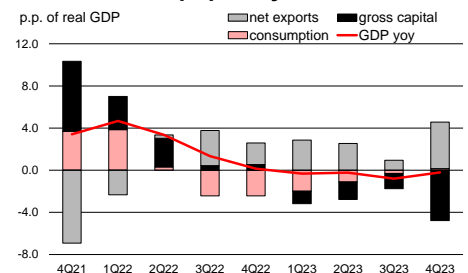


Spotřeba domácností změnila pravidla hry

- Ve 4. čtvrtletí 2023 se reálný hrubý domácí produkt (HDP) zvýšil o 0,2% mezikvartálně, čímž se meziroční pokles zmírnil na -0,2%. Hlavním tahounem růstu byla soukromá spotřeba, která přidala 0,5% a zmírnila meziroční pokles na -0,5%. Vládní spotřeba přidala 1,9% meziročně a tvorba fixního kapitálu vzrostla o 4,7%. Úroveň zásob se snížila, což ukrojilo z meziročního růstu HDP -6,0pb. To bylo částečně vykompenzováno čistými exporty, které přispěly pozitivními 4,4pb.
- Ekonomické signály od začátku roku 2024 byly smíšené. Na jedné straně se v lednu zvýšily maloobchodní prodeje o 1,4% meziročně (bez aut) a o 3,4% v automobilovém segmentu. Na druhé straně v lednu klesla stavební výroba o 5,9% a průmyslová výroba v lednu meziročně stagnovala. S částečným zlepšením dat očekávaným pro únor a březen by se mohl HDP za 1. čtvrtletí 2024 zvýšit mezičtvrtletně o 0,4 % a o 0,1% meziročně.
- Ve zbytku roku 2024 má soukromá spotřeba všechny důvody k posílení. Tvorba fixního kapitálu by mohla v 1. polovině roku těžit z investic do dopravních prostředků, zatímco ve 2. polovině roku očekáváme oživení ve stavebnictví. Export může v 1. polovině roku klesat, avšak jeho očekávaný růst ve 2. polovině by měl poskytnout ekonomice oporu. Nadále očekáváme, že HDP poroste tempem 1,5% v roce 2024 a 2,5% v roce 2025.
- Po 100bb snížení úrokových sazeb ČNB v 1. čtvrtletí 2024 očekáváme stejný pokles sazeb i ve 2Q24. Ve 2. polovině roku čekáme pomalejší tempo snižování sazeb kvůli slabší koruně (oproti předpokladům ČNB) a inflačním rizikům na straně nabídky. Očekáváme, že repo sazba klesne v prosinci 2024 na úroveň 4,0 % a o rok později na 3,5 %.

Rozklad růstu HDP dle komponentů poptávky*



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

Ve 4Q24 měla soukromá spotřeba neutrální vliv na růst HDP. Čistý export byl hlavním tahounem růstu již po páté v řadě, zatímco tvorba hrubého kapitálu působila negativně po 4 kvartály v řadě. To bylo dáno výhradně rozpouštěním zásob, zatímco tvorba fixního kapitálu rostla a nabírala na síle.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2015, OČIŠTĚNO)

	4Q23		3Q23 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	-0.2	-0.2	-0.8	-0.8
Spotřeba domácností (%)	-0.5	-0.3	-2.3	-1.1
Spotřeba vlády (%)	1.9	0.4	3.7	0.8
Tvorba fixního kapitálu (%)	4.7	1.3	4.4	1.2
Změna stavu zásob	-	-6	-	-2.6
Čistý export	-	4.4	-	0.9

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

Authors:

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

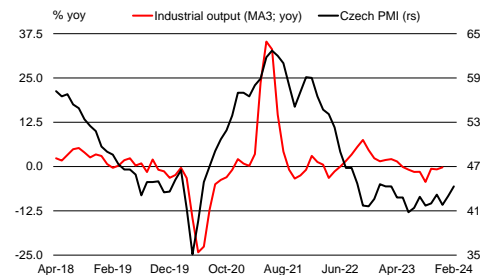
4Q23: Silný pokles zásob

Ve 4. čtvrtletí 2023 se reálný HDP zvýšil mezičtvrtletně o 0,2%, což zmírnilo meziroční pokles na -0,2% (z předchozích -0,8%). Za zlepšením stála primárně soukromá spotřeba s mezičtvrtletním růstem 0,5%, což znamenalo meziročně nejmenší pokles od začátku inflační vlny (-0,5%). Vlášdní spotřeba přidala meziročně 1,9%. Tvorba fixního kapitálu přidala meziročně 4,7%, a tempo převyšující 4% tak udržela již třetí kvartál v řadě. Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl růst tažen dvouciferným růstem investic do strojů a dopravních prostředků, zatímco investice do staveb a duševního vlastnictví stagnovaly. Úroveň zásob se ve 4. čtvrtletí roku 2023 snížila a z meziročního růstu HDP odkrojila silných 6,0pb. To bylo částečně vykompenzováno čistými exporty, které přispěly k růstu HDP pozitivními 4,4pb díky růstu exportu (+1,0% meziročně) a zároveň poklesu importu (-4,7%). Na straně produkce se hrubá přidaná hodnota (GVA) zvýšila o 0,3% meziročně, čemuž pomohlo zvýšení dotací na produkty o 40%. Podobně jako v předchozích kvartálech GVA klesala meziročně v sektorech dopravy a obchodu, finančních služeb a stavebnictví. Nominální HDP zpomalil na 5,8% meziročně, přičemž deflátor HDP stoupl meziročně o 6,0%. Celková zaměstnanost stoupla o 0,4% meziročně převážně díky prudkému nárůstu počtu samostatně výdělečných osob od prvního pololetí roku 2023, zatímco odpracované hodiny vzrostly o 0,6%. Obě míry naznačují meziroční ztrátu produktivity (-0,6% na zaměstnance a -0,8% na hodinu). Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod přidal meziročně 7,1%, zatímco náhrady zaměstnancům rostly o něco pomaleji (6,0%).

1Q24: Smíšená data s povzbudivým nádechem

Ekonomické signály byly od začátku roku 2024 smíšené. Na jedné straně se očistěné lednové maloobchodní tržby zvýšily o 1,4% meziročně (bez aut) a o 3,4% v automobilovém segmentu. V únoru mohlo zlepšování pokračovat, jak naznačují statistiky plateb bankovními kartami a registrací nových vozidel. Lednové tržby ve službách klesly o 1,4% meziročně, ale meziměsíčně přidaly 0,8%. Na druhou stranu stavební produkce v lednu meziročně klesla o 5,9% (očistěno) a průmyslová produkce stagnovala. V meziměsíčním srovnání lednová průmyslová produkce klesla o 2,3% po prosincovém růstu o 2,8%. Nové průmyslové objednávky v běžných cenách klesly o 2,2% meziročně. Špatná data z průmyslu kontrastují s rostoucí kusovou výrobou automobilů (17% meziročně). To jen potvrzuje, že aktivita na přelomu roku bývá nestabilní. Index nákupních manažerů v průmyslu (PMI) dosáhl v únoru hodnoty 44,3, což je 11měsíční maximum, přesto ale zůstává daleko pod neutrální hranicí 50, která by signalizovala obrát k růstu. Nicméně za povzbudivý signál považujeme meziměsíční obrát produkce v sektorech nekovových produktů a základních kovů směrem vzhůru po mnoha měsících poklesu. Celkem vzato nás data vedou k přesvědčení, že zotavování ekonomiky postupně probíhá. S částečným zlepšením čísel očekávaným pro únor a březen by se mohl HDP za 1Q24 zvýšit o 0,4% mezikvartálně, resp. 0,1% meziročně.

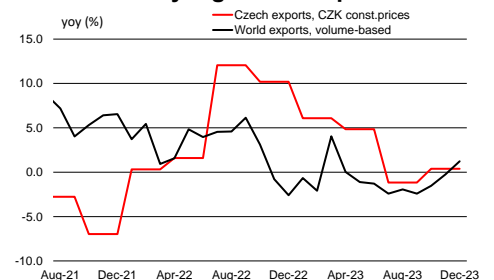
PMI a průmyslová produkce



Sources: Macrobond, CZSO, UniCredit Research.

PMI ve zpracovatelském průmyslu zatím nepotvrzuje dosažení svého dna. Nejnovější hodnota 44,3 je nejvyšší za 11 měsíců, ale stále hluboko pod neutrální úrovní 50. Výkonost průmyslu by ve skutečnosti byla mnohem horší, nebýt silného růstu v automobilovém segmentu (16,6 % v roce 2023).

Český a globální export



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Objemy českého exportu kopírují dlouhodobé trendy v globálním obchodě, což nevylučuje, že dynamiky se v některých obdobích odlišují. Období, kdy český export svou dynamikou převyšoval ten globální v prosinci skončilo s tím, jak se globální export zotavil ze své kontrakce.

Zbytek roku 2024: Domácnosti změní pravidla hry

Soukromá spotřeba má všechny důvody k růstu. Zaprvé, spotřebitelská důvěra se v únoru zlepšila na úroveň -15,8, stále výrazně pod dlouhodobým průměrem, ale nejvyšší za posledních 28 měsíců. Zadruhé, inflace klesla v únoru na 2,0% meziročně, což je hlubší pokles, než se očekávalo a umožňuje růst reálných mezd téměř o 4% meziročně v 1. čtvrtletí. A nakonec, s ustupujícím finančním stresem mohou být domácnosti ochotnější využít část svých dlouhodobých úspor na nákup zboží dlouhodobé spotřeby. Později v roce 2024 se dynamika reálných mezd může mírně snížit s tím, jak stabilní růst nominálních mezd narazí na vyšší inflaci. Nicméně očekáváme, že celkový růst reálných mezd v roce 2024 dosáhne 3,5%, což by byl nejlepší výsledek od roku 2019, jenž by měl umožnit růst spotřeby o 2,5%.

Věříme, že inflace dosáhla v únoru svého dna na úrovni 2%. Dražší ropa, oslabení koruny a rostoucí ceny služeb postupně zřejmě převáží deflační tlaky z titulu slabé domácí poptávky. Později v roce 2024 bude tlačit inflaci vzhůru i bazický efekt v cenách potravin. Očekáváme, že inflace dosáhne v prosinci 3,2% meziročně s průměrnou roční hodnotou 2,5%.

Míra nezaměstnanosti, která se v letech 2024–25 téměř nezmění, nebude pro spotřebu domácností přítěží. Negativním aspektem trvale nízké nezaměstnanosti je omezený potenciál pro zvýšení produktivity. Ještě hůře jsou na tom odvětví zdravotnictví a vzdělávání, kde je měření produktivity problematické, a které zažívají neustálý nárůst zaměstnanosti bez adekvátního růstu objemu mezd.

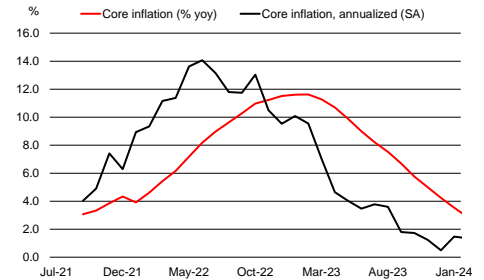
Nadále očekáváme růst HDP 1,5% v roce 2024 a 2,5% v roce 2025. Tvorba fixního kapitálu by mohla v 1. polovině roku těžit z investic do dopravních prostředků, zatímco ve 2. polovině roku očekáváme oživení ve stavebnictví z těchto důvodů: zaprvé, dříve zastavené projekty výstavby rezidenčních domů mohou být obnoveny díky poklesu úrokových sazeb hypoték. A zadruhé, odborníci na realitní trh poukazují na rostoucí poptávku po průmyslových parcích a nedostatek nových kancelářských prostorů v Praze splňujících kritéria ESG. Očekáváme, že tvorba fixního kapitálu vzroste o 2% v roce 2024 a o 3,5% v roce 2025.

Vzhledem ke slabému výhledu pro německou ekonomiku nečekáme v roce 2024 téměř žádný růstový impulz z titulu zahraniční poptávky. Objem českého exportu by mohl vzrůst jen o 0,5%, což by zvýšilo HDP o pouhých 0,3%. Čistý export, jak je uveden v národních účtech, nabídne světlejší obrázek s tím, jak pokračující rozpouštění zásob bude snižovat dynamiku dovozu.

ČNB: Uvolňování měnové politiky zpomalí ve 2H24

Po snížení úrokových sazeb ČNB o 100bb v 1Q24 očekáváme stejný pokles i ve 2Q. Ve druhé polovině roku bude snižování sazeb pomalejší. Pokud bude koruna ve 4Q24 slabší, než předpokládá prognóza ČNB (EUR-CZK na úrovni 25,00 dle našeho předpokladu ve srovnání s 24,43 v předpokladu ČNB), pak bude potřeba snižování sazeb oproti projekci ČNB asi o 50bb nižší. Projekce ČNB počítá s repo sazbou ve výši 3,0% na konci roku 2024. Dodatečných 25–50bb snížení sazeb se pravděpodobně neuskuteční kvůli inflačním rizikům na nabídkové straně ekonomiky (např. globální ceny dopravy). V důsledku toho očekáváme, že repo sazba bude v prosinci 2024

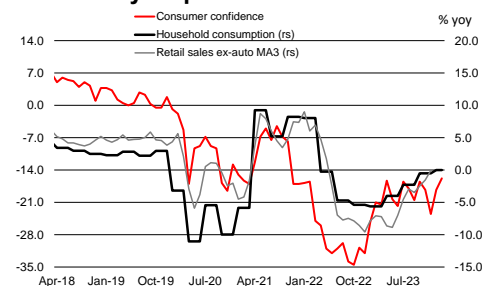
Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



Sources: CZSO, Macrobond, UniCredit Research.

Nadále sledujeme meziměsíční anualizovanou jádrovou inflaci jakožto ukazatel cenových tlaků. Od svého dna 0,5% v prosinci se tento ukazatel zvedl na únorovou hodnotu 1,4%. Ve standardním meziročním pohledu jádrová inflace zpomalila na 2,8%.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a soukromá spotřeba dle národních účtů mají potenciál k dalšímu zlepšování. Očekáváme, že spotřeba bude klíčovým tahounem růstu HDP v roce 2024.

na úrovni 4,0% a o rok později 3,5%.

Focus: Měny zemí CEE a ekonomická konvergence

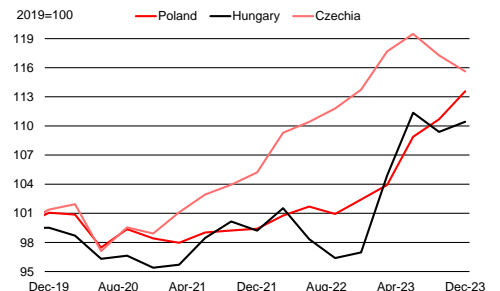
Koruna ztratila od dubna 2023 přibližně 8% hodnoty vůči euru a v březnu se pohybovala okolo EUR-CZK 25,3. To může vést k dojmu, že koruna je v současné době příliš slabá a náchylná k opětovnému posilování. Nicméně reálný efektivní směnný kurz koruny (REER) je plně v souladu s aktuálním stavem makroekonomické konvergence České republiky, což omezuje potenciál domácí měny pro nominální zhodnocování.

REER měří reálnou kupní sílu domácí měny vůči relevantní skupině zahraničních měn a její růst může být ovlivněn nominálním zhodnocením měny a/nebo pomalejší inflací v zahraničí oproti té domácí. Graf v pravém horním rohu ukazuje čtvrtletní data REER vůči zemím eurozóny s "inflací" založenou na deflátoru HDP. Koruna prokázala nejdynamičtější reálné zhodnocení z měn CE-3 za poslední 3 roky a v posledním čtvrtletí roku 2023 překročila úroveň před-pandemického roku 2019 o 15,6%.

Pro posouzení, zda REER vzrostl "příliš vysoko", je nutné zvážit proces makroekonomické konvergence k rozvinutým zemím eurozóny. Učebnice rozlišují nominální a reálnou konvergenci. Nominální konvergenci lze ilustrovat jako poměr domácí úrovně cen k úrovni cen v eurozóně (komparativní cenová hladina, CPL), zatímco reálná konvergence je obvykle měřena jako poměr domácího HDP na obyvatele v paritě kupní síly ve srovnání s eurozónou. Graf v pravém dolním rohu ukazuje, že nominální a reálná konvergence obvykle zůstává v úzkém vztahu. V našem referenčním roce 2019 byla úroveň cen v České republice (založená na deflátoru HDP) téměř na 67% zemí EU-15, zatímco HDP na obyvatele dosahovalo mnohem vyšší relativní úrovně 87%. To položilo základy pro masivní vzestup české komparativní cenové hladiny (nebo jinými slovy silné zhodnocení REER, protože změny v REER by měly odpovídat změnám CPL). To se skutečně v posledních letech dělo a české ceny vystoupaly na 81% průměru EU-15. Nicméně Česká republika dosáhla nejhoršího výsledku ve své skupině v oblasti reálné konvergence: od vyspělých zemí eurozóny se dokonce vzdálila, a to o 2pb na odhadovaných 85% v roce 2023. Pro srovnání, Polsko konvergovalo o 7pb na 75% a Maďarsko o 4pb na 72%.

Co to znamená pro budoucí vývoj? Jak Česká republika, tak Maďarsko mají své úrovně cen v současnosti plně v souladu se svými stavy reálné ekonomické konvergence, takže další zhodnocení REER by vyžadovalo dohánění eurozóny v oblasti reálné ekonomiky. To ovšem považujeme v Česku v následujících letech za nepravděpodobné. Případná pomalá reálná konvergence by byla nejspíš doprovázena mírně vyšší inflací ve srovnání s eurozónou, a prostor pro systematické nominální posilování koruny by i tak zbyl prakticky nulový. Polsko zůstává umístěno pod regresní přímkou, což mu dává více prostoru pro další zhodnocení REER. K tomu bude nejspíš docházet opět spíše cestou vyšší inflace než nominálního zhodnocování zlotého.

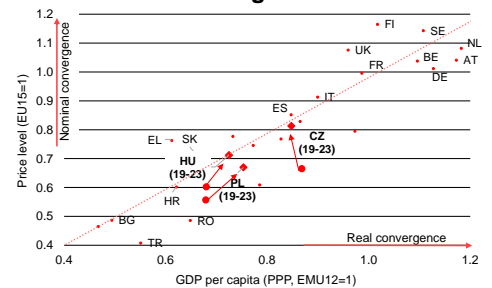
Reálné efektivní měnové kurzy*



*/ GDP deflator based, only against eurozone countries
Sources: European Commission, UniCredit Research

Z měn CE-3 koruna reálně zhodnotila za poslední 3 roky nejvíce, přičemž její úroveň REER ve 4. čtvrtletí 2023 překonala průměr roku 2019 o 15,6%. Polský zlotý a maďarský forint získaly 13,6% resp. 10,4%. Vysoká inflace byla hlavním tahounem těchto změn. Nominálně posílila koruna vůči euru o 4,6%, zatímco polský zlotý a maďarský forint oslabily o 0,7% resp. 19,4%.

Nominální a reálná ekonomická konvergence



Sources: Eurostat, OECD, UniCredit Research

Remark: 2023 data were computed using available GDP deflators from the Eurostat and monthly comparative price levels from OECD.

Nominální a reálná konvergence jsou v úzkém vztahu při jednotkové elasticitě. Od našeho referenčního roku 2019 vedla vysoká inflace v České republice (stejně jako v Maďarsku) k přizpůsobení cenových hladin, které byly dříve příliš nízké vzhledem ke stavu reálné ekonomické konvergence. V grafu je to demonstrováno posunem směrem nahoru blíže k regresní přímkě.

Makroekonomický výhled ČR

	2021	2022	2023	2024	2025
				předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	3.5	2.4	-0.4	1.5	2.5
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	4.1	-0.6	-3.0	2.5	3.0
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	0.7	3.1	3.3	2.0	3.5
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	6.8	2.1	-1.3	0.8	2.5
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.8	3.4	3.6	3.7	3.5
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	3.8	15.1	10.7	2.5	2.3
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	5.8	5.3	7.5	6.0	5.4
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	3.50	7.26	6.97	4.05	3.60
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	1.13	6.28	7.13	5.00	3.72
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	24.86	24.12	24.73	25.00	25.00
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	25.65	24.57	24.01	25.20	25.00
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-2.8	-4.9	0.4	1.4	1.4
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	0.5	1.2	0.2	1.0	1.2
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-5.1	-3.2	-3.5	-2.8	-3.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.0	44.2	44.3	45.2	45.8

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.