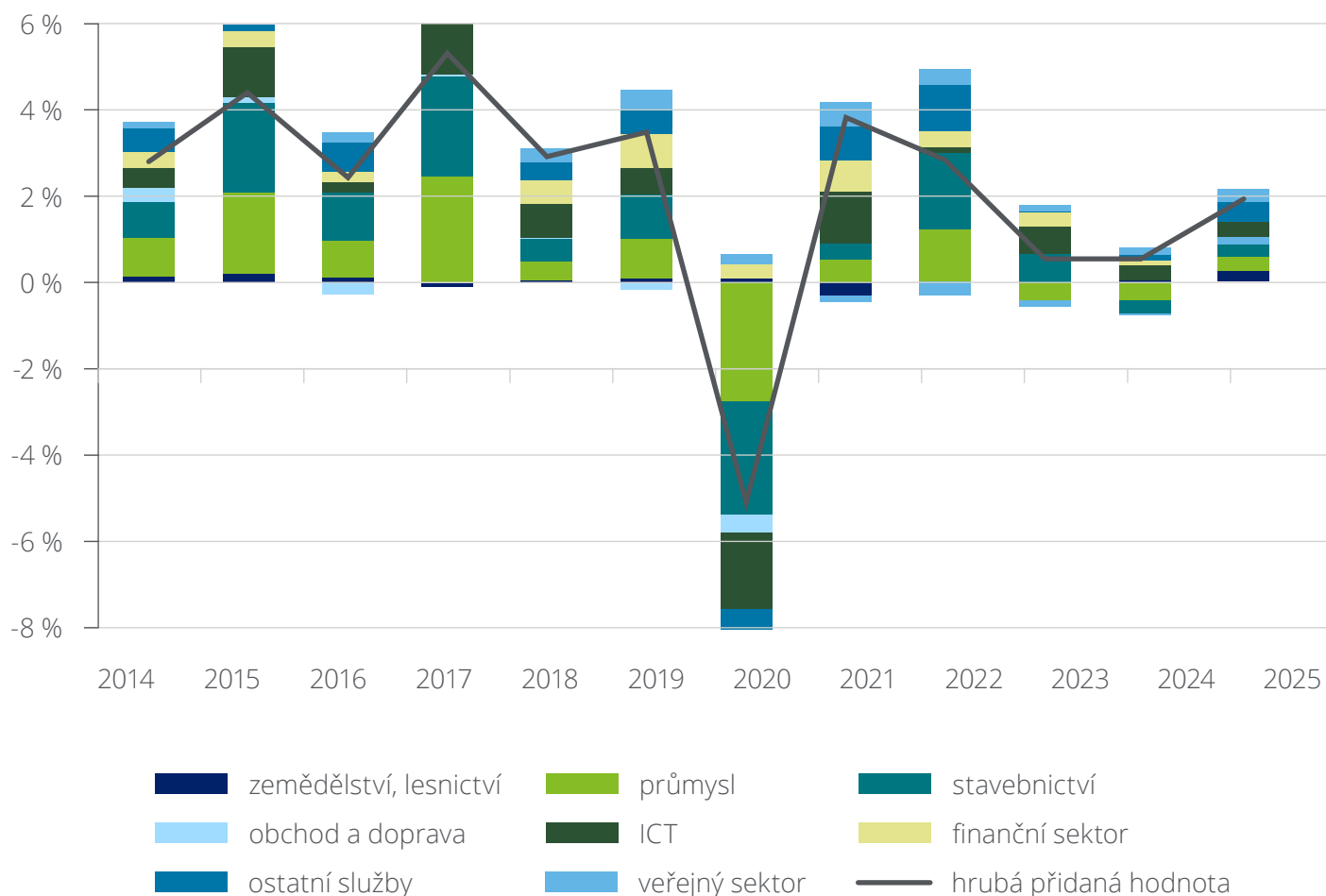
rostl méně než dovoz (+3,2 %), byl příspěvek zahraničního obchodu negativní. Nedá se očekávat, že by ve 4. čtvrtletí došlo k zásadnímu zlepšení, naopak předpokládáme mezičtvrtletní pokles o 1,5 % (meziroční snížení o 0,7 %). Pokles bude způsoben zejména pokračujícím snižováním hrubé tvorby fixního kapitálu. Celkově za rok 2024 očekáváme meziroční růst HDP o 0,4 %.

Za celý rok 2024 by se měl HDP zvýšit o 0,9 %. Z pohledu výdajů k tomu nejvýrazněji přispějí výdaje domácností na spotřebu, které by se měly zvýšit o 1,8 %. Vládní výdaje na spotřebu se sice meziročně patrně zvýšily o 3,1 %, celkový fiskální impuls byl ovšem v roce 2024 negativní a ubral z růstu HDP 1,0 procentní bod. Zahraniční obchod přidal ke změně HDP 0,7 procentního bodu. Firemní investice do fixního kapitálu klesly o 0,5 %. Podobně jako v roce 2023 byl i v roce 2024 výrazně negativní příspěvek změny zásob (-2,4 procentního bodu).

Z pohledu tvorby HDP by měl v roce 2024 k celkové hrubé přidané hodnotě nejvíce přispět zpracovatelský průmysl (0,7 procentního bodu) a obchod, doprava, pohostinství a ubytování (0,6 procentního bodu). Pozitivní příspěvek lze očekávat také v případě ICT (0,3 procentního bodu) a realitních činností (0,2 procentního bodu). Naopak těžba nerostných surovin, stavebnictví a profesní, vědecké a technické služby tvorbu celkové přidané hodnoty snižovaly.

V roce 2025 očekáváme mírné zrychlení růstu ekonomiky. HDP by se měl zvýšit o 1,6 %. Klíčovým faktorem zůstane spotřeba domácností, kde očekáváme růst o 3,7 %. Kladně by měl HDP ovlivnit také čistý vývoz. Vliv fiskální politiky by měl být více méně neutrální. V případě firemních investic očekáváme mírný pokles, změna zásob by měla ovlivnit HDP minimálně.

Graf 3: Růst hrubé přidané hodnoty a příspěvky jednotlivých odvětví



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Pomalý růst HDP v roce 2024 prohloubil mezeru výstupu na 0,6 % z 0,1 % v roce 2023. To na jedné straně vysvětluje utlumení poptávkových inflačních tlaků, na straně druhé je to známka toho, že by ekonomika potřebovala pozitivní impuls ze strany hospodářské politiky. V roce 2025 počítáme s mírným zmenšením mezery výstupu na 0,5 %. Při pozitivním vývoji by se měla ekonomika vrátit ke svému produkčnímu potenciálu v roce 2027.

Česká ekonomika si udržela stejnou pozici v konvergenci k vyspělejším zemím. V roce 2023 HDP na obyvatele po přepočtu podle parity kupní síly stagnoval na 92 % průměru EU. To je zhruba stejná úroveň, již dosahuje Slovinsko. V žebříčku zemí EU je Česko před Španělskem či Portugalskem, naopak o pár procentních bodů zaostává za Itálií. V roce 2025 by podle naší prognózy měl HDP v paritě kupní síly dále stagnovat na 27 % průměru EU. K obnovení konvergence bude zapotřebí konzistentně dosahovat rychlejšího růstu HDP než v posledních letech.

Trh práce

Řadu let byl obvyklým narativem trhu práce nedostatek pracovních sil. Od začátku roku 2018 převyšoval počet volných pracovních míst, tedy poptávka po práci ze strany firem, počet dostupných uchazečů o zaměstnání, tedy nabídku práce.

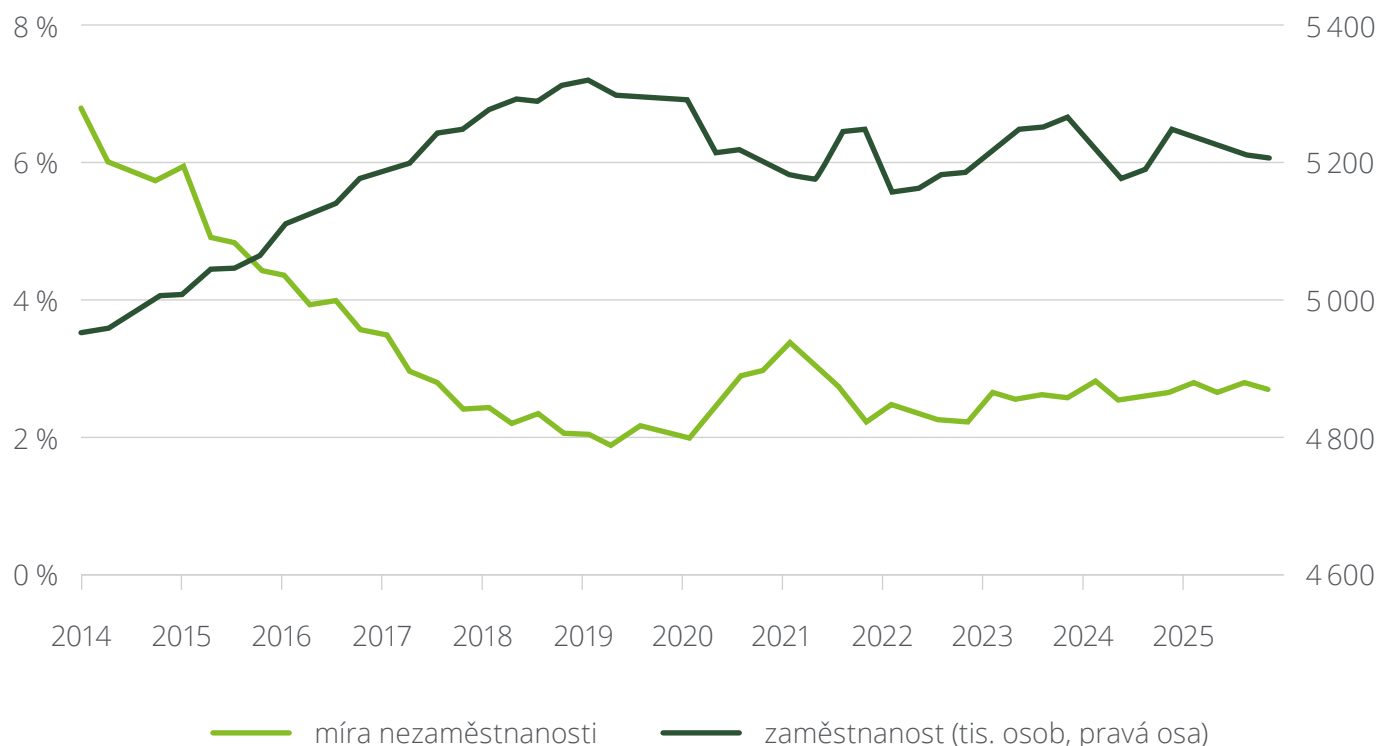
Právě nedostatek lidí byl nejčastěji zmiňovaným problémem, který limitoval výrobní kapacity firem.

Významnou roli v tomto trendu sehrál demografický vývoj. V předchozím desetiletí odešla do penze velká část silných poválečných ročníků, což vedlo k poklesu populace v produktivním věku o téměř 600 tisíc osob. Tento úbytek zmírnila až imigrační vlna spojená s válkou na Ukrajině.

Chybějící pracovní síly přiměly ekonomiku maximálně využít dostupné rezervy. Zvýšila se míra ekonomické aktivity a zaměstnanosti, zatímco nezaměstnanost klesla na rekordně nízké hodnoty. Ani to však nestačilo. Jedním z důsledků byl tlak na růst mezd, který převyšoval přírůstky produktivity, což vedlo ke zvyšování jednotkových mzdových nákladů. Tento faktor přispěl k výraznému nárůstu inflace v letech 2022 a 2023.

Situace na trhu práce se však začala měnit. Česká ekonomika v posledních dvou letech stagnovala, což se nejprve projevilo poklesem počtu volných pracovních míst. V roce 2024 se relace mezi volnými místy a dostupnými uchazeči otočila. Míra nezaměstnanosti po sezónním očištění vzrostla z 2,8 % na začátku roku na 2,9 % ke konci roku. Tento posun nevypadá dramaticky, ale je lépe viditelný

Graf 4: Zaměstnanost a míra nezaměstnanosti



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

při srovnání s koncem roku 2022, kdy činila nezaměstnanost 2,3 %, nebo s koncem roku 2021, kdy dosahovala 2,2 %.

Zvyšování míry nezaměstnanosti bylo velmi pozvolné, zejména díky výraznému převisu poptávky po práci ze strany firem nad nabídkou práce ze strany nezaměstnaných. Proto se negativní ekonomická situace nejprve projevila poklesem počtu volných pracovních míst. Na konci roku 2021 bylo evidováno 343 tisíc volných míst, zatímco na konci roku 2022 klesl jejich počet na 289 tisíc. O rok později se tento počet snížil na 271 tisíc a v průběhu roku 2024 se přiblížil hranici 260 tisíc míst.

S ochlazením na trhu práce se obvykle prohlubují regionální rozdíly. Hodnota variačního indexu pro podíly nezaměstnanosti v členění podle okresů se v roce 2024 mírně zvýšila. Na konci roku dosahoval podíl nezaměstnaných na obyvatelstvu nejvyšších hodnot v okresech Most (8,4 %), Karviná (8,3 %) a Bruntál (7,0 %). Nejnižší podíl nezaměstnaných byl naopak evidován v okresech Praha-východ (1,4 %) a Praha-západ (1,6 %).

Pomalé ekonomické zotavení ovlivní trh práce i v roce 2025. Očekáváme zvýšení průměrné míry nezaměstnanosti z 2,6 % v roce 2024 na 2,7 % v roce 2025. Hlavním rizikem zůstává negativní vývoj automobilové produkce v Německu, na který je navázán významný segment domácího zpracovatelského průmyslu. Některé české firmy již v roce 2024 přistoupily ke snižování personálních kapacit.

Po dvou letech reálného poklesu průměrné mzdy se situace v roce 2024 konečně obrátila. V první polovině roku nominálně meziročně vzrostla průměrná hrubá mzda o 6,8 % na 44 898 Kč, což odpovídalo reálnému nárůstu o 4,4 %. Nejvýrazněji se mzdy zvýšily ve zdravotnictví (+11,1 %). Naopak nejméně rostly mzdy ve veřejné správě (+2,5 %) a ve školství (+2,0 %), kde ani tento růst nedokázal pokrýt inflaci, což vedlo k třetímu po sobě jdoucím reálnému poklesu mezd.

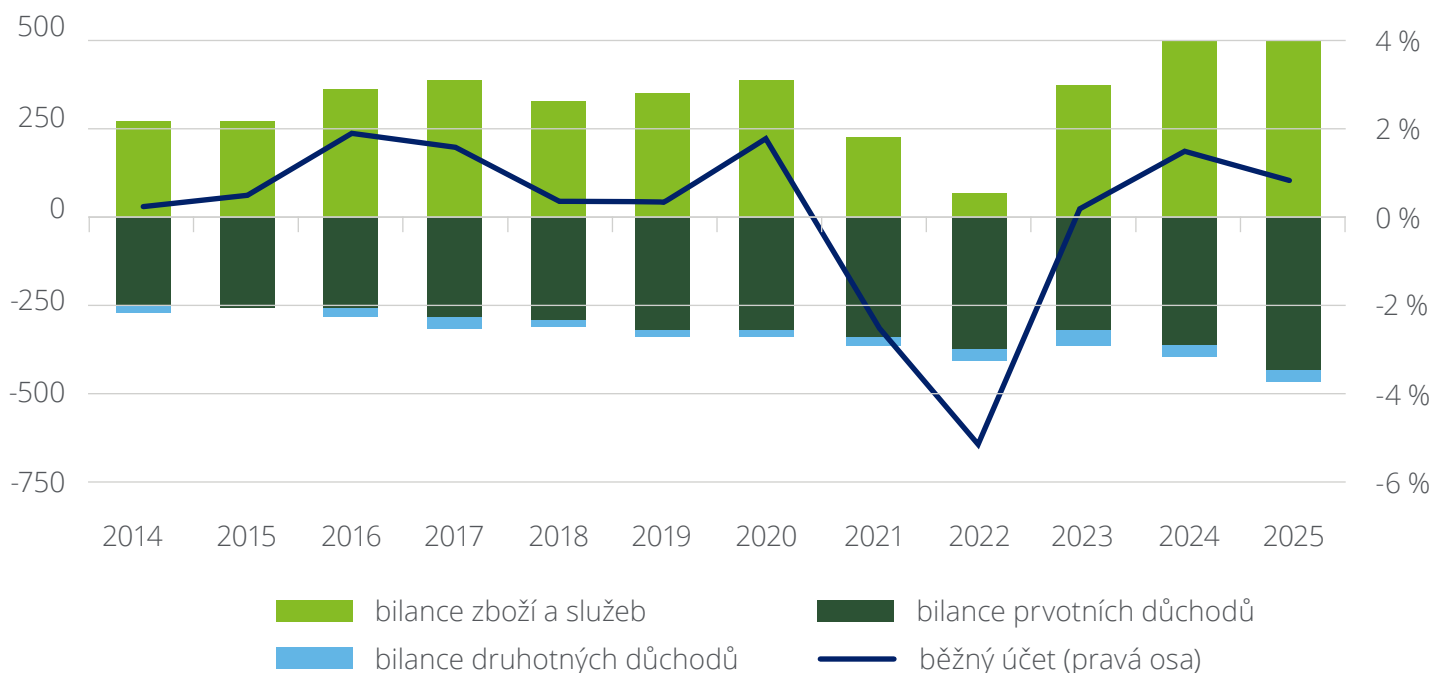
Ačkoli reálné mzdy opět rostou, vysoká inflace zanechala výrazné stopy. Reálná hodnota mezd se nyní pohybuje na úrovni před šesti lety. Podobně reálná hodnota tržeb v maloobchodu zůstává přibližně na úrovni roku 2018.

Pro rok 2025 náš model předpokládá reálný růst průměrné mzdy o 1,9 %, což odpovídá zhruba 5% růstu nominálních mezd.

Vnější relace

V posledních několika letech došlo k řadě významných vlivů ze zahraničí, které ovlivnily vnější relace země. V pandemickém roce 2020 došlo k nejvyššímu přebytku běžného účtu platební bilance v historii (1,8 % HDP), a to zejména vlivem výrazného snížení odlivu dividend do zahraničí v kombinaci se snižováním HDP jako srovnávací základny. Naopak v roce 2021 se odliv dividend do zahraničí obnovil a zároveň se začal snižovat přebytek obchodu se zbožím a službami, což vedlo k deficitu běžného účtu ve výši 2,1 % HDP. V roce 2022 došlo pro malou otevřenou ekonomiku

Graf 5: Běžný účet platební bilance (v % HDP) a jeho složky (v mld. Kč)



k nevídané situaci, a to sice ke schodku bilance zboží ve výši 22,5 mld. Kč, který naposledy česká ekonomika zažila v roce 2008 v době finanční krize. Důvodem byly vysoké ceny energií a dalších komodit, jež musí Česko přebírat z globálního trhu a jež výrazně navyšují dovozní ceny a tím i hodnotu dovozu zboží a služeb v absolutních jednotkách. Celkově dosáhl běžný účet schodku ve výši 330 mld. Kč (4,7 % HDP), k čemuž naposledy došlo v roce 2003.

V roce 2023 se česká ekonomika vrátila do stavu, ve kterém se nacházela před pandemií, tzn. vysoký přebytek obchodu se zbožím a službami (383 mld. Kč) v kombinaci s výrazným deficitem prvotních důchodů vlivem odlivu dividend do zahraničí (322 mld. Kč). Celkově se běžný účet platební bilance vrátil po dvou letech do přebytku ve výši 23,7 mld. Kč (0,3 % HDP). V roce 2024 očekáváme pokračování nastoleného trendu, tzn. přebytek bilance zboží a služeb by měl díky nárůstu vývozu činit přibližně 523 mld. Kč, naopak bilance prvotních důchodů dosáhne deficitu 361 mld. Kč. Bilance druhotných důchodů (daně, sociální dávky, převody mezi domácnostmi) by měla vykazat schodek ve výši

36 mld. Kč, což se od minulých let výrazně neodchyluje. Celkově běžný účet platební bilance by měl činit 124 mld. Kč (1,6 % HDP), což by byl druhý nejvyšší přebytek v historii země.

Zahraniční dluh Česka se ve 3. čtvrtletí roku 2024 meziročně snížil o 1,3 procentního bodu na 59,9 % HDP. Při detailnějším rozboru struktury dluhu se snižovalo převážně krátkodobé zadlužení. Dluh vládního sektoru se z důvodu zvýšení objemu dluhopisů v držbě nerezidentů a bankovního sektoru (včetně závazků ČNB) zvýšil přibližně o 75 mld. Kč. Výrazně klesla zahraniční zadluženost centrální banky – o 175 mld. Kč. U komerčních bank vzrostla dlouhodobá zahraniční zadluženost kvůli zvýšení objemu dluhových cenných papírů v držení zahraničních subjektů. V příštích letech se předpokládá pokračující sestupná trajektorie vývoje zahraničního dluhu.

Čistá investiční pozice Česka, porovnávající stav aktiv držných českými subjekty v zahraničí a stav aktiv držných zahraničními subjekty v Česku, vykazovala snižující schodek od roku 2010



do roku 2021 z 45 % HDP na 15 % HDP. V roce 2022 došlo ke zhoršení schodku investiční pozice (20 % HDP) vlivem nárůstu přímých zahraničních investic a výrazného posílení české koruny a tím přecenění zahraničních aktiv a pasiv, ČNB navíc odprodávala své devizové rezervy. Ve 3. čtvrtletí 2023 došlo ke zlepšení investiční pozice země, když se schodek díky snížení objemu finančních prostředků zahraničních subjektů v tuzemských bankách snížil o 250 mld. Kč na 1,1 bil. Kč (19 % HDP).

V roce 2025 bude pro vývoj vnějších ekonomických relací Česka určující vývoj cen energií a pokračující růst vývozu zboží a služeb díky pozvolně rostoucí zahraniční poptávce. Rizikem prognózy zůstává vývoj německé ekonomiky a narušení dodavatelských řetězců v průmyslových firmách. V našem modelu očekáváme přebytek bilance zboží a služeb ve výši 550 mld. Kč, naopak ve výrazném deficitu – tak jako v předchozích letech – bude bilance prvotních důchodů (430 mld. Kč). Celkově by běžný účet měl skončit v přebytku ve výši 84 mld. Kč (1,0 % HDP).

Inflace

Po dvou letech s dvoucifernou inflací se na začátku roku 2024 podařilo inflaci přiblížit k 2% inflačnímu cíli. V roce 2022 byla inflace v Evropě způsobena především rostoucími cenami energií v důsledku války na Ukrajině, což následně ovlivnilo i jádrovou inflaci. V Česku však růst jádrové inflace začal již v roce 2021,

zejména vlivem poptávkových tlaků, přehřátého trhu práce a růstu nominálních mezd. Spotřebitelské ceny rostly v roce 2021 průměrně o 3,8 %, v roce 2022 o 15,1 % a v roce 2023 o 10,8 %.

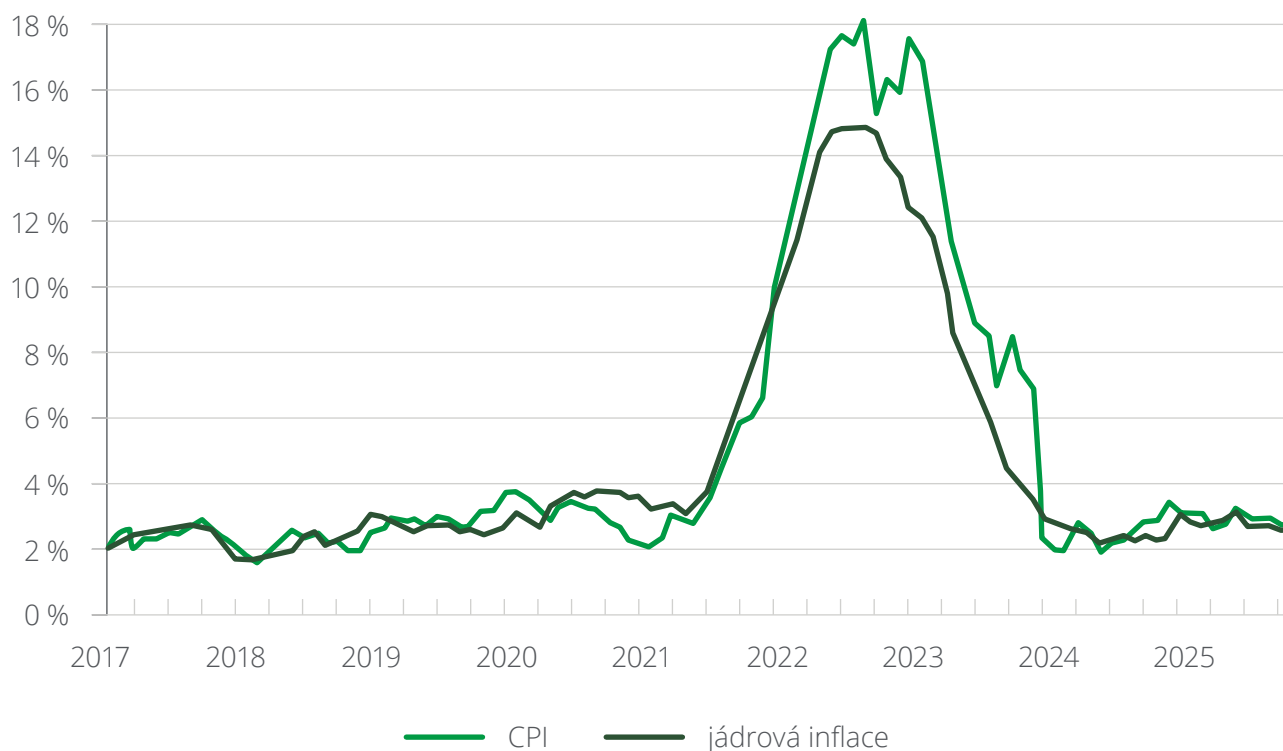
Výrazný pokles inflace na začátku roku 2024 byl podpořen meziročním snížením regulovaných cen, zejména cen energií. K poklesu inflace přispěly také klesající ceny potravin a zpomalování jádrové inflace, což bylo částečně výsledkem přísnější měnové politiky. V únoru 2024 dosáhla inflace inflačního cíle 2 %, což bylo naposledy zaznamenáno v prosinci 2018.

Během roku 2024 se inflace opět zrychlila. U cen potravin postupně slábl dezinflační impuls. V cenách služeb se projevila značná setrvačnost inflace. Nájemné z bytu, ceny za stravování a ubytování rostly výrazně rychleji než ceny většiny položek spotřebního koše. Podle posledních dat z listopadu činila inflace 2,8 %. Jádrová inflace zůstává mírně zvýšená, podobně jako v dalších státech EU. Ke konci roku však došlo k poklesu cen pohonných hmot díky snížení cen ropy na světových trzích. Očekávaná průměrná inflace za celý rok 2024 je 2,5 %.

Cenové indexy v roce 2024 pokračovaly v poklesu.

Po dvouciferném růstu v roce 2022 a výrazném zpomalení v roce 2023 zaznamenal index cen průmyslových výrobců v říjnu 2024 růst o 0,8 %, zatímco index cen zemědělských

Graf 6: Inflace



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

výrobci vzrostl o 2,4 %, přestože předtím 17 měsíců v řadě vykazoval deflaci. Index cen tržních služeb se zvýšil o 3,6 % a zvýšený zůstává již třetí rok v řadě. Index cen stavebních prací rostl o 2,3 %. Pozitivní zprávou je nízký růst cen dovozu, který v říjnu činil pouze 0,4 %.

Ceny nemovitostí začaly v polovině roku 2024 opět růst, meziročně o 3,7 % u nových bytů a o 4,2 % u starších bytů. Od konce roku 2019 vzrostly ceny nemovitostí v průměru o 50 %. Poptávka zůstává vysoká díky poklesu úrokových sazeb, který zlepšil dostupnost hypoték, a také kvůli nedostatečné výstavbě nových bytů.

Pro rok 2025 se očekává další pokles inflace směrem k inflačnímu cíli, zejména ve druhé polovině roku. Klíčovým faktorem bude tradiční lednové přecenění, které naznačí skutečná inflační očekávání. Vývoj cen energií zůstává nejistý – ceny elektřiny a zemního plynu na burzách opět rostou. Na konci roku 2024 překročila cena plynu na TTF uzlu hranici 46 €/MWh, což je nejvyšší hodnota za poslední rok. Navíc je naplněnost zásobníků zemního plynu v Česku nižší než v předchozích dvou letech.

Proinflačními riziky zůstávají zvýšený růst cen služeb způsobený setrvačností a nadměrný růst veřejných výdajů. V roce 2024

pokračovala vláda v konsolidaci veřejných financí, ale v roce 2025 by mohl být rozpočet fiskálně neutrální, nebo dokonce mírně expanzivní, což může ovlivnit celkovou inflaci. Mezi rizikové faktory patří také zvýšené mzdové požadavky v soukromém i veřejném sektoru.

Naopak protiinflačním rizikem je možné zhoršení globální ekonomiky, zejména stagnace ekonomiky německé, na kterou je česká ekonomika úzce navázaná. Další riziko představují výsledky amerických voleb, jež by mohly zvýšit míru protekcionismu a zhoršit ekonomickou situaci v Evropě.

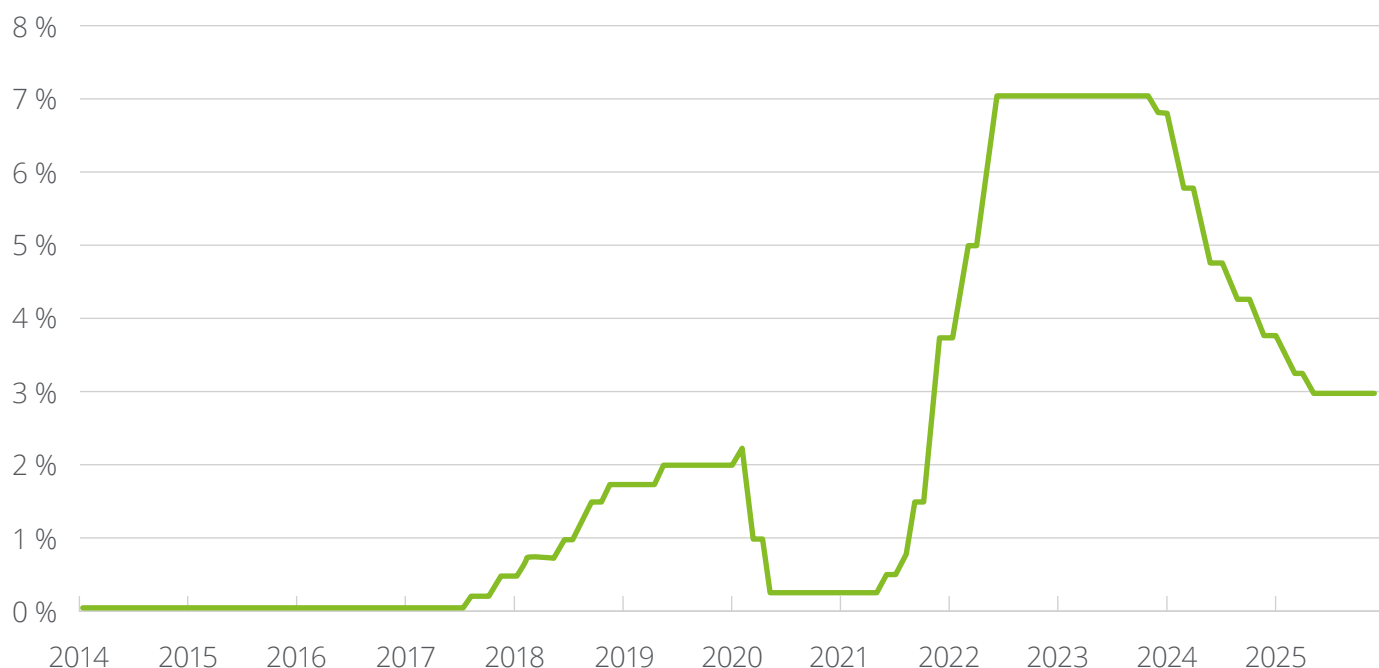
Odhad průměrné inflace pro rok 2025 činí 2,9 %.

Měnová politika

Cyklus snižování úrokových sazeb započal na konci roku 2023. V průběhu roku 2024 Česká národní banka (ČNB) snižovala úrokové sazby rychlým tempem, přičemž základní repo sazba klesla z 6,75 % na 3,75 %. Opožděný začátek cyklu a málo razantní přístup na jeho počátku však znamenaly, že po většinu roku byly úrokové sazby nad modelově ideálním nastavením.

Důvody pro uvolnění měnové politiky byly zřejmé. Inflace se již na začátku roku vrátila do tolerančního pásma kolem inflačního cíle. Na druhé straně si nevýrazný růst HDP a pokles průmyslové výroby vyžadovaly podporu.

Graf 7: 2T repo sazba



Zdroj: ČNB, Deloitte

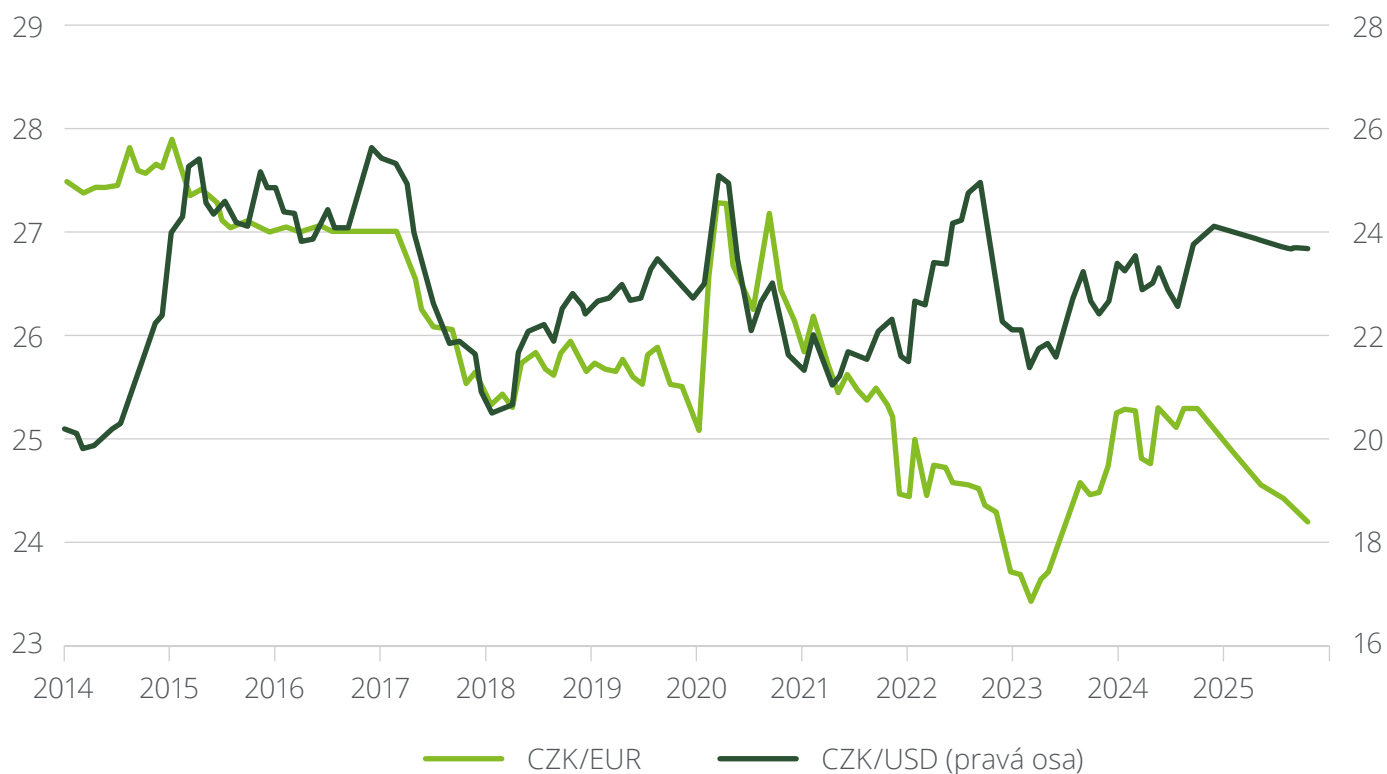
V říjnu ČNB rozhodla o zvýšení sazby povinných minimálních rezerv z 2,0 % na 4,0 %. Tento parametr se naposledy měnil před 25 lety, v říjnu 1999. Ve vyspělých zemích se povinné minimální rezervy již obvykle nepoužívají jako nástroj měnové politiky, jejich primární funkcí je zajištění stability finančního systému a vytvoření rezervního zdroje likvidity. Za rozhodnutím ČNB však stála jiná motivace. Komerční banky musely navýšit objem povinných minimálních rezerv, které nejsou úročeny. To vedlo ke snížení držby dobrovolných rezerv či reverzních repo operací, za něž ČNB vyplácí úrok, a zvýšilo podíl neúročných prostředků u ČNB. Tento krok umožnil ČNB snížit náklady na provádění měnové politiky a přenést je na komerční banky či jejich klienty. Motivace byla tedy primárně fiskální, nicméně toto opatření s sebou neslo riziko zpřísnění měnových podmínek pro firmy a domácnosti, což šlo proti snaze měnové politiky tyto podmínky uvolnit.

V první polovině roku 2025 se očekává pokračování poklesu úrokových sazeb, přičemž hlavní repo sazba by se měla přiblížit své dlouhodobé rovnovážné úrovni kolem 3,0 %. Stabilizace inflace poblíž inflačního cíle a oživení ekonomického růstu směrem k potenciálnímu dlouhodobému růstu by následně měly ukončit fázi uvolňování měnové politiky.

V roce 2024 se kurz české koruny k euru pohyboval převážně kolem 24,60–25,20 CZK/EUR, což odráželo dynamiku české ekonomiky i širší globální faktory. Začátkem roku koruna zůstávala relativně silná díky doznívajícím efektům vysokých úrokových sazeb ČNB a klesající inflaci. Během roku však postupně oslabil nad hranici 25 CZK/EUR. Tento vývoj byl ovlivněn několika klíčovými faktory. Prvním z nich je měnová politika ČNB, resp. změna úrokového diferenciálu. Dalším faktorem je slábnoucí ekonomická aktivita. V neposlední řadě hraje roli globální prostředí. Vývoj kurzu byl ovlivněn posilováním dolaru a volatilní situací na trzích komodit a energií. Roli rovněž hrály růst geopolitických rizik a nejistota ohledně budoucích kroků hlavních centrálních bank (ECB a Fed).

Celkově lze vývoj koruny v roce 2024 charakterizovat jako stabilní, avšak mírně oslabující, odrážející kombinaci domácích měnových rozhodnutí a globální ekonomické nejistoty. Prognóza ČNB na další rok předpokládá průměrný kurz koruny na úrovni 24,3 CZK/EUR, což naznačuje očekávání určitého posílení.

Graf 8: Devizové kurzy



Zdroj: ČNB, Deloitte

Fiskální politika

Hlavním tématem veřejných financí v roce 2024 byla fiskální konsolidace. Přijatá opatření na příjmové i výdajové straně měla za cíl výrazně snížit schodek vládního sektoru. Tento cíl se pravděpodobně podaří splnit, nicméně veřejné finance se stále nepřiblíží dlouhodobě udržitelné úrovni, která by zajistila stabilizaci dluhu vládního sektoru v poměru k HDP. Schodek vládního sektoru by měl klesnout z 288 mld. Kč (3,8 % HDP) v roce 2023 na 225 mld. Kč (2,8 % HDP) v roce 2024. Příjmy vládního sektoru by měly vzrůst o 6,1 %, zatímco výdaje porostou o 3,7 %.

K výraznějšímu zlepšení hospodaření vládního sektoru by mohlo dojít při příznivějším ekonomickém vývoji. Slabý růst HDP vedl k prohloubení mezery výstupu a negativnímu vlivu hospodářského cyklu na fiskální parametry. Strukturální saldo vládního sektoru by se však mělo zlepšit na -2,5 % HDP v roce 2024 z -3,6 % v roce 2023. Schodek samotného státního rozpočtu dosáhl ke konci listopadu 259,2 mld. Kč.

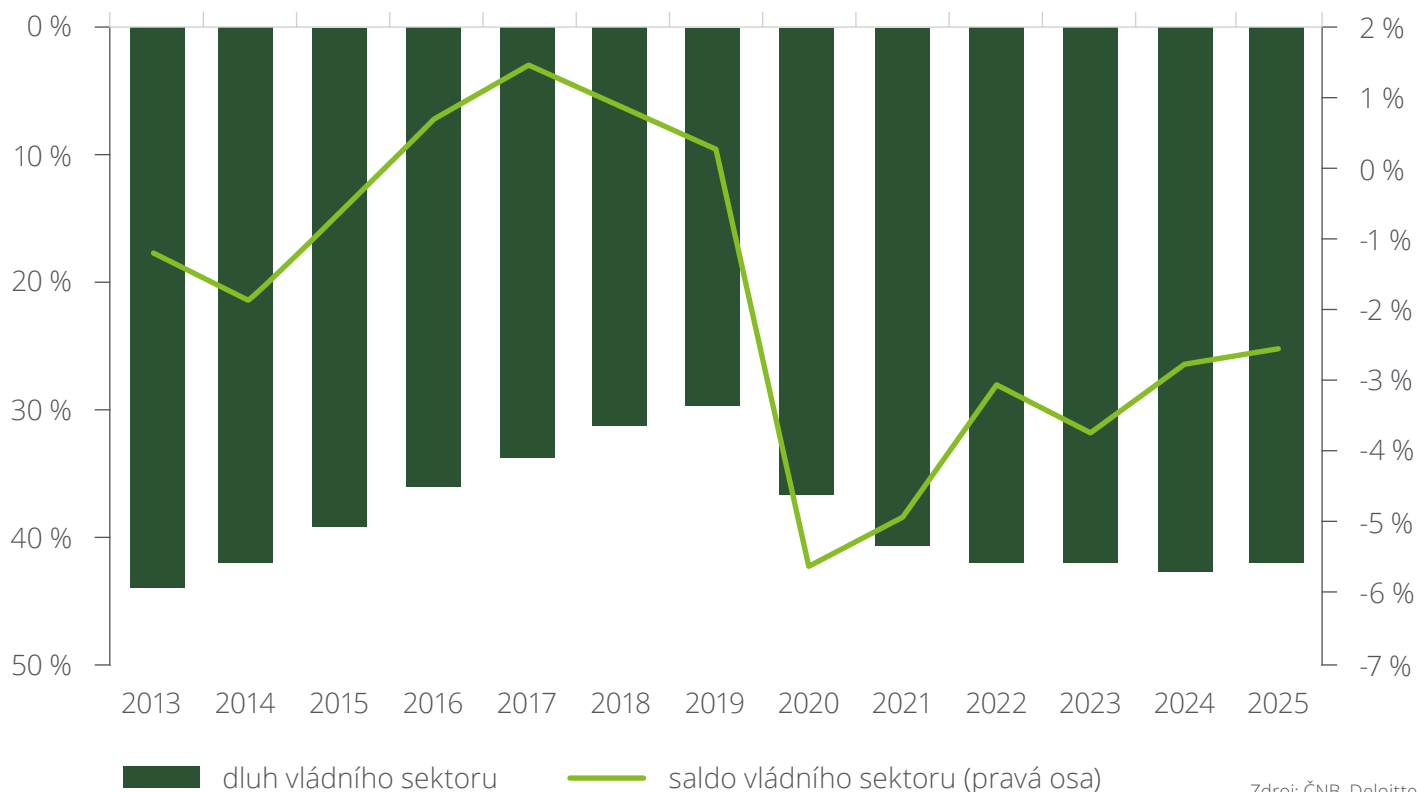
V roce 2025 by se proces fiskální konsolidace měl prakticky zastavit. Očekává se pokles celkového schodku vládního sektoru na 2,5 % HDP, což bude spíše důsledkem rychlejšího

ekonomického růstu než výsledkem aktivní fiskální politiky. Strukturální saldo zůstane na úrovni 2,5 % HDP, stejně jako v roce 2024. Rozpočty municipalit a krajů by měly mírně expandovat, čímž kompenzují mírnou konsolidaci na úrovni centrální vlády. Veřejné finance tak budou z fiskálního hlediska neutrální, pokud budou splněny předpoklady týkající se vývoje státního rozpočtu a dalších částí vládního sektoru.

Plánované snížení schodku státního rozpočtu z 252 mld. Kč na 241 mld. Kč bude založeno především na rychlejšímu růstu ekonomiky, nikoli na aktivních krocích vlády. Rizika rozpočtu pro rok 2025 zahrnují očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, plánované úspory na dotacích pro obnovitelné zdroje energie, dosud nevyřešené financování nepedagogických zaměstnanců ve školství a podhodnocené výdaje na starobní důchody. Pokud by se tato rizika naplnila, veřejné finance by místo neutrality mohly být expanzivní, což by je opět vzdálilo dlouhodobě udržitelné trajektorii.

Daňové zatížení se v roce 2024 zvýšilo v důsledku opatření zahrnutých do konsolidačního balíčku. Klíčovým krokem bylo zvýšení sazby daně z příjmů právnických osob o 2 procentní body na 21 %. Nárůst se dotkl i daní fyzických osob, kde se

Graf 9: Saldo a dluh vládního sektoru (v % HDP)



sice nezvyšovala sazba, ale byly zrušeny některé daňové slevy a výjimky. Znovu bylo zavedeno nemocenské pojištění pro zaměstnance ve výši 0,6 %. Zvýšilo se také zdanění nemovitostí. Naopak zdanění prostřednictvím DPH bylo mírně sníženo – dvě původní snížené sazby (10 % a 15 %) byly od roku 2024 nahrazeny jednou sníženou sazbou ve výši 12 %. Celkově složená daňová kvóta v roce 2024 stoupla na 35,0 % z 33,9 % v roce 2023.

Rating Česka zůstal v roce 2024 stabilní a na příznivé úrovni. Agentura Standard & Poor's drží dlouhodobý rating v cizí měně na stupni AA- se stabilním výhledem. Agentura Moody's ponechala hodnocení na úrovni Aa3 se stabilním výhledem a Fitch hodnotí závazky Česka ratingem AA- rovněž se stabilním výhledem. Tato hodnocení potvrzují, že Česká republika je nadále vnímána jako spolehlivý dlužník s nízkou mírou rizika. To je klíčové pro schopnost země získávat výhodné podmínky financování na finančních trzích.



Shrnutí

Rok 2024 byl poznamenán výzvami spojenými s dozníváním pandemických vlivů, energetickou transformací a geopolitickým napětím, zejména v souvislosti s válkou na Ukrajině. Zatímco rozvíjející se ekonomiky, jako Indie a Čína, těžily z demografických a technologických výhod, rozvinuté země čelily pomalému růstu, inflaci a narušení dodavatelských řetězců. Evropská ekonomika stagnovala, přičemž Německo zaznamenalo nejpomalejší růst v eurozóně, což ovlivnilo i český export.

Česká ekonomika se v roce 2024 potýkala s nízkým růstem HDP, který dosáhl meziroční hodnoty 0,9 %. Významným faktorem byla slabá zahraniční poptávka, zejména z Německa, a vysoké úrokové sazby, které brzdily investiční aktivitu. Spotřeba domácností mírně rostla, zatímco firemní investice a hrubá tvorba kapitálu zaznamenaly pokles.

Inflace se po dvou letech s dvoucifernými hodnotami přiblížila k cíli ČNB, ale ke konci roku opět překročila toleranční pásmo. Reálné mzdy se poprvé po dvou letech zvyšovaly, jejich úroveň však zůstává na hodnotách z roku 2018. Trh práce se začal pozvolna ochlazovat, ačkoliv je nezaměstnanost i nadále nízká.

Zahraniční relace Česka ukazují na stabilizaci platební bilance s přebytkem ve výši 1,6 % HDP. Zahraniční dluh se mírně snížil a očekává se pokračující klesající trend.

Fiskální politika se v roce 2024 zaměřila na konsolidaci veřejných financí, což vedlo ke snížení schodku vládního sektoru na 2,8 % HDP. Daňové zatížení se zvýšilo v důsledku změn v dani z příjmů a zrušení některých daňových slev.

Česká národní banka pokračovala ve snižování úrokových sazeb, přesto jejich úroveň zůstávala nad modelově ideálním nastavením.

Výhled na rok 2025 naznačuje mírné zrychlení růstu české ekonomiky na 1,7 %, podporované zejména vyšší spotřebou domácností a zlepšením zahraniční poptávky. Inflace by měla dále klesat směrem k inflačnímu cíli, i když rizika zůstávají v podobě možného růstu cen energií a globální nejistoty. Trh práce by měl zaznamenat mírné zvýšení nezaměstnanosti, zatímco reálné mzdy budou pokračovat v růstu. Fiskální politika bude zřejmě fiskálně neutrální, což bude vyžadovat aktivní kroky k zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí.

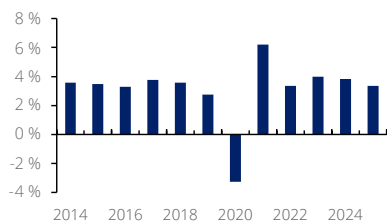
Globální i domácí vývoj zůstává ovlivněn geopolitickými riziky a pokračující adaptací na klimatické a technologické výzvy.

Základní data a prognózy

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HDP, mld. Kč, běžné ceny	5 828	6 308	7 050	7 619	8 105	8 862
HDP, mld. EUR, běžné ceny	220,3	245,9	287,1	317,4	322,6	360,1
HDP, reálný růst, %	-5,3 %	4,0 %	2,9 %	0,0 %	0,9 %	1,5 %
Průmyslová výroba, reálný růst, %	-6,7 %	7,9 %	2,2 %	-0,8 %	-0,8 %	0,9 %
Stavební výroba, reálný růst, %	-9,9 %	1,7 %	4,3 %	-2,3 %	-2,8 %	2,5 %
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	-1,5 %	3,9 %	-2,8 %	-4,4 %	4,6 %	2,5 %
Míra nezaměstnanosti, průměr, %	2,4 %	2,8 %	2,3 %	2,6 %	2,6 %	2,7 %
Spotřebitelské ceny, průměr, %	3,2 %	3,8 %	15,1 %	10,8 %	2,5 %	2,9 %
Spotřebitelské ceny, konec období, %	2,3 %	6,6 %	15,8 %	6,9 %	3,4 %	2,7 %
Ceny průmyslových výrobců, průměr, %	0,1 %	7,2 %	24,3 %	5,3 %	0,5 %	-2,8 %
Ceny průmyslových výrobců, konec období, %	0,0 %	13,2 %	20,2 %	1,4 %	-2,3 %	-0,2 %
Růst průměrné mzdy, %	4,6 %	5,8 %	4,3 %	8,0 %	6,6 %	5,0 %
Obchodní bilance, mld. Kč, národní pojetí	179,6	-9,2	-204,8	122,5	236,9	321,1
Běžný účet, mld. Kč	102,5	-129,7	-330,3	23,7	125,3	86,1
v % HDP	1,8 %	-2,1 %	-4,7 %	0,3 %	1,5 %	1,0 %
Finanční účet, mld. Kč	162,3	-17,5	-292,4	145,3	12,0	270,9
v % HDP	2,8 %	-0,3 %	-4,1 %	1,9 %	0,1 %	3,1 %
Přímé zahraniční investice v ČR, mld. Kč	193,2	280,1	214,1	184,2	287,6	241,9
v % HDP	3,3 %	4,4 %	3,0 %	2,4 %	3,5 %	2,7 %
Zahraniční zadluženost, mld. USD	193,2	207,0	194,8	206,1	199,6	193,8
v % vývozu zboží a služeb	109,4 %	103,2 %	91,3 %	89,4 %	84,5 %	78,7 %
v % HDP	74,1 %	72,8 %	66,1 %	61,7 %	58,3 %	51,9 %
Devizové rezervy, mld. USD	166,1	173,6	140,0	148,4	142,5	153,2
v měsících dovozu zboží a služeb	12,0	10,8	7,5	8,2	8,1	8,2
Saldo vládního sektoru, mld. Kč	-329,3	-312,3	-216,3	-288,1	-221,4	-222,8
v % HDP	-5,6 %	-5,0 %	-3,1 %	-3,8 %	-2,7 %	-2,5 %
Dluh sektoru vládních institucí, mld. Kč	2 150	2 567	2 998	3 234	3 501	3 771
v % HDP	36,9 %	40,7 %	42,5 %	42,4 %	43,2 %	42,6 %
Růst peněžní zásoby (M3), %	10,0 %	6,8 %	6,1 %	9,7 %	7,1 %	2,8 %
2týdenní repo sazba, konec období, %	0,25 %	3,75 %	7,00 %	6,75 %	3,75 %	3,00 %
3M PRIBOR, průměr, %	7,13 %	1,13 %	6,28 %	7,12 %	4,97 %	3,14 %
3M PRIBOR, konec období, %	0,35 %	3,50 %	7,26 %	6,97 %	3,89 %	3,04 %
CZK/EUR, průměr	26,45	25,65	24,56	24,00	25,12	24,61
CZK/EUR, konec období	26,31	25,26	24,27	24,48	25,21	24,22
CZK/USD, průměr	23,21	21,68	23,36	22,20	23,22	23,91
CZK/USD, konec období	21,63	22,35	22,92	22,46	23,97	23,70

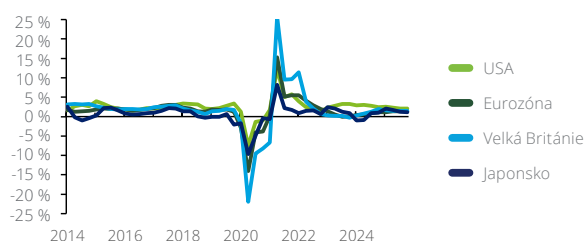
V obraze beze slov

Globální HDP (roční růst)



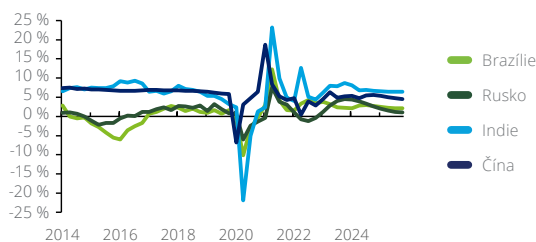
Zdroj: IMF, Deloitte

HDP: Vyspělé země (roční růst)



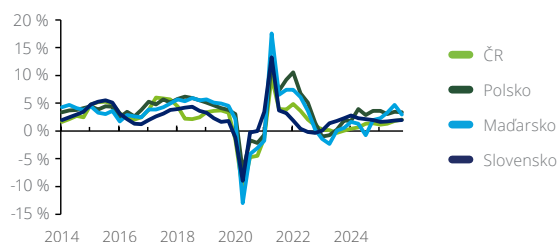
Zdroj: Eurostat, BEA, Deloitte

HDP: BRIC (roční růst)



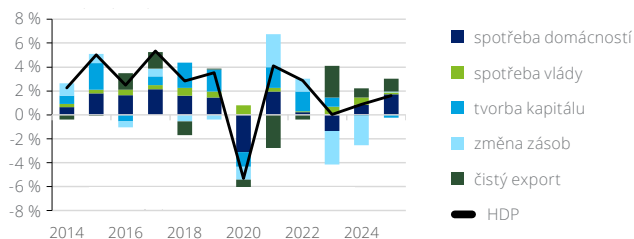
Zdroj: národní statistické úřady, Deloitte

HDP: CE (roční růst)



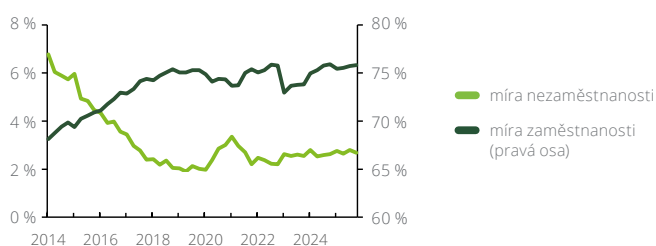
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR: HDP (příspěvky k meziroční změně)



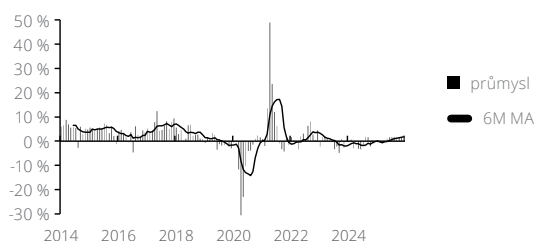
Zdroj: Deloitte

ČR: Nezaměstnanost (%)



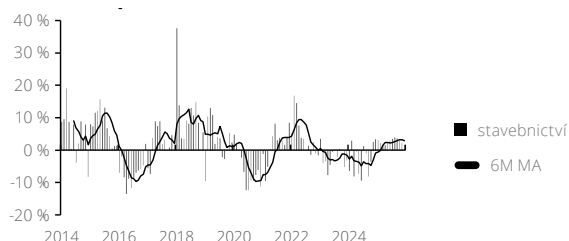
Zdroj: ČSÚ, MPSV, Deloitte

ČR: Průmyslová výroba (meziroční změna)



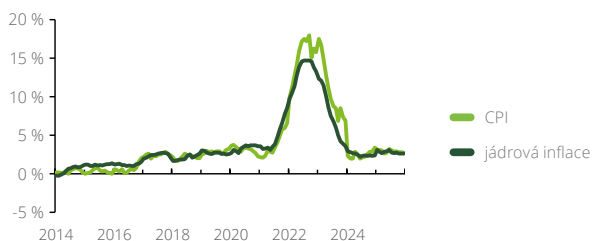
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Stavební výroba (meziroční změna)



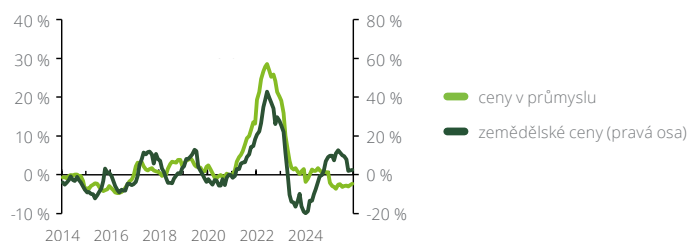
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Spotřebitelské ceny (meziroční změna)



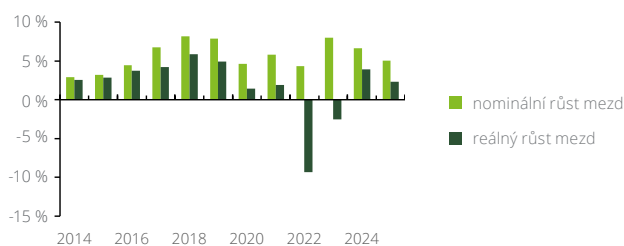
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

ČR: Výrobní ceny (meziroční změna)



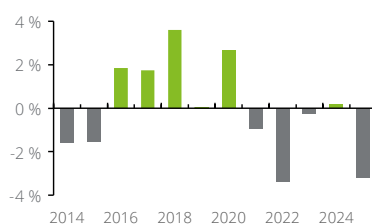
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Mzdy (meziroční růst)



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Jednotkové mzdové náklady (meziroční změna)



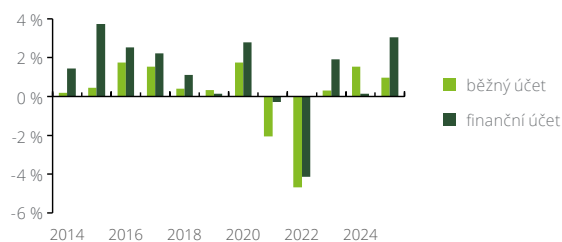
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Devizové kurzy



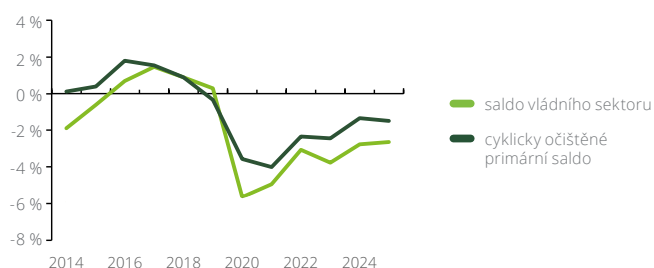
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: Platební bilance (% HDP)



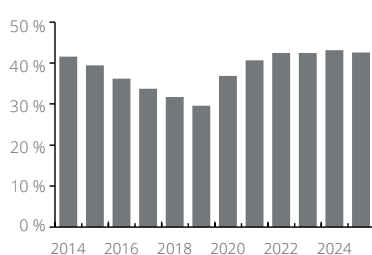
Zdroj: ČNB, Deloitte

ČR: Saldo vládního sektoru (% HDP)



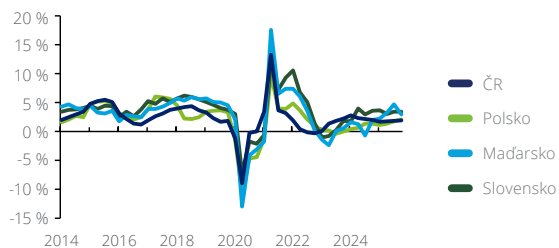
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

ČR: Dluh vládního sektoru (% HDP)



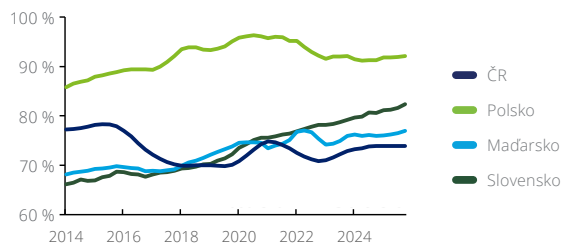
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

CE: HDP (roční růst)



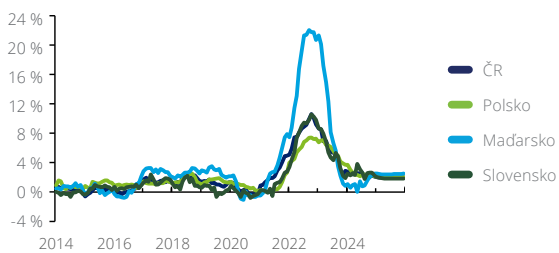
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: HDP na obyvatele v PPS (EU28 = 100)



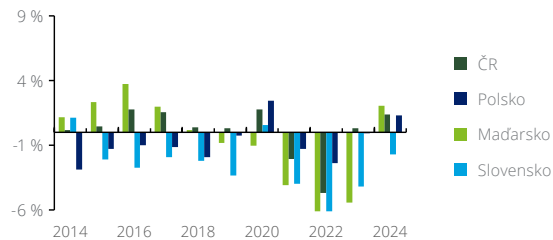
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Inflace (HICP)



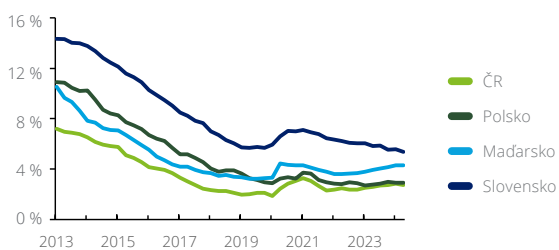
Zdroj: ČNB, NBP, MNB

CE: Běžný účet platební bilance (% HDP)



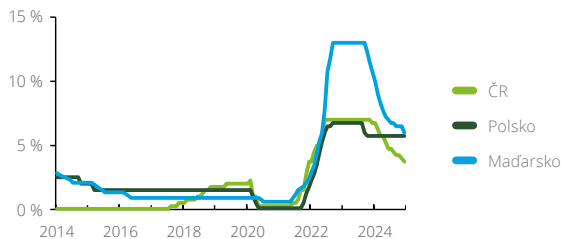
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Míra nezaměstnanosti: CEE (%)



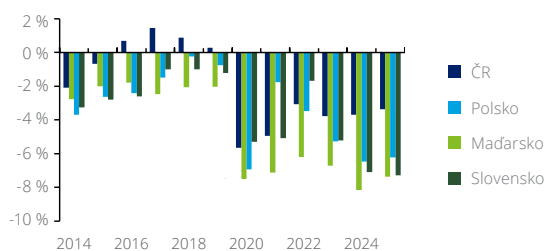
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Klíčové sazby centrálních bank (%)



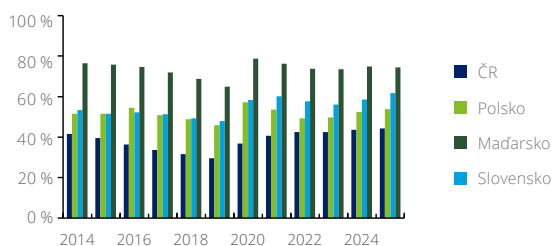
Zdroj: ČNB, NBP, MNB

CE: Saldo vládního sektoru (% HDP)



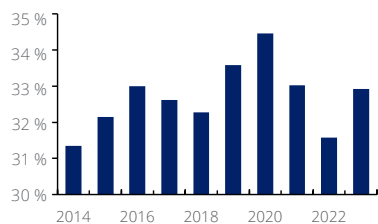
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Dluh vládního sektoru (% HDP)



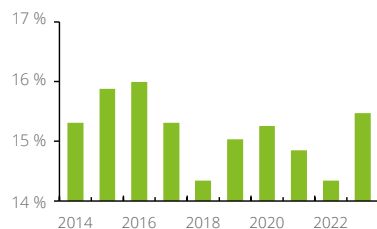
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR – firemní sektor: Hrubá marže



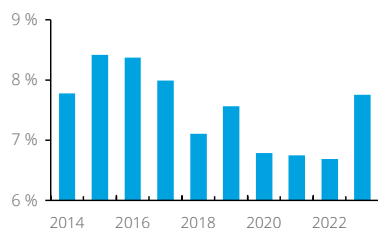
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBITDA marže



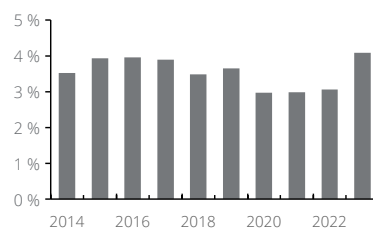
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: EBIT marže



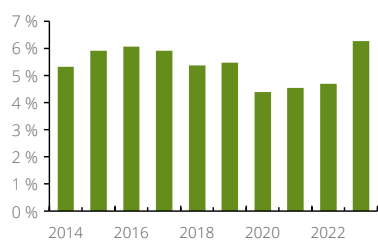
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita aktiv (ROA)



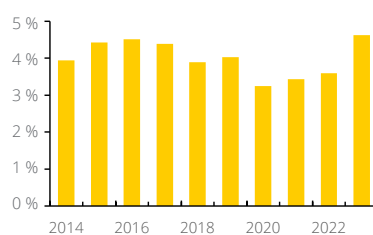
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita vl. jmění (ROE)



Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Rentabilita invest. kapitálu



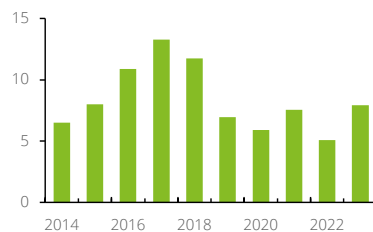
Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Dluh/EBITDA



Zdroj: Deloitte

ČR – firemní sektor: Úrokové krytí (EBIT/úroky)



Zdroj: Deloitte

Autoři analýzy



David Marek

dmarek@deloittece.com

+420 606 656 599



Filip Pastucha

fpastucha@deloittece.com

+420 732 492 557



Deloitte označuje jednu či více společností Deloitte Touche Tohmatsu Limited, britské privátní společnosti s ručením omezeným zárukou („DTTL“), síť jejích členských firem a jejich spřízněných subjektů. Společnost DTTL a každá z jejích členských firem představuje samostatný a nezávislý právní subjekt. Společnost DTTL (rovněž označovaná jako „Deloitte Global“) služby klientům neposkytuje. Více informací o naší globální síti členských firem je uvedeno na adrese www.deloitte.com/cz/onas.

Společnost Deloitte poskytuje služby v oblasti auditu, poradenství, právního a finančního poradenství, poradenství v oblasti rizik a daní a související služby klientům v celé řadě odvětví veřejného a soukromého sektoru. Díky globálně propojené síti členských firem ve více než 150 zemích a teritoriích má společnost Deloitte světové možnosti a poznatky a poskytuje svým klientům, mezi něž patří čtyři z pěti společností figurujících v žebříčku Fortune Global 500®, vysoce kvalitní služby v oblastech, ve kterých klienti řeší své nejkomplexnější podnikatelské výzvy. Chcete-li se dozvědět více o způsobu, jakým zhruba 245 000 odborníků dělá to, co má pro klienty smysl, kontaktujte nás prostřednictvím sociálních sítí Facebook, LinkedIn či Twitter.

Společnost Deloitte ve střední Evropě je regionální organizací subjektů sdružených ve společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, která je členskou firmou sdružení Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve střední Evropě. Odborné služby poskytují dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, které jsou samostatnými a nezávislými právními subjekty. Dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited patří ve středoevropském regionu k předním firmám poskytujícím služby prostřednictvím více než 6 000 zaměstnanců ze 44 pracovišť v 18 zemích.