

# Globální ekonomický výhled

## leden 2025



# Předmluva

Milí čtenáři,

je mi ctí uvést první letošní vydání Globálního ekonomického výhledu, pravidelné publikace sekce měnové ČNB. Rok 2025 přináší řadu neznámých a dynamicky se vyvíjejících otázek, které budou formovat globální ekonomický prostor.

Spojené státy vstupují do nové etapy s návratem Donalda Trumpa do prezidentského úřadu. Jedním z klíčových témat jeho administrativy budou protekcionistická opatření, jejichž dopad na mezinárodní obchod nelze v této fázi plně predikovat. Pozornost bude směřována zejména k interakci mezi USA a Čínou, která prochází obdobím značných ekonomických výzev. Ty zahrnují zpomalení růstu, realitní krizi, demografické tlaky i adaptaci na proměny globálního trhu. Na druhé straně se Číně podařilo udržet inflaci na relativně nízkých úrovních ve srovnání s EU i USA.

Také v evropském kontextu přináší rok 2025 důležité události. Očekávané parlamentní volby v Německu mohou předefinovat přístup k řešení strukturálních otázek, včetně diskuse o fiskální politice a dluhové brzdy i energetickém mixu. Nejistotu zvyšují možné volby ve Francii, kde politická situace a fiskální nerovnováha vytvářejí prostředí pro zásadní debaty o budoucích prioritách.

Pro Českou republiku zůstává klíčovým tématem energetický sektor. Růst cen energií ovlivňují jak strategická rozhodnutí na úrovni jednotlivých států, tak emisní náklady vázané na systém EU ETS. Budoucí proinflační faktor představuje mechanismus uhlíkového vyrovnání na hranicích (CBAM), jehož plné zavedení je plánováno od roku 2026. Očekávaný dopad tohoto opatření na náklady domácností i firem bude nezbytně průběžně analyzovat.

Lednové číslo GEVU se pak podrobněji věnuje dalšímu socio-ekonomickému problému v podobě nemovitostního trhu. Autoři ukazují dlouhodobé trendy na nemovitostním trhu ve vybraných evropských zemích. To jim dává příležitost hlouběji pohlédnout i na vývoj poměru vlastnického a nájemního bydlení, včetně rozboru faktorů, který tento rozdílný poměr v jednotlivých zemích ovlivňují.

Přeji Vám podnětné čtení a úspěšný rok 2025,  
Jan Kubíček, člen bankovní rady ČNB



<b>I. Úvod</b>	<b>3</b>
<b>II. Makroekonomický monitoring</b>	<b>4</b>
<b>III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích</b>	<b>5</b>
III.1 Eurozóna	5
III.2 Německo	6
III.3 Spojené státy	7
III.4 Čína	8
III.5 Spojené království	9
III.6 Japonsko	9
III.7 Rusko	10
III.8 Polsko	10
III.9 Maďarsko	11
<b>IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>12</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>13</b>
V.1 Ropa	13
V.2 Ostatní komodity	14
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>15</b>
Trendy na nemovitostním trhu Evropy	15
<b>A. Přílohy</b>	<b>20</b>
A1. Změna predikcí pro rok 2025	20
A2. Změna predikcí pro rok 2026	20
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	21
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	21
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	28
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	29

#### Datum uzávěrky dat

17. ledna 2025

#### Sběr dat CF

13. ledna 2025

#### Datum publikace GEVu

24. ledna 2025

#### Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z OE.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

#### Kontakt

gev@cnb.cz

#### Tým zpracovatelů

<b>Luboš Komárek</b>	Garant, I. Úvod, VI. Zaostřeno na...
<b>Petr Polák</b>	Editor, III.3 Spojené státy, VI. Zaostřeno na...
<b>Martin Motl</b>	III.1 Eurozóna
<b>Michaela Ryšavá</b>	III.2 Německo, III.5 Spojené království
<b>Alexis Derviz</b>	III.4 Čína
<b>Milan Frydrych</b>	III.6 Japonsko
<b>Oxana Babecká</b>	III.7 Rusko
<b>Adriana Waloszková</b>	III.8 Polsko
<b>Anna Drahozalová</b>	III.9 Maďarsko
<b>Jan Hošek</b>	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity

## I. Úvod

**Donald John Trump se stal 47. prezidentem Spojených států.** Dle jeho slov je řešení konfliktu na Ukrajině jeho nejvyšší prioritou na mezinárodní scéně, jak plyne z rozhovoru pro francouzský magazín [Paris-Match](#). D. Trump výslovně zmínil, že je potřeba co nejdříve ukončit narůstání neuvěřitelných lidských ztrát v tomto válečném konfliktu. V neméně ostře sledovaném ekonomickém programu nové Trumpovy administrativy jsou diskutována jak potenciální prorůstová opatření nové americké administrativy, tj. deregulace podnikatelského prostředí a snížení daňové zátěže osob i firem, tak i ta znamenající protirůstové překážky. Zde patří jak možné zavedení výrazných cel na zboží dovážené z Číny, tak i univerzálního základního cla ve výši 10 % na dovoz zboží z ostatních zemí. Protirůstově by rovněž působilo zpřísnění migrační politiky USA. Je otázkou, které efekty převáží a posunou americkou a potažmo světovou ekonomiku k vyššímu růstu.

**Světová ekonomika v letošním i příštím roce poroste dle nové prognózy MMF tempem 3,3 %,** což je méně než historický průměr (2000-19) ve výši 3,7 %. Prognóza pro letošní rok se v podstatě nezměnila oproti prognóze uvedené ve Světovém hospodářském výhledu (WEO) z října 2024, a to především díky zlepšeným hospodářským vyhlídkám pro Spojené státy, které jsou však kompenzovány snížením očekávaného růstu v ostatních hlavních ekonomikách. Ekonomický růst ve vyspělých zemích se přiblíží na dohled 2% růstu, rozvíjející a rozvojové ekonomiky porostou více jak dvojnásobným tempem. MMF očekává, že celková světová inflace v roce 2025 klesne na 4,2 % a v roce 2026 na 3,5 %, přičemž ve vyspělých ekonomikách se k cíli vrátí dříve než v rozvíjejících se a rozvojových ekonomikách.

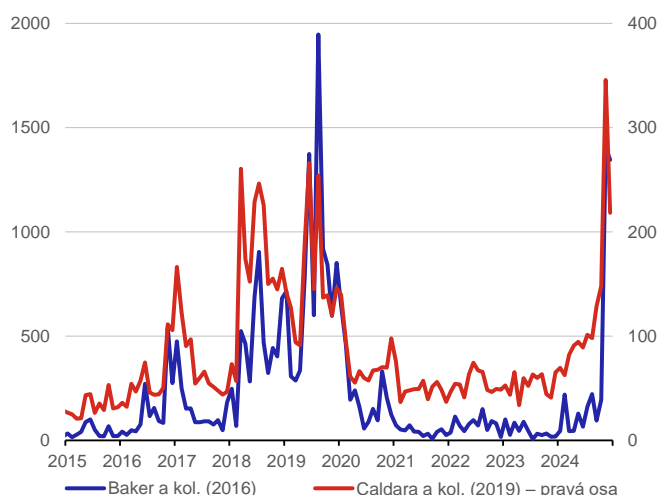
### Úrokové sazby ECB a Fedu se budou nastavovat

**na konci ledna.** ECB velmi pravděpodobně sníží úrokové sazby o 25 b. b., naopak americký Fed tak pravděpodobně učiní až v průběhu letošního léta. Tyto poklesy přiblíží úrokové sazby na dohled diskutovaným úrovním o přirozené rovnovážné úrokové sazbě.

**Graf aktuálního čísla ukazuje** vývoj na poli nejistoty v politikách týkající se mezinárodního obchodu, které pramení především od nového amerického prezidenta D. Trumpa. Indexy měřící tuto nejistotu jsou na historických maximech, což je dáno obavou z budoucího nastavení obchodních vztahů USA, které jsou velkým tématem a hrozbou pro pozitivní růst světové ekonomiky.

**Aktuální číslo dále přináší analýzu:** [Trendy na nemovitostním trhu Evropy](#). Článek podkřvává trendy vývoje na nemovitostním trhu ve vybraných evropských zemích od počátku nového milénia. Součástí článku je i jednoduchý pohled na nesladěnost cen nemovitostí, která ukazuje, že z vybraných zemí jsou ceny nejvýše nad dlouhodobým průměrem v Polsku a nejnižší v Německu.

Nejistota obchodní politiky pohledem akademických indexů



Zdroj: [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com) a [www.matteoiacoviello.com/tpu.htm](http://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm)  
Pozn.: Měsíční data, poslední pozorování pro prosinec 2024

## Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

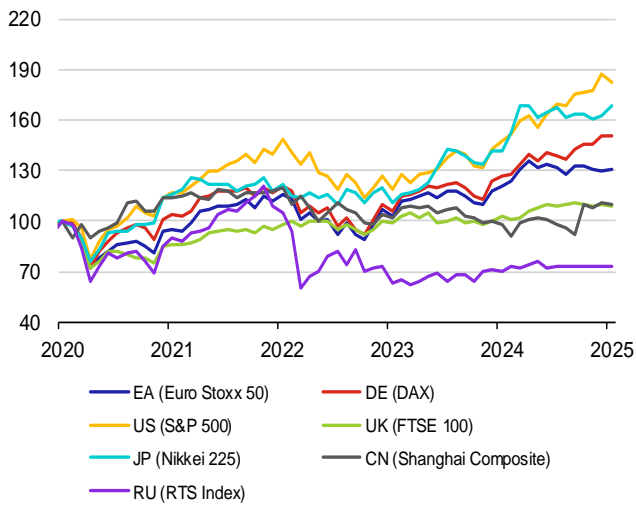
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
<b>HDP</b> (%)	<b>2025</b>	1,0 ➡	0,4 ➡	2,2 ➡	1,2 ➡	1,2 ➡	4,5 ➡	1,7 ➡
	<b>2026</b>	1,2 ★	1,0 ★	2,0 ★	1,4 ★	0,9 ★	4,1 ★	1,4 ★
<b>Inflace</b> (%)	<b>2025</b>	1,9 ➡	2,0 ➡	2,6 ➡	2,6 ➡	2,3 ➡	0,7 ➡	6,1 ➡
	<b>2026</b>	1,9 ★	1,9 ★	2,6 ★	2,3 ★	1,8 ★	1,1 ★	4,8 ★
<b>Nezaměstnanost</b> (%)	<b>2025</b>	6,5 ➡	6,2 ➡	4,3 ➡	4,5 ➡	2,4 ➡	3,2 ➡	2,4 ➡
	<b>2026</b>	6,5 ★	6,1 ★	4,3 ★	4,5 ★	2,4 ★	3,4 ★	3,6 ★
<b>Kurz</b> (vůči USD)	<b>2025</b>	1,04 ➡	1,04 ➡		1,26 ➡	149,8 ➡	7,36 ➡	105,1 ➡
	<b>2026</b>	1,07 ★	1,07 ★		1,28 ★	142,8 ★	7,21 ★	106,0 ★

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

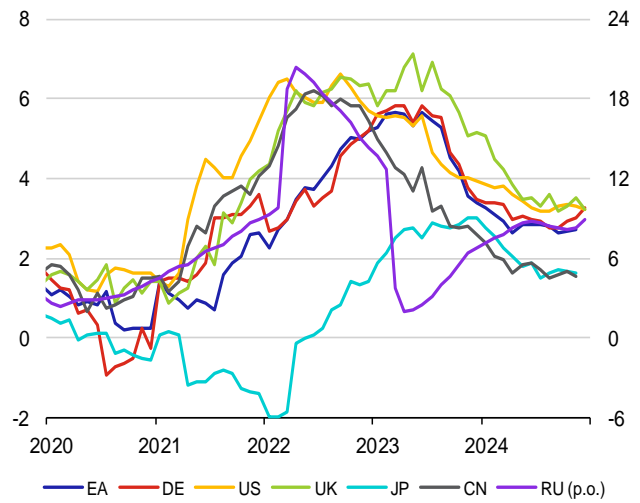
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

## II. Makroekonomický monitoring

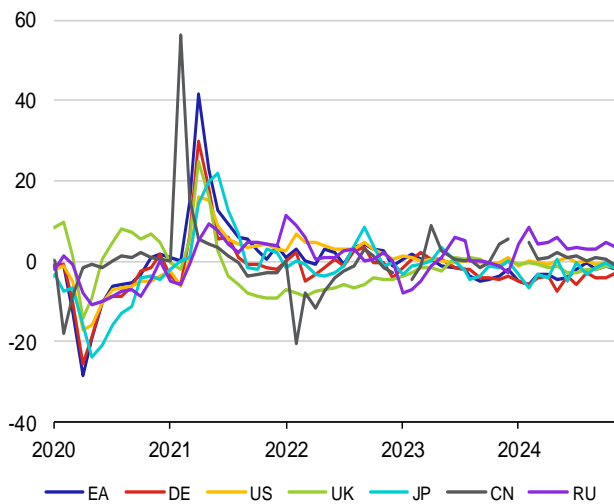
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2020



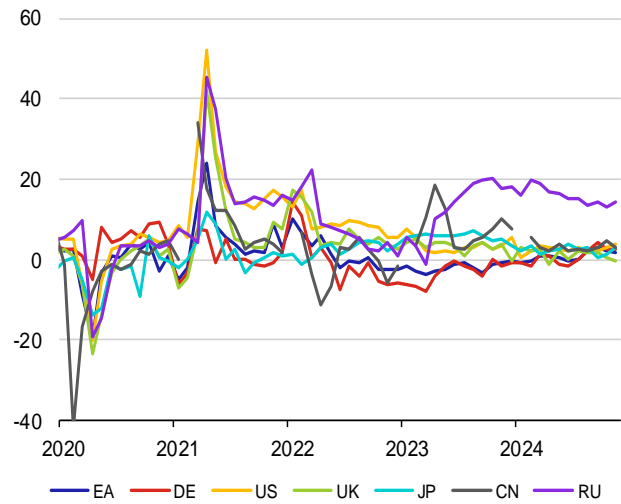
Jádrová inflace, %



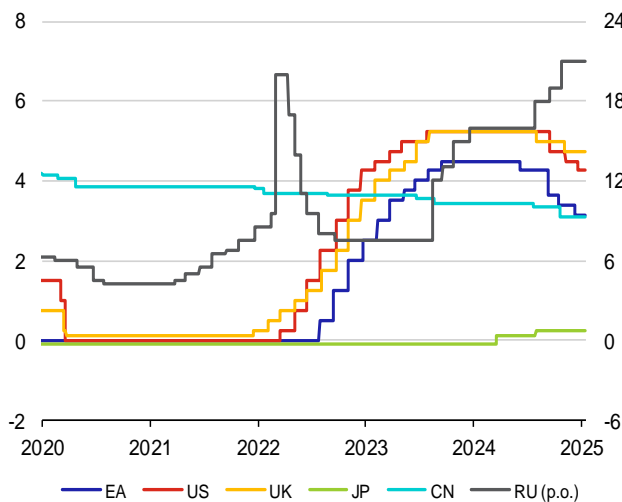
Průmyslová produkce, mizr. %



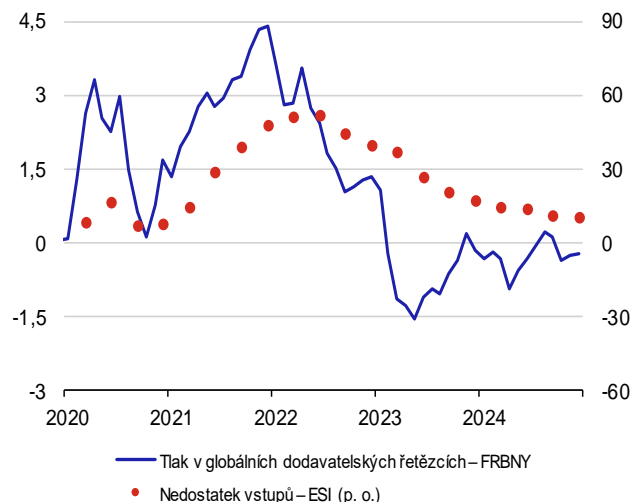
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

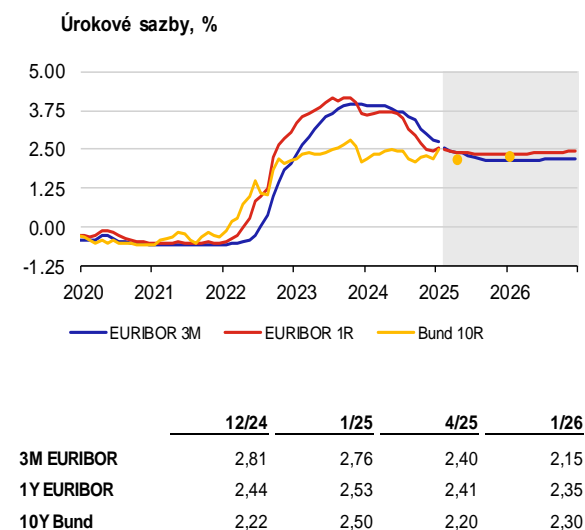
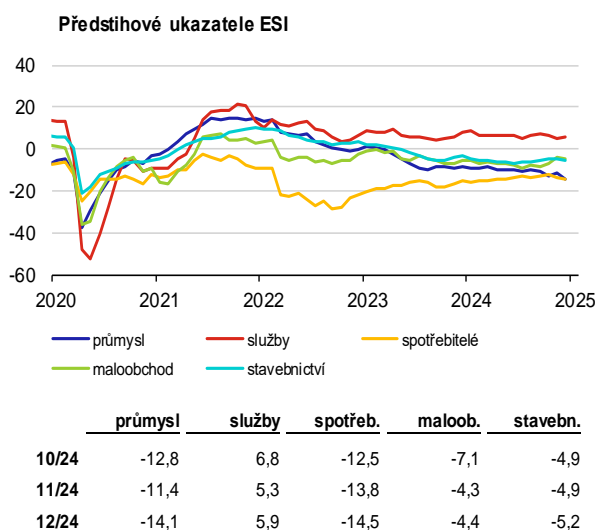
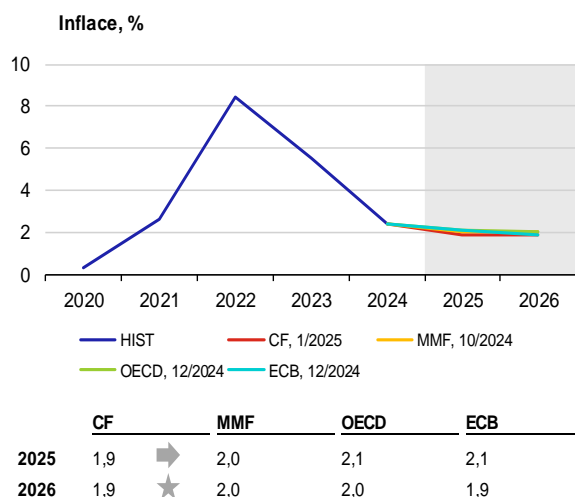
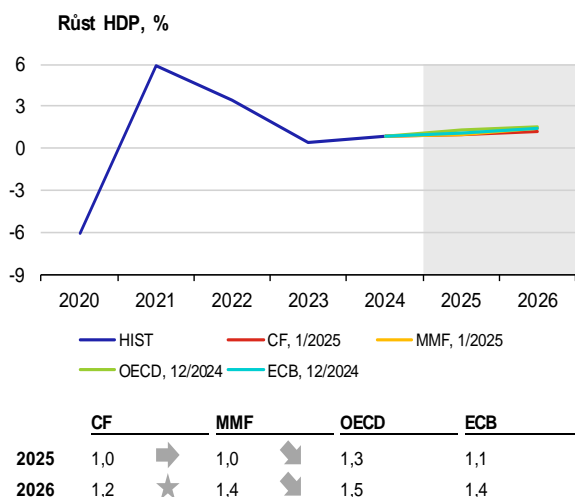


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

### III.1 Eurozóna

**Ekonomická aktivita v eurozóně v roce 2024 stagnovala, což odráželo přetrvávající strukturální problémy, které brzdily rychlejší oživení spolu se zvýšenými cenami energií.** Mezi hlavní faktory tohoto vývoje patřila utlumená průmyslová produkce a nízká míra investic. Průmyslová výroba v listopadu 2024 vzrostla meziměsíčně o 0,2 %, což signalizovalo mírné oživení po předchozích poklesech. Nicméně ve srovnání s předchozím rokem byla průmyslová produkce nižší o 1,9 %. Tento pokles odráží trvalou slabost v průmyslovém sektoru, zejména v Německu, kde průmyslová výroba klesla o 15 % oproti svému vrcholu z roku 2017. Navzdory oslabujícímu průmyslovému sektoru vykazovala spotřeba domácností mírné zlepšení díky rostoucím reálným příjmům a stabilní zaměstnanosti. Nízká míra nezaměstnanosti v eurozóně pozitivně přispívá k udržení spotřebitelských výdajů. Dle lednového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu ekonomiky eurozóny v letošním roce dosáhne 1 %, přičemž v příštím roce zrychlí na 1,2 %. Hlavním tahounem růstu by mělo být zlepšení domácí poptávky podpořené rostoucími reálnými příjmy a zmírňujícími se finančními podmínkami. Nejistý bude příspěvek čistého vývozu, který pravděpodobně nebude přispívat k hospodářskému růstu, a to vzhledem k přetrvávajícím problémům s konkurenceschopností evropského průmyslu.

**Spotřebitelské ceny v eurozóně v roce 2024 meziročně vzrostly o 2,4 %, přičemž stejného tempa růstu dosáhla inflace i v prosinci.** To představuje nárůst oproti listopadové inflaci ve výši 2,2 %. Hlavním faktorem tohoto růstu byly ceny energií, které po několikaměsíčním poklesu opět zaznamenaly pozitivní hodnoty, a ceny služeb, které meziročně vzrostly o 4 %. Jádřová inflace zůstala stabilní na úrovni 2,7 %. Pro letošní a příští rok analytici CF očekávají meziroční růst spotřebitelských cen tempem 1,9 %. ECB reagovala na zpomalující ekonomiku a ustupující inflaci postupným snižováním úrokových sazeb, přičemž v prosinci snížila dle očekávání depozitní sazbu na 3 %. Tržní konsensus předpokládá, že ECB do konce roku 2025 sníží depozitní sazbu o dalších 100 bazických bodů.



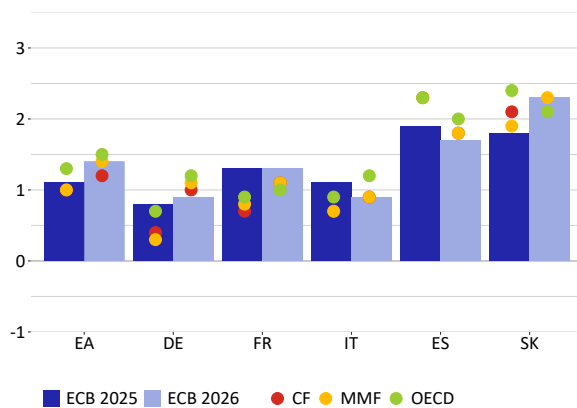


### III.2 Německo

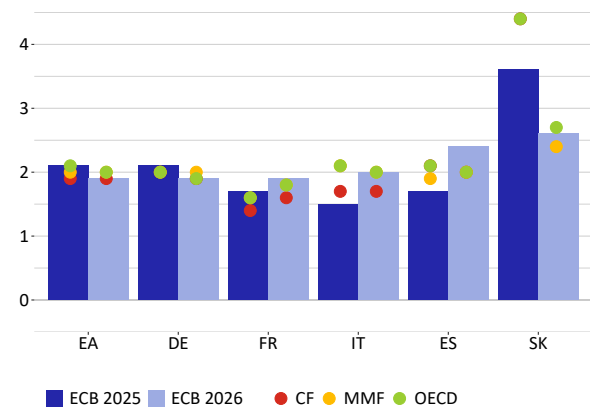
**Německá ekonomika klesá již druhý rok po sobě.** Po poklesu o 0,3 % v roce 2023 se HDP v loňském roce snížil o 0,2 %. Tento fakt podtrhuje závažnost situace, které evropská výrobní velmoc čelí. Jedna z nejnepříjemnějších hospodářských krizí v Německu za poslední desetiletí přichází šest týdnů před rozhodujícími předčasnými volbami. Německo se potýká s krizí v automobilovém průmyslu, která je vyvolána čínskou konkurencí a nákladným přechodem na elektromobily, spolu s vysokými náklady na energie a vlažnou spotřebitelskou poptávkou. Bundesbanka uvedla, že stagnace bude v letošním roce pokračovat, a předpověděla růst o pouhých 0,1 %, následovaný mírným zrychlením na 1,1 % v roce příštím. Podobně situaci vidí i CF či MMF. V důsledku delší slabosti německé ekonomiky v prosinci klesla podnikatelská nálada, která byla nejhorší od roku 2020. Pokles byl způsoben zejména pesimističtějšími očekáváními. Podniky naopak hodnotily současnou situaci jako lepší. Spotřebitelská nálada se naproti tomu na konci roku mírně zotavila, avšak její výhled je skromný. Příjmová očekávání i ochota nakupovat se v prosinci zvýšily, zatímco ochota spořit se snížila. Německý kompozitní ukazatel PMI v prosinci mírně vzrostl na 47,8 bodu, což poukázalo na další, avšak pomalejší pokles aktivity soukromého sektoru. Mírný nárůst aktivity ve službách byl zastíněn zrychleným poklesem aktivity ve zpracovatelském sektoru.

**Prosinec přinesl po stagnaci zrychlení harmonizované spotřebitelské inflace na 2,8 %.** Meziročně ceny zrychlily z listopadových 2,4 %, přičemž mírně v prosinci zrychlila též jádrová inflace (bez cen potravin a energií), a to na 3,1 %. Průměrná roční míra inflace činila v loňském roce 2,5 % ve srovnání s rokem 2023. Inflaci v loňském roce podporoval především výrazný nárůst cen služeb, v průměru téměř o 4 %. Ceny energií pak přispívaly k celkové inflaci záporně. Jádrová inflace se v průměru pohybovala kolem 3 % úrovně. Dle nové predikce CF se bude inflace letos i příští rok pohybovat okolo 2% úrovně. Ceny průmyslových výrobců zaznamenaly v listopadu loňského roku poprvé od června roku 2023 meziroční růst, ačkoli nepatrný o 0,1 % (oproti říjnovému poklesu o 1,1 %).

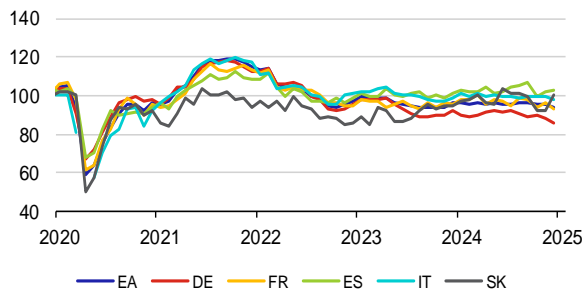
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



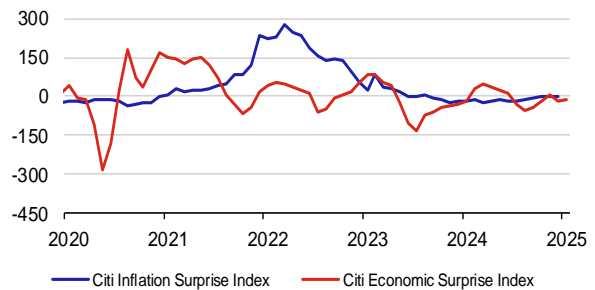
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	EA	DE	FR	ES	IT	SK
10/24	95,6	89,9	93,8	100,0	99,6	92,2
11/24	95,6	88,6	96,5	102,0	99,3	92,3
12/24	93,7	86,1	93,5	102,9	98,2	100,7

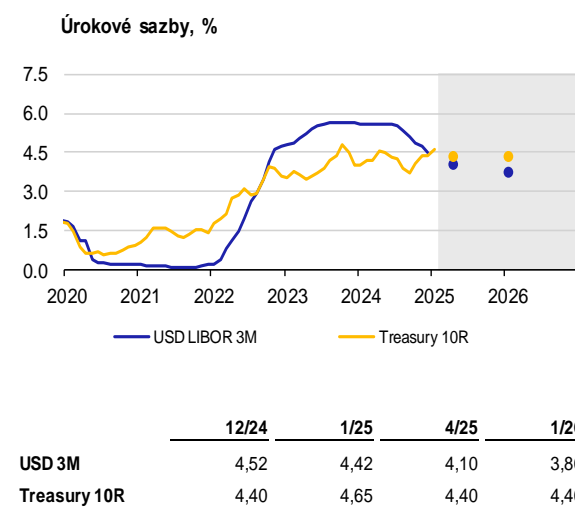
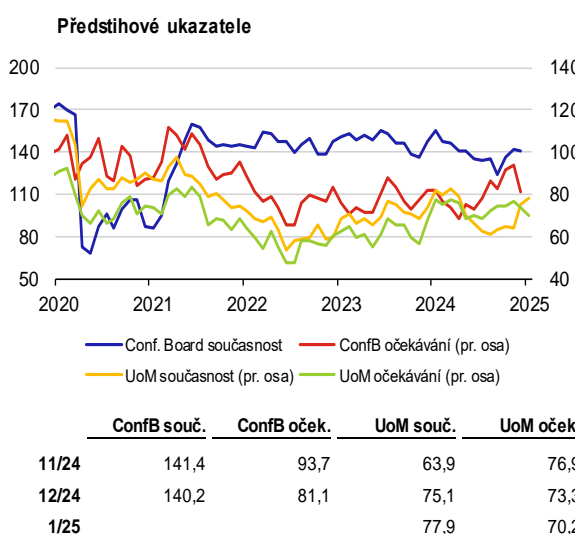
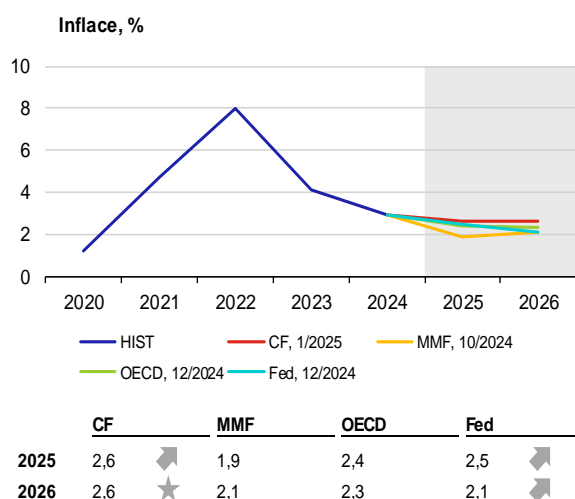
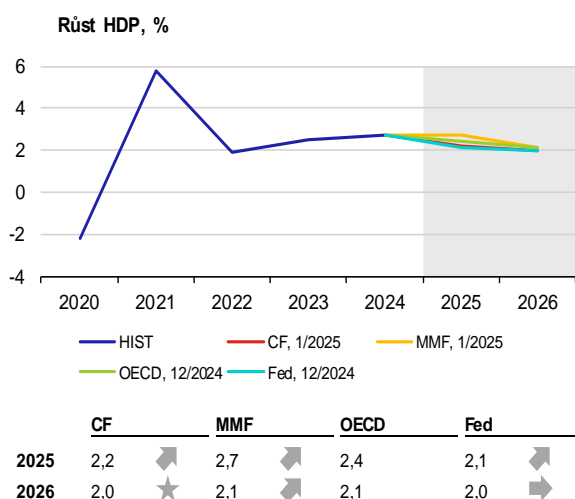
	5yšy	SPF
11/24	2,09	2,01
12/24	2,01	2,01
1/25	2,10	

### III.3 Spojené státy

**Americká ekonomika vstupuje do letošního roku se silným růstem (dle MMF odhad 2,8 %) i slibnými růstovými vyhlídkami pro následující roky.** Očekávání růstu reálného HDP v roce 2025 postupně rostou od poloviny minulého roku a nyní průzkum mezi analytiky CF ukazuje na růst ve výši 2,2 %, velmi podobně to vidí i prosincová prognóza americké centrální banky. Lednový výhled z dílny MMF očekává v letošním roce růst dokonce ve výši 2,7 %. V příštím roce by se tempo růstu mělo udržet okolo 2 % podle všech sledovaných institucí. Síla této rozvinuté ekonomiky spočívá nejen v technologiích, ale také menší míře regulace a levnějších energií oproti rozvinutým ekonomikám v Evropě. Nastupující prezident D. Trump ještě před svou inaugurací začal ukazovat sílu a postupně se objevují detaily jeho plánů ohledně zásahů do mezinárodního obchodu prostřednictvím cílených cel. Know-how a technologický náskok si USA začíná stále více chránit a nyní plánuje omezit vývoz nejvyspělejších technologií.

**Růst spotřebitelských cen je v USA stále zvýšený.** Na prosincovém zasedání americký Fed sice dle očekávání snížil své sazby o 0,25 % do pásma 4,25 % až 4,5 %, další snížení očekávají trhy ale až za zhruba půl roku. Meziroční inflace v prosinci opět rostla a dosáhla hodnoty 2,9 %, přičemž jádrová inflace zůstává stále vyšší, ačkoli mírně klesla na 3,2 %, když snížila svůj meziměsíční růst na 0,2 %. Nový výhled inflace z dílny CF očekává letos hodnotu 2,6 % a pro příští rok rovněž. Prosincový výhled amerického Fedu pak letos očekává 2,5 % a v příštím roce pokles na 2,1 %.

**Pracovní trh vykazuje stabilizaci,** když bylo v prosinci v nezemědělských sektorech vytvořeno více jak 250 tisíc nových pracovních míst. Pokračující pozitivní ekonomický vývoj a menší obavy z dalších kroků nového prezidenta vedou k pozitivnímu očekávání dalšího vývoje i na trhu práce. Nejistotou zůstává migrační politika, která by mohla působit k růstu negativně. Nezaměstnanost v prosinci poklesla na 4,1 %.



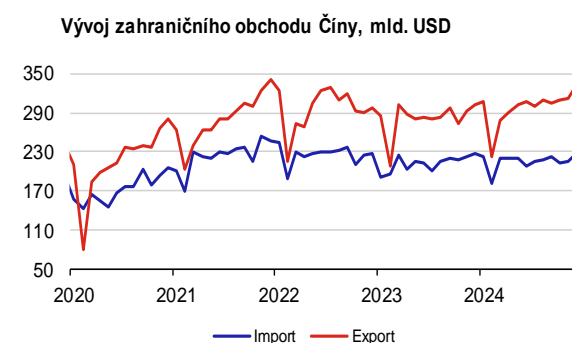
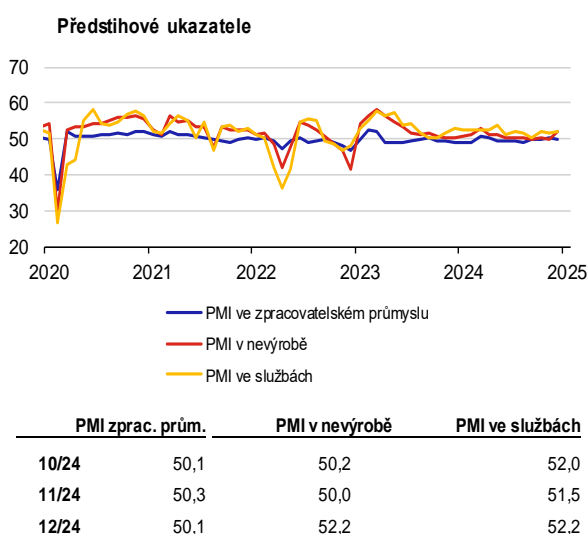
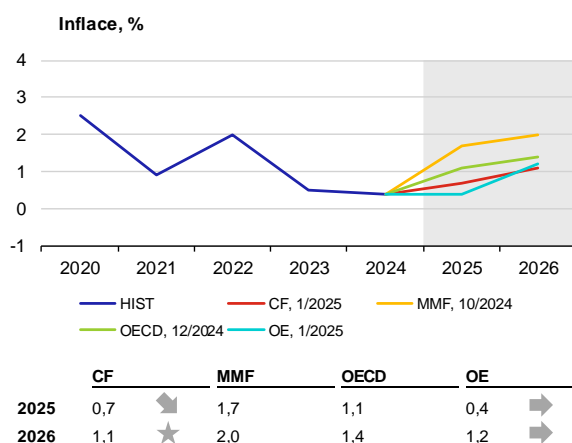
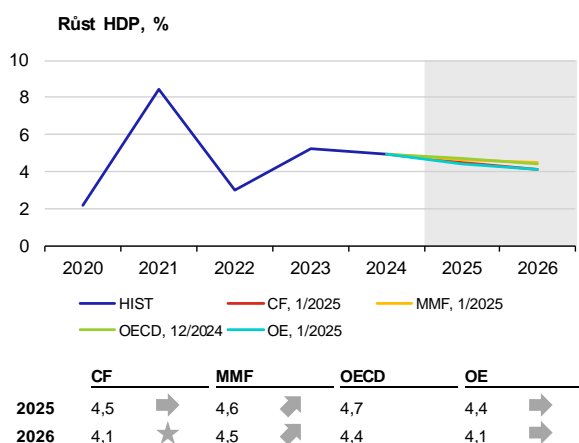


### III.4 Čína

**Čínské hospodářství v posledním čtvrtletí uplynulého roku procházelo postupným oživením pod vlivem masivních vládních stimulačních opatření.** Oficiální údaje o meziročním růstu HDP ve 4. čtvrtletí ve výši 5,4 % a o pětiprocentním růstu za celý rok 2024 splňují cíle čínského vedení z počátku loňského roku. Efekt vládních politik se projevuje především na straně nabídky. Meziroční růst průmyslové produkce překračoval 5% po celý podzim, index nových objednávek se nacházel v zóně expanze (v okolí 51 bodů) jak v listopadu, tak v prosinci. Oproti tomu soukromá spotřeba na podzim sice rostla, avšak zpomalujícím tempem jak v meziměsíčním, tak v meziročním vyjádření. Ve čtvrtém čtvrtletí o něco porostly počty prodejů rezidenčních nemovitostí, ale především v důsledku pokračujícího poklesu jejich cen odrážejícího trvalí krizi v developerském odvětví.

**Cenové tlaky v čínské ekonomice byly ve čtvrtém kvartále velmi slabé.** Inflace spotřebitelských cen v prosinci poklesla na 0,1 % meziročně (z listopadových 0,2 %) a zůstala na kladné nule meziměsíčně. Nově oproti podzimním měsícům začaly v závěru roku klesat ceny potravin. Zatím zůstává v kladné oblasti meziroční jádrová inflace, ale i u tohoto indikátoru meziměsíční data za prosinec vyznívají deflačně. Meziměsíční růst PPI se po jednorázovém kladném listopadovém výsledku v prosinci vrátil do záporných hodnot (-2,3 %). Vedle levných surovin se do tohoto výsledku dle analytiků může promítat skutečnost, že část podpůrných vládních opatření v průmyslu vede ke zlevnění vstupů. Dle většinového názoru pozorovatelů v letošním roce spotřebitelská inflace nepřesáhne 1 %.

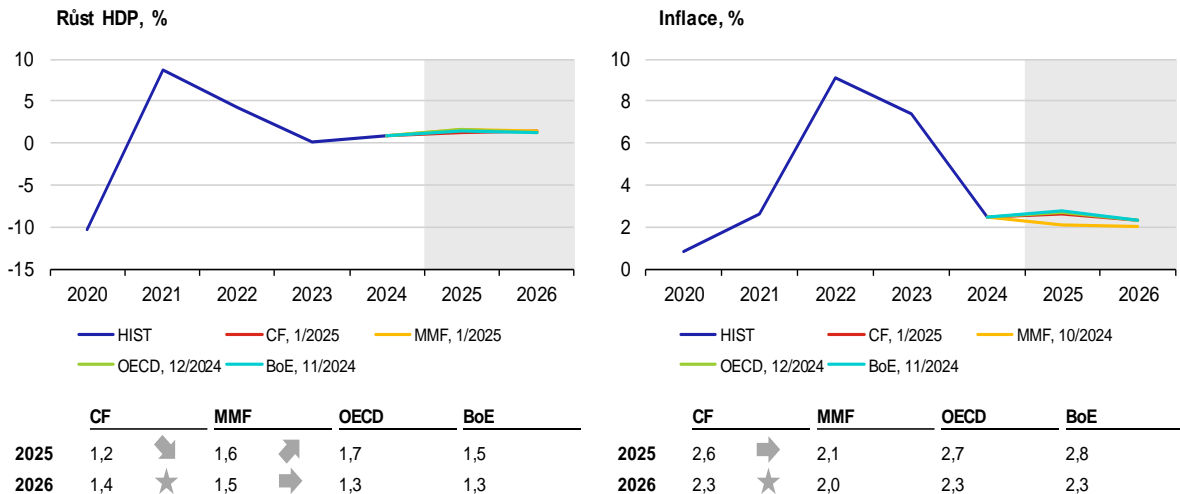
**Přebytek čínského zahraničního obchodu v závěru roku pokračoval v růstu a v prosinci byl nejvyšší za deset měsíců.** Vývozy rostly prakticky do všech hlavních teritorií, kromě tradičních partnerů v ASEAN především do Spojených států, což mnozí analytici dávají do souvislosti s front-loadingem před obchodními restrikcemi očekávanými od nové administrativy D. Trumpa. Dovozy naopak celkově stagnovaly, zejména z vyspělých zemí (USA, EU, Japonsko) a z Indie dokonce klesaly. Rostly naopak dovozní podíly zemí ASEAN.



Zdroj: Bloomberg

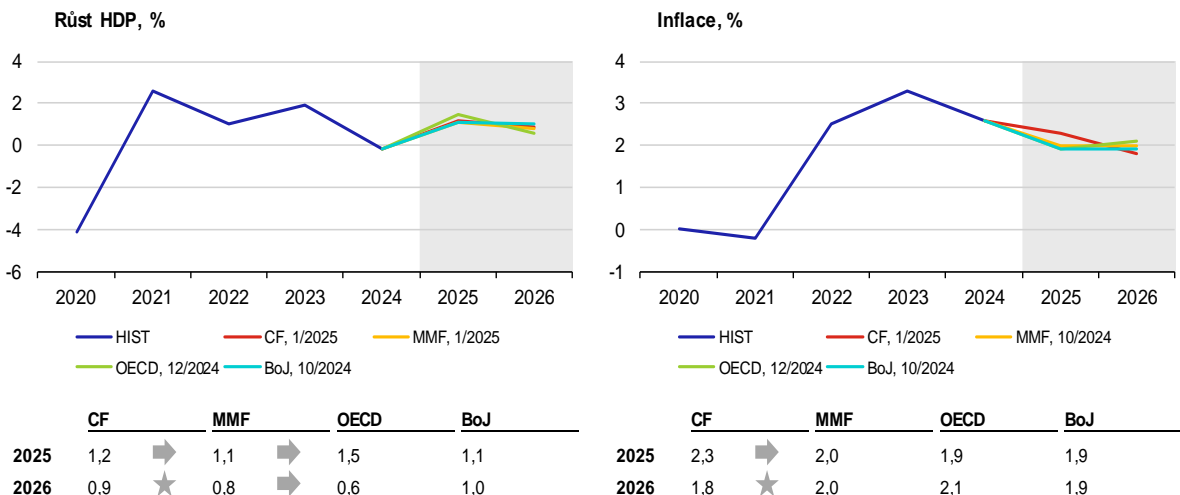
### III.5 Spojené království

**Růst britské ekonomiky se dle revidovaných údajů ve třetím čtvrtletí nečekaně zastavil.** BoE navíc predikuje nulovou expanzi i pro čtvrté čtvrtletí loňského roku. Ačkoliv v listopadu britská ekonomika díky dominantnímu příspěví sektoru služeb poprvé od srpna vzrostla (o 0,1 %), stupňuje se tlak na vládu, která čelí kritice ze strany podnikatelů, jejichž důvěra klesá. Dle nové prognózy CF nepřesáhne růst HDP letos ani v roce 2026 hranici 1,5 %, zatímco MMF je optimističtější. Inflace v prosinci nečekaně meziročně zpomalila na 2,5 %, avšak očekává se, že bude v nejbližším období opět mírně zrychlovat. Zpomalila též jádrová inflace (3,2 %) a prudce dokonce i inflace ve službách (4,4 %). Inflace se dle CF letos udrží nad 2,5% hranicí a v příštím roce mírně zpomalí. Navzdory zhoršeným vyhlídkám ponechala BoE po prosincovém zasedání základní úrokovou sazbu na úrovni 4,75 %, avšak stagnující ekonomika zvyšuje riziko, že BoE bude muset v letošním roce urychlit snižování sazeb. Rok 2025 obecně nebude na základě údajů a výhledových ukazatelů pro ekonomiku snadný.



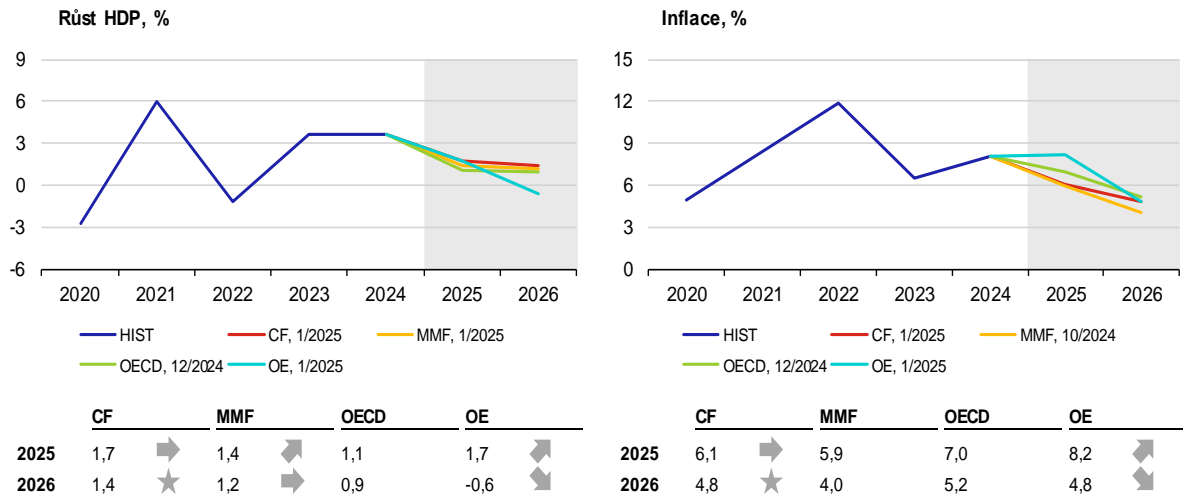
### III.6 Japonsko

**Hospodářský růst Japonska v minulém roce skončil nepatrným poklesem,** ale v roce 2025 by měl HDP dle výhledů sledovaných institucí vzrůst o více než 1,0 %. Podmínky na trhu práce zůstávají stabilní, nezaměstnanost je rekordně nízká a očekává se, že jarní vyjednávání o mzdách skončí jako minulý rok solidním růstem. Zvýšené mzdy se projevují i v inflaci, když firmy zvýšené náklady propisují do svých finálních cen, zejména persistentní jsou ceny ve službách. To vše spolu se slabým jenem vede BoJ k více jestřábímu postoji. Analytici se shodují, že pokud centrální banka nezvýší sazby na lednovém zasedání, učiní tak na březnovém. To ilustruje i rostoucí výnosy státních dluhopisů, které jsou na několikaletých maximech. Další zpřísnění měnové politiky bude mít globální dopady skrze carry trades spojené s půjčkami v jenech.



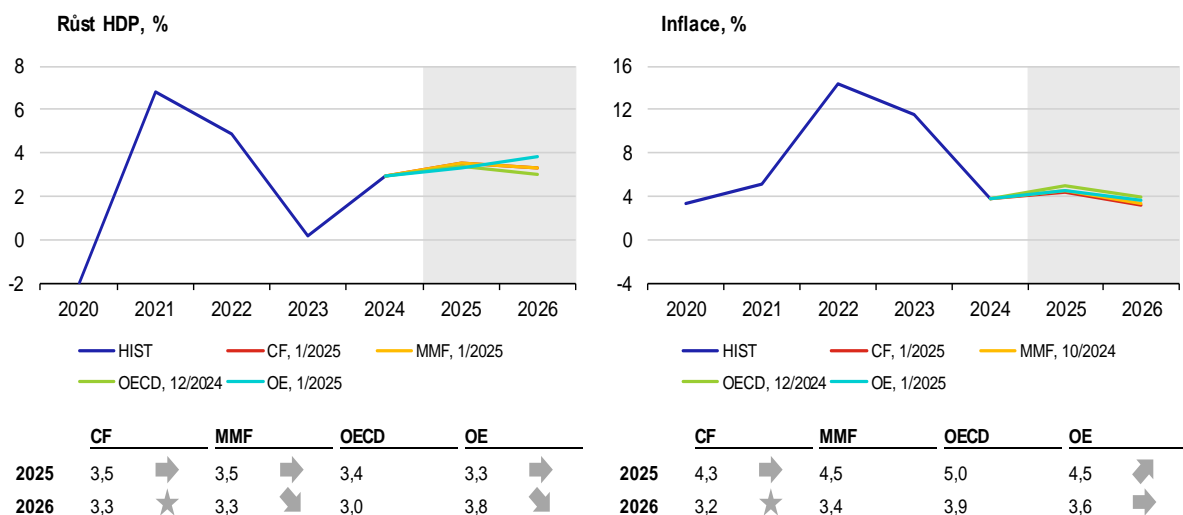
### III.7 Rusko

Růst HDP ve třetím čtvrtletí minulého roku dosáhl 3,1 %. Výhledy růstu HDP pro letošní rok očekávají zpomalení, CBR odhaduje růst na 1,5 %. Inflace v prosinci zvýšila na 9,5 % meziročně. Růst cen podporuje přehřátý trh práce. Nezaměstnanost zůstává na historickém minimu (v říjnu 2,3 %). Reálný růst mezd sice zpomalil, ale stále zůstává vysoký (v říjnu 7,4 % meziročně). Na rozdíl od viditelného poklesu růstu HDP ke snížení inflace v nejbližší době pravděpodobně nedojde. Podle odhadu CBR na základě šetření její celoroční tempo letos zůstane podobné jako v loňském roce (8,2 % vs. 8,4 %, prosincový předpoklad pro rok 2024). Inflační očekávání na horizontu jednoho roku v prosinci dosáhly 13,9 %, zatímco index spotřebitelské nálady byl nejnižší za poslední dva roky. Do nového roku tak Rusko vstoupilo s rekordně vysokou klíčovou sazbou 21 % (od října 2024). Rubl se v první polovině ledna nadále drží nad psychologickou hranicí 100 RUB/USD, a měl by nad ni zůstat i po celý rok.



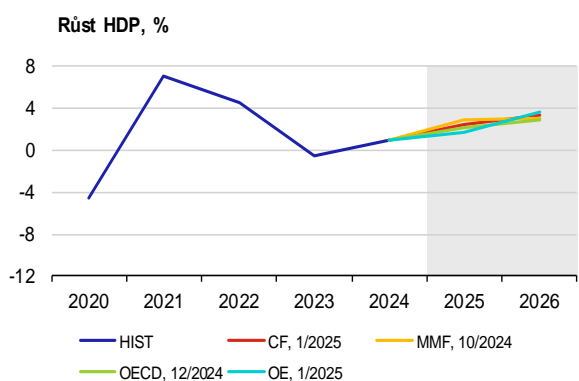
### III.8 Polsko

Prosincová míra inflace v Polsku zůstala na meziroční úrovni 4,7 %, což představuje mírnou odchylku o 0,1 p. b. nad předběžným odhadem zveřejněným dříve v lednu. Proinflačně působily především potraviny a nealkoholické nápoje (4,8 %), současně došlo ke zrychlení růstu cen v sektoru bydlení a energií (10,1 %). Inflace se nadále pohybuje vysoko nad cílovým inflačním rozmezím NBP (1,5–3,5 %) s očekávaným vrcholem v únoru tohoto roku v meziroční míře 5 %. NBP na lednovém zasedání reagovala ponecháním základní úrokové sazby v souladu s očekáváním trhu na úrovni 5,75 %. Výraznější zmírnění inflačních tlaků je predikováno od července, což by mohlo vytvořit prostor pro debaty o možném snižování úrokových sazeb. Poláci mezitím hledají ochranu proti inflaci a nízkým bankovním sazbám v rekordních nákupech státních dluhopisů, zatímco průměrné úroky na bankovních vkladech domácností klesly na 3,96 % v listopadu, tedy pod úroveň inflace i referenční sazby centrální banky.

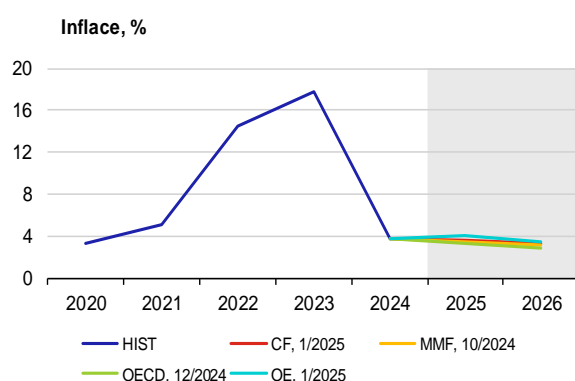


### III.9 Maďarsko

**Meziroční spotřebitelská inflace v Maďarsku v prosinci zrychlila na 4,6 %.** Nacházela se tak vysoko nad listopadovou hodnotou (3,7 %) a mírně nad tržním očekáváním (4,4 %). K rychlejšímu růstu cen přispěly zejména vyšší ceny paliv a zpracovaných potravin. V prosinci se navíc dále zvýšilo inflační očekávání maďarských domácností. Analytici OE tak přehodnotili výhled inflace na rok 2025 směrem výše. Meziroční růst HDP se v následujícím roce bude pohybovat okolo 2,5 %. Podniky mají zvýšená očekávání ohledně maloobchodních tržeb a tržeb ve službách. Zpracovatelský PMI se v prosinci již druhý měsíc v řadě nacházel v pásmu expanze (50,6) a nové objednávky se nacházejí na stabilně vysokých hodnotách. Vnější bilance Maďarska se vyvíjí příznivě. Po energetické krizi se běžný účet platební bilance strmě navrátil do obvyklého přebytku. V poměru k HDP dokonce vnější pozice Maďarské ekonomiky dosahuje nejlepších výsledků v regionu. K tomu přispělo zejména meziroční zvýšení salda služeb společně s mírnějším deficitem důchodových bilancí.



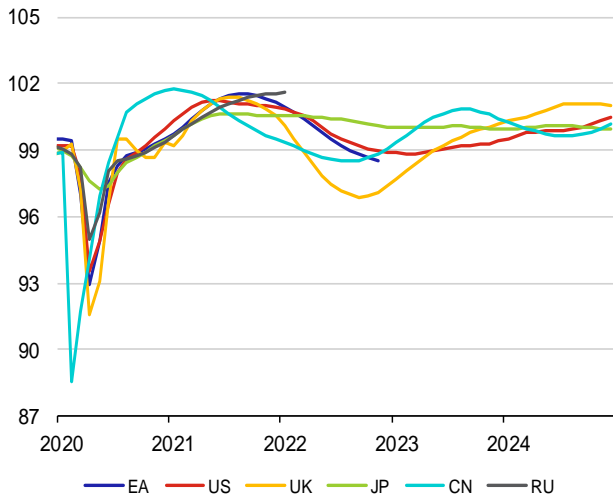
	CF	MMF	OECD	OE
2025	2,4 →	2,9	2,1	1,7 ↘
2026	3,4 ★	3,0	2,9	3,6 ↘



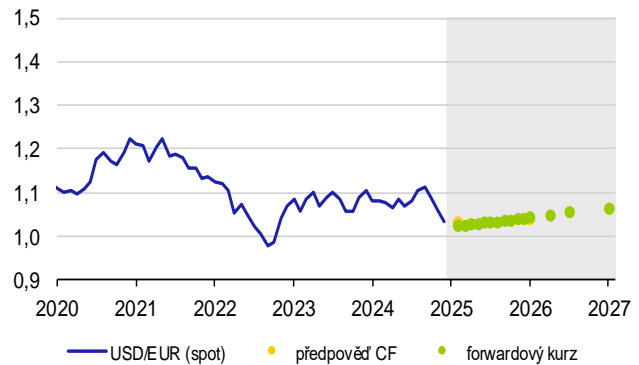
	CF	MMF	OECD	OE
2025	3,6 →	3,5	3,3	4,0 ↗
2026	3,3 ★	3,1	2,9	3,5 ↘

## IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

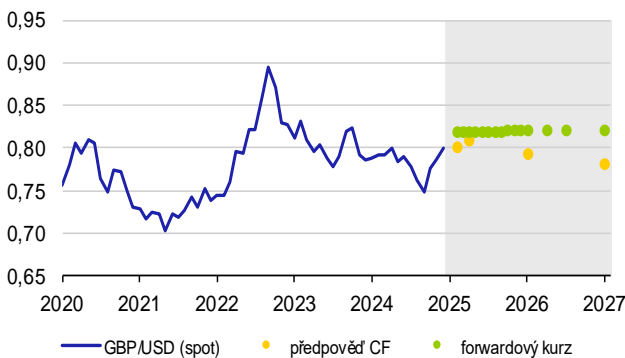


Americký dolar (USD/EUR)



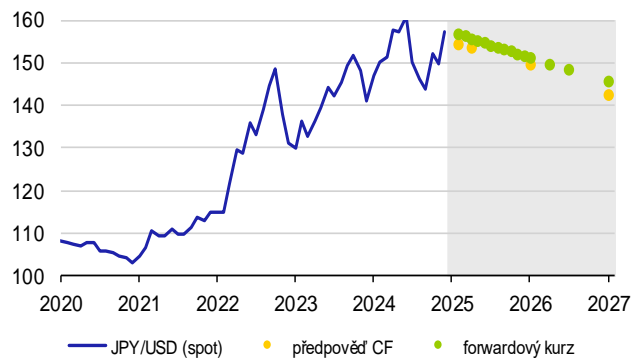
	13/1/25	2/25	4/25	1/26	1/27
spotový kurz	1,020				
předpověď CF		1,033	1,029	1,042	1,065
forwardový kurz		1,026	1,029	1,045	1,067

Britská libra (GBP/USD)



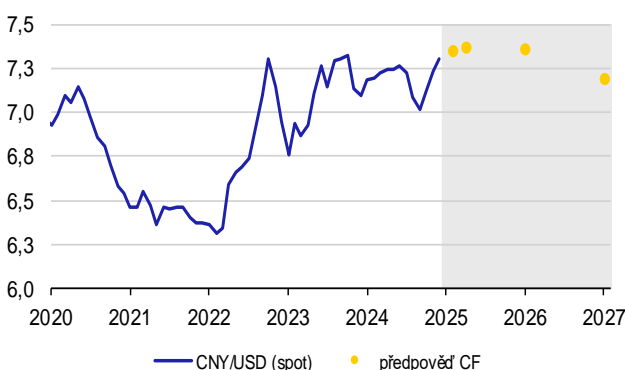
	13/1/25	2/25	4/25	1/26	1/27
spotový kurz	0,823				
předpověď CF		0,803	0,810	0,795	0,782
forwardový kurz		0,820	0,820	0,821	0,821

Japonský jen (JPY/USD)



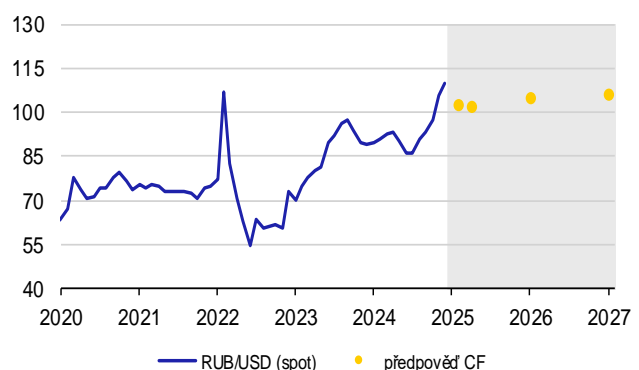
	13/1/25	2/25	4/25	1/26	1/27
spotový kurz	157,5				
předpověď CF		154,4	153,5	149,8	142,8
forwardový kurz		156,9	155,8	151,3	145,7

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	13/1/25	2/25	4/25	1/26	1/27
spotový kurz	7,353				
předpověď CF		7,347	7,375	7,361	7,194

Ruský rubl (RUB/USD)



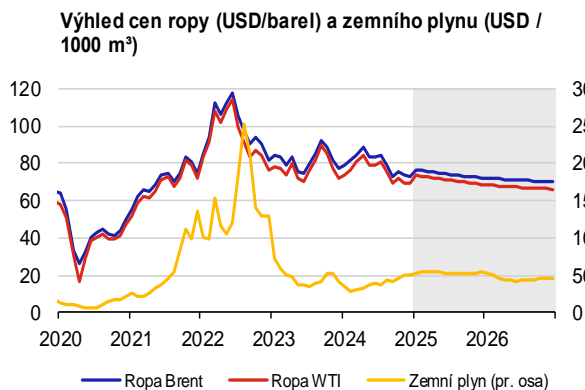
	13/1/25	2/25	4/25	1/26	1/27
spotový kurz	103,10				
předpověď CF		102,50	102,40	105,40	106,10

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

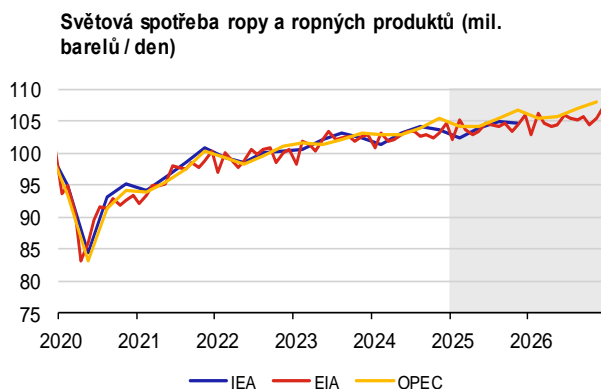
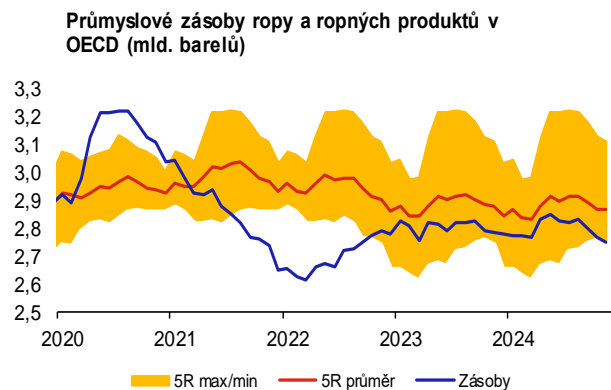
## V.1 Ropa

**Cena ropy Brent začala s nástupem nového roku nečekaně prudce růst a v polovině ledna se pohybovala již nad 80 USD/barel.** Sentiment na peněžním trhu se začal zlepšovat již koncem minulého roku, k čemuž přispěly mírně optimistické zprávy z čínské ekonomiky a silná poptávka rafinérií na fyzickém trhu v důsledku chladného počasí na severní polokouli. Peněžní fondy tak již v průběhu prosince začaly uzavírat své masivní krátké pozice. Do cen ropy se tyto faktory ale začaly promítat až se zesílením obchodní aktivity na začátku letošního roku. K urychlení cenového růstu pak přispěl 10. ledna další balík sankcí ze strany USA na ruský ropný sektor a velké množství tankerů, přepravujících ruskou ropu. V důsledku toho silně vzrostly přepravní marže tankerů a čínské a indické rafinérie zvýšily poptávku po ropě z Blízkého východu. Růst cen ropy se zastavil v polovině ledna po zprávách, že Izrael i hnutí Hamás souhlasily s uzavřením dočasného příměří. Trhy rovněž vyčkávají na kroky nastupující americké administrativy po uvedení Donalda Trumpa do prezidentské funkce.

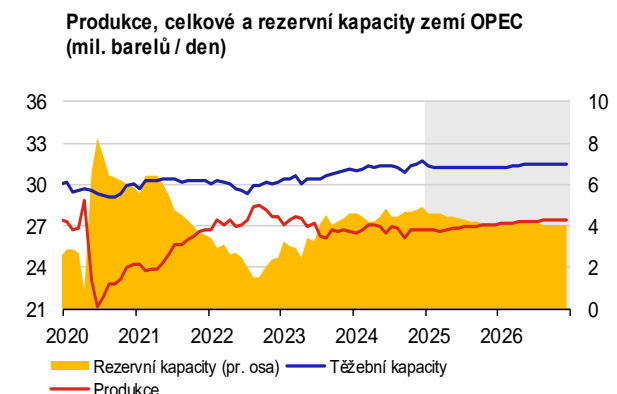
**Tržní výhled ceny ropy Brent z první poloviny ledna se posunul oproti minulému měsíci vzhůru a nadále předpokládá postupný pokles** cen k cca 72 a 70 USD/barel na konci roku 2025, resp. 2026. Výhled však vychází z desetidenního průměru, a tyto hodnoty tak nezohledňují v plné míře aktuální ceny ropy nad hranicí 80 USD/barel. Lednová předpověď EIA nadále očekává, že díky pokračování omezené těžby v zemích aliance OPEC+ budou globální zásoby ropy ještě v letošním prvním čtvrtletí klesat, což udrží cenu ropy na vyšší úrovni. Poté by se ale na trhu měl projevit převis nabídky ropy nad poptávkou a cena ropy Brent by měla postupně klesat k 72 USD/barel na konci letošního roku. Na rozdíl od tržní křivky ale EIA očekává silný pokles i v průběhu následujícího roku, přičemž na jeho konci by měla cena ropy Brent činit cca 63 USD/barel. Nejvýše je tak tentokrát předpověď lednového CF s hodnotou 74,6 USD/barel v ročním horizontu.



	Brent	WTI	Plyn
2025	74,24	71,12	535,53
2026	70,97	67,22	457,61



	IEA	EIA	OPEC
2025	104,00	104,11	105,18
2026		105,16	106,60



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2025	26,88	31,21	4,33
2026	27,33	31,40	4,07

Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.



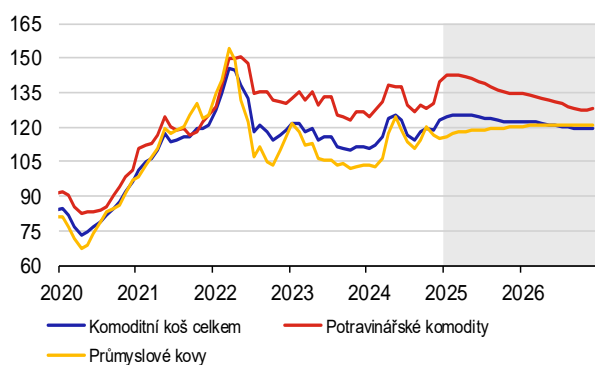
## V.2 Ostatní komodity

**Cena zemního plynu v Evropě ve druhé polovině prosince opět prudce vzrostla a na konci roku zaznamenala více než roční maximum 50 EUR/MWh.** K růstu ceny kromě chladného počasí a rychlého poklesu zásob (v polovině ledna 63 % v EU a 59 % v ČR) přispívaly i obavy, jak se Evropa vypořádá s očekávaným ukončením tranzitu ruského plynu přes Ukrajinu, který tvořil cca 5 % tamní spotřeby. V první polovině ledna cena plynu sice korigovala směrem dolů, nicméně udržovala se nad hranicí 45 EUR/MWh. V regionu střední Evropy došlo k přesměrování toků plynu. ČR a Rakousko odebírají plyn z Německa, Maďarsko pak ruský plyn z plynovodu Turkstream. Slovensko zatím čerpá z vlastních solidně naplněných zásobníků. Na rozdíl od plynu cena uhlí v Evropě v prosinci a první polovině ledna klesala díky slabší poptávce jak z Asie, tak z Evropy a dostatečným zásobám v Číně.

**Index cen průmyslových kovů v prosinci klesal druhý měsíc v řadě, ale v první polovině ledna vzrostl.** Ceny kovů v prosinci nadále tlačil dolů silný dolar a rovněž PMI globálního zpracovatelského průmyslu, který se opět propadl do pásma kontrakce. Oživení indexu v první polovině ledna bylo taženo především cenou mědi, která reagovala silným růstem na příznivější zprávy z čínské ekonomiky. Navíc byla směrem dolů revidována očekávaná těžba v Chile. Silně rostla i cena hliníku, když EU v dalším balíku sankcí na Rusko zvažuje i zákaz dovozu tohoto kovu. Cena niklu se zvýšila po zprávách, že Indonésie silně omezí těžební kvóty pro letošní rok. V menší míře rostly i ceny ostatních kovů (s výjimkou zinku).

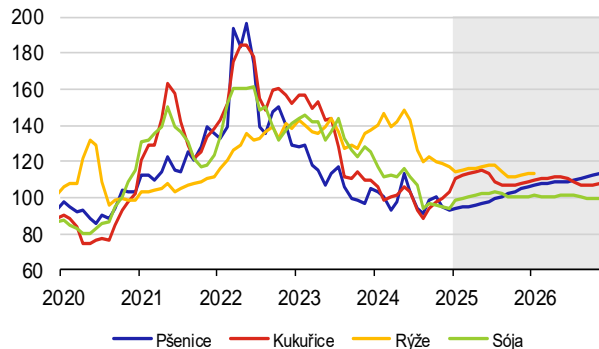
**Index cen potravinářských komodit v prosinci dále silně vzrostl a v tomto trendu pokračoval i na začátku ledna.** Růst byl tažen v prosinci a lednu především cenami kukuřice (díky silné poptávce z lihovarů) a hovězího masa, opačným směrem se vyvíjela cena cukru. V prosinci rostla rovněž cena kakaa, naopak klesala cena rýže. V první polovině ledna pak zaznamenala růst cena sóji, zatímco cena kakaa mírně sestoupila z historického maxima. Výhled indexu je klesající.

Indexy cen neenergetických komodit



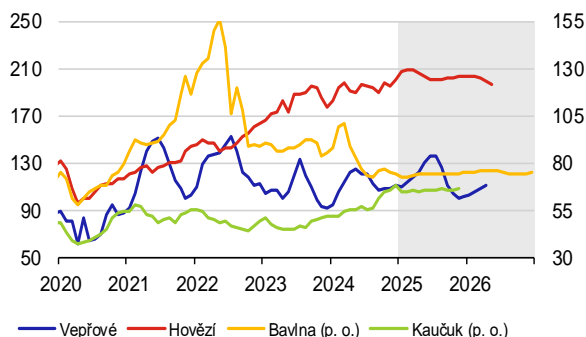
	Celkem	Potraviny	Kovy
2025	124,0	139,0	118,6
2026	120,8	130,6	120,8

Potravinářské komodity



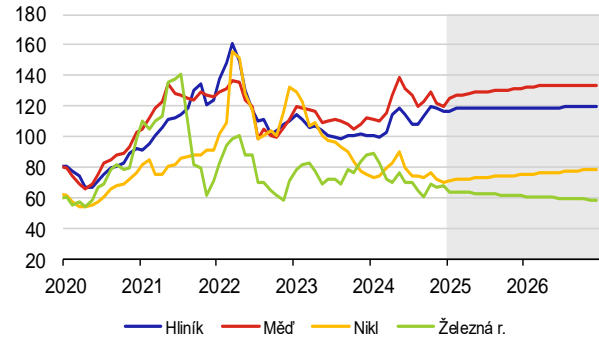
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2025	99,3	110,4	114,8	100,9
2026	110,0	109,3	113,6	100,5

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2025	117,3	203,8	73,8	65,5
2026	106,7	200,8	75,1	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2025	118,7	129,3	73,7	63,2
2026	119,5	133,2	77,4	60,3

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

## Trendy na nemovitostním trhu Evropy<sup>1</sup>

Článek podkrývá trendy vývoje na nemovitostním trhu ve vybraných evropských zemích od počátku nového milénia. Nemovitostní trh sledujeme optikou vývoje cen nemovitostí jak v jejich nominálním, tak i reálném vyjádření. Tento pohled doplňujeme o analýzu poměrových ukazatelů cen nemovitostí k vývoji nájmu a příjmů obyvatel. Ty nám souhrnně umožňují hlubší srovnání a vyhodnocení trendů nemovitostního trhu napříč časem a zeměmi. Článek rovněž přináší srovnání podílu vlastnického a nájemního bydlení v evropských zemích, které se výrazně liší, a to v závislosti na historických, ekonomických a kulturních faktorech.

### Ceny nemovitostí a krize

**Evropa zažila ve 21. století několik krizí a ceny nemovitostí se během nich vyvíjely rozdílně.** Po pádu investiční banky Lehman Brothers v září 2008 nastala výrazná korekce cen nemovitostí po celém světě, ale mezi zeměmi byly velké rozdíly. Výrazná korekce proběhla zejména v Irsku nebo Španělsku, zatímco např. v Německu nebyl pokles tak výrazný (Graf 1). V mnoha zemích ale pak nastala dekáda, během které ceny nemovitostí stabilně rostly.

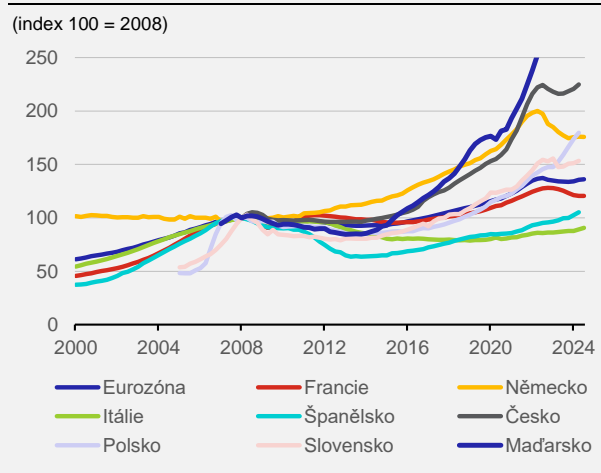
**Covidová krize na trend růstu cen nemovitostí neměla ve většině zemí hmatatelný vliv.** Roky 2019 a 2020 byly pohledem dat jen dalšími léty, kdy ceny nemovitostí postupně rostly. Současně ale došlo k uvolnění měnové politiky centrálních bank, což dále podpořilo růst cen nemovitostí prostřednictvím dostupnějšího financování. K výraznému růstu cen nemovitostí tak došlo zejména v Česku. Rok 2022 pak byl rokem útoku Ruska na Ukrajinu a počátkem energetické a bezpečnostní krize v Evropě. Současně s vysokou inflací došlo ke zpřísnění měnové politiky, snížení dostupného financování, poklesu poptávky a tím i v několika zemích k poklesu cen nemovitostí.

**Podíváme-li se na ceny nemovitostí optikou reálných cen,** tedy cen očištěných o inflaci, pak můžeme zjistit, že např. v Itálii ceny nemovitostí od finanční krize setrvale klesají. Na druhou stranu v Polsku, kde ceny nemovitostí v nominálním vyjádření od roku 2013 setrvale rostou, došlo vlivem vysoké inflace k jejich poklesu v reálném vyjádření podobně jako v dalších zemích (Graf 2). Vrchol reálných cen nemovitostí nastal ve většině zemí na konci roku 2021, neboť v roce 2022 – zejména díky vysoké inflaci – reálné ceny nemovitostí poklesly. V posledním roce dochází pak k opětovnému oživení růstu.

### Základní faktory a indikátory trhu nemovitostí

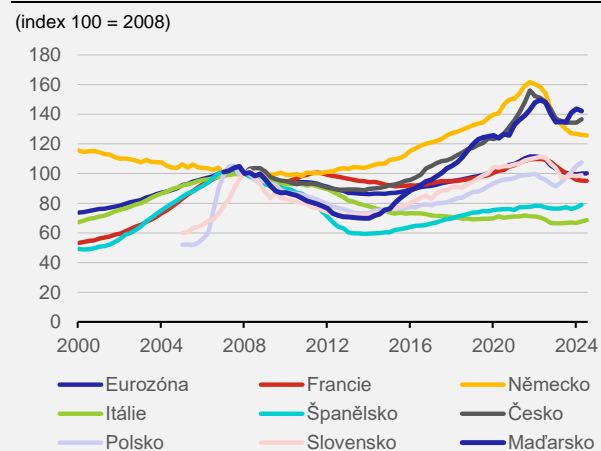
Na vývoj cen nemovitostí působí široké spektrum všeobecných ekonomických i neekonomických faktorů, ale i takové události jako byla epidemie covid-19. Ta dočasně zvýšila poptávku po rekreačních nemovitostech a naopak díky omezení cestování omezila poptávku po investičních bytech zaměřených na krátkodobý pronájem. Mezi hlavní poptávkové faktory vysvětlující vývoj cen nemovitostí lze řadit růst mezd, resp. disponibilního důchodu domácností, růst úvěrů související s financováním bydlení (zejména hypoteční úvěry), vyšší nabídka pracovních míst, resp. nižší nezaměstnanost, vývoj úrokových sazeb (snížení úrokových sazeb vede k růstu cen nemovitostí), demografické faktory (růst počtu obyvatel, vyšší sňatečnost či rozvodovost vede k růstu cen nemovitostí), velikost samotného trhu nemovitostí (vyšší nabídka sráží ceny nemovitostí) a výše nájmu (vyšší nájem působí na růst cen nemovitostí). Na nabídkové straně ceny

**Graf 1 – Vývoj nominálních cen nemovitostí ve vybraných evropských zemích**



Zdroj: OECD

**Graf 2 – Reálný vývoj cen nemovitostí ve vybraných evropských zemích**



Zdroj: OECD

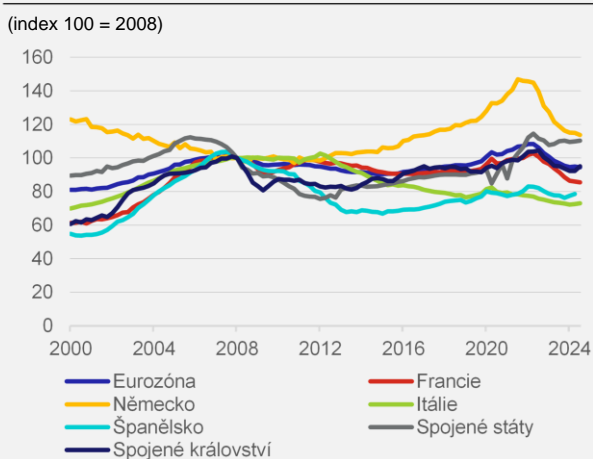
<sup>1</sup> Autorem je Luboš Komárek a Petr Polák. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

nemovitostí ovlivňuje omezenost nabídky nemovitostí v dané lokalitě, ceny stavebních materiálů a vývoj samotného objemu stavební výroby. Nabídku na trhu nemovitostí ovlivňuje samotná ziskovost stavebního odvětví a regulatorní a administrativní faktory (délka stavebního řízení) a je považována v krátkém období za strnulou.

**Pro snazší orientaci na nemovitostním trhu a srovnání jeho vývoje jsou konstruovány poměrové ukazatele pro jednotlivé země, regiony či města.** Mezi ně patří poměr mezi cenou nemovitosti a příjmem (price-to-income, P/I) a poměr mezi cenou nemovitostí a nájmem (price-to-rent, P/R).

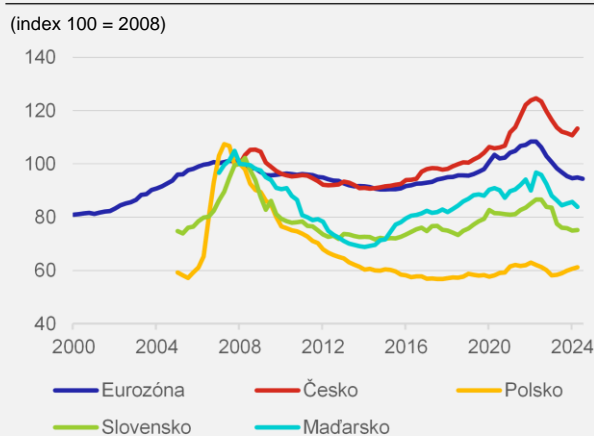
**Poměr P/I poskytuje základní informace o dosažitelnosti nemovitosti vzhledem k příjmům (Graf 3a a 3b).** Vysoký poměr P/I vypovídá o tom, že náklady na nákup nemovitosti jsou relativně vysoké oproti možnosti jejich financování z příjmů, zároveň je při dané úrokové míře a podílu LTV (loan-to-value)<sup>2</sup> obtížnější splácení případného dluhového financování nákupu nemovitostí. Pro vývoj ukazatele jsme pro zkoumané země rozdělili do dvou skupin na velké rozvinuté ekonomiky a dále pak na země východní Evropy. Dostupnost nemovitostí se ve všech srovnávaných zemích v roce 2023 zvýšila zejména díky tomu, že růst cen nemovitostí byl utlumený, ale došlo k celkem svižnému růstu mezd. Výrazněji vychýlený byl vývoj v Německu, kde dostupnost bydlení setrvale klesala, ale v posledních letech se díky poklesu cen nemovitostí se poměr ceny a příjmu navrácí zpátky na úroveň před cca 10 lety. Ze zemí V4 se po finanční krizi nejvíce zvýšila dostupnost bydlení v Polsku, a to i přes setrvalý růst cen nemovitostí. Růst příjmů tak s nemovitostmi drží krok. Naopak nejhůře je na tom situace v Česku, kde nedostupnost bydlení vzhledem k příjmům kulminovala v roce 2022, a nyní opět roste.

**Graf 3a – Poměr mezi cenou nemovitostí a příjmem (P/I): země eurozóny a světové ekonomiky**



Zdroj: OECD

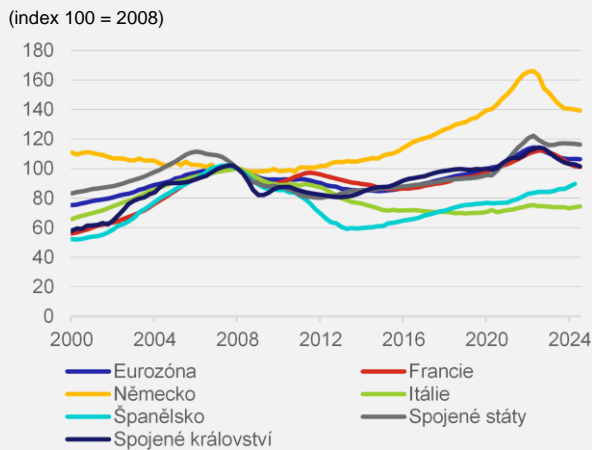
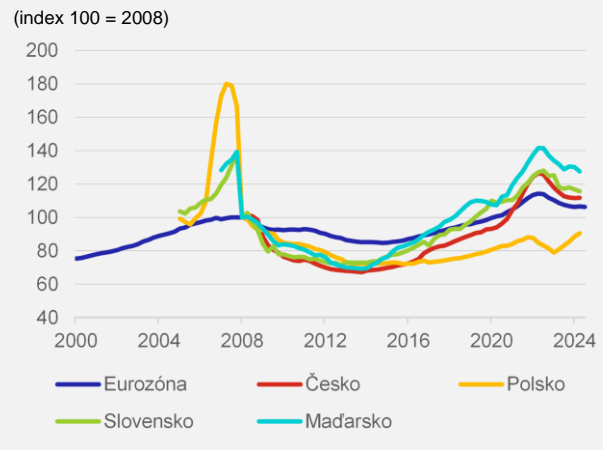
**Graf 3b – Poměr mezi cenou nemovitostí a příjmem (P/I): země V4**



Zdroj: OECD

**Poměr P/R poskytuje základní informace o vývoji ceny nemovitosti v poměru k ceně jejího nájmu (Graf 4a a 4b).** Nárůst poměru může nasvědčovat o nadhodnocení ceny nemovitosti tažené očekáváními ohledně budoucích zisků souvisejících s nemovitostí, ale stejně tak může svědčit o nižší výhodnosti vlastnického bydlení oproti nájemnímu. Pokud by zde působila optimalizace (arbitráž), měl by při růstu daného poměru poklesnout zájem o vlastnické bydlení. Ukazatel P/R se nejvíce jako zcela vhodný k přesnému určení nesladělosti cen nemovitostí, neboť nezohledňuje náklady obětované příležitosti (nelze porovnat výnos z investice do nemovitosti a např. nákup státních dluhopisů) a současně nezohledňuje úrokovou míru, která souvisí s dostupností financování prostřednictvím úvěru. Částečně nápomocné je převrácení poměru P/R, tj. výpočet tzv. výnosu z pronájmu nemovitosti, který je možné přímo porovnat s dlouhodobou úrokovou mírou a tím aproximovat náklady ušlé příležitosti. Vysoká hodnota výnosu z pronájmu nemovitosti (tedy nízká hodnota ukazatele P/R) v porovnání s úrokovou sazbou z úvěrů na bydlení může otevírat prostor pro potenciálně rizikové spekulativní nákupy nemovitostí. Na první pohled je vývoj poměru v našem vzorku zemí podobný jako v případě ke vztažení k příjmům. Z velkých vyspělých ekonomik se nejvíce snížila výnosnost nájmu v Německu, tedy nájmy tam nerostou tak rychle. Ze zemí V4 je pak pro investory nejzajímavější Polsko.

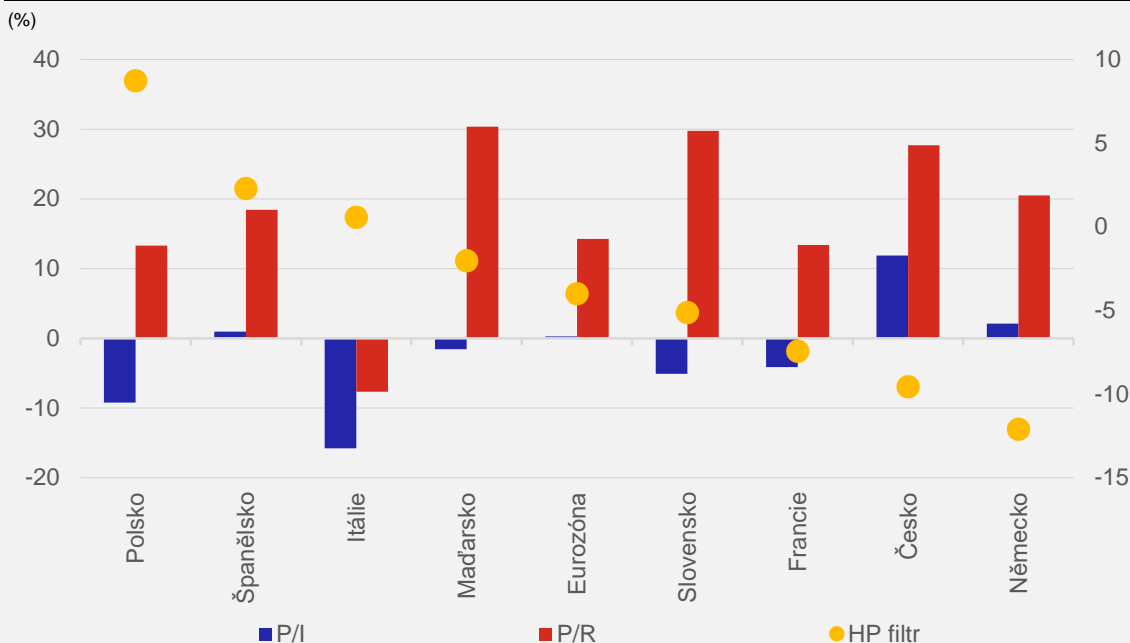
<sup>2</sup> Blíže o tomto pojednává např. Zpráva o finanční stabilitě

**Graf 4a – Poměr mezi cenou nemovitostí a nájmem (P/R): velké světové ekonomiky****Graf 4b – Poměr mezi cenou nemovitostí a nájmem (P/R): země V4**

### Vyhodnocení nesladěnosti cen nemovitostí

**Vývoj cen nemovitostí a základní poměrové ukazatele již přinášejí rámcovou informaci o nesladěnosti cen nemovitostí.** Jak bylo ukázáno, po roce 2008 došlo na nemovitostním trhu k viditelné korekci. Poměrové ukazatele P/I a P/R slouží, obdobně jako trendové křivky a statistické filtry, pro rychlou prvotní orientaci na daném nemovitostním trhu. Jejich oblíbenost je zejména u praktiků vystupujících na finančních trzích. Nezodpovězenou otázkou zůstává, zda se představené indikátory pohybují shodně a jaký závěr o míře nesladěnosti nemovitostí udělat s výhodou znalostí jejich dlouhodobého vývoje. Pokud se vývoj cen nemovitostí vyskytuje výrazně nad dlouhodobým průměrem, pak nejspíše budou dosahovat vyšších hodnot také poměry P/I a P/R, neboť oba jsou přímo úměrné ceně nemovitostí.

**Další informace o nesladěnosti cen nemovitostí lze získat pohledem statistických filtrů na trendy.** Ty sice patří k těm nejjednodušším, avšak nemusí ex ante platit, že jejich výsledky budou nutně méně úspěšné, než výsledky získané na bázi mnohem sofistikovanějších metod. Jejich výhodou však je, že obvykle dávají odpověď i na to, jaké faktory nejvíce vývoj cen nemovitostí ovlivnily. Pro výpočet trendu lze použít Hodrickův-Presscotův filtr (HP filtr) s doporučenou hodnotou vyhlazovacího koeficientu pro příslušnou periodicitu časové řady, Band-Pass filtr (BP filtr) nebo případně další jednorozměrné filtry.

**Graf 5 – Nesladěnost cen nemovitostí ve vybraných zemích**

Zdroj: výpočet autorů na základě dat OECD

Pozn.: HP filtr pro polovinu roku 2024, ukazatele P/I a P/R vyjádřeny v polovině roku 2024 v porovnání se svým dlouhodobým průměrem v dané zemi. Země seřazeny podle hodnoty HP filtru

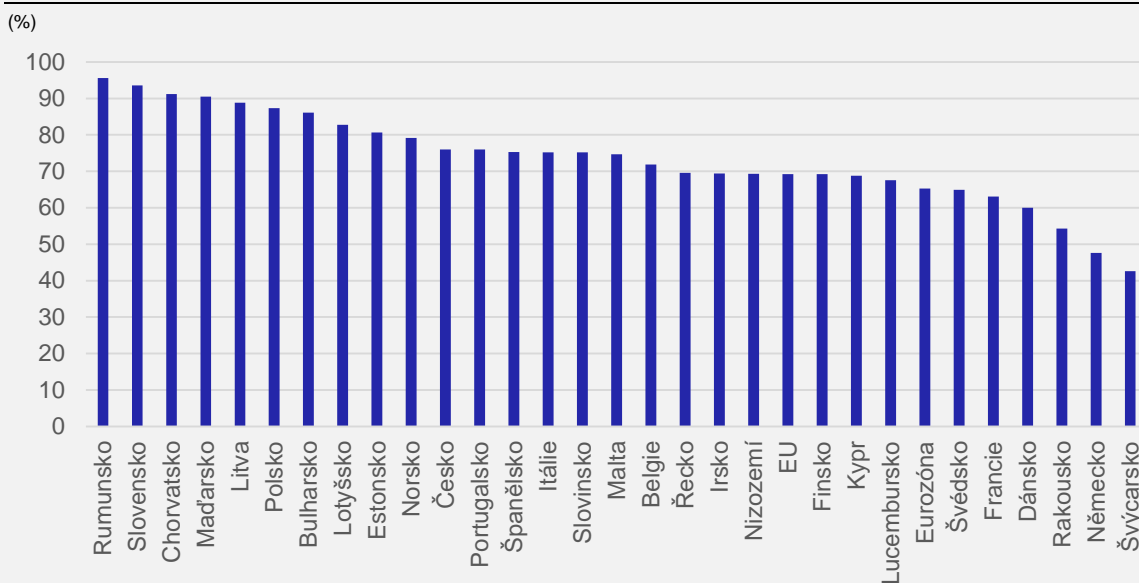
**Graf 5** shrnuje aktuální hodnoty poměrových ukazatelů P/I a P/R spolu s výsledky nesladěnosti získaného na základě Hodrickova a Prescottova filtru (HP filtr). Nevýhodou statického HP filtru je známý problém vychýlenosti na konci vzorku, tzv. end-point-bias, který se projevuje silněji v období rychlých změn cen nemovitostí. Z grafu 5 vyplývá, že obecně ve vybraném vzorku se pohybují ceny nemovitostí vzhledem k příjmům obyvatel okolo dlouhodobého průměru. Výjimkou je Česká republika, kde jsou ceny nemovitostí vzhledem k příjmům výrazně nad průměrem a na opačném konci je pak Itálie, kde jsou naopak ceny vzhledem k příjmům pod dlouhodobým průměrem. Ve všech zemích s výjimkou Itálie jsou pak pod dlouhodobým průměrem výnosy z nájmu, neboť indikátor poměry ceny a nájmu je výrazně nad dlouhodobým průměrem. Z pohledu statistického filtru je cena nemovitostí v Polsku přibližně 9 % nad dlouhodobým průměrem, zatímco na opačném konci leží Německo, kde ceny výrazně poklesly a dostaly se pod dlouhodobý trend. Robustnější představu o míře nesladěnosti cen nemovitostí s fundamenty by bylo nutné použít složitějších strukturálních modelů.

### Bydlí Evropané spíše ve vlastním nebo v nájmu?

**Ceny nemovitostí a relativní ukazatele ve vztahu k příjmům a nájmu mají vliv na preferencích domácností, zda si místo k bydlení koupí nebo pronajmou.** Podíl vlastnického a nájemního bydlení se v evropských zemích výrazně liší v závislosti na historických, ekonomických a kulturních faktorech. V průměru vlastní nemovitost přibližně 70 % obyvatel Evropské unie. U východoevropských zemích EU je podíl vlastnického bydlení obecně vyšší, zatímco v západoevropských zemích je častější nájemní bydlení. Nejvyšší podíl vlastnického bydlení je v Rumunsku (přes 96 %), nejnižší pak ve Švýcarsku (Graf 6).

**Mezi ekonomické faktory podporující preferenci pro vlastní bydlení patří zejména** dostupnost financování (nízké úrokové sazby a rozvinutost hypotečního trhu podporují vlastnické bydlení), ceny nemovitostí (čím jsou ceny nemovitostí nižší, tím více domácností „dosáhne“ na průměrnou výši hypotéky pro financování průměrné velikosti nemovitosti) a stabilita

**Graf 6 – Podíl vlastnického bydlení v Evropě**



Zdroj: Eurostat  
Pozn.: Data pro rok 2023

příjmů domácností (čím je nižší míra nezaměstnanosti, tím stabilnější je příjmová stránka domácností, což podporuje finanční důvěru pro hypoteční závazek).

**Pořízení vlastního bydlení není mnohdy výsledkem čistě ekonomického pohledu, ale důležitým faktorem při pořízení jsou také kulturní a sociální aspekty bydlení.** Patří sem např. dlouhodobé tradice, mentalita a historický vývoj odrážející například privatizaci bytového fondu po pádu komunismu ve východní Evropě, tradiční sklon k dědění nemovitostí v jižních a východních státech EU nebo rovněž tradiční preference nájemního bydlení v západní Evropě (standardní a dlouhodobě stabilní alternativa vlastnickému bydlení) a rodinné zázemí a vazby (lidé plánující rodinu či žijící v mezigenerační nemovitosti obvykle preferují vlastnické bydlení).

**Poptávku po bydlení ovlivňují také demografické faktory,** přičemž jde zejména o věk (mladší lidé vesměs preferují nájemní bydlení, starší spíše vlastnické, což i odráží jejich pohled na nemovitost jako na investici, resp. jejich částečné zabezpečení na stáří. To bezesporu souvisí s očekávanou velikostí důchodu ve stáří, pokud je nižší, pak je preferováno vlastnické bydlení). Dalším faktorem je míra urbanizace (ve městech je vyšší sklon k nájemnímu bydlení, neboť i jeho nabídka je vyšší; na vesnicích pak jasně vede bydlení vlastnické, neboť se jedná převážně o rodinné domy). Současně při

existenci vysokého vlastnického podílu nemusí být nabídka nemovitostí k pronájmu dostatečná, což může dále omezit rozvoj některých lokalit.

**Čtvrtou skupinu faktorů lze zastřešit pod oblast právní a institucionální**, kde jde o míru regulace nájemního trhu (v zemích s přísnou ochranou práv nájemníků, jak je tomu např. v Německu, je nájemní bydlení atraktivnější), a také o daňovou a dotační oblast (daňové úlevy na hypotéky nebo přímé dotace na koupi nemovitostí motivují k vlastnickému bydlení; v některých zemích může být nájemní bydlení zvýhodněno nižším zdaněním příjmů z nájmu).

**Poslední velkou skupinu tvoří psychologické motivy spojené s držbou nemovitostí**. Tedy jde o vnímání pocitu jistoty a společenské prestiže. Oba tyto faktory hovoří ve prospěch vlastnického bydlení. Pokud lidé kupují nemovitosti k dlouhodobému užívání, pak bude vysoká míra vlastnického bydlení spojena se stabilním vývojem cen nemovitostí za podmínky dostatečné výstavby nových nemovitostí v poptávaných lokalitách. Negativním efektem vysoké míry vlastnického bydlení je dopad na mobilitu obyvatel a tím i pružnost pracovního trhu. Vlastnictví nemovitostí s sebou přináší vyšší transakční náklady, které se vyplatí podstoupit pouze při delším užívání.

## Závěr

**Evropský nemovitostní trh za poslední čtvrtstoletí prošel významnými změnami, odrážejícími vliv hospodářských krizí, demografických trendů i měnové politiky**. Krize z roku 2008 přinesla výraznou korekci cen nemovitostí v některých zemích, jako bylo Irsko nebo Španělsko, zatímco země jako Německo vykázaly stabilnější vývoj, a to jak před tak po této události. Poslední roky ukazují na rostoucí vliv inflace, která měla za následek pokles reálných cen nemovitostí, zatímco nominální ceny nemovitostí často dále rostly.

**Poměrové ukazatele, jako jsou price-to-income (P/I) a price-to-rent (P/R), poskytují cenný vhled do aktuálního stavu a dlouhodobé udržitelnosti trhu**. Přestože většina evropských zemí vykazuje hodnoty blízké dlouhodobým průměrům, Česká republika a Polsko zůstávají extrémy – první s výraznou nedostupností bydlení a druhé jako atraktivní lokalita pro investory díky relativně nízkým cenám ve vztahu k nájmu. Budoucí vývoj na trhu bude pravděpodobně určován kombinací makroekonomických faktorů, politiky centrálních bank a dynamiky poptávky a nabídky nemovitostí.

**Dostupnost vlastnického a nájemního bydlení se v Evropě dosti odlišuje. Důvody lze nalézt v ekonomických, historických i kulturních faktorech**. Ve východní Evropě dominuje vlastnické bydlení, často spojené s postkomunistickou privatizací bytového fondu, zatímco v západní Evropě je běžnější nájemní bydlení díky lepší regulaci nájemního trhu. Faktory jako dostupnost financování, míra urbanizace či daňová politika významně ovlivňují rozhodování domácností mezi koupí a pronájmem. Přestože vysoký podíl vlastnického bydlení zvyšuje stabilitu trhu, může zároveň omezit mobilitu pracovní síly a pružnost trhu práce. Především v zemích jako Česká republika však stále přetrvává vysoká nedostupnost bydlení v poměru k příjmům domácností.

## Klíčová slova

Ceny nemovitostí, finanční krize, covid-19

## JEL Klasifikace

E32, R31, R33



## A1. Změna predikcí pro rok 2025

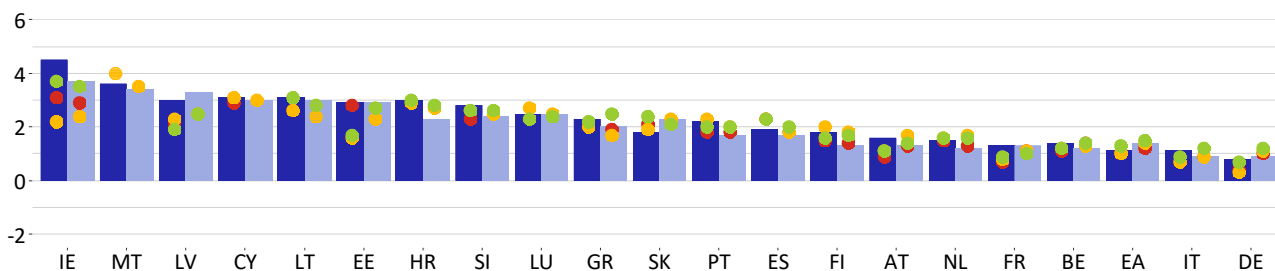
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,2	0	-0,2	0	0	0	-0,1
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2024/12 2024/9
US	+0,2	+0,5	+0,8	+0,1	+0,2	-0,1	+0,6	+0,4
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2024/12 2024/9
UK	-0,1	+0,1	+0,5	+0,5	0	+0,1	+0,3	+0,5
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2024/11 2024/8	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2024/11 2024/8
JP	0	0	+0,1	+0,1	0	-0,1	-0,2	-0,2
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2024/10 2024/7	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2024/10 2024/7
CN	0	+0,1	+0,2	0	-0,2	-0,3	+0,1	0
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12
RU	0	+0,1	0	+0,1	0	+1,4	+1,5	+0,9
	2025/1 2024/12	2025/1 2024/10	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12	2025/1 2024/12	2024/10 2024/4	2024/12 2024/9	2025/1 2024/12

## A2. Změna predikcí pro rok 2026

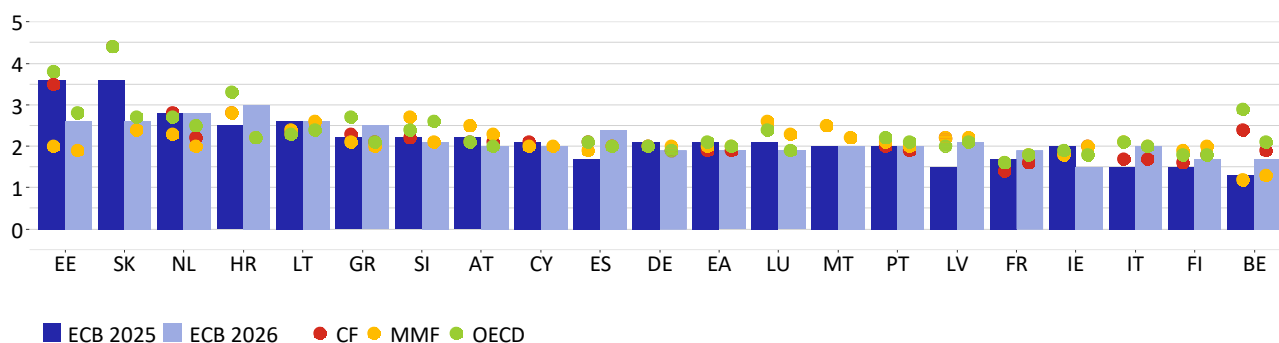
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	--	-0,1	--	-0,1	--	0	--	0
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2024/12 2024/9	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2024/12 2024/9
US	--	+0,1	--	0	--	0	--	+0,1
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2024/12 2024/9	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2024/12 2024/9
UK	--	0	--	0	--	0	--	+0,8
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2024/11 2024/8	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2024/11 2024/8
JP	--	0	--	0	--	0	--	0
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2024/10 2024/7	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2024/10 2024/7
CN	--	+0,4	--	0	--	0	--	0
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2025/1 2024/12	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2025/1 2024/12
RU	--	0	--	-0,1	--	0	--	-0,1
	2025/1 ---	2025/1 2024/10	2024/12 ---	2025/1 2024/12	2025/1 ---	2024/10 2024/4	2024/12 ---	2025/1 2024/12

### A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



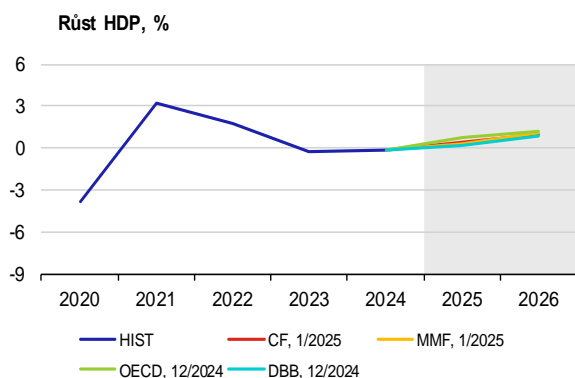
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



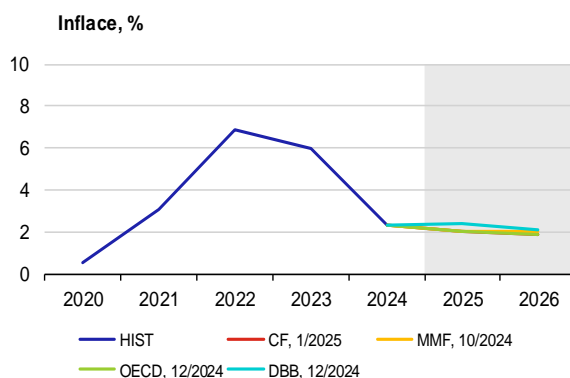
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

### A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny

#### Německo

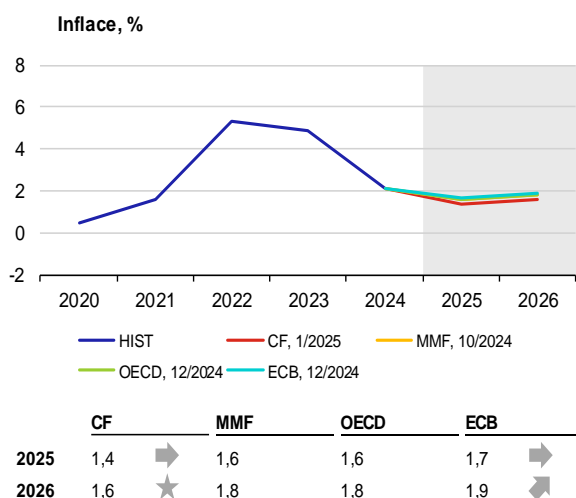
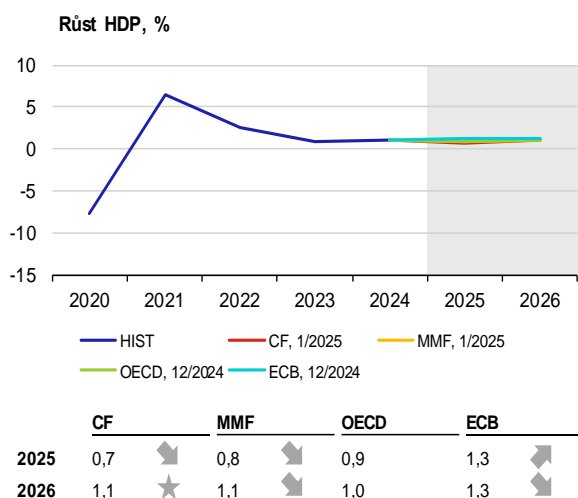


	CF	MMF	OECD	DBB
2025	0,4 →	0,3 ↘	0,7	0,2 ↘
2026	1,0 ★	1,1 ↘	1,2	0,8 ↘

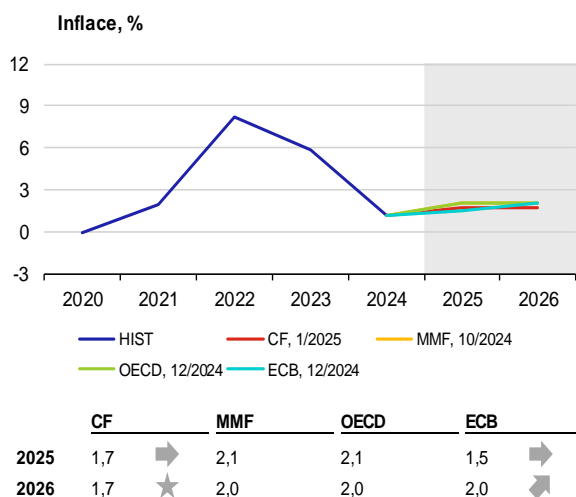
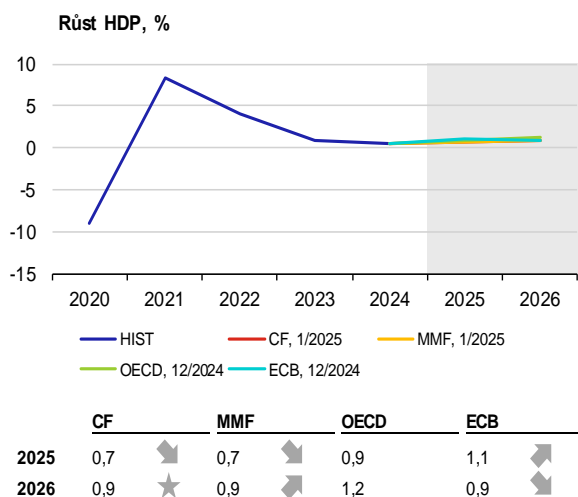


	CF	MMF	OECD	DBB
2025	2,0 →	2,0	2,0	2,4 ↘
2026	1,9 ★	2,0	1,9	2,1 ↘

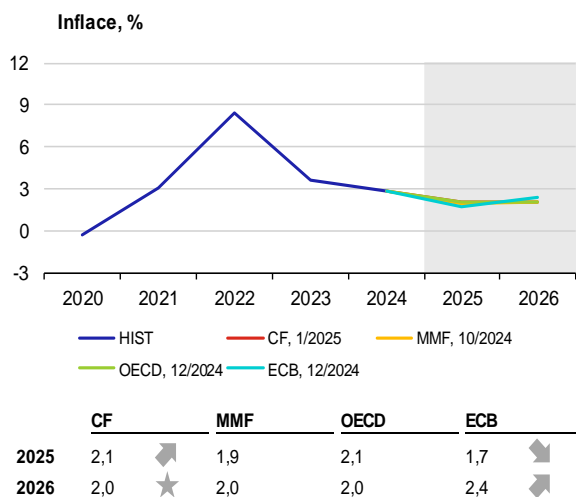
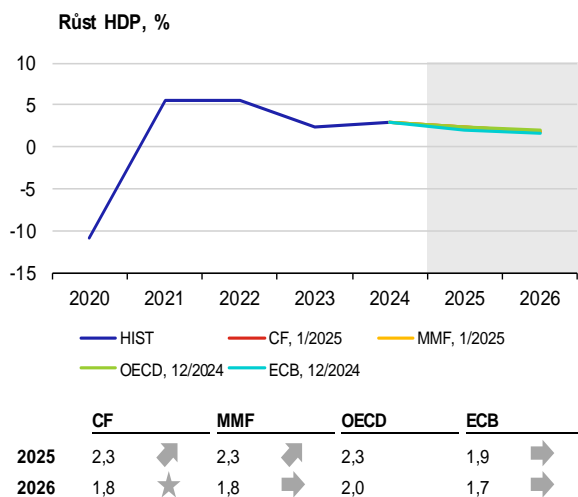
## Francie



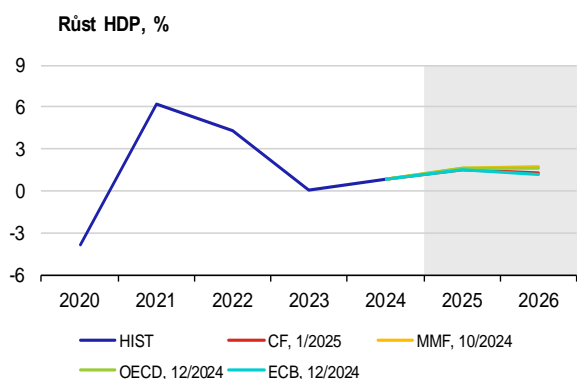
## Itálie



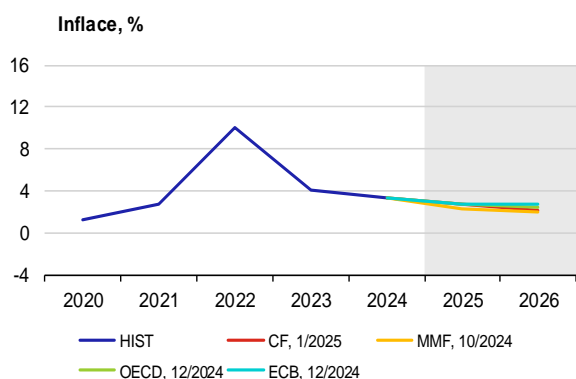
## Španělsko



## Nizozemsko

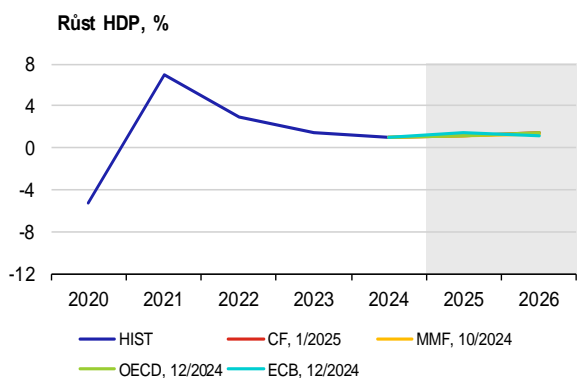


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,5 →	1,6	1,6	1,5 ↕
2026	1,3 ★	1,7	1,6	1,2 ↕

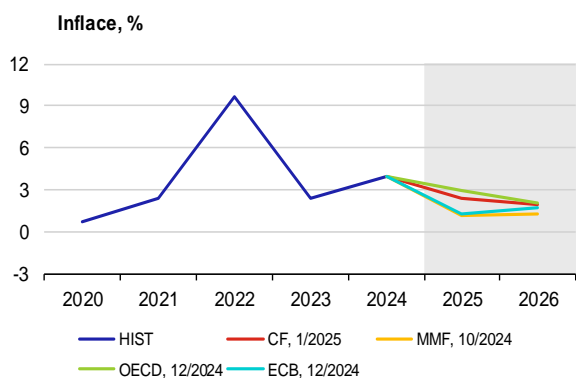


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,8 →	2,3	2,7	2,8 →
2026	2,2 ★	2,0	2,5	2,8 ↕

## Belgie

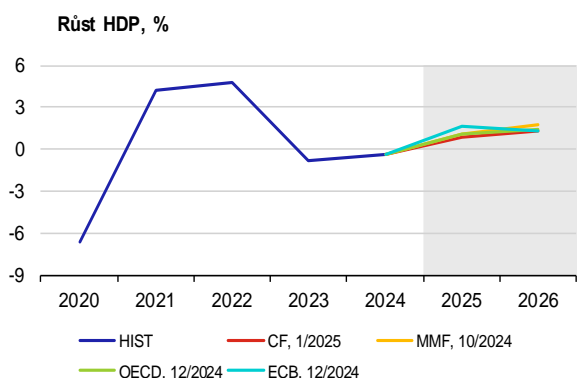


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,1 ↕	1,2	1,2	1,4 ↕
2026	1,4 ★	1,3	1,4	1,2 ↕

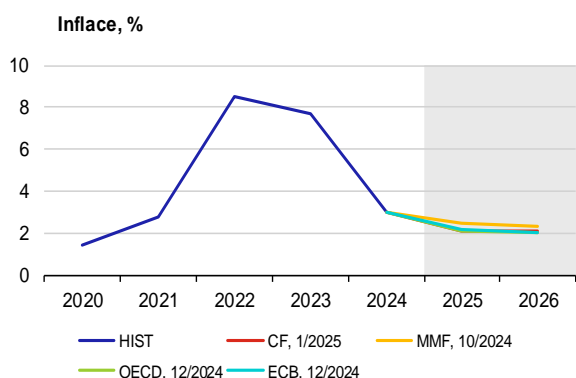


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,4 ↕	1,2	2,9	1,3 ↕
2026	1,9 ★	1,3	2,1	1,7 ↕

## Rakousko

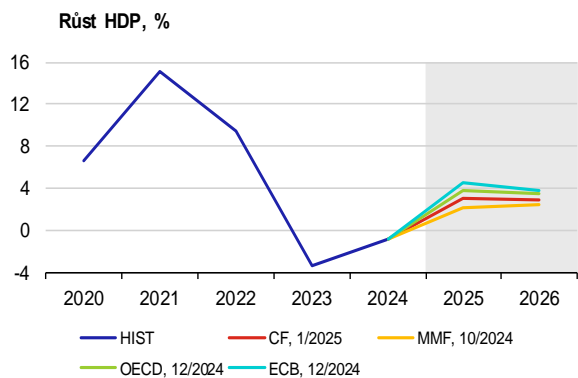


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	0,9 ↕	1,1	1,1	1,6 ↕
2026	1,3 ★	1,7	1,4	1,3 ↕

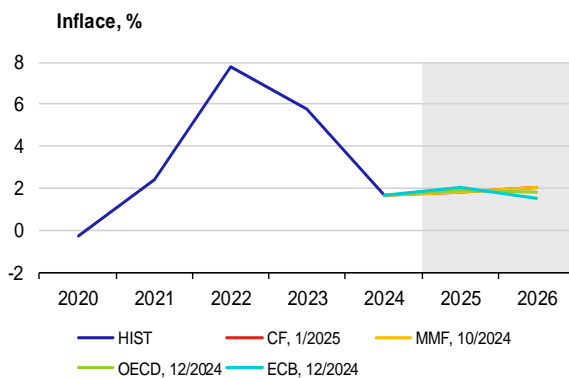


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,1 →	2,5	2,1	2,2 ↕
2026	2,1 ★	2,3	2,0	2,0 ↕

## Irsko

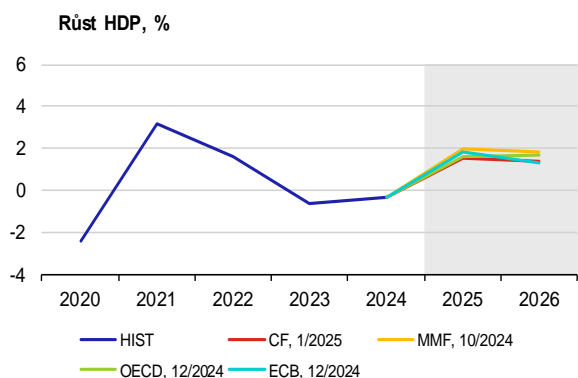


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	3,1 →	2,2	3,7	4,5 ↗
2026	2,9 ★	2,4	3,5	3,7 ↘

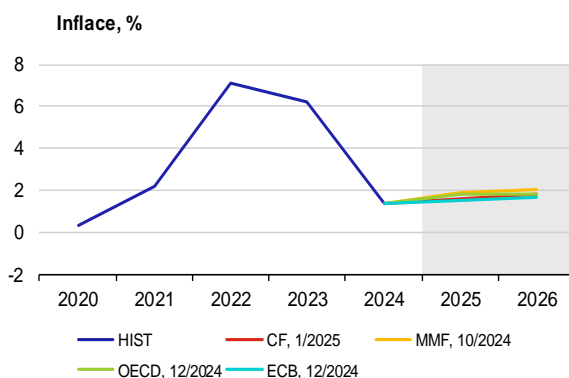


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,8 →	1,8	1,9	2,0 ↗
2026	2,0 ★	2,0	1,8	1,5 →

## Finsko

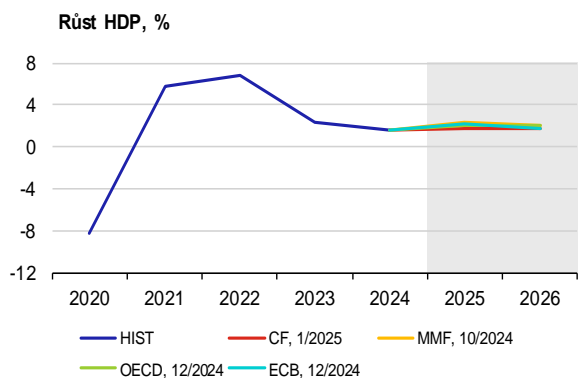


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,5 ↗	2,0	1,6	1,8 ↗
2026	1,4 ★	1,8	1,7	1,3 ↘

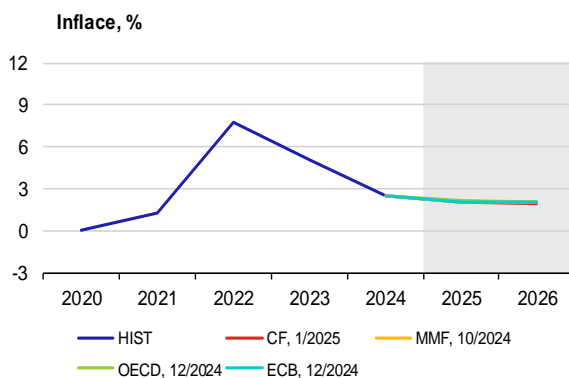


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,6 ↘	1,9	1,8	1,5 ↘
2026	1,8 ★	2,0	1,8	1,7 ↗

## Portugalsko

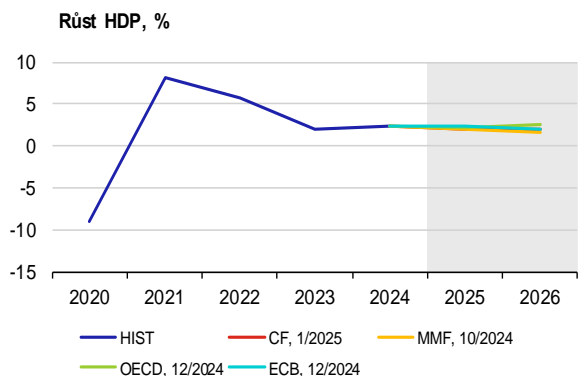


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,8 ↘	2,3	2,0	2,2 ↘
2026	1,8 ★	2,0	2,0	1,7 ↘

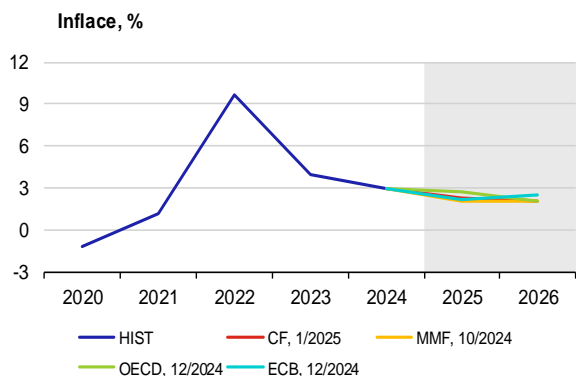


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,0 →	2,1	2,2	2,0 ↘
2026	1,9 ★	2,0	2,1	2,0 →

## Řecko

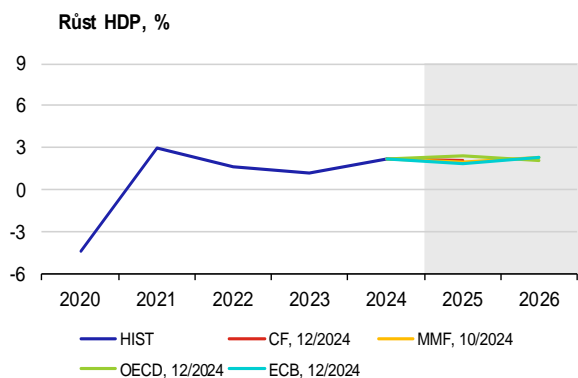


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,0	2,0	2,2	2,3
2026	1,9	1,7	2,5	2,0

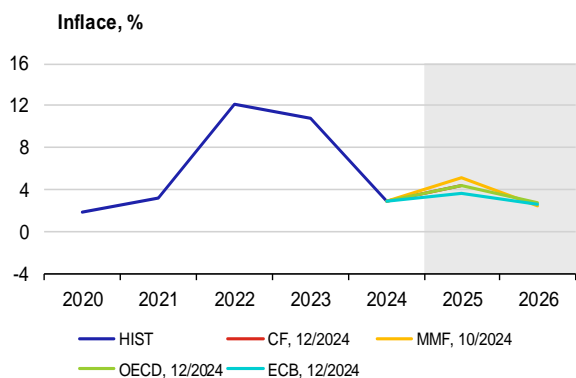


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,3	2,1	2,7	2,2
2026	2,1	2,0	2,1	2,5

## Slovensko

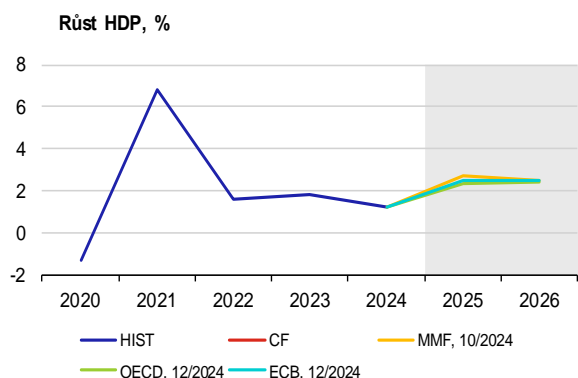


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,1	1,9	2,4	1,8
2026	n. a.	2,3	2,1	2,3

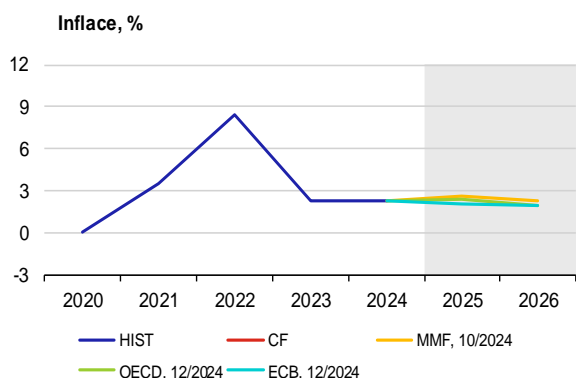


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	4,4	5,1	4,4	3,6
2026	n. a.	2,4	2,7	2,6

## Lucembursko



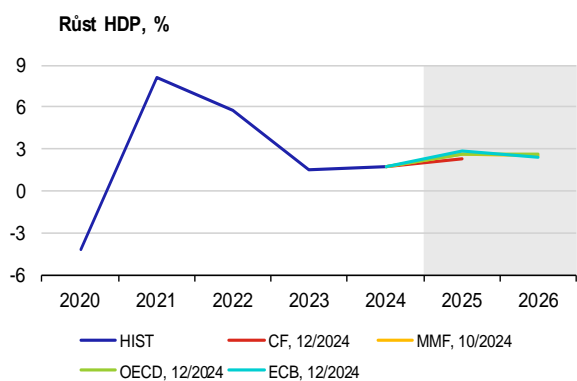
	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	2,7	2,3	2,5
2026	n. a.	2,5	2,4	2,5



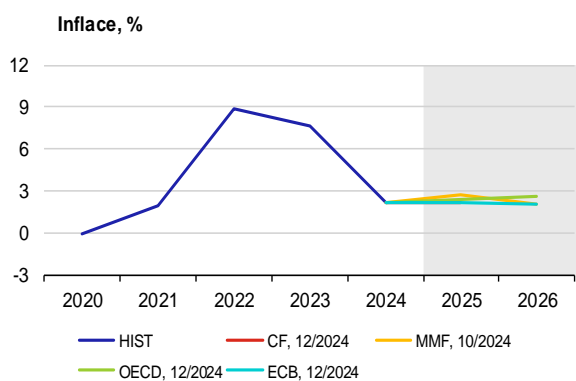
	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	2,6	2,4	2,1
2026	n. a.	2,3	1,9	1,9



## Slovinsko

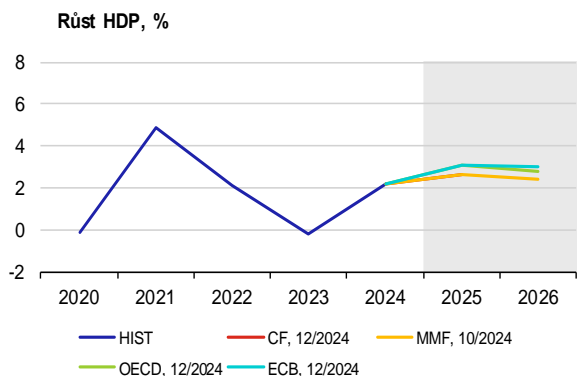


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,3	2,6	2,6	2,8
2026	n. a.	2,5	2,6	2,4

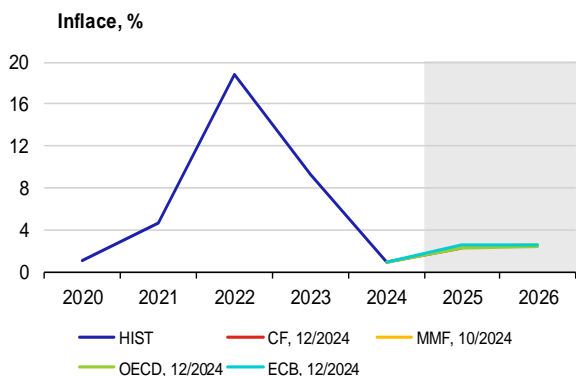


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,2	2,7	2,4	2,2
2026	n. a.	2,1	2,6	2,1

## Litva

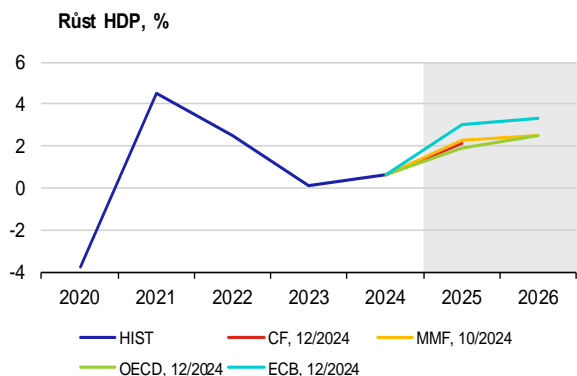


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,6	2,6	3,1	3,1
2026	n. a.	2,4	2,8	3,0

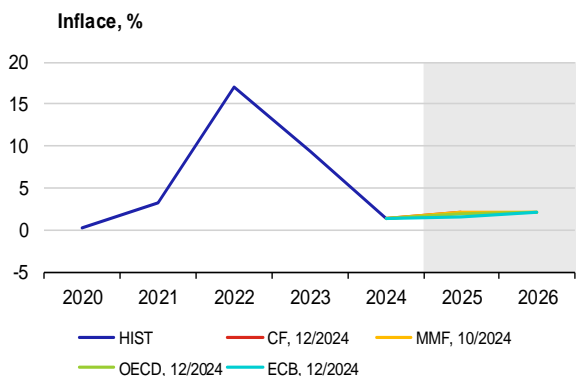


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,3	2,4	2,3	2,6
2026	n. a.	2,6	2,4	2,6

## Lotyšsko

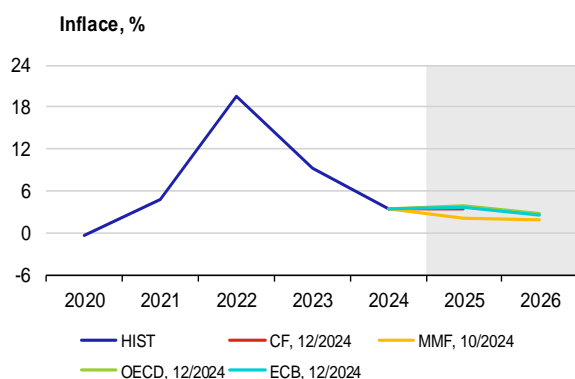
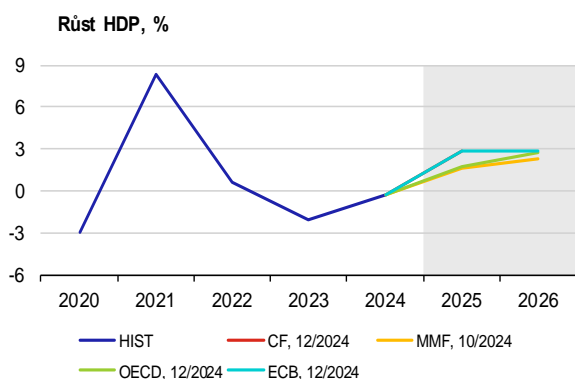


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,1	2,3	1,9	3,0
2026	n. a.	2,5	2,5	3,3



	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,2	2,2	2,0	1,5
2026	n. a.	2,2	2,1	2,1

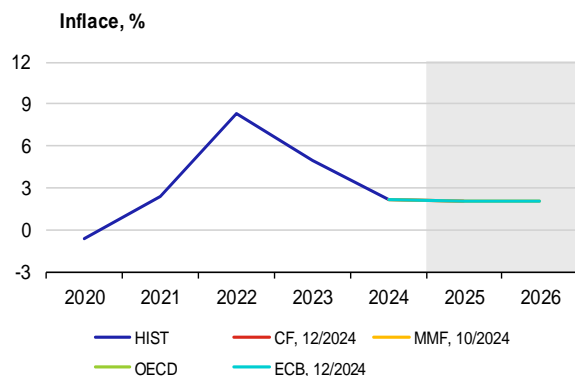
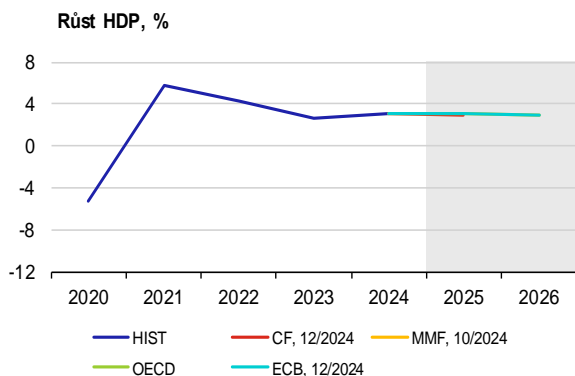
## Estonsko



	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,8	1,6	1,7	2,9
2026	n. a.	2,3	2,7	2,9

	CF	MMF	OECD	ECB
2025	3,5	2,0	3,8	3,6
2026	n. a.	1,9	2,8	2,6

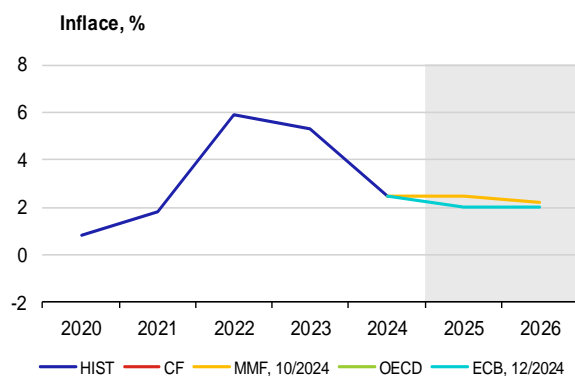
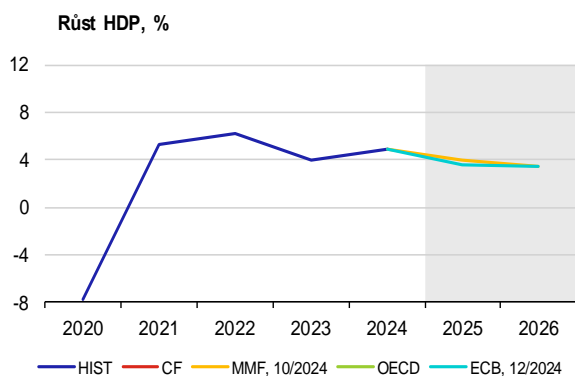
## Kypr



	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,9	3,1	n. a.	3,1
2026	n. a.	3,0	n. a.	3,0

	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,1	2,0	n. a.	2,1
2026	n. a.	2,0	n. a.	2,0

## Malta

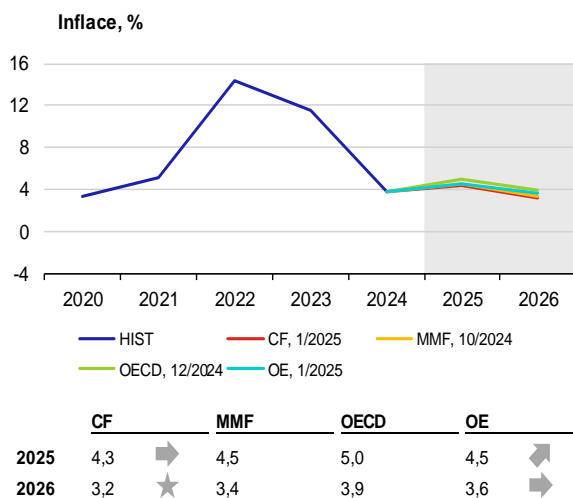
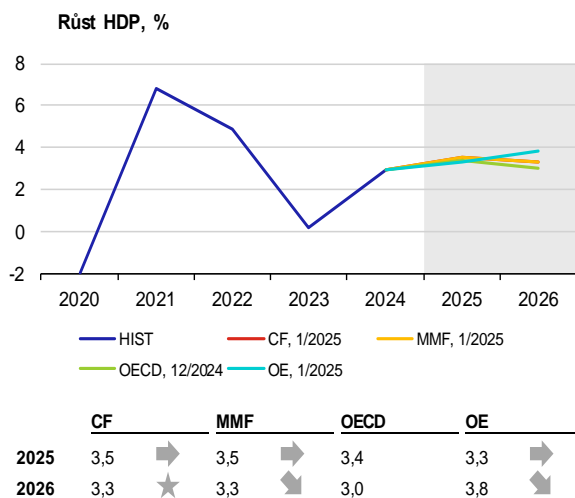


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	4,0	n. a.	3,6
2026	n. a.	3,5	n. a.	3,4

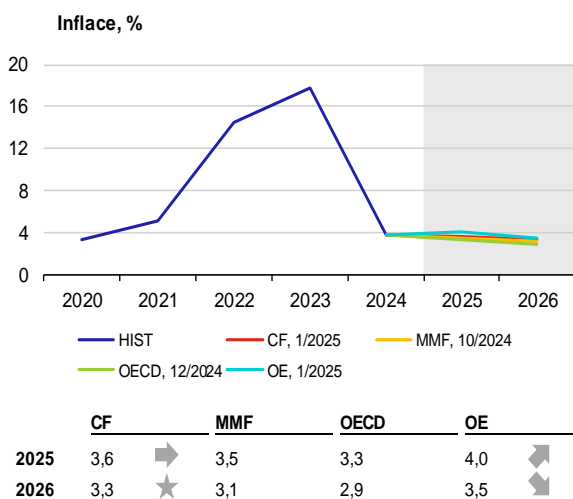
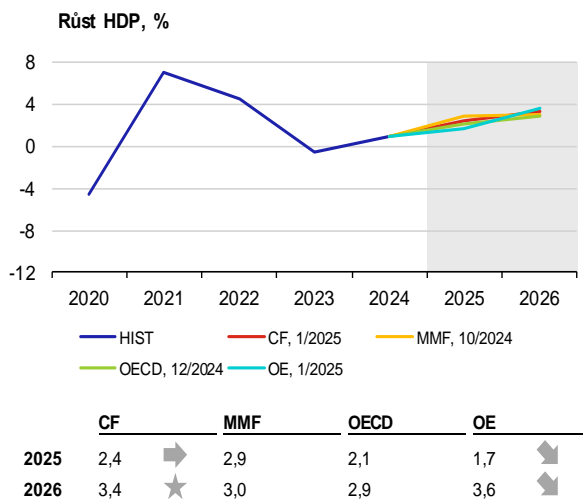
	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	2,5	n. a.	2,0
2026	n. a.	2,2	n. a.	2,0

## A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích

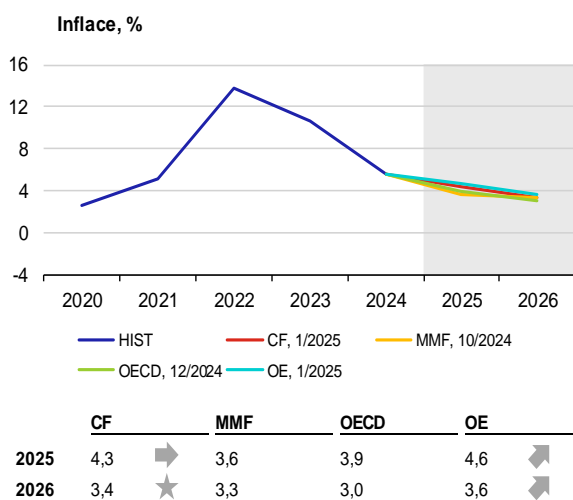
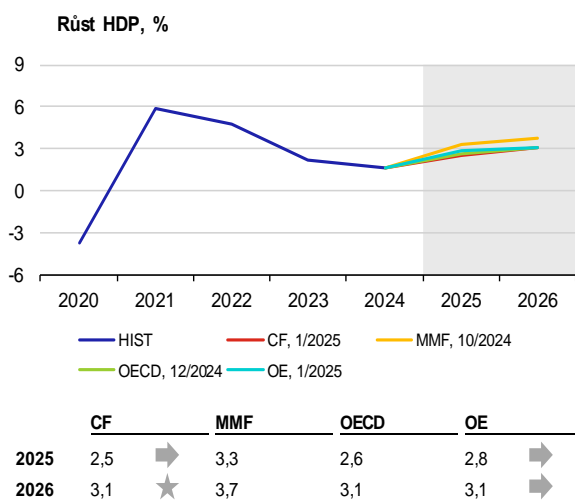
### Polsko



### Maďarsko



### Rumunsko



## A6. Seznam zkratek použitých v GEVu

<b>AT</b>	Rakousko	<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)
<b>b</b>	barel	<b>ISM</b>	Institute for Supply Management
<b>b. b.</b>	bazický bod (setina procentního bodu)	<b>IT</b>	Itálie
<b>BE</b>	Belgie	<b>JP</b>	Japonsko
<b>BoE</b>	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	<b>JPY</b>	japonský jen
<b>BoJ</b>	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	<b>LIBOR</b>	úroková sazba britského mezibankovního trhu
<b>CB</b>	centrální banka	<b>LME</b>	London Metal Exchange
<b>CBR</b>	Centrální banka Ruské federace	<b>LT</b>	Litva
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>LU</b>	Lucembursko
<b>CN</b>	Čína	<b>LV</b>	Lotyšsko
<b>CNY</b>	čínský renminbi	<b>MKT</b>	Markit
<b>ConfB</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond
<b>CXN</b>	Caixin	<b>MNB</b>	Maďarská národní banka
<b>CY</b>	Kypr	<b>MT</b>	Malta
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>NBP</b>	Polská národní banka
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	<b>NIESR</b>	National Institute of Economic and Social Research (UK)
<b>DE</b>	Německo	<b>NKI</b>	Nikkei
<b>EA</b>	eurozóna	<b>NL</b>	Nizozemsko
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka	<b>OE</b>	Oxford Economics
<b>EE</b>	Estonsko	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>EIA</b>	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	<b>OECD-CLI</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>ES</b>	Španělsko	<b>OPEC+</b>	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
<b>ESI</b>	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	<b>p. b.</b>	procentní bod
<b>EU</b>	Evropská unie	<b>PMI</b>	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
<b>EUR</b>	euro	<b>PT</b>	Portugalsko
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>RU</b>	Rusko
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>RUB</b>	ruský rubl
<b>FI</b>	Finsko	<b>SI</b>	Slovinsko
<b>FOMC</b>	Federální komise pro volný trh	<b>SK</b>	Slovensko
<b>FR</b>	Francie	<b>SPF</b>	Survey of Professional Forecasters
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>TTF</b>	Title Transfer Facility (virtuální obchodní bod pro zemní plyn v Nizozemsku)
<b>GBP</b>	britská libra	<b>UK</b>	Spojené království
<b>GR</b>	Řecko	<b>UoM</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotřebitelských cen	<b>USD</b>	americký dolar
<b>HR</b>	Chorvatsko	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange	<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
<b>IE</b>	Irsko	<b>ZEW</b>	Centre for European Economic Research
<b>IEA</b>	International Energy Agency		
<b>IFO</b>	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich		

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

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
Fax: 224 412 179  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)