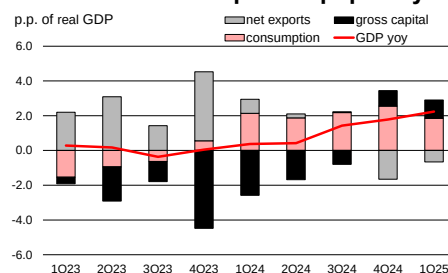


Na prahu recipročního zpomalení

- V 1Q25 zrychlil reálný růst HDP na 0,8% mezičtvrtletně a 2,2% meziročně. V meziročním srovnání byl růst tažený zejména soukromou (2,5% yoy) i vládní (1,9% yoy) spotřebou. Tvorba fixního kapitálu zůstala v meziročním poklesu (-0,6%). Tvorba zásob přispěla k meziročnímu růstu HDP o 1,3 p.b. Čistý export naopak tento růst snížil o 0,7 p.b., když byla dynamika importu vyšší než exportu (meziročně 4,6% proti 3,6%).
- Dubnová data z české ekonomiky jsou smíšená, nenaznačují ale prudké zpomalení aktivity. Průmyslová výroba rostla v dubnu meziročně o 2,0% a nové zakázky přidaly meziročně (v běžných cenách) 7,7%. Export do USA se v dubnu nesnížil, jak jsme se obávali, nýbrž jen zpomalil růst (v CZK) na meziročních 4,5%. Sektor služeb vykázal v dubnu meziroční růst tržeb i produkce o 1,9%. Růst HDP v 2Q25 odhadujeme na 0,4% mezikvartálně, což by znamenalo další meziroční zrychlení na 2,4%.
- Za předpokladu stabilizace importních cel od 3Q25 čekáme, že letošní růst české ekonomiky dosáhne 2,0% a příští rok 1,8%. Údaje znamenají zhoršení o 0,1 p.b., resp. 0,6 p.b. proti naší minulé prognóze, do které ještě nebyla zahrnuta nová dovozní cla USA. Soukromá spotřeba zůstane hlavním motorem růstu, zatímco u tvorby fixního kapitálu letos počítáme s marginálním poklesem a příští rok s jen omezeným zlepšením. U exportu zboží předpokládáme po nečekaně silném prvním čtvrtletí zvolnění tempa a obnovení růstu teprve v návaznosti na zlepšení globálních podmínek pro podnikání v roce 2026.
- Stabilizace inflace kolem hladiny 2,5% v souladu s našimi předpoklady by umožnila ČNB snížení repo sazby na 3,25%, a to nejpravděpodobněji v září. Zatím otevřeným tématem je podle nás další pokles repo sazby až na 3%.

Růst HDP dle komponent poptávky*



*/ Příspěvky k růstu reálného HDP v proc. bodech
Zdroje: CZSO, UniCredit Research.

Spotřeba domácností a vlády byla v 1Q25 nadále hlavním tahounem meziročního růstu HDP. Druhým kvartálem v řadě pokračovala akumulace zásob, která pomohla zvýšit příspěvek tvorby hrubého kapitálu. Rovněž druhým kvartálem v řadě snižoval tempo růstu HDP čistý export, to ale v menší míře než ve 4Q24. Celkově hodnotíme změny ve struktuře HDP jako posun k udržitelnému růstu.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY 2020, OČIŠTĚNO)

	1Q25		4Q24 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	2.2	2.2	1.8	1.8
Spotřeba domácností (%)	2.5	1.5	3.2	1.9
Spotřeba vlády (%)	1.9	0.4	3.3	0.6
Tvorba fixního kapitálu (%)	-0.6	-0.3	-3.1	-0.9
Změna stavu zásob	-	1.3	-	1.7
Čistý export	-	-0.7	-	-1.7

Zdroj: ČSÚ. Výpočty: UCB CZ.

Poznámka: Národní účty jsou založeny na řetězených datech, která vytvářejí nesoulad mezi HDP a součtem poptávkových component.

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

1Q25: Růst exportu podpořil HDP, patrně jednorázově

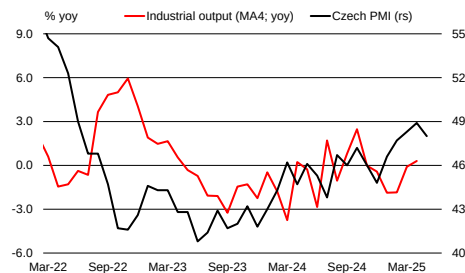
V 1Q25 zrychlil reálný růst HDP na 0,8% mezičtvrtletně a 2,2% meziročně. V meziročním srovnání byl růst tažený zejména soukromou spotřebou, která však zpomalila na meziročních 2,5% z předchozích 3,2%. Slabší byl i růst vládní spotřeby (1,9%). Tvorba fixního kapitálu zůstala v meziročním poklesu pátý kvartál v řadě (-0,4%), když podle typu kapitálu pouze stavební investice mimo residenčních vykázaly růst (2,9%). Tvorba zásob byla podruhé v řadě kladná a její příspěvek k meziročnímu růstu HDP (1,3 p.b.) zvedl dynamiku tvorby hrubého kapitálu na 4,1% yoy. Čistý export snížil tempo růstu HDP o 0,7 p.b., když byla dynamika importu vyšší než exportu (meziročně 4,6% proti 3,6%). Reálný růst exportu dosáhl nicméně nejvyšší dynamiky od 2Q23. Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách přidala meziročně 2,5%, na čemž se podílela bez výjimky všechna základní odvětví, a to s nejvyšší dynamikou finanční aktivity (8,4%) a s nejnižší zpracovatelský průmysl (1,0%). Nominálně byl HDP meziročně vyšší o 5,4% při dalším zpomalení deflátoru na meziročních 3,1%. Celková zaměstnanost se meziročně zvýšila o 1,1% při růstu ve všech odvětvích s výjimkou průmyslu. Počet odpracovaných hodin stoupl meziročně o 2,0%. Produktivita se tak reálně zvýšila o 1,4% v přepočtu na pracovníka a o 0,5% na hodinu. Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách byl meziročně vyšší o 4,8% a náhrady zaměstnancům rostly o 7,1%, přičemž oba ukazatele zaznamenaly zrychlení ve srovnání s předchozím obdobím.

Ve struktuře soukromé spotřeby nás zaujalo zastavení propadu u zboží dlouhodobé spotřeby, které je konsistentní s rostoucím optimismem domácností ohledně výhodnosti nákupů v průzkumech spotřebitelské důvěry. Celkově se spotřeba i další komponenty HDP přiblížily stavu, jaký bývá obvyklý během delších období udržitelného růstu. Růst exportu zboží v 1Q25 nicméně přičítáme jednorázovému faktoru předzásobení ekonomiky USA (kam přímý export v CZK vzrostl meziročně o 21%), a nikoliv rostoucí konkurenceschopnosti tuzemských exportérů. To může v dalším kvartálu strukturu růstu od stavu udržitelnosti opět vzdálit.

2Q25: Cyklický vrchol v meziročním růstu?

Dubnová data z české ekonomiky jsou smíšená, nenaznačují ale prudké zpomalení aktivity vlivem zavedení Trumpových cel. Průmyslová výroba rostla v dubnu meziročně o 2,0%, to však hlavně kvůli vyšší výrobě elektřiny. Nové zakázky nicméně přidaly meziročně (v běžných cenách) 7,7%, a to hlavně díky odvětví výroby aut. Větší optimismus ukázala i dubnová složka zakázek indexu S&P PMI, ta nicméně v květnu opět klesla. Export do USA se v dubnu nesnížil, jak jsme se obávali, nýbrž jen zpomalil růst (v CZK) na meziročních 4,5%. Sektor služeb vykázal v dubnu meziroční růst tržeb i produkce o 1,9%, což bylo mírné zpomalení proti 1Q25. Stavební výroba v dubnu rovněž přidala 1,9% yoy. Maloobchodní tržby bez aut zaznamenaly v dubnu další zrychlení na meziročních 5,8%, taženy zčásti načasováním velikonocních svátků. Z údajů lze odvodit, že česká ekonomika ve 2Q25 pokračovala v růstu. Ten odhadujeme na 0,4% mezikvartálně, což znamená další meziroční zrychlení na 2,4%.

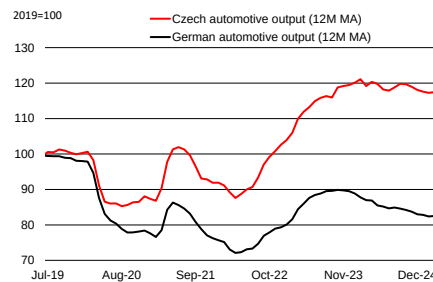
S&P PMI pro zpracovatelský průmysl a průmyslová výroba



Zdroje: ČSÚ, S&P Markit, UniCredit Research.

Předstihový ukazatel S&P PMI pro zpracovatelský průmysl zachytil v zásadě správně propad českého průmyslu v roce 2023 i jeho pozvolné zotavování 2024. Další růst optimismu, předpovídaný pro první měsíce 2025, ale v průmyslu zatím není příliš vidět.

Dlouhodobý vývoj v odvětví automotive v Německu a Česku



Zdroje: Macrobond, UniCredit Research.

Odvětví automotive v Německu i Česku podléhá stejným trendům, výrobcům v Německu ale dlouhodobě klesá tržní podíl. Nůžky vůči Česku se začaly rozvírat již v roce 2019 a tendence pokračovala až do 2024. Trvání nadvýkonnosti Česka v tomto odvětví ale není do budoucna zaručeno.

2H25 a 2026: Reciproční zpomalení růstu

Externí nejistoty zůstávají značné a dominuje jim obchodní politika USA. Náš základní předpoklad, od něž odvíjíme výhled pro českou ekonomiku, počítá s dlouhodobým nastavením **efektivní celní sazby** na dovoz z EU do USA ve výši maximálně 14% od července 2025. Za nutnou podmínku naplnění našeho scénáře pokládáme také to, že sazby již nebudou ve 2H25 zpochybňovány a měněny, aby ekonomické subjekty získaly prostor pro dlouhodobá strategická rozhodnutí. Za těchto předpokladů čekáme, že letošní **růst české ekonomiky** dosáhne 2,0% a příští rok 1,8%. Údaje znamenají zhoršení o 0,1 p.b., resp. 0,6 p.b. proti naší minulé prognóze, do které ještě nebyla zahrnuta nová dovozní cla USA.

Pokud jde o časovou rovinu dopadů cel, **pozitivní šok** z předzásobení USA v odhadované výši 0,3% kvartálního HDP se odehrál v 1Q25. Ten bude následován podobně velkým **negativním šokem**, který se zřejmě rozprostře mezi 2Q25 a 3Q25. Zároveň začíná česká ekonomika konvergovat k ustálenému výkonu, slabšímu v ročním vyjádření o 0,7 p.b. oproti neměnným clům.

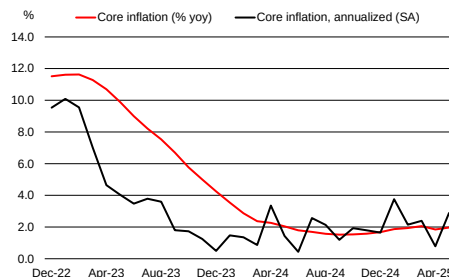
Soukromá spotřeba zůstane hlavním motorem růstu HDP. Její tempo ale může od 2H25 začít lehce zpomalovat s tím, jak se bude vyčerpávat odložená spotřeba z éry pandemie. Také **nominální růst mezd** bude zřejmě slábnout (čekáme letos 6,3%, příští rok 5,0%) při stabilní **průměrné inflaci** kolem 2,5% a průměrné **míře nezaměstnanosti** 4,3% v obou letech.

Tvorba **hrubého kapitálu** bude do konce 2025 podporována cyklickým vývojem zásob, což ale už nemusí platit o roce 2026. Ohledně vývoje **fixních investic** jsme spíše obezřetní. Jejich míra je v české ekonomice poměrně vysoká (přes 27% HDP), což snižuje potenciál dalšího růstu. Bariérou některých velkých investičních projektů (například v ocelářství) je nižší veřejná podpora oproti jiným evropským zemím. V oblasti stavebních investic zůstává brzdou pomalý proces povolování staveb. Stabilním tempem by měly pokračovat projekty kofinancované z fondů EU. Přes globální nejistotu budou také pokračovat soukromé investice, vynucené potřebou energetické bezpečnosti a úspor. Celkově počítáme u tvorby fixního kapitálu letos s marginálním poklesem (-0,2%), příští rok s jen omezeným zlepšením (+1,5%).

U **exportu zboží** počítáme po nečekaně silném prvním čtvrtletí pro 2H25 se zvolněním tempa. K obnovení růstu exportu pak může dojít až v návaznosti na zlepšení globálních podmínek pro podnikání v průběhu roku 2026. Menším impulsem pro český export mohou být plánované infrastrukturní investice v Německu, i když jejich těžiště asi směřuje za horizont roku 2026. Stejně vzdálený horizont uvažujeme pro investice do obrany zemí NATO v Evropě. Přímý export zbraní a střeliva bude pozvolna narůstat, HDP Česka ale ovlivní jen marginálně. Související infrastrukturní investice si vyžádají čas.

Celkově tak predikujeme pro HDP Česka růst (**2025: 2,0%, 2026: 1,8%**), který ale zůstane poměrně slabý a nebude mít tendenci akcelarovat.

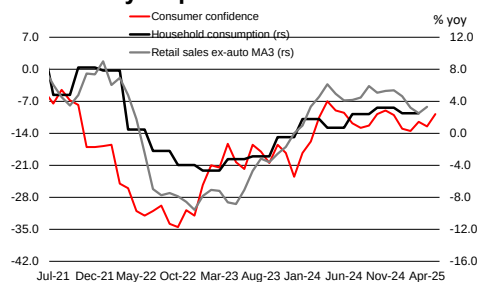
Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Jádrová inflace se již dlouho drží těsně u hranice 2%, ať už v meziročním či anualizovaném meziměsíčním vyjádření. Květen přinesl zvýšení anualizovaného čísla na 2,9%, to však po měsíci, kdy naopak hodnota klesla pod 1%. Obrázek se zřejmě v nejbližší době nebude měnit.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Zpomalení meziročního růstu reálné spotřeby domácností v 1Q25 bylo v souladu s vývojem maloobchodních tržeb i spotřebitelské důvěry. Stejně indikátory signalizují pro nejbližší měsíce stabilní tempo v soukromé spotřebě. Výzvou pro jeho udržení ale může být zpomalení v růstu mezd.

Politika ČNB: Letos čekáme ještě jedno snížení repa

Slabší výkon české ekonomiky by měl přispívat, spolu s oslabením dolaru proti koruně, ke zmírnění inflačních tlaků. Stabilizace inflace kolem hladiny 2,5% v souladu s našimi předpoklady by podpořila snížení repo sazby ČNB na 3,25%, a to nejpravděpodobněji v září. Zatím otevřeným tématem je podle nás další pokles repo sazby až na 3%, na nějž vidíme šance v 1Q26.

Focus: Jak ceny importu probublávají českou ekonomikou

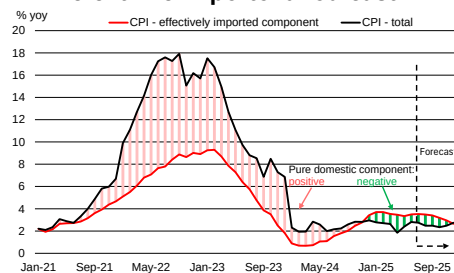
V malé otevřené ekonomice hrají zahraniční ceny významnou roli. Jejich růst se do cen spotřebitelů (CPI) promítá následujícími kanály. 1. Zdražuje dovážené zboží a služby, které vstupují přímo do spotřebního koše (s váhou cca 20%). 2. Zdražuje dovážené mezivstupy do domácí výroby, což se v cenách finálních výrobků projeví se zpožděním. 3. Posiluje inflační očekávání, čímž znásobuje domácí inflační tlaky a stimuluje růst cen i tam, kde by ceny importu jinak vůbec nehrály roli, a to potenciálně i dlouho poté, co zahraniční cenový šok již odezněl. Případný pokles importních cen vyvolá analogické efekty.

Zkusili jsme odhadnout chování popsané „efektivně importované“ složky inflace a separovat ji od zbývajících, „čistě domácích“ složek. To je užitečné pro úvahy ohledně budoucího inflačního vývoje. K problému přistupujeme ze dvou stran. Zaprvé, na základě výpočtů z input-output tabulek víme, že v průměrné jednotce spotřeby domácností je přímo a nepřímo zabudováno 35% importu. Zdražení importu o 1% by se tak mělo postupně promítnout do růstu CPI o 0,35%, pomíjíme-li problematiku změn marží a inflačních očekávání. Náš druhý přístup je empirický, kdy regresní analýzou vysvětlujeme sezónně očištěné meziměsíční změny CPI pomocí změn cen importu, přičemž pracujeme s množstvím zpoždění v rámci modelu ARDL (4,8). Výsledky jsou v souladu s předchozím poznatkem: růst cen importu o 1% se modelově projeví v růstu CPI o 0,39%, a to konkrétně o 0,1% do 1 měsíce, 0,2% do 6 měsíců a 0,35% do jednoho roku.

Ceny importu dokáží vysvětlit polovinu inflační vlny z let 2021-2023, což znamená, že zbytek jde na vrub čistě domácích faktorů, mezi které řadíme mezeru růstu HDP oproti potenciálu či napětí na trhu práce. Ryze domácí faktory začaly brzdit celkovou inflaci až koncem roku 2024, tedy 2 roky poté, co ekonomický růst klesl pod svůj potenciál. To je v souladu se všeobecně uznávanou délkou zpoždění tohoto jevu (1-2 roky).

Podíváme-li se na vývoj importních cen v posledních měsících, jejich pokles je vidět až od února 2025. Nárůsty z předchozích měsíců tedy setrvačností stále probublávají českou ekonomikou a budou mít tendenci inflaci přizvedávat až zhruba do konce roku. Jejich setrvačnost se potvrdila v květnu, kdy prudký nárůst inflace z 1,8% na 2,4% nebyl v kontextu modelu překvapivý. Slabší inflační tlaky v ryze domácí složce však podle našeho výhledu pomohou udržet ve zbytku roku průměrnou inflaci okolo 2,6%.

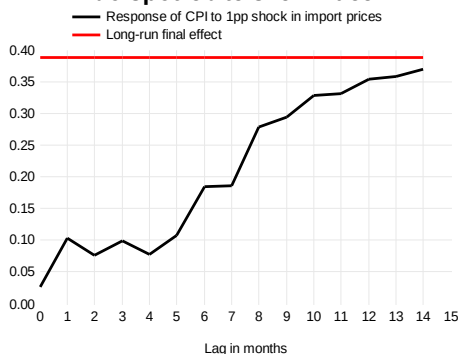
Rozdělení inflace na čistě domácí a efektivně importovanou část



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research

Ceny importu dokáží vysvětlit polovinu inflační vlny z let 2021-2023, zbytek jde na vrub čistě domácích faktorů. Ty začaly inflaci mírnit až koncem roku 2024, tedy 2 roky poté, co ekonomický růst klesl pod svůj potenciál. Do konce roku ceny importu přestanou táhnout inflaci nad její „přirozenou“ úroveň, kterou vidíme lehce nad 2% cílem ČNB.

Jak šok v cenách importu prosakuje do spotřebitelské inflace



Zdroj: UniCredit Research

Náš ARDL model naznačuje, že 1% růst cen importu se projeví v růstu CPI o 0,39%, a to konkrétně o 0,1% do 1 měsíce, 0,2% do 6 měsíců a 0,35% do jednoho roku. Efekt se ukázal jako symetrický, tedy obdobný vývoj s opačným znaménkem lze očekávat od poklesu cen importu.

Makroekonomický výhled ČR

	2022	2023	2024	2025	2026
				forecast	forecast
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	2.9	0.1	1.0	2.0	1.8
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	0.5	-2.7	2.1	2.6	2.3
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	6.3	2.7	-1.4	-0.2	1.5
Průmyslová výroba (reálná meziroční změna, %)	2.1	-0.8	-0.9	1.5	1.5
Podíl nezaměstnaných (průměr, %)	3.4	3.6	3.8	4.3	4.3
Inflace (CPI meziroční změna, průměr, %)	15.1	10.7	2.4	2.4	2.4
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.3	8.0	7.1	6.3	5.0
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	7.26	6.97	3.91	3.25	3.10
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	6.28	7.13	4.98	3.50	3.12
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	-0.1	1.8	2.0	2.4
Čistý příliv přímých investic (% HDP)	1.2	1.0	0.5	0.7	0.7
Bilance veřejných rozpočtů (% HDP)*	-3.1	-3.8	-2.2	-2.7	-2.7
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.5	42.5	43.6	44.3	45.1

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.