

# Aktuální téma

## Únorová inflace přinese pro ČNB smíšené signály



Martin Gürtler  
(420) 222 008 509  
martin.gurtler@kb.cz

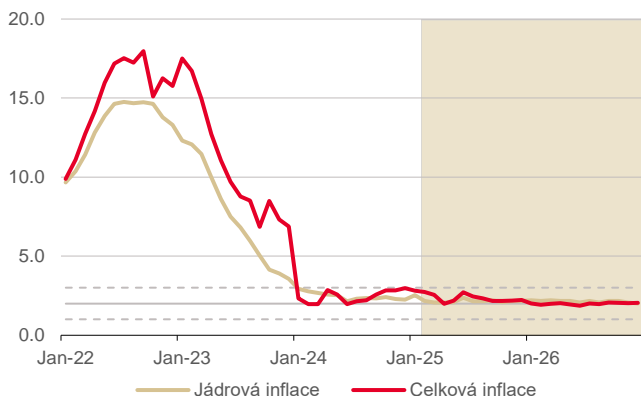
Česká inflace podle našeho odhadu v únoru klesla na meziročních 2,7 % po lednových 2,8 %. Růst spotřebitelských cen se pravděpodobně nadále týkal hlavně potravin. Očekáváme, že meziroční jádrová inflace zpomalila z lednových 2,5 % na únorových 2,2 %. Působit by na to mělo odeznění efektu nižší srovnávací základny, stejně tak i slabá spotřebitelská poptávka. Zatímco v prvním letošním pololetí bude celková inflace nejspíše vykazovat větší volatilitu, ve druhé polovině roku očekáváme její ustálení jen mírně nad 2 % y/y. Jádrová inflace by podle našeho názoru měla po většinu letošního roku zůstat poblíž cíle ČNB.

### Inflaci budou pohánět potraviny, zatímco ta jádrová bude slabá

Po lednových 2,8 %, které byly vyšší oproti naší prognóze i té od ČNB (obě 2,5 %), očekáváme, že v únoru česká meziroční inflace klesla jen nepatrně na 2,7 %. Centrální banka ve své poslední čtvrtletní prognóze pro únor odhaduje 2,6 % y/y, což však nezohledňuje lednové překvapení. Hlavním tahounem zvýšeného růstu spotřebitelských cen pravděpodobně zůstaly potraviny. V lednu ceny potravin včetně všech nápojů a tabáku vzrostly o 4,0 % y/y. Odhadujeme, že v únoru jejich růst zrychlil na 4,7 % y/y a zůstal tak výrazně nad dvouprocentním cílem ČNB. Tento samotný vliv by oproti lednu působil na zvýšení meziroční inflace o 0,2 pb. Na meziměsíční bázi však předpokládáme růst cen potravin o relativně mírných 0,2 % po prudkém lednovém nárůstu o 3,2 % m/m.

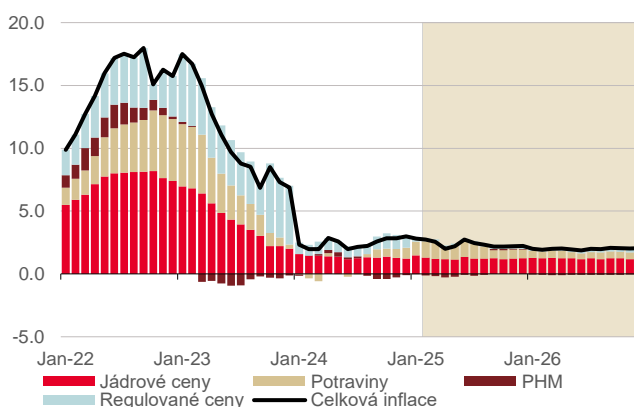
**V tuto chvíli nevidíme bezprostřední důvody pro další výrazný růst cen potravin v nejbližších měsících.** V lednu byl růst spotřebitelských cen potravin bez všech nápojů a tabáku (3,0 % m/m a 4,6 % y/y) mnohem vyšší než růst výrobních cen potravin bez nápojů (0,7 % m/m a 2,1 % y/y). Ve srovnání s průměrem roku 2019 byly spotřebitelské ceny potravin přibližně o 5 % vyšší než odpovídající ceny výrobců, a to i přes poměrně silnou korelaci mezi oběma veličinami. Ještě větší rozdíl byl u zemědělských cen, které v lednu zaostávaly za spotřebitelskými cenami potravin zhruba o 10 %. Nicméně vzhledem k nedávnému rychlému růstu vidíme rizika naší prognózy pro ceny potravin, a tedy i pro celkovou únorovou inflaci, jako vychýlená směrem nahoru. Vliv na vyšší ceny potravin má nižší zemědělská úroda způsobená nepříznivými klimatickými podmínkami.

Inflace se udrží v tolerančním pásmu ČNB (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

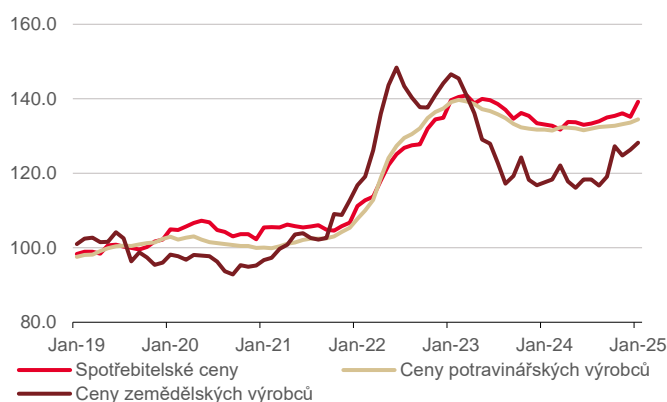
Nad 2 % budou inflaci letos držet hlavně potraviny (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Ceny pohonných hmot a regulované ceny v únoru inflaci spíše tlumily.** Ceny pohonných hmot sice podle našeho odhadu meziměsíčně vzrostly o 0,6 %, meziročně ale byly výrazně nižší. Očekáváme, že v důsledku vlivu srovnávací základny meziroční pokles cen pohonných hmot zrychlil z lednových -0,4 % na únorových -4,0 %, což by působilo na snížení inflace o 0,1 pb. Meziměsíční změna regulovaných cen byla podle nás v únoru jen velmi malá. Nicméně vzhledem k tomu, že lednové snížení cen energií pro domácnosti bylo překvapivě mírné, tak stále vidíme potenciál pro jejich další pokles. Na druhou stranu by to nebylo poprvé, co by oficiální statistika CPI zahrnovala méně, než naznačují ceníky dodavatelů energií. Důvodem mohou být smlouvy s fixovanou cenou, jejichž podíl se podle některých dodavatelů v poslední době zvýšil. Cena fixních kontraktů také klesla, údaje o struktuře těchto smluv ovšem nejsou k dispozici, což zhoršuje předvídatelnost cen energií v rámci statistik CPI. Z hlediska meziroční dynamiky očekáváme, že regulované ceny zůstaly v únoru na úrovni +1,5 %.

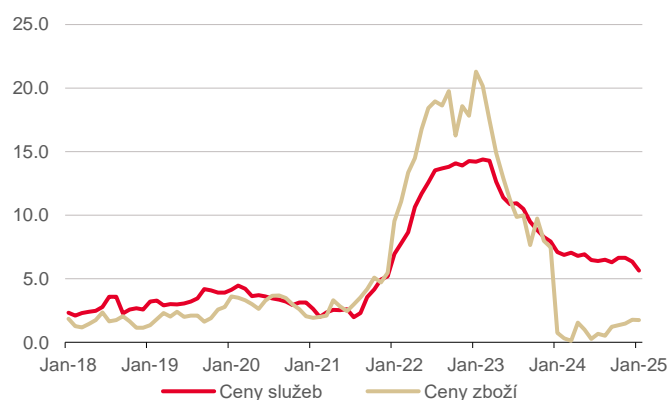
**Růst spotřebitelských cen potravin byl dosud vyšší než u jejich výrobců (2019 = 100)**



Zdroj: ČSÚ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pozn.: Ceny potravinářských výrobců nezahnují nápoje, spotřebitelské ceny potravin nezahnují všechny nápoje a tabákové výrobky.

**Růst cen služeb zůstává zvýšený, zatímco v případě cen zboží se nadále nachází pod 2 % (HICP, %, y/y)**



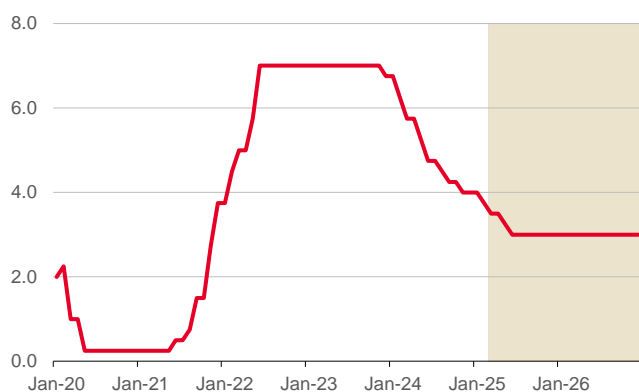
Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Pokud jde o jádrovou inflaci, jsme optimističtí.** Ta v lednu překvapila směrem dolů, když dosáhla 2,5 % y/y oproti naší prognóze ve výši 2,7 % a prognóze ČNB ve výši 2,6 %. Lednový údaj meziroční jádrové inflace navíc navyšovala nižší statistická základna ze začátku roku 2024. Pro únor očekáváme, že jádrová inflace zpomalila na 2,2 % y/y, což by působilo na pokles celkové inflace o 0,2 pb. Sezonně očištěná meziměsíční dynamika jádrových cen zůstala podle našeho odhadu v podstatě beze změny, když v únoru dosáhla 0,16 % po 0,17 % v lednu, resp. i ve srovnání s průměrem za poslední tři měsíce, který činí rovněž 0,16 %. V anualizovaném vyjádření se tak meziměsíční jádrová inflace již delší dobu pohybuje poblíž dvouprocentního cíle. Nadále přepokládáme, že slabá spotřebitelská poptávka, když spotřeba domácností byla v Q4 24 stále o 3,0 % pod úrovní před pandemií, se promítne do cen a bude tlumit jádrovou inflaci. Navíc spotřebitelská důvěra, která v posledních třech měsících klesla na nejnižší úroveň za poslední rok, neukazuje na výrazný nárůst výdajů domácností v nadcházejících měsících. Zatímco růst cen služeb pravděpodobně zůstane nad 2 %, ceny zboží by měly odrážet převis nabídky nad poptávkou ve světovém zpracovatelském průmyslu. V souvislosti se silným oživením na tuzemském nemovitostním trhu má placené i imputované nájemné potenciál překvapit směrem vzhůru. V lednu se placené nájemné zvýšilo o 6,6 % y/y a imputované nájemné o 2,9 % y/y.

**Data únorové inflace tak pravděpodobně centrální bance před jejím dalším zasedáním 26. března nabídnou smíšené signály.** První pololetí letošního roku podle nás bude ve znamení více volatilní inflace, zejména kvůli vlivu srovnávací základny u cen potravin a pohonných hmot. Zatímco v prvních třech měsících roku 2025 očekáváme celkovou meziroční inflaci mezi 2,5-3,0 %, v dubnu by měla prudce klesnout ke 2 % a v červnu dočasně vzrůst nad 2,5 %. Ve druhé polovině roku naproti tomu očekáváme stabilizaci inflace mírně nad 2 %. Jádrová inflace by se podle našeho

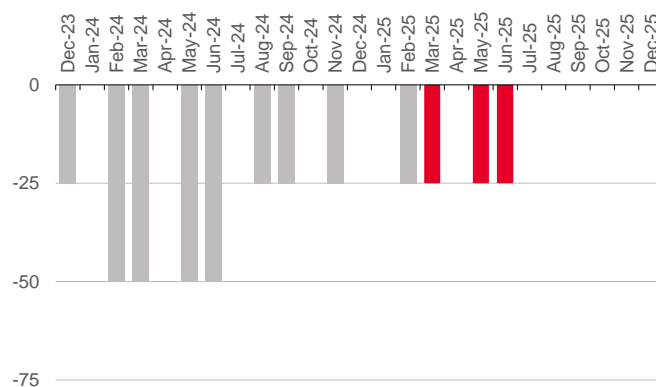
názoru měla po většinu letošního roku pohybovat poblíž 2 % y/y či jen mírně nad touto úrovní. Horizont měnové politiky se nyní týká první poloviny roku 2026 a tato skutečnost by měla spolu s utlumenou ekonomikou a riziky, která působí ve směru jejího horšího výkonu, být důvodem pro další uvolnění měnové politiky. Vzhledem k tomu, že bankovní rada ČNB se spíše řídí již pozorovanými daty, představuje současná zvýšená úroveň celkové inflace, ačkoli ta se stále nachází v tolerančním pásmu centrální banky, významné riziko pro naši prognózu, která počítá s dalším snížením úrokových sazeb o 25 bb v březnu. Únorová inflace, jakož i údaje o vývoji mezd v Q4 24 či případné následné komentáře bankovní rady, tak budou před březnovým zasedáním ČNB v centru pozornosti.

Repo sazba ČNB by podle nás měla pokračovat v poklesu, a to až na červnová 3 %



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Pro březen očekáváme snížení repo sazby o dalších 25 bb, rizika jsou však vychýlena ve směru její možné stability



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



**Ekonomové**  
**Martin Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 569  
kevin\_tran@kb.cz



**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz



**Akciový analytik**  
**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com



**Eurozóna**  
**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com



**Německo/ECB**  
**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com



**Francie/ESG**  
**Fabien Bossy**  
(33) 1 5898 2873  
fabien.bossy@sgcib.com



**Velká Británie**  
**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



**Čína**  
**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



**Japonsko**  
**Jin Kenzaki**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@soogen.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu, cross-asset a kvantitativního výzkumu



**Kokou Agbo Bloua**  
(44) 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@sgcib.com



**Vedoucí FIC a komoditního výzkumu**  
**Dr Mike Haigh**  
(44) 20 7762 4694  
michael.haigh@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb**  
**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb pro USA**  
**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Shakeeb Huliatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.huliatti@sgcib.com



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com



**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com



**Mathias Kpade**  
(33) 157294393  
mathias.kpade@soogen.com



**Theodore Kalambokidis**  
(1) 212 278 4504  
theodore.kalambokidis@sgcib.com



**Anamika Misra**  
(91) 8067310385  
anamika.misra@sgcib.com



**Stephen Spratt**  
(852) 2166 4108  
stephen.spratt@sgcib.com



**Vedoucí strategie pro měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Gergely Urmossy**  
(44) 20 7762 4815  
gergely.urmossy@sgcib.com



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



**Marek Dřimal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drima@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informovaně rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.