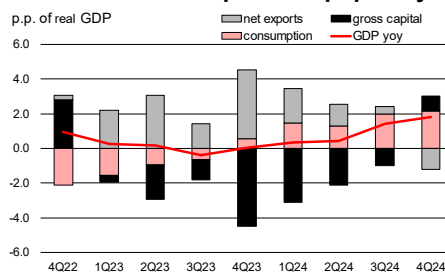


Rozstředěné vidění

- Ve 4Q24 zrychlil reálný růst HDP na 0,7% mezičtvrtletně a 1,8% meziročně. V meziročním srovnání růst podpořila zejména soukromá spotřeba díky akceleraci na 3,2%. Tvorba fixního kapitálu propadla meziročně o 2,4%. Tvorba zásob otočila po sedmi kvartálech svůj růstový příspěvek do plusu (1,5 p.b.). Příspěvek čistého exportu byl negativní (-1,2 p.b.) při objemech exportu a importu rostoucích meziročně o 1,3%, resp. 3,1%.
- Ze zveřejněných údajů za leden, případně únor usuzujeme, že česká ekonomika v 1Q25 pokračuje v růstu, jeho mezikvartální tempo ale proti 4Q24 zřejmě zpomalilo. Pro 1Q25 tedy pracujeme s odhady HDP 0,4% mezikvartálně a 1,9% meziročně.
- V základním scénáři měníme výhled růstu HDP pro 2025 jen nepatrně dolů na 2,1% a pro rok 2026 jej ponecháváme zcela beze změny na 2,4%. Zároveň ovšem vnímáme výrazný nárůst rizik, z nichž většina směřuje ke scénářům se zpomalením ekonomiky. K dříve uvažovaným rizikům přibývá otázka spolehlivosti USA jakožto geopolitického spojence Evropy, což může mít na HDP Česka řadu negativních, těžko vyčíslitelných dopadů za horizontem letoška. Za samostatnou kapitolu v bilanci rizik považujeme případnou obchodní válku mezi USA a Evropou. Naopak novým pozitivem může být plán Německa na investice do infrastruktury a obrany nad rámec existující dluhové brzdy.
- Ekonomická rizika, při míře inflace uvnitř, ale poblíž horní meze tolerančního pásma ČNB, budou vyvolávat potřebu opatrnosti při dalším snižování sazeb. Terminální úroveň repo sazby nadále vidíme na 3,25%, její dosažení se ovšem může posunout až do 1Q26.

Růst HDP dle komponentů poptávky*



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

Příspěvek spotřeby k meziročnímu růstu HDP se ve 4Q24 zvýšil díky většímu utrácení domácností. Po 4 kvartálech se vrátil do kladných hodnot příspěvek tvorby hrubého kapitálu, ale to výhradně kvůli zastavení výprodeje zásob. Čistý export celkové tempo růstu HDP snižoval.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY 2020, OČIŠTĚNO)

	4Q24		3Q24 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	1.8	1.8	1.4	1.4
Spotřeba domácností (%)	3.2	1.5	2.4	1.1
Spotřeba vlády (%)	3.2	0.6	4.3	0.8
Tvorba fixního kapitálu (%)	-2.4	-0.7	-0.8	-0.2
Změna stavu zásob	-	1.5	-	-0.8
Čistý export	-	-1.2	-	0.4

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

4Q24: Zrychlení HDP díky domácnostem

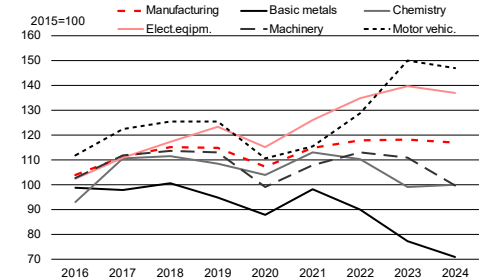
Ve 4Q24 zrychlil reálný růst HDP na 0,7% mezičtvrtletně a 1,8% meziročně. V meziročním srovnání růst podpořila zejména soukromá spotřeba díky akceleraci na 3,2%, což bylo stejné tempo jako u vládní spotřeby, která naopak zpomalila. Tvorba fixního kapitálu propadla meziročně o 2,4%, když investice do obydlí klesly o 2,0% a do strojů a zařízení opět dvojciferně (-10,5%). Meziročně nižší byly tentokrát i výdaje na nehmotný kapitál (-0,7%). Tvorba zásob otočila po sedmi kvartálech svůj růstový příspěvek do plusu (1,5 p.b.). Příspěvek čistého exportu byl negativní (-1,2 p.b.) při objemech exportu a importu rostoucích meziročně o 1,3%, resp. 3,1%. Na celkovém růstu exportu se převážně podílely služby, zatímco export zboží přidal meziročně jen 0,6%. Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách vykázala meziroční zvýšení ve všech odvětvích s výjimkou průmyslu, kde klesla o 2,2%. Nominálně byl HDP meziročně vyšší o 5,6 % při lehkém zpomalení deflátoru na 3,7%. Celková zaměstnanost se meziročně zvýšila o 0,2%, přičemž počet odpracovaných hodin vzrostl o 0,5%. Produktivita tak reálně stoupla o 1,6% v přepočtu na pracovníka a o 1,3% na hodinu. Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách byl meziročně vyšší o 2,1%, zatímco náhrady zaměstnancům rostly o 6,7%.

Tempo růstu spotřeby domácností zřejmě mírně překonalo reálný růst jejich příjmů, což naznačuje, že mohlo dojít ke korekci extrémně vysoké míry úspor. Domácnosti ale nadále utrácely především za zboží krátkodobé spotřeby, zatímco jejich dlouhodobé výdaje pokračovaly v útlumu. Na straně produkce poutá naši pozornost divergence tempa HPH mezi průmyslem a ostatními odvětvími. Historicky byly takové situace vzácné a trvaly jen krátce. Máme obavu, že pokud by se poptávka v průmyslu letos nezvýšila, jeho podvýkonnost by stáhla zbytek ekonomiky.

1Q25: Meziroční růst HDP zřejmě nedosáhne 2%

Sektor služeb v lednu udržel svým meziročním růstem očištěné produkce o 2,3% dominanci v růstu HDP nad průmyslem, který poklesl o 0,6%. Brzký obrat k růstu průmyslové výroby přitom nenaznačuje žádný z předstihových ukazatelů. Průmyslové zakázky za leden klesly meziročně v běžných cenách o 1,9%. Lednový export nicméně vykázal meziroční růst odhadovaný v objemovém vyjádření na 7-8%. Index S&P PMI stoupl v únoru na 47,7 – hodnotu nejvyšší za 32 měsíců, ale stále citelně pod hranicí 50. Dařilo se v lednu stavebnictví, jehož produkce vzrostla meziročně o 8,2%, leden je ale pro toto odvětví málo reprezentativní. Maloobchodní tržby bez aut zaznamenaly v lednu meziroční přírůstek o 3,1%, tržby v autosegmentu jen o 0,7%. Z údajů si bereme to, že česká ekonomika na začátku roku pokračovala v růstu, jeho mezikvartální tempo ale proti 4Q24 zřejmě zpomalilo. Pro 1Q25 tedy pracujeme s odhady HDP 0,4% mezikvartálně a 1,9% meziročně.

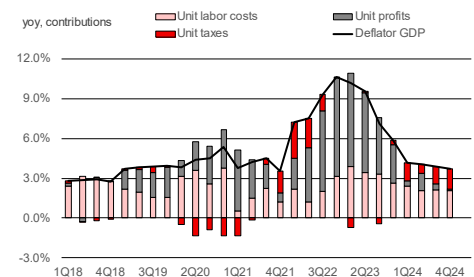
Index produkce ve vybraných odvětvích zpracovatelského průmyslu (2015=100)



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Rok 2024 přinesl další rozevření nůzek ve výkonnosti mezi průmyslovými odvětvími. Ačkoliv výroba dopravních prostředků i elektrických zařízení proti roku 2023 mírně klesla, výroba základních kovů propadla dramaticky. Proti roku 2015 je výroba aut téměř o 50% vyšší, výroba kovů o 30% nižší.

Rozklad deflátoru HDP Česka



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Deflátor HDP představuje široký a sledovaný ukazatel cenového vývoje ekonomiky. V Česku deflátor roce 2024 dosáhl 3,9% s tím, že měl v průběhu roku tendenci mírně klesat. Graf znázorňuje příspěvky hlavních tříd komponent růstu cen z HDP v důchodovém vyjádření. Kromě nákladů na práci, kde je růst blízký spotřebitelské inflaci, zaujme nízký příspěvek podnikových zisků. Ty srážel dolů růst nepřímých daní v rámci konsolidace veřejných financí.

2025: Rizika rozostřují obrázek

V základním scénáři měníme výhled růstu HDP na letošní rok jen nepatrně dolů na 2,1% a pro rok 2026 jej ponecháváme zcela beze změny na 2,4%. Zároveň ovšem vnímáme výrazný nárůst rizik, z nichž většina směřuje ke scénářům se zpomalením ekonomiky, jehož vyčíslení a časové zarámování nejsme schopni realisticky provést.

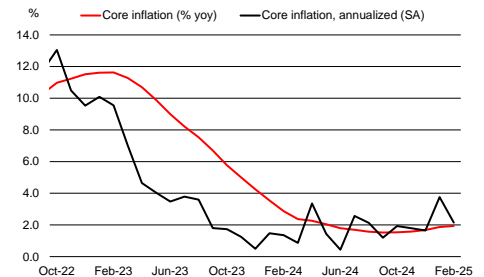
Domácí poptávka by měla těžit z odeznění dřívějších ekonomických šoků, mezi poslední z nichž patřily inflační vlna a fiskální konsolidace. Reálné příjmy domácností letos nadále porostou díky jen lehkému zpomalení tempa **růstu mezd** na 6,5% při **průměrné inflaci** odhadované na 2,7%. Celkové mzdy budou podpořeny zvýšeným přírůstkem ve veřejné sféře a do jejich dynamiky se bude částečně promítat opožděná reakce odměňování na dřívější inflaci. Trh práce by ani při **míře nezaměstnanosti** o pár desetín p.b. nad úrovni roku 2024 neměl zásadně ovlivňovat spotřební chování domácností. Vysoká míra úspor domácností zároveň dává prostor k růstu jejich spotřebních výdajů nad tempo růstu reálných příjmů. Letošní zvýšení **soukromé spotřeby** o 2,7% tak považujeme za konzervativní odhad.

V rámci **kapitálových investic** sázíme na částečné oživení výstavby bytů a pokračování v infrastrukturních projektech kofinancovaných vládou a fondy EU. V dalších oblastech vidíme spíše obezřetnost vyvolanou geopolitickými riziky, ale i nejistotami ohledně cílů energetické transformace a jejího financování. **Tvorba fixního kapitálu** tak zůstane druhý rok v poklesu (odhadem -0,4%) a s jejím zvýšením počítáme až pro rok 2026. Tvorbu hrubého kapitálu ale pozitivně ovlivní již letos cyklické **zvysňování zásob** v reakci na jejich dřívější výprodej. Zvýšené výdaje na obranu Česka podle vládního plánu mohou mírně posílit investice (a vládní spotřebu) počínaje rokem 2026.

Zahraniční obchod po přechodném zvýšení objemů v 1Q25, vyvolaném předzásobováním v obavě z dovozních cel, zřejmě od 2Q25 opět zpomalí. Míra zpomalení přitom bude závislá na rozsahu skutečně zavedených cel. Příspěvek **čistého exportu** k HDP ale bude každopádně negativní, a to také kvůli již zmíněnému doplňování zásob.

K dříve uvažovaným **rizikům** přibývá otázka spolehlivosti USA jakožto geopolitického spojence Evropy, což může mít na HDP Česka řadu negativních, těžko vyčíslitelných dopadů za horizontem letoška. Jedním z nich zřejmě bude menší pozitivní impuls z případného ukončení války Ruska na Ukrajině. Naopak novým pozitivem může být plán Německa na investice do infrastruktury a obrany nad rámec existující dluhové brzdy. Dodatečné investice Německa by mohly přinést české ekonomice v roce 2026 zrychlení HDP o 0,2 až 0,3 p.b. (více viz Focus str. 4). Za samostatnou kapitolu v bilanci rizik považujeme případnou **obchodní válku** mezi USA a Evropou. Plošná cla ve výši 25% by podle našich výpočtů připravila český HDP o necelý 1 p.b. v rozdělení mezi roky 2025 a 2026, a vedla by také k vyšší inflaci. Pokud zůstanou cla USA omezená na ocel a hliník, jak tomu je v tuto chvíli, zůstane dopad do výkonu české ekonomiky na hranici měřitelnosti.

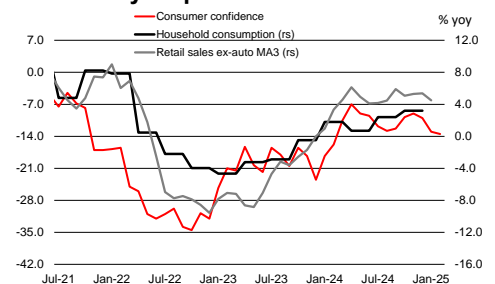
Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



Sources: CZSO, UniCredit Research.

Jádrová meziroční inflace má v posledních měsících tendenci se mírně zvedat z úrovně pod 2%. Anualizovaná inflace v únoru klesla, kreslí ale velmi podobný obrázek. Inflační vlna je za námi, ale cenovou stabilitu začínají ohrožovat nová rizika.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Sources: Macrobond, UniCredit Research.

Tempo růstu reálné spotřeby domácností ve 4Q24 překročilo 3%, takový výsledek se ale zdá být dlouhodobě neudržitelný. Spotřebitelská důvěra v prvních dvou měsících 2025 i maloobchodní tržby za leden tlačí soukromou spotřebu k nižší dynamice.

Politika ČNB: Cyklické dno repo sazby je blízko

Výše popsaná ekonomická rizika, při míře inflace uvnitř, ale poblíž horní meze tolerančního pásma ČNB, budou vyvolávat potřebu opatrnosti při dalším snižování sazeb. Terminální úroveň repo sazby nadále vidíme na 3,25%, její dosažení se ovšem může posunout až do 1Q26.

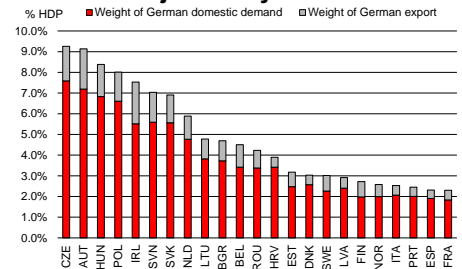
Focus: Pomůže německá fiskální bazuka nakopnout českou ekonomiku?

Zabrzděná ekonomika eurozóny, především Německa, byla v posledních letech pro Česko přítěží. I když se tuzemským exportérům dařila částečná reorientace na mimoevropské trhy, Česko je nadále na Německu nejzávislejší zemí na světě, byť Rakousko následuje v těsném závěsu. Ze světových input output tabulek pro rok 2020 lze odhadnout, že německá finální poptávka (spotřeba a investice) tvoří přímo a nepřímo 7,6% českého HDP a německý export do zbytku světa přidá odhadem dalších 1,7%. Celkem tedy na Německu závisí asi 9,3% českého HDP (pro srovnání: 9,1% HDP Rakouska, 8,4% Maďarska, 8,0% Polska, 6,9% Slovenska či jen 2,3% až 2,5% HDP Francie, Španělska a Itálie). Vzhledem k tomu, že na celkové zahraniční poptávce závisí přes 39% ekonomiky ČR, tak s Německem je svázána téměř jedna čtvrtina tohoto objemu.

Poté, co od německých představitelů zaznívá záměr rozvolnit pravidla dluhového financování a zahájit investiční boom odpálením „fiskální bazuky“ ve výši 500 miliard eur (11,6% německého HDP), a dále urychleně zvyšovat investice do obrany z 1,8% dejme tomu na 3% HDP, může se nám závislost na Německu zase začít vyplácet. Ačkoliv celá akce je ještě ve fázi politického vyjednávání, je pravděpodobné, že fiskální balík nakonec bude schválen. Pokud by investice do infrastruktury byly rozloženy např. na 10 let a ke zvýšení výdajů na obranu na 3% HDP mělo dojít už v příštím roce, jednalo by se o fiskální impulz 100 miliard EUR, tj. okolo 2,4% německého HDP, resp. 3,3% německé vnitřní poptávky. To by se přes zmíněnou závislost ČR na německé poptávce a další kola multiplikačního procesu přetavilo do dodatečného růstu českého HDP o cca 0,3 procentního bodu. Není to moc, ale pomohlo by to vykompenzovat necelou polovinu dopadu případných 25% plošných cel USA. K tomuto výdajovému impulzu, který má okamžitý efekt, by se později měl přidat i dlouhodobý efekt plynoucí ze zvýšení potenciálu německé ekonomiky.

Je navíc pravděpodobné, že k německému investičnímu boomeru financovanému na dluh se připojí i další země chřadnoucí Evropy. Můžeme se tak možná těšit na léta zvýšeného ekonomického růstu, ale i vyšší inflace a úrokových sazeb, než jsme si ještě před měsícem dokázali představit. Rizikem je, že fiskální balík takových rozměrů bude nutně terčem tlaků rozličných zájmových skupin. Musíme doufat, že se přesto výdaje podaří vynaložit účelně a efektivně na všestranné posílení Evropy v kontextu hrozící války.

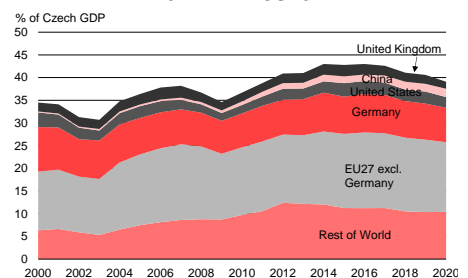
Váha německé poptávky a exportu v HDP jednotlivých zemí



Sources: OECD's TIVA (capturing the year of 2020), UniCredit Research

Vliv německé konečné poptávky (spotřeba + investice) tvoří přímo a nepřímo 7,6% HDP ČR. Německý export do zbytku světa přidá odhadem dalších 1,7%. 9,3% českého HDP je tak spojeno s Německem, což je nejvíc ze všech zemí na světě.

Složení zahraniční poptávky a její vliv na HDP Česka



Sources: OECD's TIVA (capturing the year of 2020), UniCredit Research

Význam zahraniční poptávky v HDP ČR dosáhl vrcholu v letech 2014-2016, kdy do zahraničí mířilo 43% vyprodukované české přidané hodnoty. Poté podíl začal klesat a poslední dostupná data světových input-output tabulek za rok 2020 ukazují 39,1%. Tehdy z celkové exportované přidané hodnoty končilo 59% v EU (19% v samotném Německu), 6% v USA, 5% v Číně a 4% ve Spojeném království. Zbývajících 27% si našlo umístění jinde ve světě.

Makroekonomický výhled ČR

	2022	2023	2024	2025	2026
				předpověď	předpověď
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	2.9	0.1	1.0	2.1	2.4
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	0.5	-2.7	2.1	2.7	2.4
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	6.3	2.7	-1.3	-0.4	3.0
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	2.1	-0.8	-0.9	0.5	3.0
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.4	3.6	3.8	4.1	4.0
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	15.1	10.7	2.4	2.7	2.3
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.3	8.0	7.1	6.5	5.4
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	7.26	6.97	3.91	3.45	3.35
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	6.28	7.13	4.98	3.58	3.36
EUR-CZK směnný kurs (konec období)	24.12	24.73	25.19	24.80	24.80
EUR-CZK směnný kurs (průměr)	24.57	24.01	25.12	24.90	24.80
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-4.7	0.3	1.8	2.1	1.9
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	1.2	1.0	0.5	0.6	0.7
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-3.1	-3.8	-2.8e	-2.7	-2.7
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.5	42.4	43.2e	43.5	44.3

Remarks:

* / ESA 2010 definition, e/ odhad

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.