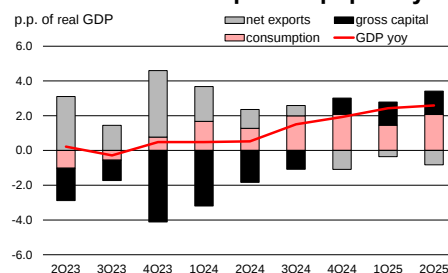


Podnikatelské nejistoty zůstávají brzdou

- Ve 2Q25 reálný růst HDP zpomalil mezikvartálně jen lehce (na 0,5%) a meziročně dále zrychlil na 2,6%. V meziročním srovnání byl růst tažený zejména soukromou spotřebou, která přidala 3,4%. Vládní spotřeba přidala meziročně 2,2% a tvorba fixního kapitálu zůstala v lehkém meziročním poklesu (-0,2%). Tvorba zásob citelně přispěla k meziročnímu růstu HDP (1,4 p.b.), což ale bylo částečně kompenzováno záporným příspěvkem čistého exportu (-0,8 p.b.).
- Nejnovější krátkodobé ukazatele, například meziroční index produkce ve službách za červenec (0,8%), vidíme jako konsistentní se zpomalováním ekonomiky ve 3Q25. Jasněji ohledně situace bude ale až po zveřejnění srpnových čísel. Pro 3Q25 pracujeme s výhledem HDP 0,1% qoq a 2,1% yoy.
- Mix protichůdných vlivů v každé z hlavních složek poptávky byl měl celkově tlačit celoroční růst HDP mírně dolů, na 1,8% v roce 2026 proti letošním odhadovaným 2,2%. Objem exportu poroste téměř srovnatelně (2,8% proti 3,0%), když bude slabší poptávka z USA kompenzována zlepšením v Německu a u dalších obchodních partnerů Česka v Evropě. Růst soukromé spotřeby lehce zpomalí (2,3% proti 2,7%) a fixní investice nastartují mírný růst (1,8% proti -0,1%).
- Setrvalý růst cen služeb tempem blízkým 5% a rychlejší růst mezd ve 2Q25 (7,8% yoy) oproti predikcím zřejmě definitivně zmrazily naděje na další snížení sazeb ČNB v tomto roce. Další krok vidíme nejdřív ve 2Q26, pokud vůbec.

Růst HDP dle komponent poptávky*



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

Spotřeba domácností a vlády potvrdily v 2Q25 svou roli hlavního tahouna meziročního růstu HDP. Celkový příspěvek spotřeby k růstu se vrátil na úroveň 4Q24 – nejvyšší za 3 roky. Tvorba hrubého kapitálu podporovala růst HDP třetí kvartál v řadě, ovšem opět jen díky akumulaci zásob. Čistý export růst HDP nadále brzdil.

REÁLNÝ HDP (STÁLÉ CENY 2020, OČIŠTĚNO)

	2Q25		1Q25 revidováno	
	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)	Meziroč. změna	Příspěvek k růstu (p.b.)
HDP celkem	2.6	2.6	2.4	2.4
Spotřeba domácností (%)	3.4	1.7	2.3	1.1
Spotřeba vlády (%)	2.2	0.4	1.9	0.4
Tvorba fixního kapitálu (%)	-0.2	-0.1	-1.8	-0.5
Změna stavu zásob	-	1.4	-	1.8
Čistý export	-	-0.8	-	-0.4

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

2Q25: Akcelerace růstu spotřeby

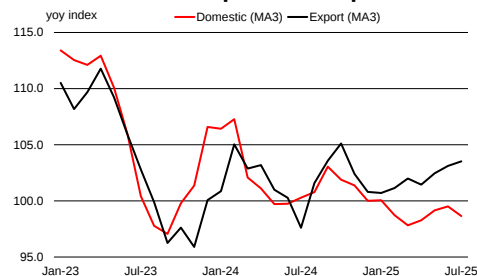
Ve 2Q25 reálný růst HDP zpomalil mezikvartálně jen lehce (na 0,5%) a meziročně dále zrychlil na 2,6%. V meziročním srovnání byl růst tažen zejména soukromou spotřebou, která přidala 3,4%. Silně rostla i individuální složka vládní spotřeby, představovaná hlavně výdaji zdravotních pojišťoven. Skutečná individuální spotřeba tak vykázala meziroční růst o 3,4% a byla již na rozdíl od soukromé spotřeby nad úrovní roku 2019. Vládní spotřeba jako celek přidala meziročně 2,2%. Tvorba fixního kapitálu zůstala v lehkém meziročním poklesu (-0,2%), když podle typu kapitálu klesaly rezidenční výstavba a investice do strojního zařízení. Tvorba zásob citelně přispěla k meziročnímu růstu HDP (1,4 p.b.), což ale bylo částečně kompenzováno záporným příspěvkem čistého exportu (-0,8 p.b.). Za překvapení lze označit akceleraci objemu zahraničního obchodu, a to u exportu zboží a služeb na meziročních 4,2% (4,7% za samotné zboží) a u importu zboží a služeb na 6,0% yoy (u zboží na 5,7% yoy). Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách přidala meziročně 2,8%, a to opět při růstu ve všech základních odvětvích. Nejvyšší dynamiku vykázala odvětví ITC (6,8% yoy) a stavebnictví (6,2% yoy), nejmenší pak činnosti v nemovitostech (1,0% yoy). Nominálně byl HDP meziročně vyšší o 6,0% s tím, že deflátor zastavil svoje dlouhodobé zpomalování a vzrostl meziročně o 3,3%. Celková zaměstnanost se meziročně zvýšila o 1,0% a počet odpracovaných hodin o 1,5%. Druhý z ukazatelů rostl meziročně ve všech odvětvích kromě ICT a financí. Produktivita se reálně zvýšila o 1,8% v přepočtu na pracovníka a o 1,3% na hodinu. Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod v běžných cenách byl meziročně vyšší o 4,4% a náhrady zaměstnancům rostly o 8,0%. Předstih druhého z ukazatelů před prvním trvá nepřetržitě již 6 kvartálů.

Meziroční růst spotřeby domácností (3,4%) ve 2Q25 byl nejvyšší za tři roky. Jeho zrychlení je konsistentní se zvýšením dynamiky reálné mzdy (5,3% yoy) vlivem jak většího nominálního přírůstku, tak zmírnění inflace. Ve struktuře spotřeby je navíc patrné zastavení poklesu podílu předmětů dlouhodobé spotřeby, který probíhal od boomu z roku 2021 vyvolaného pandemií. V konjunkturálních průzkumech ale domácnosti jen nepatrně zmírnily svůj dlouhodobý pesimismus ohledně výhodnosti velkých nákupů. K dynamice spotřeby tedy patrně přispěla spíše přirozená potřeba obměny dožívajících předmětů a nepůjde o dlouhodobější změnu ve spotřebním chování.

3Q25: První známky zpomalování

Červencové meziroční indexy průmyslové výroby (1,8%) a maloobchodu (2,5%) ukázaly pokračování růstu. Ten byl proti průměru 2Q25 u průmyslu (1,3%) nepatrně vyšší, u maloobchodu (5,0%) naopak výrazně nižší. Předstihový index S&P PMI pro průmysl v červenci i srpnu mírně klesl a jeho poslední hodnota (49,4) dává růstu výroby v dalších měsících omezený potenciál. Export v běžných cenách v červenci nadále meziročně rostl (4,7%), číslo je ale ovlivněno pracovním dnem navíc. Meziroční pokles zaznamenal po delší době vývoz do USA, což zřejmě souvisí se zavedením tamních importních cel. Výrazný přírůstek vykázala v červenci stavební výroba (10,1%). Meziroční index produkce ve službách nicméně v červenci

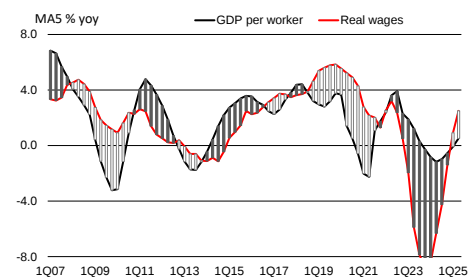
Průmyslové tržby v rozdělení na tuzemské a z přímého exportu*



* / běžné ceny, očištěno
Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Index exportních tržeb průmyslových výrobců již 12 měsíců v řadě předbíhá tržby z tuzemska. Odlišná dynamika obou složek celkových tržeb není neobvyklá, ale současný rozdíl i doba jeho trvání jsou značné. Jejich vysvětlení lze částečně přičíst konkurenceschopnosti exportérů, může ale souviset i se slabou investiční aktivitou tuzemských podniků.

Reálné mzdy a HDP na pracovníka v Česku



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Vývoj reálných mezd by měl být v souladu s růstem produktivity, aby ekonomika neztrácela mzdovou konkurenceschopnost. Graf ukazuje, že tento vztah v Česku dlouhodobě platí, ovšem krátkodobě může docházet mezi vývojem obou veličin k podstatným odchylkám na obě strany. Po dramatickém propadu z roku 2023 začaly v 1H25 reálné mzdy produktivitu v opět předstihovat. Předstih by měl trvat aspoň 6 kvartálů, aby dřívější propad mezd měl šanci vyrovnat.

razantně zpomalil na 0,8% z 2,2% za 2Q25. Celkově vidíme krátkodobé ukazatele jako consistentní se zpomalováním ekonomiky ve 3Q25, i když jasněji ohledně situace bude až po zveřejnění srpnových čísel. Pro 3Q25 pracujeme s výhledem HDP 0,1% qoq a 2,1% yoy.

4Q25 a 2026: Podnikatelské nejistoty zůstávají brzdou

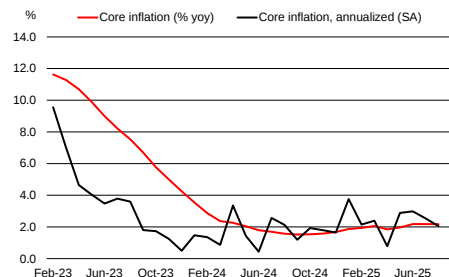
Pro konec letošního a celý příští rok počítáme s působením řady protichůdných vlivů v každé z hlavních komponent poptávky. Tento mix byl měl celkově tlačit celoroční **růst HDP** za 2026 mírně dolů, na 1,8% proti letošním odhadovaným 2,2%.

Za pozitivní lze považovat zmírnění nejistoty ohledně **dovozních cel USA**. Jejich základní sazba 15% je nicméně na horním konci našich dřívějších očekávání a bude se po celé období negativně promítat do exportní poptávky. Krátkodobě se navíc projeví negativní šok z titulu dřívějšího předzásobení ekonomiky USA. Rizikem jsou i poruchy v globálních řetězcích, související se zavedením nových cel v USA. Pozitivní roli by mělo naopak sehrát nastartování růstu HDP v Německu (podle prognózy 1,3% v 2026 proti 0,1% v 2025), podpořené cyklickým obrátem i zvýšenými fiskálními výdaji. S mírnou akcelerací počítáme také u dalších obchodních partnerů Česka v Evropě. Růst **objemu českého exportu** by tak měl zpomalit ve 2H25 jen přechodně a ve srovnání celých roků 2026 proti 2025 zůstat téměř beze změny (2,8% proti 3,0%).

Soukromá spotřeba zůstane hlavním motorem růstu HDP. Její růst se bude opírat o setrvačnost spotřebních zvyklostí, **růst mezd** (jehož predikci jsme zvýšili na 7,2% letos a 5,6% pro 2026) a stabilní výhled **inflace** (2,5% letos, 2,4% příští rok). Podpořit výdaje by v roce 2026 mohla cyklická poptávka po předmětech dlouhodobé spotřeby, která zažila poslední boom v roce 2021. Co naopak může tempo růstu výdajů domácností v roce 2026 mírnit, je velký objem refixace levných hypoték. **Úrokové výdaje** domácností meziročně stoupnou z tohoto titulu o odhadovaných 10mld Kč. Tempo růstu soukromé spotřeby odhadujeme na 2,3% v roce 2026 proti 2,7% letos.

Za značně nejistý považujeme vývoj tvorby **fixního kapitálu**. Pro něj odhadujeme letos celoroční stagnaci (-0,1%), když budou meziročně vyšší **kapitálové výdaje státu** do infrastruktury kompenzovány slabší **investiční aktivitou soukromých podniků**. Příští rok ale počítáme s omezenějším příspěvkem veřejného sektoru, vyvolaným přechodně nižším čerpáním z EU fondů. Kompenzující zvýšení výdajů soukromého sektoru po dvou letech propadů či stagnace by bylo logické, stojí ale proti němu podnikatelské nejistoty. Ty souvisejí kupříkladu se zpochybňováním dlouhodobých klimatických cílů EU, které nyní v Česku graduje před volbami do Poslanecké sněmovny. Ke zmírnění nejistot bude zřejmě nutné, aby nová politická reprezentace zveřejnila své záměry a podnikatelský sektor se s nimi ztotožnil. Jinou brzdou investic, zejména v oblasti stavebnictví a energetiky, zůstávají dlouhé **povolovací lhůty**, pro něž zatím nevnímáme posun pozitivním směrem. Celkově tedy počítáme pro **tvorbu fixních investic** jen s mírným růstem (1,8%) v příštím roce.

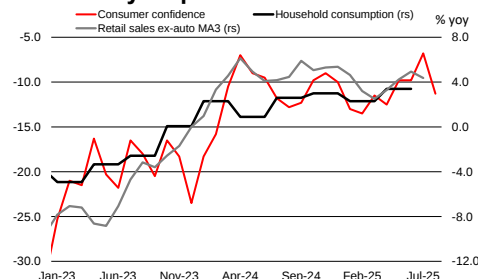
Jádrová inflace ČR – meziroční a meziměsíční anualizovaná



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Jádrová inflace se i nadále drží u hranice 2%, ať už v meziročním či anualizovaném meziměsíčním vyjádření. Druhá z metrik ukázala v červnu a v červenci lehké zvýšení, srpen ale její hodnotu vrátil zpět. Obrázek se zřejmě v nejbližších měsících nebude měnit.

Spotřebitelská důvěra, maloobchodní tržby a spotřeba domácností



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research.

Maloobchodní tržby nadále rostou, i když tempem mírně oslabujícím. Spotřebitelská důvěra kolísá z měsíce na měsíc, aniž by vykazovala jakýkoliv trend. Pro vývoj spotřeby domácností toto signalizuje v krátkodobém horizontu stabilní růst.

Politika ČNB: Další snížení repa až v 2Q26, pokud vůbec

Setrvalý růst cen služeb tempem blízkým 5% a rychlejší růst mezd ve 2Q25 (7,8% yoy) oproti predikcím zřejmě definitivně zmrazily naděje na další snížení sazeb ČNB v tomto roce. Nutnými podmínkami pro měnové uvolnění zřejmě jsou zpomalení domácí poptávky a příznivější struktura cenových tlaků. Šanci na takový vývoj nevidíme dřív než v 2Q26.

Focus: Odvětvové rozdíly ve vývoji produktivity

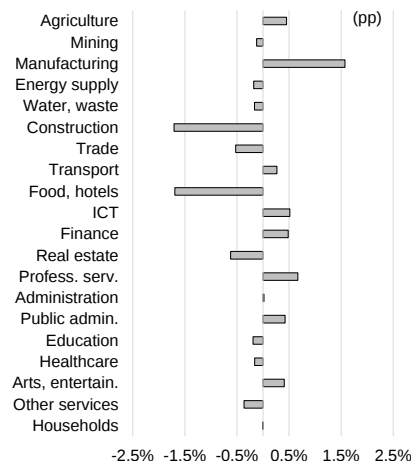
Produktivita práce v Česku, měřená jako hrubá přidaná hodnota (GVA) na odpracovanou hodinu ve stálých cenách, utrpěla citelné ztráty během série krizí posledních pěti let. V letech 2015-2019 dosahoval průměrný roční růst tohoto ukazatele 2,6%, což odpovídalo i dlouhodobému průměru (2,5%). V období 2020-2024 se ale růst překlopil do průměrného ročního poklesu o 0,1%. V roce 2020 hodinová produktivita ještě solidně rostla, když propad počtu odpracovaných hodin v prvním roce pandemie (-8,4%) převyšoval propad GVA (-5,1%). V roce 2021 se růst produktivity zastavil a během inflační vlny 2022-2023 došlo k jejímu citelnému poklesu, jenž trval i v roce 2024. V těchto letech značně narostl počet odpracovaných hodin, který však negeneroval adekvátní navýšení přidané hodnoty. Mírný optimismus v tomto směru přinesla až nedávná data za 1H25, kde se rysuje meziroční růst produktivity o 1,0%.

V odvětvovém pohledu byly největší brzdou růstu produktivity mezi lety 2019-2024 obory ubytování a stravování, a stavebnictví, se shodnými kumulovanými příspěvky -1,7pb. V těchto odvětvích vytvořila v roce 2024 hodina práce o 43,0%, resp. o 21,6% méně reálné hodnoty než v roce 2019. Pohostinství zvýšilo zaměstnanost o 6,1% při propadu GVA o 39,5%, zatímco stavebnictví zvýšilo zaměstnanost o 9,3% a vyprodukovalo o 14,2% nižší GVA. Pozitivní příspěvky k růstu produktivity vykazuje více odvětví, mezi nimiž vyčnívá zpracovatelský průmysl (+1,6pb). Průmysl čelil nepříznivému vývoji GVA (-1,7%) snížením hodinové zaměstnanosti (-7,5%), čímž produktivitu zvýšil o 6,3%. Největší růst GVA pozorujeme v ICT (38,8%) s růstem zaměstnanosti o 18,5%, což znamenalo růst produktivity o 17,1%.

Dramatické rozdíly mezi odvětvími jsou na první pohled šokující, nemusí za nimi ale stát jen jejich odlišná efektivita. Stavebnictví, kupříkladu, zvýšilo během období 2019-2024 reálnou produkci o 5,5% a GVA nominálně o 41,4%. V poklesu reálné GVA se tak nejspíš zrcadlí kumulace více problémů, k nimž patří neochota firem propouštět v prostředí strnulého trhu práce, jakož i obrovské cenové pohyby během inflační vlny. Druhý z problémů mohl ovlivnit výpočty odvětvových deflátorů GVA. Zatímco ty mohly být pro stavebnictví nadhodnoceny, pro jiná odvětví (velkoobchod, průmysl) naopak podhodnoceny.

Otazníky ohledně výpočtů nicméně nemění naše přesvědčení, že by stát měl svou politikou podporovat obory s rychleji rostoucí reálnou produktivitou, tedy zejména ICT a některá odvětví zpracovatelského průmyslu. Růst produktivity práce je totiž klíčový pro udržení životní úrovně v kontextu demografických změn. Naděje v tomto ohledu také přináší revoluční pokrok v umělé inteligenci, který by podle některých odhadů mohl do budoucna zvýšit globální produktivitu až o 30%.

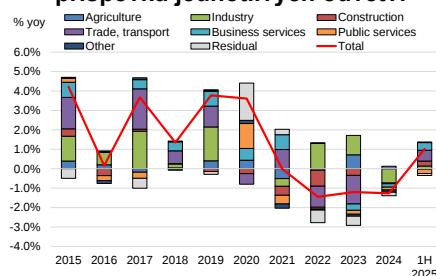
Příspěvky odvětví k růstu produktivity mezi lety 2019-2024



Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research

Produktivita hodinové práce mezi lety 2019-2024 klesla reálně o 0,4%, tažena dolů zejména odvětvími stavebnictví a pohostinstvím. Naopak pozitivní příspěvky pozorujeme hlavně v průmyslu. Ačkoliv část příběhu může být zkreslena problémy ve statistikách, nic to nemění na skutečnosti, že česká ekonomika potřebuje zvýšit orientaci na odvětví s vyšším inovačním potenciálem.

Vývoj hodinové produktivity práce dle příspěvků jednotlivých odvětví



Poznámka: Veřejné služby zahrnují NACE kódy O-R, služby pro podniky zahrnují kódy J-N

Zdroje: ČSÚ, UniCredit Research

V letech 2015-2019 rostla hodinová produktivita práce průměrným reálným tempem 2,6%. V letech 2022-2024 pozorujeme citelný propad produktivity. Mírný optimismus přinesla až čísla za 1H25, naznačující meziroční růst o 1%. Na něm se podílí zejména odvětví obchod, doprava, pohostinství a odvětví stavebnictví, které začaly dohánět ztráty produktivity z minulých let, a podnikové služby v čele s ICT.

Makroekonomický výhled ČR

	2022	2023	2024	2025	2026
				forecast	forecast
Růst HDP (reálná meziroční změna, %)	2.9	0.2	1.1	2.2	1.8
Spotřeba domácností (reálná meziroční změna, %)	0.5	-2.5	2.4	2.7	2.3
Hrubá tvorba fixního kapitálu (reálná meziroční změna, %)	6.3	4.5	-3.1	-0.1	1.8
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	2.5	2.4
Průměrná mzda (nominální meziroční změna, %)	4.3	8.0	7.1	7.2	5.6
Úroková sazba (3-M PRIBOR, konec období, %)	7.26	6.97	3.91	3.50	3.35
Úroková sazba (3-M PRIBOR, průměr, %)	6.28	7.13	4.98	3.59	3.39
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	24.80	24.80
Běžný účet platební bilance (% HDP)	-4.7	-0.1	1.7	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	-3.7	-2.2	-2.3	-2.7
Veřejná zadluženost (% HDP)	42.5	42.5	43.3	43.6	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.