

Inflační očekávání finančního trhu

— 2/2025



ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

Česká národní banka — Inflační očekávání finančního trhu — 2/2025

Obsah

I. SHRUTÍ	3
II. INFLACE	4
III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	5
IV. ÚROKOVÉ SAZBY – 2T REPO, PRIBOR, IRS	6
V. MĚNOVÝ KURZ	8
VI. NOMINÁLNÍ MZDY	9

I. SHRUTÍ

Do únorového průzkumu Inflačního očekávání finančního trhu opět zaslalo příspěvek třináct domácích a tři zahraniční analytici. Z výsledků vyplývá, že analytici v ročním horizontu očekávají nižší tempo inflace, a to na pozadí nižšího než původně očekávaného ekonomického růstu v letošním i příštím roce. Zároveň převažuje názor, že BR ČNB na svém březnovém zasedání nepřistoupí ke změně základních úrokových sazeb. Prognóza vývoje kurzu koruny se zásadně nemění, pouze došlo ke kosmetické úpravě v souladu s posledním vývojem na devizovém trhu. Průměrný odhad mzdového růstu v letošním i příštím roce zůstal na lednových úrovních.

DOMÁCÍ ANALYTICI	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
Jiří Polanský, Česká spořitelna	+	+										
Jan Vejmělek, Komerční banka	+	+										
Patrik Rožumberský, Unicredit Global Research	+	+										
Helena Horská, Martin Kron, Raiffeisenbank	+	+										
Petr Dufek, Banka CREDITAS	+	+										
Petr Sklenář, J&T Banka	+	+										
Radomír Jáč, Generali Investments CEE	+	+										
David Havrlant, ING	+	+										
Kamil Kovář, Moody's Analytics	+	+										
Jan Kudláček, Tomáš Lébl, UNIQA	+	+										
Jaromír Šindel, ČBA												
Lukáš Kovanda, Trinity Bank	+	+										
Michal Šoltés, RoklenFin	+	+										
Martin Janičko, MND	+	+										
Jan Bureš, ČSOB												
ZAHRANIČNÍ ANALYTICI												
Piotr Kalisz, Citi	+	+										
Basak Edizgil, Goldman Sachs	+	+										
Sili Tian, The Economist Intelligence Unit												
Jose A. Cerveira, JP Morgan	+	+										

Za příspěvky do průzkumu Inflačních očekávání finančního trhu velmi děkujeme.

V Praze, dne 25. 2. 2025

II. INFLACE

PROGNÓZA MEZIROČNÍHO RŮSTU CPI

(%)

Únor 2025	CPI	
	1Y	3Y
minimum	1.6	2.0
průměr	2.2	2.1
maximum	2.7	2.5

ROČNÍ A TŘÍLETÁ PROGNÓZA RŮSTU CPI

(%)

Predikce v měsíci	ANALYTICI		ČNB v %
	1Y	3Y	1Y
únor 2024	2.4	2.3	1Q: 1.7
duben 2024	2.2	2.2	2Q: 1.9
červenec 2024	2.1	2.1	
září 2024	2.2	2.1	3Q: 1.9
říjen 2024	2.2	2.2	
prosinec 2024	2.3	2.2	4Q: 2.4
leden 2025	2.3	2.1	
únor 2025	2.2	2.1	1Q: 2.2

I lednová inflace přinesla překvapení, tentokrát však na opačnou stranu. Meziročně se index spotřebitelských cen v prvním měsíci letošního roku zvýšil o 2,8 %, což je o 0,2 procentního bodu méně než v prosinci, ale více než konsensuální odhad, který počítal s výraznějším zpomalením. Zboží zdražilo o 1,7 %, zatímco služby o 4,7 %. V meziměsíčním vyjádření spotřebitelské ceny vzrostly o 1,3 %, když se projevil vysoký růst cen potravin, zejména ovoce a zeleniny i alkoholických nápojů. Ceny zboží meziměsíčně vzrostly o 1,5 % a ceny služeb o 1,0 %.

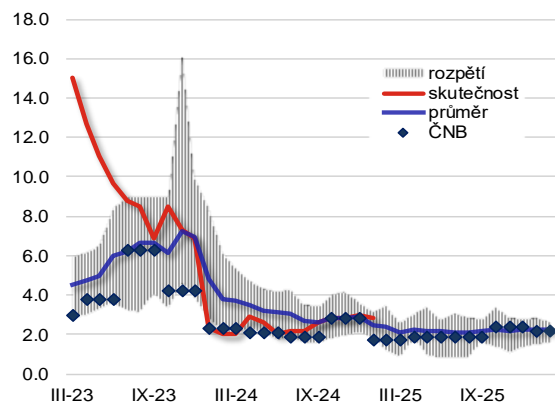
Od minulého šetření se názor analytiků na vývoj inflace v ročním horizontu změnil jen nepatrně, když roční průměrná prognóza poklesla o 0,1 procentního bodu na 2,2 %. Rozpětí individuálních odhadů se zúžilo vlivem jak nárůstu minimální, tak poklesu maximální hodnoty. V tříletém časovém horizontu zůstává průměrný odhad na předchozí úrovni, a to na 2,1 %. Zároveň se krajní hodnoty individuálních odhadů nezměnily.

Analytici předpokládají, že celková i jádrová inflace by se měly držet v tolerančním pásmu inflačního cíle centrální banky. Podle odhadů letos spíše poblíž horní hranice tohoto pásma. Významným zdrojem nejistoty, ovšem s relativně velkým dopadem, je proměnlivost u cen potravin, které by mohly působit proinflačně. U cenového růstu v oblasti služeb je spíše očekáváno pozvolné zpomalování. V příštím roce by se měla inflace pohybovat také v horní části tolerančního pásma, ale již v blízkosti inflačního cíle. Za oboustranné riziko vývoje inflace jsou považovány obchodní spory mezi USA a EU, kdy potenciální zvýšení dovozních cel by sice zvyšovalo cenový růst, ovšem oslabení německé ekonomiky v důsledku poklesu odbytu do USA by mohlo naopak působit protiinflačně.

Zimní prognóza ČNB předpokládá, že ve 1Q/26 spotřebitelské ceny meziročně vzrostou o 2,2 %.

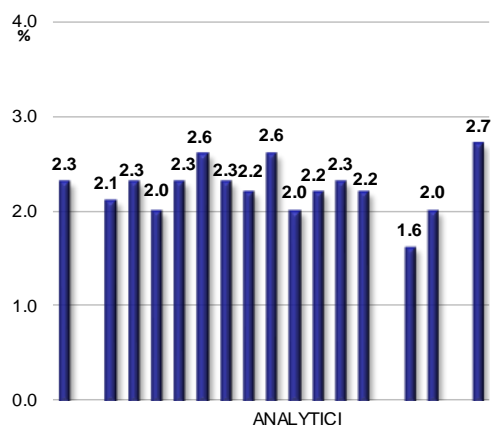
INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTİKŮ V %



III. HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Únor 2025	běžný rok	+1Y
minimum	1.5	1.8
průměr	2.0	2.3
maximum	2.4	3.0

PROGNÓZA RŮSTU HDP

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný+1Y
únor 2024	1.2	2.6
duben 2024	1.2	2.6
červenec 2024	1.3	2.6
září 2024	1.0	2.5
říjen 2024	1.0	2.4
prosinec 2024	1.0	2.0
leden 2025	2.1	2.4
únor 2025	2.0	2.3

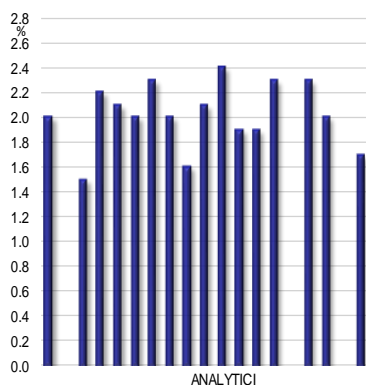
Podle předběžného odhadu ČSÚ hrubý domácí produkt ve 4Q loňského roku meziročně vzrostl o 1,6 %. K tomu nejvíce přispěly výdaje na konečnou spotřebu domácností a tvorba hrubého kapitálu. Negativní dopad naopak mělo saldo zahraničního obchodu. Z pohledu odvětvového příspěvku k růstu přidané hodnoty se na přední pozice řadí obchod, doprava, ubytování a pohostinství, zatímco průmysl pokračoval v poklesu. V mezičtvrtletním vyjádření došlo ve 4Q k nárůstu o 0,5 %. Za celý loňský rok domácí ekonomika vzrostla o 1,0 %, což bylo v souladu s odhady analytiků v našem šetření. Po zohlednění posledních makroekonomických údajů byl názor analytiků na vývoj HDP v roce 2025 mírně korigován dolů na 2,0 %, což je o 0,1 procentního bodu méně než v minulém šetření. Ve stejném rozsahu byla redukována dynamika očekávaného růstu v příštím roce, a to na 2,3 %. Rozpětí odhadů hospodářského růstu v letošním roce se vlivem poklesu maximální hodnoty zúžilo. V případě výhledů na příští rok se rozpětí individuálních odhadů nezměnilo.

Analytici předpokládají, že růst české ekonomiky by měl dále zrychlovat k 2% hladině. Nadále by jej měla táhnout především spotřeba domácností opírající se o růst reálných mezd. Zastavit by se měl také pokles zásob. Opačným směrem však bude nadále působit slabý vývoj německé ekonomiky. Pro přesnější hodnocení výkonu domácí ekonomiky, však bude zásadní znát její strukturu, jelikož ve třetím čtvrtletí byl mezičtvrtletní růst tažen hlavně zásobami, což lze těžko považovat za dlouhodobě udržitelné. Rizika jsou vychýlená spíše směrem k nižší růstové dynamice. Důležitým faktorem je německá ekonomika, která by měla sice oživovat, ovšem toto oživení může být pomalejší, než se původně předpokládalo. Jak již bylo zmíněno, vliv na vývoj německého hospodářství by mohla mít potenciální celní válka s USA, která by na německou ekonomiku, především pak na automobilový sektor, s největší pravděpodobností dopadla negativně.

Podle zimní prognózy ČNB HDP v roce 2025 vzroste o 2,0 % a v roce 2026 zrychlí tempo svého růstu na 2,4 %.

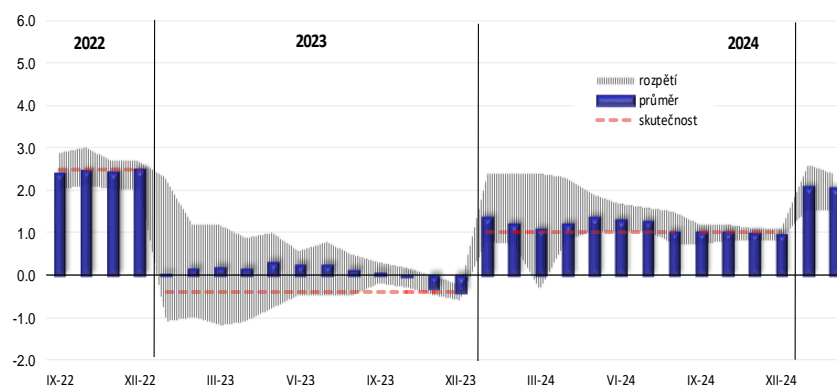
INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

ODHAD NA LETOŠNÍ ROK



RŮST HDP KE KONCI ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ V %



IV. ÚROKOVÉ SAZBY – 2T REPO, PRIBOR, IRS

PROGNÓZY 2T REPO, 12M PRIBOR, 5Y A 10Y IRS

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	2T repo sazba		12M PRIBOR		5Y IRS		10Y IRS	
	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y
únor 2024	5.75	3.66	4.90	3.50	3.41	3.21	3.45	3.27
duben 2024	5.29	3.49	4.31	3.47	3.71	3.33	3.81	3.45
červenec 2024	4.51	3.35	4.21	3.42	3.58	3.45	3.66	3.55
září 2024	4.25	3.36	3.73	3.34	3.29	3.39	3.43	3.50
říjen 2024	4.01	3.25	3.67	3.28	3.38	3.35	3.53	3.50
prosinec 2024	3.95	3.27	3.65	3.29	3.59	3.47	3.70	3.61
leden 2025	3.80	3.17	3.62	3.35	3.65	3.48	3.84	3.64
únor 2025	3.70	3.16	3.54	3.31	3.60	3.46	3.75	3.64

PROGNÓZY: MINIMUM, PRŮMĚR A MAXIMUM 2T REPO, 12M PRIBOR, 5Y A 10Y IRS

(%)

Únor 2025	2T repo sazba		12M PRIBOR		5Y IRS		10Y IRS	
	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y	1M	1Y
minimum	3.50	2.75	3.45	2.75	3.50	2.70	3.60	2.80
průměr	3.70	3.16	3.54	3.31	3.60	3.46	3.75	3.64
maximum	3.75	3.50	3.60	3.65	3.70	3.85	4.00	3.95

AKTUÁLNÍ HODNOTY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

(%)

	2T repo sazba	12M PRIBOR	5Y IRS	10Y IRS
15.2.	3.75	3.57	3.57	3.71

Podle analytiků se bude BR ČNB na svém březnovém zasedání rozhodovat mezi ponecháním základních úrokových sazeb na současné úrovni, či jejich poklesem. Naprostá většina dotázaných analytiků, kteří se zúčastnili druhého letošního šetření (13 z 16), předpokládá, že po březnovém zasedání BR ČNB zůstanou základní úrokové sazby nastaveny na současné úrovni a 2T repo sazba tak setrvá na 3,75 %. Důležitým aspektem by měl být opatrný přístup ČNB, která se podle některých názorů více orientuje na aktuální vývoj. Naproti tomu tři respondenti odhadují, že by mohlo dojít k dalšímu uvolnění měnové politiky o 25 bazických bodů. Někteří analytici, kteří se vyjádřili ve prospěch očekávání stability úrokových sazeb, ale připouští, že naděje na pokles sazeb je podobná jako pravděpodobnost jejich setrvání na současné úrovni. Záviset bude na nově přichozících makroekonomických údajích a dalších faktorech, jako například ekonomický vývoj v Německu, otázka obchodních sporů mezi USA a EU, vývoj kurzu koruny, politika centrálních bank nebo inflace za únor.

Analytici počítají, že uvolňování měnové politiky ještě není u konce. 2T repo sazba by měla během zbytku letošního a začátku příštího roku dále poklesnout. V průměru je očekáváno, že se posune na 3,16 %, což je prakticky stejná hodnota jako v minulém šetření. Nejvíce respondentů odhaduje, že se pokles zastaví na hodnotě 3,00 %, nicméně mnozí připouští riziko, že BR s ohledem na svůj opatrný přístup a jestřábí komunikaci ukončí snižování na vyšších úrovních (3,25 nebo 3,50 %).

PROGNÓZA ANALYTIKŮ – NASTAVENÍ 2T REPO SAZBY ZA 1Y

(%)

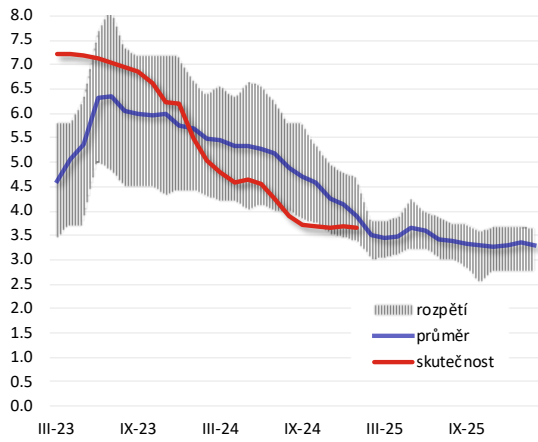
úroveň 2T repo sazby za 1Y (%)	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50	3.75	4.00
počet analytiků - aktuální šetření	0	2	6	4	4	0	0
- minulé šetření	0	2	5	5	4	0	0

Pravděpodobně v důsledku dalšího uvolnění měnové politiky došlo k poklesu úrokových sazeb na peněžním (12M PRIBOR -12 bazických bodů) a derivátovém (5Y IRS -16 bazických bodů a 10Y IRS -21 bazických bodů) trhu. Podobným směrem se posunuly i průměrné prognózy v našem průzkumu, ovšem ve výrazně menším rozsahu (pokles do 9 bazických bodů). S ohledem na nižší úroveň ročních prognóz v porovnání s prognózami měsíčními je patrné, že analytici nadále počítají s dalším poklesem sazeb peněžního trhu v následujících dvanácti měsících.

Zimní prognóza ČNB implikuje ve 1Q/26 nastavení 2T repo sazby na 3,0 %.

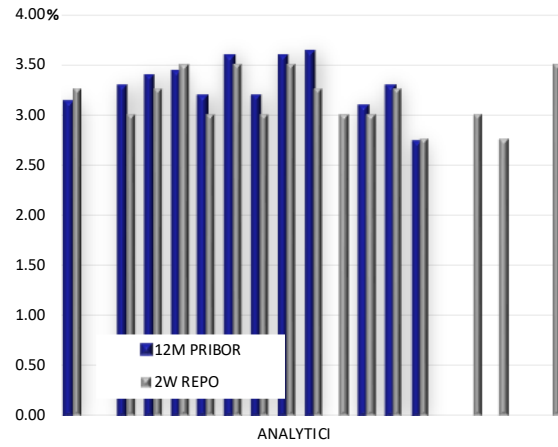
12M PRIBOR ZA 1 ROK

SKUTEČNOST, PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



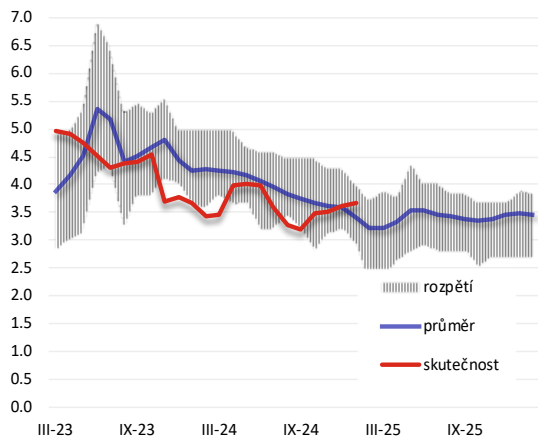
2W REPO A 12M PRIBOR ZA 1 ROK

PREDIKCE JEDNOTLIVÝCH ANALYTIKŮ



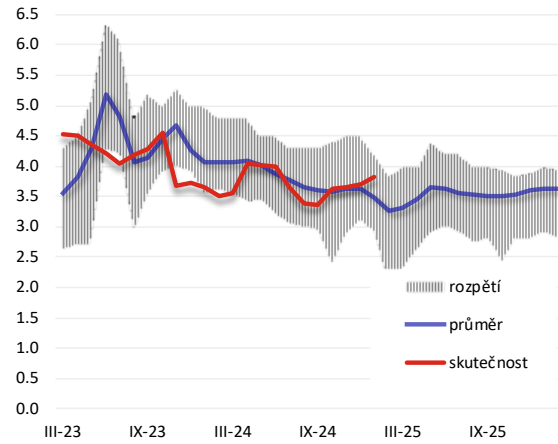
5R IRS ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



10R IRS ZA 1 ROK

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ



V. MĚNOVÝ KURZ

PROGNÓZA KURZU KORUNY

Horizont predikce Predikce za měsíc	Kurz EUR/CZK	
	1M	1Y
únor 2024	25.25	24.78
duben 2024	25.28	24.74
červenec 2024	25.21	24.70
září 2024	25.07	24.75
říjen 2024	25.16	24.62
prosinec 2024	25.08	24.83
leden 2025	25.18	24.95
únor 2025	25.13	24.93

PROGNÓZA/PREDIKCE KURZU KORUNY

Únor 2025	kurz EUR/CZK	
	1M	1Y
minimum	25.00	24.35
průměr	25.13	24.93
maximum	25.30	26.25

KURZ KORUNY K TERMÍNU ODEVZDÁNÍ DOTAZNÍKŮ

15.2.	25.05
-------	-------

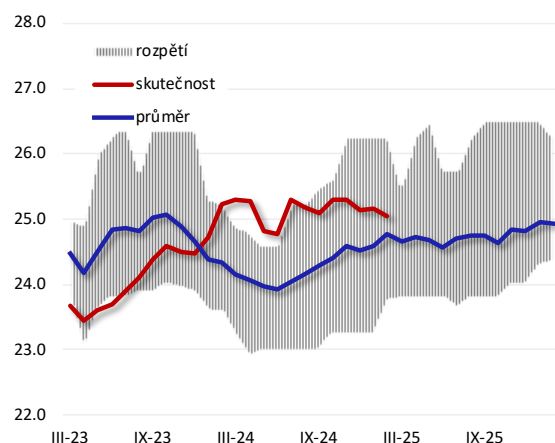
Od poloviny ledna do poloviny února kurz koruny posílil o 17 haléřů na 25,05 CZK za EUR. K tomu mu, podobně jako ostatním měnám středoevropského regionu, podle některých komentářů pomohla ustupující averze vůči riziku díky nadějším na brzké ukončení války na Ukrajině. Dalším faktorem může být posun očekávání finančního trhu směrem k pomalejšímu snižování úrokových sazeb.

Průměrná prognóza vývoje kurzu koruny i tentokrát následovala poslední vývoj na devizovém trhu a posunula se nepatrně na silnější úroveň. V měsíčním horizontu to bylo o 5 haléřů na 25,13 CZK za EUR, v případě ročních prognóz šlo o 2 haléře na 24,93 CZK za EUR. Tradiční pozvolný apreciační trend stále zůstává hlavním scénářem. Ten by se měl opírat o opatrnou jestřábí měnovou politiku ČNB a o zlepšení domácího makroekonomického vývoje, včetně zahraničního obchodu. Globální geopolitické faktory však představují riziko, které by mohlo zapříčinit zpomalení apreciacie či dokonce přechodné oslabení kurzu koruny.

Zimní prognóza ČNB počítá s kurzem koruny ve 1Q/26 na úrovni 25,4 CZK za EUR.

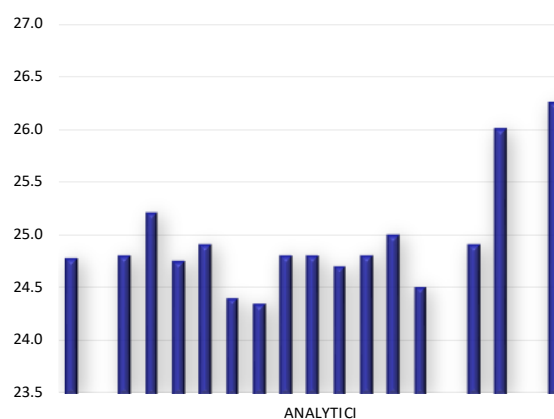
KURZ EUR/CZK

ROČNÍ PRŮMĚRNÁ PROGNÓZA A ROZPĚTÍ INDIVIDUÁLNÍCH ODHADŮ



INDIVIDUÁLNÍ ROČNÍ PROGNÓZY

EUR/CZK



VI. NOMINÁLNÍ MZDY

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Únor 2025	běžný rok	+1Y
minimum	4.9	4.0
průměr	5.8	5.1
maximum	7.6	6.7

PROGNÓZY RŮSTU NOMINÁLNÍCH MEZD

(%)

Horizont predikce Predikce za měsíc	běžný rok	běžný +1Y
únor 2024	6.2	5.2
duben 2024	6.1	5.1
červenec 2024	6.8	5.4
září 2024	6.7	5.5
říjen 2024	6.7	5.5
prosinec 2024	6.8	5.7
leden 2025	5.8	5.1
únor 2025	5.8	5.1

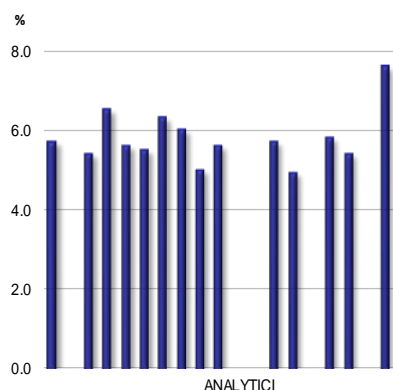
Registrovaná míra nezaměstnanosti podle Úřadu práce ČR ke konci ledna vzrostla o 0,2 procentního bodu na 4,3 %. To je o 0,3 procentního bodu více než před rokem. Počet uchazečů o zaměstnání tak meziměsíčně vzrostl o 14 038 na 320 516. Oproti tomu počet volných pracovních míst výrazně poklesl na 83 323. Zde se však znatelně projevila legislativní úprava, kdy neobsazená volná místa jsou po 6 měsících automaticky vyřazována z databáze.

Vývoj registrované míry nezaměstnanosti však nepřinesl výraznější posun v názorech analytiků na celkovou situaci na trhu práce, respektive na očekávanou dynamiku růstu nominálních mezd, přestože pozorují pokles zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu. Podle jejich názoru pracovníci opouštějící průmysl pravděpodobně nacházejí uplatnění v ostatních odvětvích. Nadále se tak v průměru předpokládá, že letos nominální mzdy meziročně vzrostou o 5,8 %. V příštím roce by pak mělo dojít k mírnému zpomalení tempa jejich růstu na 5,1 %. Přestože zvyšování nominálních mezd překonává inflaci, růst reálných mezd však zatím podle analytiků nevedl k obnovení předpandemické úrovně reálných mezd. K tomu by podle některých odhadů mělo dojít až v roce 2026.

Podle zimní prognózy ČNB mají nominální mzdy v roce 2025 vzrůst o 6,1 % a v roce 2026 zpomalí na 5,0 %.

INDIVIDUÁLNÍ PROGNÓZY

PRŮMĚR LETOŠNÍHO ROKU



RŮST MEZD KE KONCI BĚŽNÉHO ROKU

PRŮMĚR A ROZPĚTÍ PROGNÓZ V %

