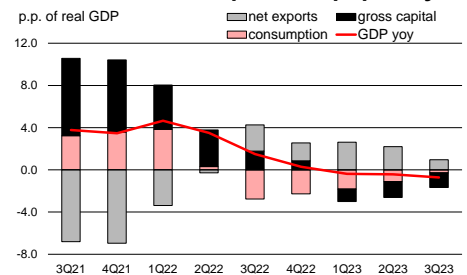


Příliv se vrací

- Ve 3Q23 se reálný HDP mezičtvrtletně snížil o 0,5% a meziročně o 0,7% zejména kvůli soukromé spotřebě, i když ta zmírnila svůj meziroční propad na 2,3%. Vládní spotřeba prudce vzrostla (3,9% meziročně). Tvorba fixního kapitálu si udržela meziroční tempo růstu 3,3%, zatímco tvorba zásob prudce zpomalila a vykázala negativní příspěvek k meziročnímu růstu HDP ve výši 2,2pb. Čistý export přidal k růstu HDP 1,0 pb.
- Ve 4Q23 se protivítr zmírnil, ale fundamenty zůstaly slabé. V říjnu došlo v meziročním srovnání k růstu průmyslové výroby a zmírnění poklesu maloobchodních tržeb, tržby ve službách však zůstaly hluboce záporné. Domácnosti pravděpodobně hromadily své úspory v očekávání dopadů vládního konsolidačního balíčku na začátku roku 2024. Situace umožňuje projektovat pouze marginální mezikvartální růst HDP (0,2%) s pokračujícím meziročním poklesem (-0,1%). Za celý rok 2023 směřuje HDP k poklesu 0,4%.
- Podíváme-li se do roku 2024, vyhlídky na výdaje domácností jsou opatrně optimistické, protože se očekává obnovení růstu reálných mezd díky klesající inflaci. Na druhou stranu, vnější prostředí nevěští nic dobrého pro tuzemské kapitálové výdaje. Předpokládáme, že HDP vzroste o 1,5% při růstu soukromé spotřeby o 2,5% a tvorby fixního kapitálu o 2,0%.
- Očekáváme, že v roce 2024 ČNB sníží repo sazbu na většinu svých zasedání, přičemž některé kroky budou větší než 25bb. Repo sazba na konci roku 2024 dosáhne 4,5%. Ohledně vládní politiky předpokládáme, že konsolidační balíček stlačí vládní deficit v roce 2024 pod 3% HDP. Náročnější reformy však teprve čekají na schválení a politické okno příležitostí se začne brzy uzavírat.

Růst HDP dle komponentů poptávky*



*/ Contributions to real GDP growth in percentage points
Sources: CZSO, UniCredit Research.

Ve 3Q23 se zmírnil propad spotřeby, čistý export zmírnil svůj kladný příspěvek do růstu HDP a tvorba hrubého kapitálu přispívala negativně v nezmenšené míře. Ze struktury je patrné, že ekonomika čeká na nový impuls.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY 2015, OČIŠTĚNO)

	3Q23		2Q23 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	-0.7	-0.7	-0.4	-0.4
Spotřeba domácností (%)	-2.3	-1.1	-4	-1.8
Spotřeba vlády (%)	3.9	0.8	3.6	0.7
Tvorba fixního kapitálu (%)	3.3	0.9	3.5	0.9
Změna stavu zásob	-	-2.2	-	-2.4
Čistý export	-	1.0	-	2.2

Source: Czech Statistical Office. Calculations: UCB CZ.

*/ Real GDP in the same period of previous year

Remark: The national accounts are based on chain-linked data, which introduces a discrepancy

Autoři:

Pavel Sobisek
Tel: +420 605 236 570
E-mail: pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Jiří Pour
Tel: +420 602 937 576
E-mail: jiri.pour@unicreditgroup.cz

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia
Internet: www.unicreditbank.cz

3Q23: SOUKROMÁ SPOTŘEBA DÁLE KLESÁ

Ve 3Q23 se reálný HDP mezičtvrtletně snížil o 0,5% a meziročně o 0,7% zejména kvůli soukromé spotřebě, i když ta zmírnila svůj meziroční propad na 2,3%. Vládní spotřeba prudce vzrostla (3,9% meziročně). Tvorba fixního kapitálu si udržela meziroční tempo růstu 3,3% a růst byl dán výhradně investicemi do strojů a dopravních prostředků. Tvorba zásob prudce zpomalila a vykazovala negativní příspěvek k meziročnímu růstu HDP ve výši 2,2pb. Dynamika zahraničního obchodu se překlátila do meziročního záporu poprvé od 4Q21 (export) a 4Q20 (import) a čistý export přidal k růstu HDP 1,0 pb, tj. poloviční příspěvek oproti 2Q23.

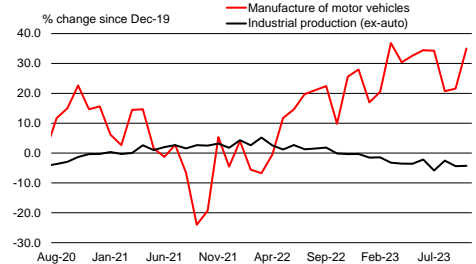
Z pohledu produkce nepatrně klesla hrubá přidaná hodnota (-0,1% meziročně) a za poklesem HDP tak byly z velké části čisté daně na produkty. Hrubá přidaná hodnota v průmyslu přešla do meziročního poklesu (1,6%) a přidala se tak k již klesajícím sektorům dopravy, obchodu a stavebnictví. ICT zaznamenalo nejvyšší, i když také mírně snížené tempo růstu, a to 4,4% meziročně. Nominální HDP zpomalil na 6,6% při růstu deflátoru HDP 7,4% meziročně. Celková zaměstnanost vzrostla meziročně o 0,4% a odpracované hodiny klesly o 0,1%. Obě metriky ukazují na snížení produktivity (1,1% meziročně na pracovníka, resp. 0,8% na odpracovanou hodinu). Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod vzrostl meziročně o 7,1%, stejným tempem jako náhrady zaměstnancům.

4Q23: SLABÉ FUNDAMENTY PŘETRVÁVALY

Ve 4Q23 se protivítr zmírnil, ale fundamenty zůstaly slabé. Říjnová průmyslová produkce vykazovala po očištění o vliv počtu pracovních dní meziroční růst 1,9%, tažený převážně 22% přírůstkem v automobilovém segmentu. Listopadový PMI rostl druhý měsíc po sobě, ale zůstal hluboko v oblasti poklesu produkce (43,2). Prosincový bleskový výrobní PMI pro Německo a eurozónu zhatil jakoukoli naději na zlepšení nálady mezi českými výrobci do konce roku. Říjnové maloobchodní tržby (bez aut) se meziročně snížily o 1,4%, což je zatím nejmírnější pokles v letošním roce. Říjnové tržby ve službách meziročně klesly o 4–5 %.

Pro odhad HDP je zřejmě podstatné, že vládní konsolidační balíček vstoupí v platnost od začátku roku 2024. Balíček se skládá z desítek jednotlivých opatření, která podle ČNB vytvoří kombinovaný negativní fiskální impuls ve výši 1,1 % HDP v roce 2024. Opatření sice ve 4Q23 nenarušila kupní sílu domácností, ale pravděpodobně utlumila očekávání spotřebitelů, protože legislativní proces probíhal v době stále vysoké inflace. V důsledku toho některé domácnosti pravděpodobně dále zvýšily své úspory v očekávání ekonomických potíží na začátku roku 2024. Celkově se domníváme, že situace umožňuje projektovat pouze marginální mezikvartální růst HDP (0,2%) s pokračujícím meziročním poklesem (-0,1%). Za celý rok 2023 směřuje HDP k poklesu 0,4%.

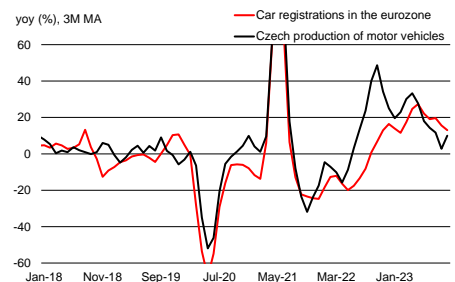
Průmyslová produkce v členění na auto segment a zbytek



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Automobilový sektor zachraňuje průmyslovou produkci před pozvolným poklesem. Zatímco produkce ostatních odvětví se proti prosinci 2019 snížila, automobilový sektor vykázal nárůst o 30%. Automobilový průmysl pravděpodobně pomůže ekonomice i ve 4Q23, i když není jisté, jak dlouho tato podpora potrvá.

Registrace aut v eurozóně a česká automobilová produkce



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Odkud se bere odolnost české automobilové produkce? Existuje silná a dlouhodobá vazba na registrace automobilů v eurozóně. Klíčovou otázkou je, zda současný nárůst počtu registrací nových automobilů přichází pouze jako dědictví dřívějšího poklesu souvisejícího s Covid-19, nebo je součástí nového dlouhodobějšího trendu.

2024: PŘÍLIV SE VRACÍ

Při pohledu do roku 2024 se vyhlídky na výdaje domácností mění na opatrně optimistické. Zaprvé, reálné mzdy budou od 1Q24 po devíti klesajících čtvrtletích opět růst. Zadruhé, předpokládané uvolnění měnové politiky ČNB může přimět domácnosti, aby utratily navíc část svých úspor, nebo alespoň úroky, které z úspor vydělaly za poslední dva roky (odhadem 1,6% HDP). Zatřetí, DPH na potraviny má v Česku klesnout z 15% na 12%, zatímco v Polsku se pravděpodobně od 2Q24 vrátí na 5% z 0%, což může přivést některé Čechy zpět do tuzemských obchodů. Celkově očekáváme, že soukromá spotřeba v roce 2024 vzroste o 2,5% a v roce 2025 zrychlí na 3,0%.

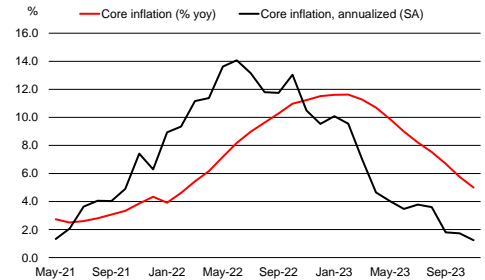
Vzhledem k očekávanému růstu nominálních mezd ve výši 6–7% v roce 2024 je klíčové, aby inflace výrazně klesla, pokud mají výdaje domácností reálně růst. Očekáváme, že klesne, ale ne nutně až k horní hranici cílového pásma ČNB 1-3 %. Na jedné straně předpokládáme jen malé cenové tlaky ze zahraničí. Na druhou stranu se obáváme skokových změn v cenách služeb a v menší míře i potravin v reakci na zvýšení nákladů v roce 2023. Poskytovatelé služeb by navíc mohli využít příležitosti očekávaného zlepšení kupní síly domácností a snažit se přenést větší část zvýšených nákladů na domácnosti. K růstu spotřebitelských cen přispěje i vládní politika, a to především v důsledku zvýšení cen energií (distribuční složka vzrostla o 67 % u elektřiny a o 39 % u plynu). Není jisté, jak moc to ovlivní inflaci, protože spotřebitelský koš má v lednu 2024 projít změnou vah po dvou letech. V roce 2025, roce příštích parlamentních voleb, očekáváme, že zahraniční cenové tlaky budou silnější než domácí.

Vnější prostředí, zejména zhoršování výhledu pro německou ekonomiku v roce 2024, nevěstí nic dobrého pro domácí investiční aktivitu. Očekáváme, že tvorba fixního kapitálu v roce 2024 poroste pouze o 2,0%. Klíčovými tématy soukromých projektů budou i nadále efektivita a bezpečnost dodávek energie a vstupů, a také dostupnost pracovní síly. Negativní je, že se neplánuje žádná velká investice na zelené louce poté, co se vládě nepodařilo přesvědčit Volkswagen, aby postavil jednu ze svých gigatváren v Česku. Pozitivnější je, že se ve 2. pololetí 2024 možná obnoví některé dříve odložené projekty rezidenčních budov, jakmile budou úrokové sazby na jasně cestě směrem dolů. Veřejné investice mohou zůstat víceméně stabilní. Projekty spolufinancované z rozpočtu EU na období 2021–27 stále ještě neopustily počáteční fázi, ale projekty financované z RRF by mohly pomalu nabírat na síle i přes svůj omezený objem. Do roku 2025 mohou být častější investice do rozšiřování výrobní kapacity, což dá tvorbě fixního kapitálu dodatečný impulz.

POLITIKY: ČNB SNÍŽÍ SAZBY O 250BB DO KONCE 2024, DALŠÍ POKLES PŘIJDE V ROCE 2025

V roce 2024 bude ČNB snižovat repo sazbu na většině svých zasedání, přičemž některé kroky budou větší než 25bb. Repo sazba by měla dosáhnout 4,5% do konce roku 2024, což by bylo celý procentní bod nad úrovní prognózy samotné ČNB. Náš opatrnější názor je v souladu s predikovanou inflací nad tolerančním pásmem ČNB. Snižování sazeb může pokračovat i v roce 2025 a přiblížit se neutrální úrovni 3,25–3,50 %.

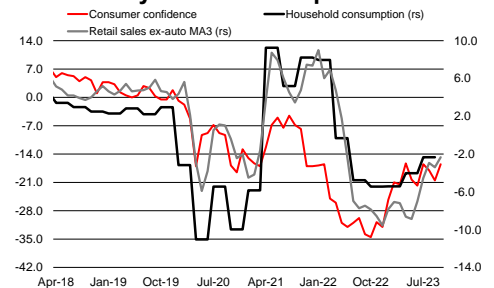
Jádrová inflace v ČR – meziroční vs. meziměsíční anualizovaná



Sources: CZSO, Macrobond, UniCredit Research.

Tradiční pohled na inflaci prostřednictvím meziročního srovnání cen může oddálit zpozorování náhlých změn ve vývoji cen, které by mohly být maskovány základnou z předchozího roku. Náš alternativní ukazatel – měsíční anualizované CPI – tuto nevýhodu odstraňuje. Rozdíl ukazuje listopadová jádrová inflace. Ta meziročně vykazovala 5,0%, ale v anualizované metrice klesla až na 1,24 %.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a soukromá spotřeba



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Zmínění propadu spotřeby ve 2Q23 a 3Q23 době předpověděl index spotřebitelské důvěry. Mezitím se však spotřebitelská důvěra přestala zvyšovat, což omezuje potenciál pro další zlepšení spotřeby domácností ve 4Q23.

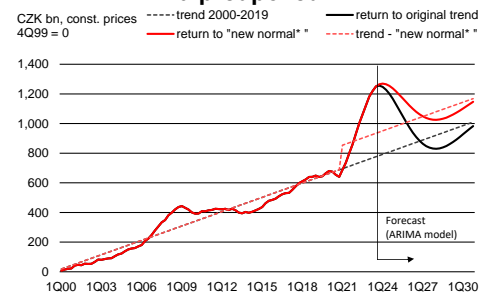
Pokud jde o vládní politiku, očekáváme, že konsolidační balíček stlačí deficit veřejných financí pod 3% HDP v roce 2024. Náročnější reformy však teprve čekají na schválení a politické okno příležitosti se začne brzy uzavírat. Vyšší ceny energií mohou být i nadále kontroverzním tématem, které rozčiluje domácnosti i podniky. Zdravotnictví naléhavě potřebuje činit úspory, v neposlední řadě proto, že nemocniční lékaři získali příslib značného zvýšení platů. Vláda se také chystá zavést nejdůležitější změny v průběžném důchodovém systému za desítky let a pravděpodobně zvýší věk odchodu do důchodu nad 65 let, což může vyvolat odpor veřejnosti. Prostor pro další dobré zprávy z fiskální oblasti je malý, zatímco riziko politické nestability před všeobecnými volbami v roce 2025 poroste.

FOCUS: ANALÝZA NADMĚRNÝCH ZÁSOB

Pandemie Covid-19 a související šoky v dodavatelských řetězcích ukázaly, že obchodní model založený na nízkých zásobách a dodávkách „just in time“ není v nestabilním světě udržitelný. Po vyprázdnění skladů v roce 2020 začaly české firmy hromadit zásoby v historicky nebývalém množství. Odhadujeme, že v období 1Q21–3Q23 bylo v celé ekonomice nad rámec dlouhodobé „normální“ trajektorie nashromážděno zásob za 475mld. Kč ve stálých cenách roku 2015 (9% HDP), přičemž růst jde téměř výhradně na vrub nefinančních podniků. Tvorba zásob vedla k obrovským příspěvkům k růstu reálného HDP (4,7pb v roce 2021 a 0,8pb v roce 2022). Protože však odhadem asi 80% zásob tvoří přímý i nepřímý dovoz (viz níže), byl tento vliv z velké části kompenzován zápornými příspěvky čistého vývozu k růstu HDP. V 1Q23-3Q23 se na meziročním růstu HDP negativně podepsalo prudké zpomalení akumulace zásob (1,9pb), které bylo z velké části kompenzováno nižšími dovozy.

Nyní se nabízí otázka, která je důležitá pro budoucí strukturu i dynamiku HDP: začnou firmy rozpouštět své zásoby, nebo budou jejich vyšší úroveň považovat za nový normál? Ve hře jsou dva protichůdné faktory. Udržování vysokých úrovní zásob je drahé, zvláště když jsou úrokové sazby vysoké. Na druhou stranu jsou plné sklady často vítány, protože problémy v dodavatelských řetězcích zcela nezmizely kvůli globálním bezpečnostním hrozbám a souvisejícímu procesu deglobalizace. Naším pracovním předpokladem je, že jedna třetina nadměrných zásob se stala novým normálem a zbytek bude postupně rozpuštěn. Tempo návratu k normálu jsme odhadli pomocí regresního modelu ARIMA na čtvrtletních datech 2000-2023. Náš model předpovídá pokračující zpomalování tvorby zásob ve 4Q23 a 1Q24, po kterém následuje jejich postupné rozpouštění a v 1Q27 by měly zásoby dosáhnout nové normální úrovně. Znamenalo by to silný negativní příspěvek k HDP v roce 2024 (-3,2 pb) a 2025 (-1,2 pb). Jak bylo uvedeno výše, nižší dovoz tento efekt zmírní. Jak moc? Zásoby v roce 2022 tvořily nedokončená domácí výroba (34,6 %), obchodní zboží (31,6 %), materiál (23,0 %), hotové výrobky (10,4 %) a vojenský materiál (0,5 %). Pomocí input-output tabulek odhadujeme, že průměrná jednotka tuzemské produkce zboží obsahuje 49 % dovozu. Značná část zásob navíc pochází výhradně z přímého dovozu (odhadujeme 60%). Složením těchto dvou částí tedy získáme odhad, že podíl importu v akumulovaných zásobách činí 80%. Z toho vyplývá, že „skutečný“ dopad změny zásob na růst HDP v roce 2024 a 2025 by měl být pouze -0,6pb a -0,2pb.

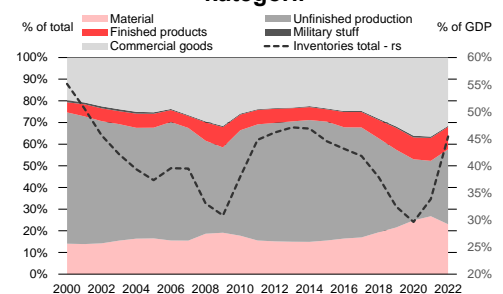
Vývoj zásob v české ekonomice – historie a předpověď



*/ new normal assumes a rise by one-third of the excess
Sources: UniCredit Research, CZSO

Kumulované investice do zásob ve stálých cenách vykazují v čase rostoucí trend. Ve 3Q23 byl však trend přestřelen o 9 % HDP, a to dominantně hromaděním zásob v podnikovém sektoru. Pokud předpokládáme, že 1/3 tohoto překročení je „nový normál“, pak náš model naznačuje postupné rozpouštění zásob až do 1Q27.

Rozklad stavu zásob do jednotlivých kategorií



Sources: UniCredit Research, CZSO

Na rozdíl od výše uvedených kumulovaných toků zásob ukazuje úroveň zásob v % HDP v tomto grafu prudký nárůst v letech 2021-2022, ale žádný dlouhodobý trend. Je to proto, že tato statistika v běžných cenách je historicky řízena spíše efekty přecenění celého objemu zásob než jejich samotnou akumulací.

Makroekonomický výhled ČR

	2021	2022	2023	2024	2025
			předpověď	předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	3.5	2.4	-0.4	1.5	2.5
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	4.1	-0.7	-3.2	2.5	3.0
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	0.7	3.0	2.1	2.0	3.5
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	6.9	2.5	-1.0	3.0	2.5
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.8	3.4	3.6	3.6	3.5
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	3.8	15.1	10.7	3.5	3.0
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	5.8	5.3	7.8	6.7	6.5
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	3.50	7.26	6.85	4.55	3.60
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	1.13	6.28	7.12	5.70	3.80
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	24.86	24.12	24.70	25.00	25.00
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	25.65	24.57	24.00	24.90	25.00
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-2.8	-6.1	-0.3	1.2	1.4
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	0.5	2.5	0.7	1.7	1.8
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-5.1	-3.2	-3.5	-2.8	-3.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.0	44.2	44.3	44.9	45.4

Remarks:

*/ ESA 2010 definition.

Sources: Czech National Bank, Czech Statistical Office.

Forecasts: UniCredit Bank CZ+SK.

Disclaimer:

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. within developing relationships with its clients and generally informing the public creates and publishes analytical outputs, mostly outputs related to financial markets, currencies and interest rates and stock or investment analyses.

These analytical outputs are meant for informational purposes only, do not represent any offer, or suggestion to buy or sell any investment instrument, they focus only on own and independent investment decision and do not substitute professional investment advice. If not stated otherwise, analytical outputs represent an opinion as of the date of their publishing, whilst can be changed without previous notice.

All information and views used to produce or found in the text of analytical outputs originate or are based on several sources, which UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. considers to be trustworthy. Despite devoting all care to content and verification of these information and views, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. cannot guarantee their correctness, accuracy and completeness.

Rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters achieved by individual investment instruments in the past cannot in any case serve as an indicator or guarantee of future rates, prices, yields, appreciations, performances or other parameters of these or similar financial instruments. Each investment is always connected to the risk of value fluctuation and the return on invested funds is not guaranteed. Financial instruments denominated in foreign currencies are also exposed to fluctuations following the changes in exchange rates, which can have both positive and negative influence particularly on their rates, prices, appreciations or yields. Change in circumstances affecting the derivation of recommendation can result in loss of validity of the respective recommendation.

UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible in any way for potential damages arising from using information in the analytical outputs. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s., is not responsible for any losses resulting from investment established following any recommendation, forecast or other information contained in the analytical outputs.

Securities, financial instruments or strategies mentioned in analytical outputs do not have to be suitable for every investor. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. recommends to all investors to seek professional advice for their investment intentions and decisions prior to their realisation.