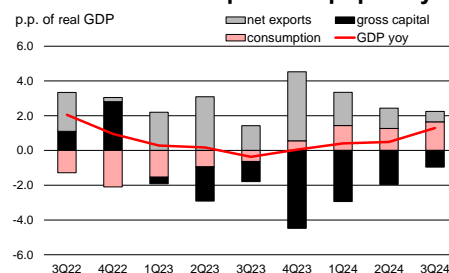


Stále jen na půl plynu

- Ve 3Q24 vzrostl reálný HDP o 0,4 % mezičtvrtletně a v meziročním srovnání zrychlil růst na 1,3 %. Soukromá spotřeba přidala 2,2 % meziročně, zatímco vládní výdaje zpomalily na 3,0 %. Tvorba fixního kapitálu zaznamenala meziroční pokles o 0,8 %. Tvorba zásob snížila růst HDP o 0,8 p. b. Čistý export podpořil dynamiku HDP o 0,6 p. b., když objem exportu přidal 4,0 % meziročně, zatímco objem importu vzrostl o 3,4 % meziročně.
- Neočekáváme, že by se ve 4Q24 dynamika HDP zrychlila. Předpokládáme opět růst HDP o 0,4 % mezičtvrtletně, což by mělo meziroční index posunout lehce vzhůru na 1,4 %. Co se týče celkového výsledku za rok 2024, posouváme náš výhled dále dolů z 1,0 % na 0,9 % kvůli revizi oficiálních dat za 2Q24.
- Ekonomický růst v roce 2025 bude méně tažený průmyslovou výrobou, než je obvyklé pro počáteční fázi hospodářského cyklu. Očekáváme, že HDP v příštím roce vzroste o 2,2 %, přičemž si toto tempo zhruba udrží i v roce 2026 (2,4 %). Vzhledem k hlavním rizikům, jako jsou obchodní bariéry ze strany USA a dalších zemí, vojenské konflikty na okraji EU a politické krize v některých hlavních zemích EU, vnímáme riziko našeho výhledu HDP jako vychýlené směrem dolů.
- Očekáváme, že inflace se bude nadále držet nad 2% cílem ČNB. Důvodem pro mírné zvýšení našeho inflačního výhledu na rok 2025 je očekávání slabší koruny, zejména vůči americkému dolaru. ČNB by mohla přistoupit ke dvěma dalším snížením repo sazby o 25 b. b. do poloviny roku 2025, a pak přejít do stavu „vyčkávání“. Pokud nákladové tlaky nepovedou k druhotnému nárůstu inflace, ČNB by mohla přidat ještě jedno snížení sazeb koncem roku 2025, čímž by se repo sazba dostala na finální úroveň 3,25 %.

Růst HDP dle komponentů poptávky*



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

3Q24 byl již sedmým čtvrtletím v řadě, kdy tvorba hrubého kapitálu ukrajovala z meziročního tempa růstu HDP. Tento negativní efekt však výrazně zeslábl oproti předchozím obdobím, což umožnilo HDP získat určitý růstový impuls. Dynamiku HDP navíc podpořil růst spotřeby i čistý export.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY ROKU 2015, OČIŠTĚNO)

	3Q24		2Q24 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	1.3	1.3	0.5	0.5
Spotřeba domácností (%)	2.2	1	0.8	0.4
Spotřeba vlády (%)	3.0	0.6	4.3	0.8
Tvorba fixního kapitálu (%)	-0.8	-0.2	0.3	0.1
Změna stavu zásob	-	-0.8	-	-2
Čistý export	-	0.6	-	1.2

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 Sobíšek
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

3Q24: Utlumený růst pokračuje

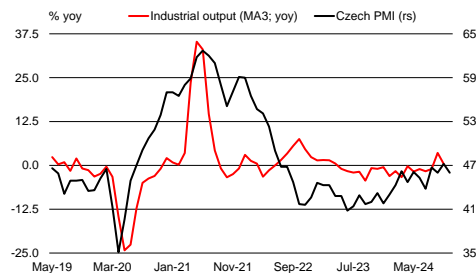
Ve 3Q24 reálný HDP vzrostl o 0,4 % mezičtvrtletně, což představuje zlepšení oproti 2Q24, kdy byl růst revidován dolů na 0,2 %. V meziročním srovnání růst zrychlil na 1,3 %. Soukromá spotřeba přidala 2,2 % meziročně, zatímco vládní výdaje zůstaly nejrychleji rostoucí složkou poptávky, i když zpomalily na 3,0 %. Tvorba fixního kapitálu zaznamenala meziroční pokles o 0,8 %, přičemž stroje a zařízení byly jediným druhem kapitálu, který klesal, ale velmi výrazně (-11,6 %). Tvorba zásob opět zpomalila růst HDP, tentokrát o 0,8 p. b. Čistý export podpořil meziroční dynamiku HDP o 0,6 p. b., když objemy exportu vzrostly o 4,0 %, zatímco objemy importu přidaly 3,4 % meziročně. Meziroční růst byl zaznamenán jak u exportu a importu zboží, tak služeb. Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách meziročně klesla v zemědělství, prakticky stagnovala (-0,1 %) v průmyslu a stavebnictví, zatímco ve většině odvětví služeb mírně rostla. Nominální HDP vzrostl o 5,2 % meziročně při zpomalení deflátoru HDP na 3,9 %. Celková zaměstnanost se zvýšila o 0,4 % meziročně, přičemž počet odpracovaných hodin vzrostl (po očištění) o 1,4 %. Produktivita na pracovníka tak mírně vzrostla (o 0,9 % meziročně), ale zůstala téměř beze změny v přepočtu na hodinu (-0,1 %). Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách zpomalily růst na 2,4 % meziročně, zatímco náhrady zaměstnancům zrychlily na 6,5 %.

Jedním z překvapivých prvků v posledních datech je slušné tempo exportu zboží (3,5 % meziročně), které kontrastuje s utlumenou poptávkou v eurozóně – největším obchodním partnerovi Česka. Podrobnější analýza ukazuje, že tento růst exportu je kombinací mimořádně slabé srovnávací základny exportu z 3Q23 do eurozóny a nedávných dvouciferných meziročních přírůstků exportu do různých zemích mimo EU. Spojené království vyniká v této skupině co do celkového objemu exportu, což naznačuje, že brzdící vliv brexitu na vzájemný obchod byl překonán. Menší obchodní partneři však překonávají Spojené království v dynamice růstu, přičemž jejich seznam zahrnuje velkou část Asie a arabského světa. Naše hlavní zjištění je, že navzdory všem ekonomickým potížím čeští exportéři dokážou dodávat více tam, kde existuje dostatečná poptávka.

4Q24: Žádné zrychlení dynamiky HDP

Neočekáváme, že by dynamika HDP ve 4Q24 zrychlila. Domácnosti budou i nadále v meziročním srovnání zvyšovat svou spotřebu (očištěné říjnové maloobchodní tržby vykázaly růst 5,2 %), což ponechá soukromé spotřebě hlavní roli tahouna HDP. Na druhou stranu naše listopadová data z platebních karet ukazují nižší meziroční nárůst výdajů oproti říjnu a průzkumy trhu naznačují pouze omezený (4 % meziročně) nárůst zamýšlených vánočních výdajů domácností. Produkce a tržby ve službách vykázaly v říjnu mírný růst, a měly by tak podpořit produkční stranu ekonomiky. Naopak průmyslová produkce může ve 4Q24 maximálně stagnovat, protože říjnové výsledky (-2,1 % meziročně) byly zklamáním a index PMI ve výrobě v listopadu klesl na 46,0. Celkově očekáváme, že HDP ve 4Q24 vzroste opět o 0,4 % mezičtvrtletně, což by mělo posunout meziroční index lehce vzhůru na 1,4 %. Co se týče celkového výsledku za rok 2024, revidujeme náš výhled dále dolů z 1,0 % na 0,9 % kvůli revizi oficiálních dat za 2Q24.

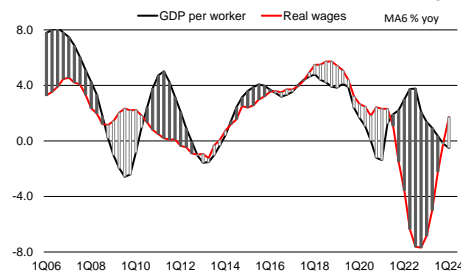
Průmyslová produkce ČR a S&P PMI ve zpracovatelském průmyslu



Sources: CZSO, UniCredit Research.

S&P PMI ve zpracovatelském průmyslu se v poslední době stabilizoval na úrovních mezi 46 a 47. To je výrazně pod zlomovou hranicí 50, avšak historicky se zdá, že stagnaci průmyslové produkce lépe odpovídá úroveň 47 než 50. Skutečně, stagnace je v tuto chvíli vhodnou charakteristikou pro situaci v průmyslu.

Produktivita práce ČR a reálné mzdy



Sources: MPSV, UniCredit Research.

Pokles reálných mezd během inflační vlny v letech 2022–2023 dramatičticky změnil vztah mezi produktivitou a mzdami. Od roku 2024 se situace vrátila do stavu, kdy růst mezd překonává růst produktivity. Dědictví let 2022–2023 však zajišťuje, že mzdy mohou nyní dále růst, aniž by výrazně podkopaly konkurenceschopnost.

2025: Na prahu oživení díky spotřebě domácností?

Soukromá spotřeba si pravděpodobně udrží své tempo i na začátku roku 2025, protože platy ve veřejném sektoru by měly zrychlit na 6 % meziročně. Kromě toho už nebude působit efekt zvýšení daní, jenž od začátku roku 2024 snižoval disponibilní příjmy domácností v meziročním srovnání. Na druhou stranu dva faktory mohou spotřební boom mírně utlumit. Prvním je mírně vyšší nezaměstnanost (odhadovaná v průměru na 4,2 %), druhým pak nárůst inflace (CPI odhadován v průměru na 2,9 % pro rok 2025 oproti 2,5 % pro 2024). Celkově tak očekáváme, že růst soukromé spotřeby v roce 2025 mírně přesáhne 2 %.

Méně příznivé zprávy přicházejí z oblasti kapitálových investic. Ačkoli finanční situace podnikové sféry zůstane solidní, její motivace investovat do fixního kapitálu by mohla být oslabena různými ekonomickými nejistotami. To platí pro všechny sektory, ale obzvláště pro zpracovatelský průmysl. Obecně předpokládáme oživení investic do strojů a zařízení od 2H25 v naději, že do té doby budou některé nejistoty odstraněny. Co se týče veřejných projektů, v roce 2025 očekáváme vyšší čerpání fondů EU, a to jak z programu NGEU, tak z běžné víceleté perspektivy. Pokud jde o soukromě financované stavební aktivity, v roce 2025 je představitelný růst projektů v oblasti bytové výstavby, ale ten se zpočátku může projevit nárůstem zásob, což podpoří tvorbu fixního kapitálu až se zpožděním.

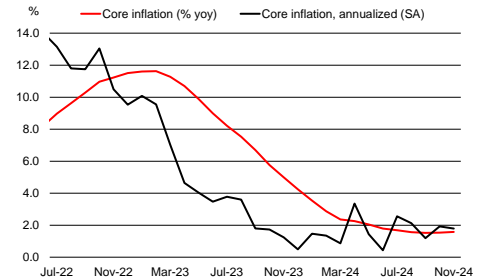
Naopak reálný export bude pravděpodobně stagnovat, protože poptávka v EU, zejména v Německu, zůstane utlumená. Navíc se zdá, že cyklické oživení ve vysoce energeticky náročných částech zpracovatelského průmyslu nenastane dříve než v polovině roku. Osud průmyslu tak bude do značné míry záviset na výrobě automobilů, kde je Česko zřejmě v o něco lepší pozici než Německo díky své převažující orientaci na výrobu automobilů se spalovacími motory. Tato výhoda je však dočasná a podmíněná uvolněním unijních regulací, které se právě diskutuje.

Ekonomika tak bude v roce 2025 méně tažena průmyslem, než je obvyklé pro počáteční fázi hospodářského cyklu. Očekáváme, že HDP vzroste o 2,2 %, přičemž si toto tempo udrží i v roce 2026 (2,4 %). S ohledem na hlavní hrozby, jako jsou obchodní bariéry ze strany USA a dalších zemí, vojenské konflikty v blízkosti EU a politické krize v některých klíčových zemích EU, vidíme riziko našeho výhledu jako vychýlené směrem dolů.

Politika ČNB: V boji s inflací není ještě zcela hotovo

Co se týče inflace, neočekáváme žádnou novou vlnu, ale spíše její setrvání lehce nad 2% cílem ČNB. Důvodem pro naše mírné navýšení prognózy inflace v roce 2025 je očekávání slabší koruny, zejména vůči dolaru. To by mělo tlačit ceny výrobců (PPI) směrem k 5 % meziročně, a vytvořit tak nákladové tlaky na ceny spotřebitelů (CPI). Celková inflace tak pravděpodobně zůstane přibližně na úrovních viděných ve 2. polovině roku 2024, ale její struktura se může změnit – z dominance cen služeb směrem k vyrovnanějšímu podílu mezi zbožím a službami. Měnící se charakter inflace může snížit naléhavost pro ČNB udržovat restriktivní

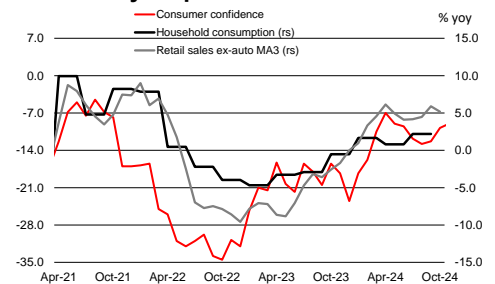
Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



Sources: CZSO, UniCredit Research.

V listopadu se obě námi pečlivě sledované veličiny jádrové inflace stabilizovaly těsně pod úrovní 2 %. Do budoucna je pravděpodobnější jejich růst než pokles.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Od začátku roku 2024 spotřebitelská důvěra, resp. maloobchodní tržby tlačí růst spotřeby domácností vzhůru. Růst maloobchodních tržeb o téměř 5 % meziročně by měl celkovou soukromou spotřebu zvýšit přibližně o 2,5 %. Podobné tempo očekáváme i pro soukromou spotřebu za celý rok 2025.

ménovou politiku, avšak úroveň inflace blížící se horní hranici tolerančního pásma nedovolí výraznější uvolnění politiky. Výsledkem je, že očekáváme od ČNB dvě snížení repo sazby o 25 bodů v 1H25, po nichž bude následovat období stability. Pokud nákladové tlaky nevyvolají druhotný nárůst inflace, může ČNB ke konci roku 2025 přidat ještě jedno snížení, čímž by repo sazba dosáhla zřejmě finální úrovně 3,25 %.

Focus: Americká dovozní cla zraní ale nezabijí

Evropa je znepokojena hrozícími celními spory s USA po inauguraci D. Trumpa. Ten slíbil zavést 10% clo na dovozy z EU a 60% clo na dovozy z Číny. Jaká zátěž by to byla pro EU či českou ekonomiku?

Podívejme se nejprve na to, jak důležitý je americký trh jako exportní destinace pro jednotlivé hráče, přičemž zohledníme jak přímé, tak nepřímé toky napříč globálními dodavatelskými řetězci. Podle globálních input-output tabulek směřuje do USA asi 3,4 % hrubé přidané hodnoty (HPH) EU, 2,7 % Česka a 3,4 % Číny. Na druhé straně USA vyváží přibližně 1,8 % své HPH do EU a 1,1 % do Číny. Je zřejmé, že v potenciálních obchodních válkách mají USA výrazně silnější pozici, jelikož jejich obchodní restrikce mohou poškodit jiné země více než je samotné.

Ekonomická teorie říká, že dovozní cla vedou k vyšším dovozním cenám, nižším ziskovým maržím dovozců a poklesu objemu dovozu. Odhadnout velikost těchto efektů je obtížné. U evropského zboží nemusí být daleko od pravdy tento zjednodušený předpoklad: 10% clo by mohlo způsobit 5% zvýšení cen dovozů v USA a 5% pokles marží amerických dovozců (resp. evropských výrobců). Předpokládané 5% zvýšení cen by pravděpodobně také snížilo reálný objem dovozů do USA o 5 %. S ohledem na závislost EU na exportech do USA to naznačuje potenciální pokles HDP EU o 0,2 %. Evropská odvěta by jistě následovala, ale byla by pečlivě kalibrována tak, aby se minimalizoval negativní dopad na vlastní výrobce.

Významnější brzdou HDP by mohly být nepřímé efekty. Čínští výrobci, částečně vyloučení z amerického trhu, by mohli přesměrovat své zboží se slevou na evropský trh. Tím by vznikla kromě příjemného tlaku na snížení cen i nepříjemná konkurence pro evropské výrobce. Pozornost upoutala studie, která odhadla celkové reálné ztráty HDP plynoucí z obchodních válek až na 2,5 % pro EU a 3,5 % pro Česko, a zmíněný efekt tam hraje dominantní roli. Výsledky jsou však dle našeho názoru založeny na pochybných předpokladech, jsou vágně vysvětleny, a postrádají tak věrohodnost. Rozsah dopadu čínského zboží zaplavujícího evropský trh se zdá být přehnaný. Čínský export do USA činil v roce 2023 448 mld. USD, což představuje 1,5 % HDP USA a 2,4 % HDP EU. I kdyby byl celý tento export přesměrován výhradně na trh EU (nepravděpodobný scénář) a zcela nahradil zboží od místních výrobců (také nepravděpodobné, protože část by nahradila jiné dovozy), celkový dopad na HDP by byl nižší. Je to dáno tím, že odhadovaných 25 % vstupů producentů v EU tvoří dovozy z okolního světa, které evropský HDP neovlivňují. Navíc levnější komponenty z Číny by evropským výrobcům prospěly. Zmíněné ztráty HDP se tak jeví jako značně nadsazené, i když tento efekt nelze ignorovat.

Váha poptávky z USA v HDP jednotlivých zemí a naopak



Sources: OECD's TIVA (capturing the year of 2018), UniCredit Research

USA mají v obchodních válkách navrch, protože závislost zemí na finální poptávce z USA (tj. spotřeba a investice) je mnohem vyšší než naopak. Nejzranitelnější zemí by bylo Mexiko s hodnotou 17,4 %. V obchodních sporech s EU je schopnost USA poškodit protistranu téměř dvakrát větší než schopnost EU poškodit USA, a v případě Číny dokonce třikrát větší.

Makroekonomický výhled ČR

	2022	2023	2024	2025	2026
			předpověď	předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	2.9	0.0	0.9	2.2	2.4
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	0.5	-2.7	1.5	2.1	2.5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	6.3	2.7	-0.4	-0.3	3.0
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	2.1	-1.3	-0.3	1.0	3.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.4	3.6	3.8	4.2	4.0
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	15.1	10.7	2.5	2.9	2.5
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.3	8.0	6.9	6.5	5.4
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	7.26	6.97	3.93	3.30	3.35
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	6.28	7.13	4.98	3.57	3.35
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	24.12	24.73	25.30	25.20	25.00
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	24.57	24.01	25.20	25.30	25.00
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-4.7	0.3	1.4	2.2	2.3
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	1.2	0.2	0.6	0.9	1.0
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-3.1	-3.5	-2.8	-2.7	-3.0
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.5	44.0	43.2	43.5	44.4

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.