

Klíč k obnovení růstu je v rukou domácností*

- Ve 2Q24 vzrostl reálný HDP o 0,3 % mezikvartálně, což je zpomalení oproti dynamice v 1. čtvrtletí, která byla revidována směrem nahoru na 0,4 %. Meziročně růst zesílil na 0,6 %. Spotřeba domácností vzrostla jen nepatrně (0,2 % mezikvartálně, 1,0 % meziročně), vládní spotřeba zrychlila na 4,3 % meziročně, tvorba fixního kapitálu byla na pokraji stagnace (+0,7 % meziročně) a tvorba zásob odebrala z meziročního tempa růstu HDP 2,2 p.b. Čisté exporty k němu naopak přidaly 1,3 p.b. díky růstu objemu exportů o 0,4 % meziročně a poklesu importů o 1,5 % meziročně.
- Snižujeme naši prognózu růstu HDP pro rok 2024 na 1,0 % z původně očekávaných 1,3 % před třemi měsíci. Největší podíl na této změně má spotřeba domácností. Záplavy v září mohou způsobit změny ve struktuře poptávky, ale neměly by změnit celkový růst. Předpokládáme, že mezikvartální růst HDP dosáhne 0,5 % ve 3Q i 4Q24.
- V roce 2025 bude spotřebu domácností podporovat růst průměrných reálných mezd, zatímco tvorba fixního kapitálu a export se budou zotavovat pomaleji. Celkově očekáváme, že růst HDP v roce 2025 zrychlí na 2,6 %, což překoná dynamiku eurozóny i Německa ve větší míře než v roce 2024.
- Očekáváme, že inflace zůstane v roce 2025 výrazně nad 2 %, i když pravděpodobně nepřekročí 3 %. To by mělo vytvořit prostor pro ČNB pokračovat ve snižování repo sazby, ale ne pod 3,5 %. Při očekávané sazbě 4,0 % v prosinci by to znamenalo jedno snížení o 25 b.b. ve 4Q24 (pravděpodobně v listopadu) a dvě poslední snížení v 1. polovině 2025.

*/ Jedná se o překlad anglického textu „Households hold the key to a GDP rebound“, vydaného dne 26.9.2024. Některá zde uvedená čísla se mohou nepatrně lišit od oficiálních statistik ČSÚ, ovlivněných revizí HDP zveřejněnou 1.10.2024.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2015, OČIŠTĚNO)

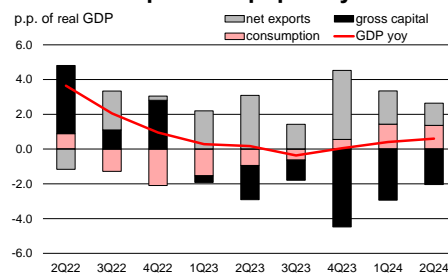
| | 2Q24 | | 1Q24 revidováno | |
|-----------------------------|----------------|--------------------------|-----------------|--------------------------|
| | Meziroč. změna | Příspěvek k růstu (p.b.) | Meziroč. změna | Příspěvek k růstu (p.b.) |
| HDP celkem | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.4 |
| Spotřeba domácností (%) | 1.0 | 0.5 | 1.7 | 0.8 |
| Spotřeba vlády (%) | 4.3 | 0.8 | 3.2 | 0.6 |
| Tvorba fixního kapitálu (%) | 0.7 | 0.2 | -0.1 | 0 |
| Změna stavu zásob | - | -2.2 | - | -2.9 |
| Čistý export | - | 1.3 | - | 1.9 |

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 between GDP and real demand components.

Rozklad meziročního růstu HDP dle komponentů poptávky*



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

Ve 2Q24 se struktura růstu HDP posunula z extrému blíže k normálu. Spotřeba a čistý export pozitivně přispěly k růstu, přičemž příspěvek spotřeby se od 1Q24 téměř nezměnil, zatímco příspěvek čistého exportu se mírně snížil. Investice do hrubého kapitálu nadále snižovaly růst HDP, ale méně výrazně než dříve.

Autoři:

Pavel Sobišek
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

2Q24: Pomalejší soukromá spotřeba, vyšší investice do fixního kapitálu

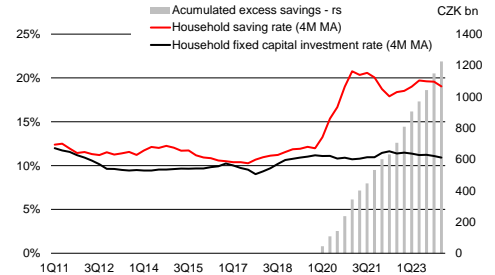
Ve 2Q24 reálný HDP vzrostl o 0,3 % mezikvartálně, což představuje zpomalení oproti revidované dynamice z 1Q24, která činila 0,4 %. Meziročně růst zrychlil na 0,6 %. Spotřeba domácností vzrostla jen nepatrně (0,2 % mezikvartálně) a meziročně zpomalila na 1,0 %. Vládní spotřeba zůstala nejrychleji rostoucí složkou na straně poptávky se zrychlením na 4,3 % meziročně. Tvorba fixního kapitálu byla na pokraji stagnace (+0,7 % meziročně), podobně jako v 1Q24, kdy byla revidována z předběžně udávaných -2,7 % na -0,1 % meziročně. Tvorba zásob odebrala z meziročního růstu HDP 2,2 p.b., a byla tak brzdou růstu již šestý kvartál v řadě. Čistý export přidal k HDP 1,3 p.b., přičemž objem exportu vzrostl o 0,4 % meziročně a import klesl o 1,5 % meziročně. Ke zlepšení celkových exportů přispěly služby, zatímco export zboží klesl o 0,8 % meziročně. Ze strany produkce se přidaná hodnota meziročně zvýšila ve většině sektorů služeb, zatímco v průmyslu (-3,0 %) a stavebnictví (-2,4 %) meziročně klesala. Nominální HDP vzrostl o 4,8 % meziročně díky deflátoru HDP, který přidal 4,2 % meziročně. Celková zaměstnanost vzrostla o 0,2 % meziročně, přičemž odpracované hodiny klesly o 1,0 % meziročně po sezónním očištění (ale pouze o -0,3 % neočištěně). Počet samostatně výdělečně činných rostl meziročně rychleji (0,7 %) než počet zaměstnanců (0,1 %). Produktivita práce na pracovníka se mírně zvýšila (0,4 % meziročně), na odpracovanou hodinu rostla rychleji (1,4 % meziročně). Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách zrychlil růst na 3,7 % meziročně, ale rostl pomaleji než odměny zaměstnancům (5,4 % meziročně).

Tempo růstu soukromé spotřeby (1,0 % meziročně) ve 2Q24 je překvapivě pomalé vzhledem k tomu, že reálné mzdy vzrostly ve stejném období o 3,9 % meziročně. Jednou z příčin, proč domácnosti neutrácejí více, může být rozdíl mezi vývojem průměrných a mediánových mezd. Zatímco průměrné mzdy vzrostly o 7,2 % a 6,5 % meziročně v prvních dvou čtvrtletích roku 2024, mediánové mzdy vzrostly pouze o 5,7 % a 5,8 % meziročně. Růst mezd tedy disproporčně zvýhodnil vyšší příjmové skupiny, jejichž sklon k utrácení bývá nižší. Nicméně změna spotřebního chování domácností má i dlouhodobější prvek. Míra úspor domácností vzrostla v roce 2020 na 20 % a dosud vykazuje jen málo známek obrátu.

2H24: Omezené zrychlení růstu

Snižujeme naši prognózu růstu HDP pro rok 2024 na 1,0 % z původně očekávaných 1,3 % před třemi měsíci. Největší podíl na této změně má spotřeba domácností. Rychlá změna ve spotřebním chování domácností je totiž nepravděpodobná. Za prvé, vláda odložila zvýšení mezd pro pracovníky ve veřejném sektoru (z nichž většina pobírá mzdy blízké mediánu), které odbory požadovaly od září, na leden. Za druhé, domníváme se, že letní vlny veder mohly zpomalit celkové výdaje domácností omezením některých příležitostných výdajů a odložením sezónních nákupů. Jen 4Q24 by mohl přinést částečné zlepšení, protože sezónní nákupy by mohly dohnat zpoždění a vánoční nákupy se zdají být neohroženy poklesem reálných mezd. Tvorba fixního kapitálu by mohla stagnovat po zbytek roku 2024,

Míra úspor domácností a přebytečné úspory



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Nákupní zvyklosti českých domácností se v roce 2020 dramaticky změnila a od té doby vykazují málo známek obrátu. Zajímavé je, že tato změna se týkala pouze spotřeby, nikoli investic. Od roku 2019 přesáhly nahromaděné „přebytečné“ úspory 1200 miliard Kč, což odpovídá 15 % HDP.

Nezaměstnaní a volná pracovní místa



Sources: MPSV, UniCredit Research.

Od února 2022, kdy začala ruská válka na Ukrajině, klesl počet volných pracovních míst v Česku o 100 tisíc, zatímco počet nezaměstnaných vzrostl pouze o 23 tisíc. Příliv ukrajinské pracovní síly má zjevně pozitivní dopad na místní trh práce, který byl až do roku 2022 extrémně přehřátý.

zatímco slabý růst HDP v eurozóně by mohl vést k nepatrnému poklesu objemu českého exportu zboží za celý rok 2024. Celkový export si povede o něco lépe díky rostoucím příjmům z cestovního ruchu, což podpoří export služeb. Zářiové záplavy mohou způsobit změny ve struktuře poptávky, ale neměly by ovlivnit celkový růst HDP. Celkově předpokládáme mezikvartální růst HDP o 0,5 % ve 3Q i 4Q24.

2025: Konečně oživení tažené spotřebou domácností

Od začátku roku 2025 bude **spotřebu domácností** podporovat 5 % až 7 % zvýšení platů ve veřejném sektoru a 10 % nárůst minimální (a zaručené) mzdy. Spolu se standardním zvýšením mezd v soukromém sektoru by to mělo zvýšit průměrné reálné mzdy o 4,8 %, a to způsobem, který by měl více pomoci nízkopříjmovým skupinám než v roce 2024. V důsledku toho očekáváme zrychlení růstu soukromé spotřeby na 2,2 % v roce 2025.

Tvorba fixního kapitálu by se měla lišit podle typu kapitálu. Investice do strojů a zařízení se možná blíží k cyklickému dnu, což znamená, že v tomto segmentu by růst mohl časem opět začít. Oživení by mohlo být také podpořeno nedávným oznámením amerického výrobce čipů onsemi o investici ve výši 2 miliard USD do nové výrobní kapacity v Česku, ačkoli většina finančních prostředků bude pravděpodobně investována až v roce 2026. Oživení investic se také očekává v rezidenční výstavbě. V ostatní výstavbě mohou zůstat soukromí investoři spíše opatrní, zatímco veřejný sektor by měl urychlit využívání fondů EU. Naopak u dopravních prostředků může brzy dojít k cyklickému zpomalení, protože registrace nových aut začínají zpomalovat a boom instalací zařízení pro elektromobily by mohl skončit. Celkově očekáváme pouze mírné oživení tvorby fixního kapitálu (1,0 %) v roce 2025. Jak je pro počáteční fázi cyklu obvyklé, oživení fixních investic bude předcházet růst zásob, což výrazněji zvýší tvorbu hrubého kapitálu v roce 2025 (5,0 %). Rizika zpomalení investic jsou spojena s oslabením průmyslu u zahraničních obchodních partnerů.

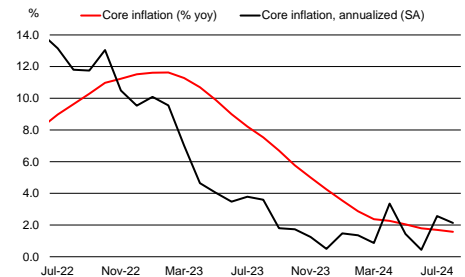
Očekáváme, že **export zboží** se v roce 2025 zlepší spolu s oživením eurozóny v souladu s našimi základními prognózami, i když existuje riziko zpoždění tohoto oživení. Zajímavé je, že Česká republika si od roku 2019 udržela svůj podíl na globálním exportu, a překonala tak eurozónu. Přisuzujeme to tradičnější a nákladově efektivnější výrobě automobilů ve srovnání s některými německými konkurenty. Domníváme se, že tato výhoda může poskytnout určitou ochranu proti rizikům zpomalení v roce 2025.

Celkově očekáváme, že **růst HDP** v roce 2025 zrychlí na 2,6 %, což překoná dynamiku eurozóny a Německa ve větší míře než v roce 2024.

Politika ČNB: 3,5 % jako konečná sazba cyklu

Pokud jde o politiku ČNB, přetrvávající vysoká dynamika cen služeb (5,0 % meziročně v srpnu) může být konfrontována s prostředím zrychlujícího hospodářského růstu, přičemž inflační riziko představují i ceny potravin.

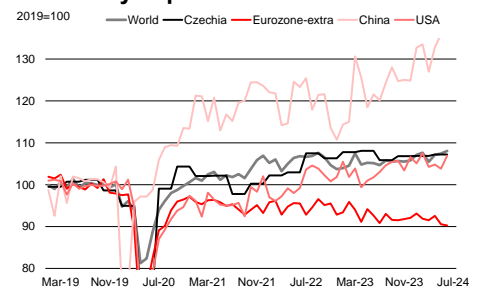
Jádrová inflace v ČR - meziroční vs. meziměsíční anualizovaná



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Meziměsíční anualizovaná jádrová inflace je nyní již dva měsíce vyšší než meziroční jádrová inflace, což naznačuje, že inflace v Česku dosáhla svého dna.

Reálný export zboží od roku 2019



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Objemy exportu z Číny od roku 2020 rychle rostou, zatímco eurozóna ztrácí svůj podíl na globálním trhu. Dynamika českého vývozu drží krok s globálním exportem, a překonává tak eurozónu.

Celkově očekáváme, že inflace zůstane v roce 2025 výrazně nad 2 %, i když pravděpodobně nepřekročí 3 %. To by mělo vytvořit prostor pro ČNB, aby pokračovala ve snižování repo sazby, ale ne pod 3,5 %. S očekávanou sazbou 4,0 % v prosinci by to znamenalo jedno snížení o 25 b.b. ve 4Q24 (pravděpodobně v listopadu) a dvě poslední snížení v 1H25.

Focus: Úpadek evropského průmyslu

Špatná situace v evropském průmyslu je stále větším problémem pro Česko kvůli významné pozici českých výrobců ve výrobních řetězcích EU. Porovnání reálné průmyslové výroby v EU se zbytkem světa je zarážející. Od roku 2019 do poloviny roku 2024 globální produkce vzrostla o 8,1 %, přičemž Čína vykázala ohromující růst 27,8 %. USA vykázaly přibližně stagnaci, stejně jako Česká republika. Naopak produkce v eurozóně poklesla o 3,2 %. Slabá poptávka je obvykle uváděna jako hlavní brzda evropského průmyslu. Naším cílem je podívat se blíže na to, odkud tato slabá poptávka pochází.

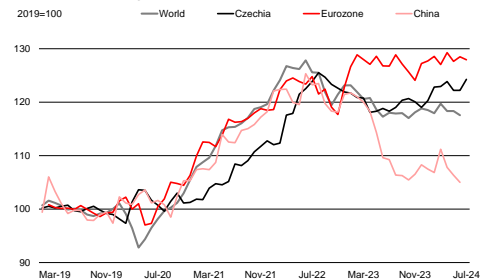
Za prvé, náš přístup předpokládá, že konečná poptávka (tj. celková spotřeba a investice do hrubého kapitálu) kontroluje vše. Z tohoto pohledu domácí poptávka v eurozóně přidala proti roku 2019 jen 2,0 % a v celé EU 2,7 %. (Při podrobnějším pohledu spotřeba domácností mírně rostla, zatímco tvorba hrubého kapitálu stagnovala.) Pomalý růst domácí poptávky v Evropě je určitě důležitou brzdou jejího průmyslu, protože 80 % přidané hodnoty eurozóny (nebo 83 % EU) je tam nakonec i spotřebováno. To však nemusí plně vysvětlovat, proč průmyslová výroba klesla. Kromě toho z pohledu EU relevantní mix konečné poptávky ve zbytku světa rostl rychleji (odhadujeme 12 %, což zahrnuje například růst poptávky USA o 11,3 % s podílem 3,4 % na přidané hodnotě EU, růst v Číně o 25 % s podílem 2,0 % a podobnou dynamiku v Indii). Přesto reálný export eurozóny do zbytku světa poklesl o 9,7 %*, což rovněž kontrastuje s růstem exportu globálně (8 %), v USA (7 %), v Česku (7 %) a v Číně (36 %).

Nápadný pokles exportní dynamiky eurozóny je ještě zesílen rozdílem v exportních cenách. Zatímco od roku 2019 globální (a americké) exportní ceny vzrostly o 18 % a čínské ceny přidaly jen 5 %, exporty z eurozóny se staly dražšími o 28 % (a z Česka o ne moc odlišných 24 %). Tento rozdíl může být částečně způsoben rozdíly v komoditním složení exportů, ale domníváme se, že za to mohou i strukturální problémy: vysoké ceny energie, ekologické a jiné regulace a vysoké náklady na pracovní sílu.

Výše uvedené údaje naznačují, že produkci v eurozóně oslabuje slabá domácí poptávka i slabá zahraniční poptávka po zboží z eurozóny kvůli jeho zhoršující se konkurenceschopnosti. Český export byl stále schopen držet krok s globálními obchodními trendy, částečně díky úspěšnému zaměření na rychleji rostoucí trhy v Asii a Americe, stejně jako v Polsku v Evropě. Z dlouhodobého hlediska však budou čeští exportéři zoufale potřebovat, aby se poptávka v eurozóně zlepšila.

*/ Na základě statistik přeshraničního obchodu. Statistika platební bilance naopak ukazuje nárůst exportu o 6,9 %. Oba statistické zdroje mají své limity, ale pevně věříme, že první je tentokrát mnohem relevantnější. Druhý není očištěn o toky uvnitř eurozóny a může být také zkreslen exportem evropských korporací, které mají svoji produkci outsourcovanou do zahraničí, což je obtížné ve statistikách správně identifikovat.

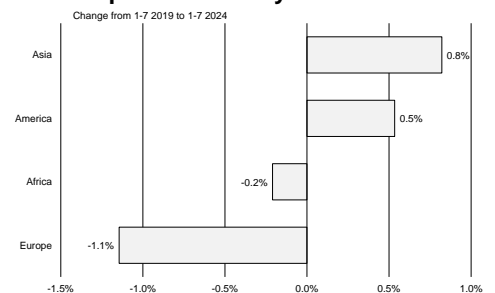
Ceny exportu od roku 2019



Sources: Macrobond, UniCredit Research

Ekonomické šoky spojené s pandemií v roce 2020 způsobily synchronizovaný růst exportních cen napříč regiony. Nicméně šoky, které následovaly po ruské agresi v roce 2022, vedly k výraznému rozdílu v cenách mezi eurozónou (nárůst o 28 % od roku 2019) a Čínou (pouze o 5 %). Tento rozdíl může být způsoben odlišným komoditním složením exportu i např. vyššími cenami energií v Evropě ve srovnání s jinými regiony.

Změna v podílu kontinentů na českém exportu mezi roky 2019-2024



Sources: Czech statistical office, UniCredit Research

Mezi lety 2019 a 2024 se Česku částečně podařilo přeměrovat své přímé exporty z Evropy do Asie a Ameriky. Podíl Evropy klesl o 1,1 procentního bodu na 89,5 %. Na druhou stranu podíl Asie vzrostl o 0,8 p.b. na 5,4 % a Amerika se zvýšila o 0,5 p.b. na 3,8 %. Podíl Ruska klesl o 1,9 p.b. na 0,3 %, což bylo částečně kompenzováno růstem proxy-destinací v Asii.

Makroekonomický výhled ČR

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| | | | | předpověď | předpověď |
| Růst HDP (reálná meziroční změna, %) | 4.0 | 2.9 | 0.0 | 1.0 | 2.6 |
| Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %) | 4.2 | 0.5 | -2.7 | 1.3 | 2.2 |
| Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %) | 6.7 | 6.3 | 2.7 | -0.2 | 1.0 |
| Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %) | 6.8 | 2.1 | -1.3 | -0.3 | 2.5 |
| Podíl nezaměstnaných (průměr, %) | 3.8 | 3.4 | 3.6 | 3.8 | 3.7 |
| Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %) | 3.8 | 15.1 | 10.7 | 2.4 | 2.7 |
| Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %) | 5.8 | 4.3 | 8.0 | 6.8 | 7.2 |
| Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %) | 3.50 | 7.26 | 6.97 | 3.95 | 3.60 |
| Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %) | 1.13 | 6.28 | 7.13 | 5.00 | 3.75 |
| EUR-CZK směnný kurs (konec období) | 24.86 | 24.12 | 24.73 | 25.00 | 24.70 |
| EUR-CZK směnný kurs (průměr) | 25.65 | 24.57 | 24.01 | 25.10 | 24.90 |
| Běžný účet platební bilance (% HDP) | -2.7 | -4.7 | 0.4 | 1.4 | 2.3 |
| Čistý příliv přímých investic (% HDP) | 0.5 | 1.2 | 0.2 | 1.6 | 1.3 |
| Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)* | -5.0 | -3.1 | -3.5 | -2.8 | -2.6 |
| Veřejná zadluženost (% HDP) | 40.7 | 42.5 | 44.0 | 43.3 | 43.4 |

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.