

MAKRO
Měsíční predikce

Slabé Německo rizikem pro ekonomiku

Jiří Polanský

Ekonomické a strategické analýzy

Březen 2024



Co musíte vědět

Během letošního roku by mělo dojít k ekonomickému oživení, které ale pravděpodobně bude pozvolné. Růst **hrubého domácího produktu** potáhne především spotřeba domácností, ke které se během roku připojí také zlepšení zahraniční poptávky. Zde ale zůstává významná nejistota spojená s ekonomickým vývojem v Německu, pro které se postupně posouvají prognózy letošního růstu významně dolů. Především z důvodu slabšího než původně očekávaného vývoje v Německu tak posouváme prognózu českého HDP pro letošní rok z 1,4 % na 1,0 %.

Pro únor čekáme další, tentokrát mírný pokles **inflace**, když hlavním důvodem bude vliv srovnávací základny (z meziročního srovnání vypadne silný růst cen z loňského února). Pro většinu měsíců letošního roku by se inflace měla pohybovat mezi 2 a 3 %. V závěru letošního roku čekáme inflaci kolem 3 %, když vedle vlivu ekonomického oživení bude působit také srovnávací základna (v prosinci 2023 došlo k relativně významnému poklesu cen).

Míra nezaměstnanosti stále zůstává nízká, když dosáhla v lednu 3 % (podíl nezaměstnaných osob je o procentní bod výše). V letošním roce by se měla nezaměstnanost mírně zvýšit, nicméně nepůjde pravděpodobně o žádný dramatický vývoj (neinflační rovnováhu míry nezaměstnanosti odhadujeme na zhruba 4 %).

Reálné mzdy se vrátí k růstu již od prvního čtvrtletí letošního roku, když vliv bude mít vedle slušného růstu nominálních mezd také výrazný pokles inflace. Celkově ale i přes relativně vysoký očekávaný růst budou reálné mzdy oproti roku 2021 významně nižší.

Pro březnové zasedání očekáváme snížení **úrokových sazeb** o 50 bazických bodů. Vzhledem k výraznému poklesu inflace by ČNB mohla dodat i větší snížení sazeb (např. o 75 bodů). Proti tomu ale může působit slabá koruna, jejíž výrazné oslabení z poslední doby představuje proinflační riziko. Pro konec letošního roku čekáme i nadále hlavní sazbu ČNB na 4 %.

Aktuální vývoj **předstihových indikátorů** stále signalizuje pro příští měsíce pokračování slabého vývoje české ekonomiky. Ačkoliv spotřebitelská nálada (i poptávka) se postupně odráží ode dna, situace v průmyslu ale i v některých dalších sektorech ekonomiky se zhoršila. Důvodem je především utlumený vývoj v Německu. To se pravděpodobně v nejbližší době významněji nezmění, a očekávané oživení české ekonomiky tak může nastat oproti dřívějším odhadům o něco později.

Kalendář a krátkodobá prognóza ČS

		datum	období	prognóza	předtím
Obchodní bilance	mld.	8.3.	01/24	12,0	3,5
Podíl nezam. osob	%	8.3.	02/24	4,1	4,0
CPI inflace	m/m	11.3.	02/24	0,4	1,5
CPI inflace	r/r	11.3.	02/24	2,1	2,3
Maloobch. tržby	r/r	12.3.	01/24	0,0	0,6
Průmysl. produkce	r/r	15.3.	01/24	1,4	-0,1
Běžný účet PB	mld.	15.3.	01/24	16,1	13,2
PPI inflace	m/m	18.3.	02/24	0,6	2,5
PPI inflace	r/r	18.3.	02/24	-0,9	-1,8
Hlavní sazba ČNB	%	20.3.		5,75	6,25
Míra nezaměst.	%	2.4.	02/24	3,0	3,0
HDP	q/q	2.5.	1Q/24	0,3	0,2
HDP	r/r	2.5.	1Q/24	0,0	-0,2
Nominální mzdy	r/r	5.6.	1Q/24	6,0	6,4
Reálné mzdy	r/r	5.6.	1Q/24	3,8	-1,1

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Ministerstvo práce a sociálních věcí, Česká spořitelna (m/m je meziměsíční růst, q/q označuje mezičtvrtletní růst, r/r je meziroční růst)

Prognóza ČS

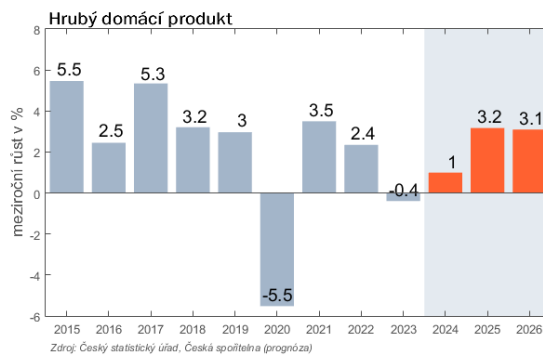
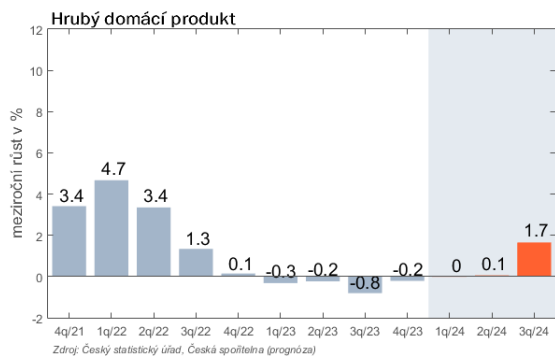
	2023	2024	2025	2026
Hrubý domácí produkt	-0,4	1,0	3,2	3,1
Celková inflace	10,7	2,4	2,2	2,1
Jádrová inflace	7,6	2,5	2,4	2,1
Míra nezaměstnanosti	2,6	3,4	3,9	4,0
Nominální mzdy	7,5	6,1	5,1	4,8
Reálné mzdy	-2,9	3,6	2,8	2,7
Hlavní sazba ČNB	6,99	5,25	3,64	2,85
EUR/CZK	24,0	24,9	24,3	23,8

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Česká spořitelna (hlavní sazba ČNB a kurz koruny jsou roční průměry)

1. Hrubý domácí produkt

Během letošního roku by mělo dojít k ekonomickému oživení, které ale pravděpodobně bude pozvolné. Růst potáhne především spotřeba domácností, která spolu s poklesem inflace, obnovením růstu reálných mezd a lepší náladou domácností poroste. Během letošního roku by mělo dojít také ke zlepšení zahraniční poptávky. Zde ale zůstává významná nejistota spojená s ekonomickým vývojem v Německu. Ačkoliv ještě nedávno byly jednotlivé prognostické instituce relativně optimistické ohledně zlepšení HDP v Německu během letošního roku, aktuálně se tyto prognózy posouvají dolů. Trh se nyní kloní k růstu HDP německé ekonomiky v letošním roce mezi 0 a 0,5 %, což rozhodně nejsou čísla, která by výrazně zvyšovala poptávku po českých exportech. Především z důvodu slabšího než původně očekávaného vývoje v Německu posouváme prognózu českého HDP pro letošní rok směrem dolů z 1,4 % na 1,0 %.

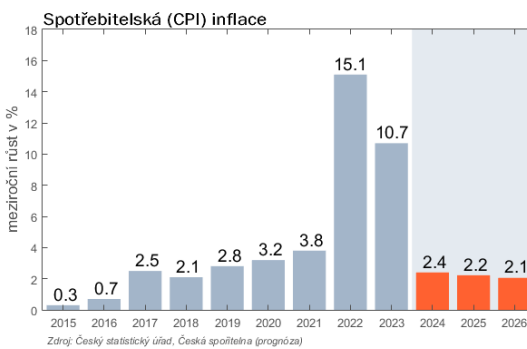
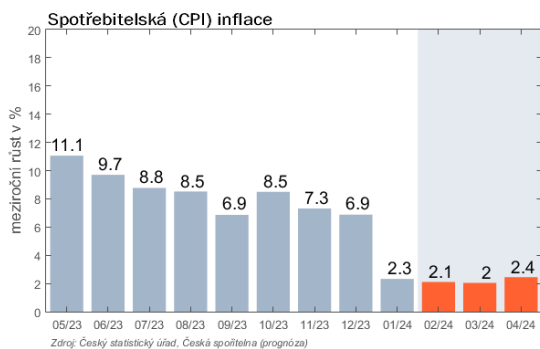
K výraznějšímu oživení české ekonomiky tak pravděpodobně dojde až ve druhé polovině letošního roku, a především pak příští rok, kdy by HDP měla podporovat dále spotřeba domácností, ke které se významněji připojí investice a zahraniční poptávka.



2. Spotřebitelská inflace

V lednu inflace překvapila, když namísto očekávaných zhruba 3 % dosáhla jen 2,3 %. Pro únor čekáme její další pokles. Ačkoliv meziměsíčně ceny vzrostou, především kvůli růstu cen pohonných hmot a některých služeb, opačným směrem bude působit vliv srovnávací základny, když z meziročního srovnání vypadne vysoký růst cen z loňského února. Celkově také zůstává v cenovém vývoji vliv silně utlumené poptávky domácností. Během letošního roku se ale bude vývoj spotřeby zlepšovat, což opět mírně zvýší inflační tlaky. To, ve spojení s nedávným výrazným oslabením koruny, může do budoucna představovat proinflační riziko, na které si bude muset dávat ČNB pozor.

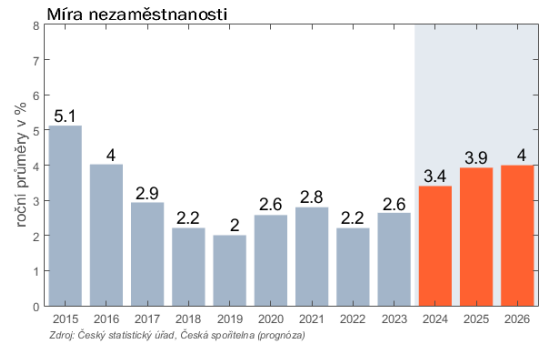
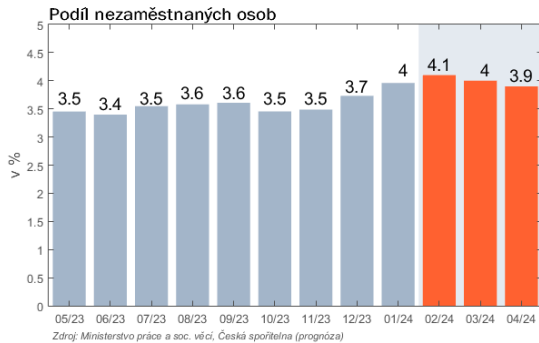
Během letošního roku čekáme pro většinu měsíců inflaci mezi 2 a 3 %. Očekávané ekonomické oživení sice může inflaci ve druhé polovině roku zvýšit, celkově by ale nemělo dojít k ničemu dramatickému. V závěru letošního roku pak může inflace povyskočit blízko 3 %, když k tomu značně přispěje také vliv srovnávací základny. Pro rok 2025 čekáme průměrnou inflaci mírně nad 2 %, když proinflační vliv ekonomického oživení bude tlumen očekávaným poklesem cen energií.



3. Míra nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti zůstává stále velmi nízká. Během letošního roku by ale mělo postupně dojít k jejímu zvýšení, když hlavními faktory budou utlumený makro vývoj v ČR i eurozóně a vysoké úrokové sazby. Na druhou stranu i přes její očekávaný růst by měla nezaměstnanost zůstat stále na příznivých hodnotách (rovnovážnou, neinflační míru nezaměstnanosti odhadujeme na zhruba 4 %).

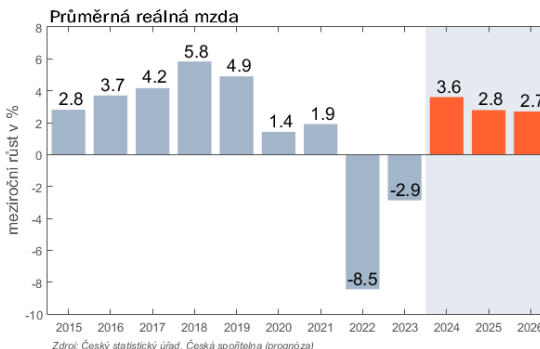
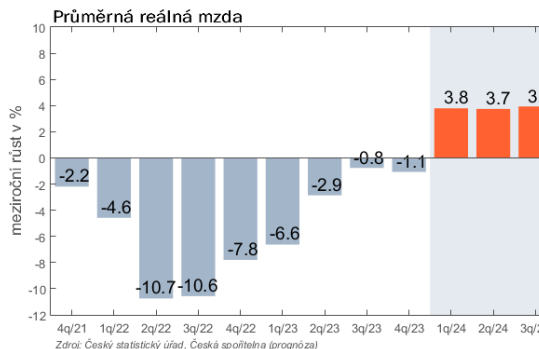
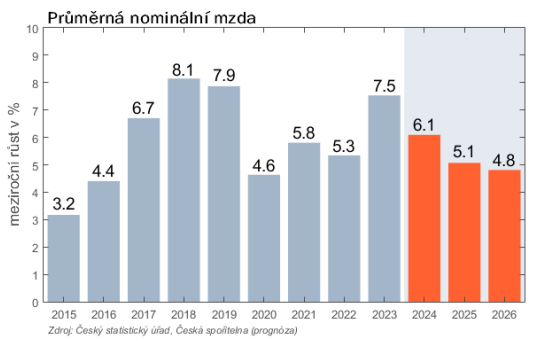
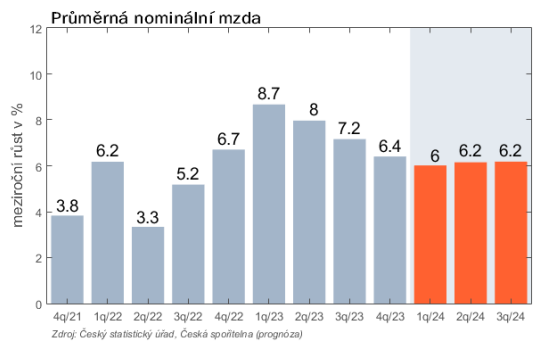
Únorové zvýšení podílu nezaměstnaných osob je ovlivněno sezónním faktorem. Ten bude ostatně stát i za poklesem podílu v březnu a dubnu, kdy začínají sezónní práce (například ve stavebnictví). Oproti loňskému roku (meziroční srovnání není zatíženo sezónností) očekáváme letos vyšší podíl nezaměstnaných osob o několik desetín procentního bodu. To je ovlivněno právě útlumem ekonomiky a vysokými sazbami.



4. Mzdový vývoj

Ačkoliv mzdový růst v letošním roce zpomalí, celkově zůstane relativně vysoký. K tomu bude přispívat na jedné straně především nízká míra nezaměstnanosti a očekávané zlepšení ekonomického vývoje pro druhou polovinu letošního roku a příští rok. Na straně druhé se ale ve mzdovém vývoji negativně projeví slabý výkon ekonomiky z poslední doby a výrazný pokles inflace. Tyto faktory budou růst nominálních mezd brzdit.

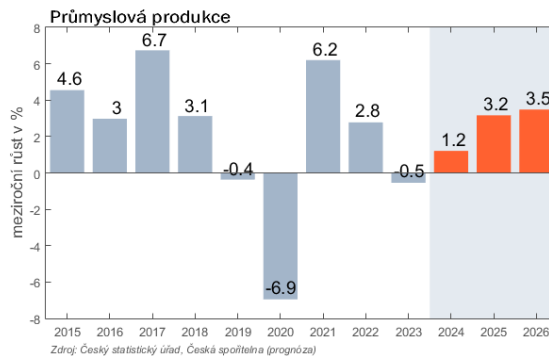
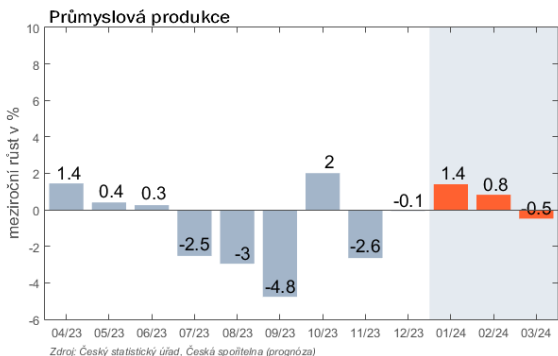
V reálném vyjádření očekáváme návrat mezd k růstu již od prvního čtvrtletí letošního roku, když vliv bude mít také výrazný pokles inflace. Celkově ale i přes relativně vysoký očekávaný růst budou reálné mzdy oproti roku 2021 v průměru o zhruba 7 % nižší.



5. Průmyslová produkce

Pro leden očekáváme zhoršení ve vývoji průmyslové produkce, když produkce by měla meziměsíčně poklesnout. Meziročně ale pravděpodobně poroste z důvodu velmi slabého výkonu průmyslových sektorů z ledna 2023 (nízká základna). Celkově bude vývoj v průmyslu i nadále negativně ovlivňovat slabý ekonomický vývoj v Německu a eurozóně. To by se mělo týkat především první poloviny letošního roku. Data také zůstanou značně rozkolísaná.

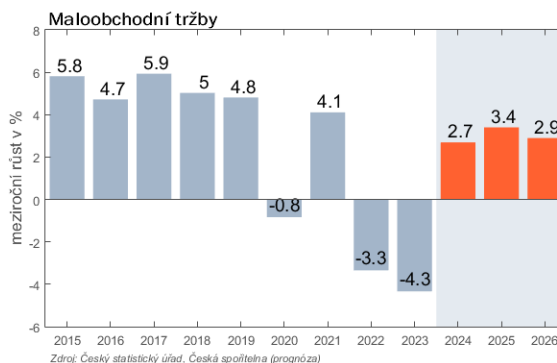
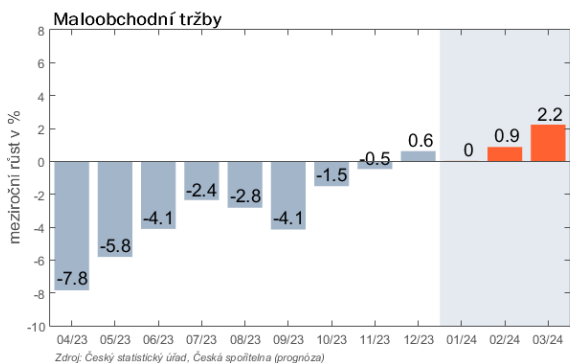
Především ve druhé polovině letošního roku by mělo dojít k postupnému oživení v průmyslu, a to především spolu se zlepšeným vývojem v eurozóně, ale i v ČR. Ke zrychlení růstu tak pravděpodobně dojde až příští rok, kdy se by růst německé ekonomiky již mohl významněji zlepšit.



6. Maloobchodní tržby

Aktuální data naznačují, že poptávka domácností mohla během podzimu po řadě poklesů již dosáhnout svého dna, od kterého by se mohla postupně odrazit. To by projevuje i ve vývoji maloobchodních tržeb, které již několik měsíců po sobě mírně meziměsíčně rostou. Růst tržeb čekáme také pro příští měsíce. Vzhledem k silnému útlumu poptávky z posledních dvou let a stále ještě slabému sentimentu bude ale tento vývoj pravděpodobně jen pozvolný.

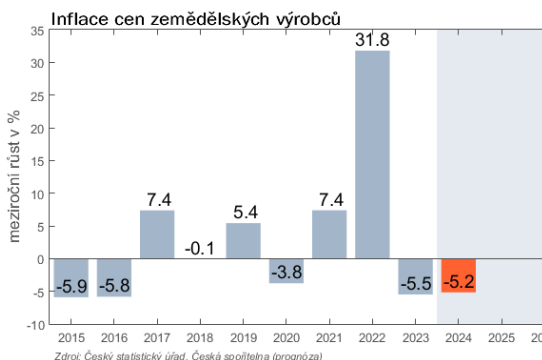
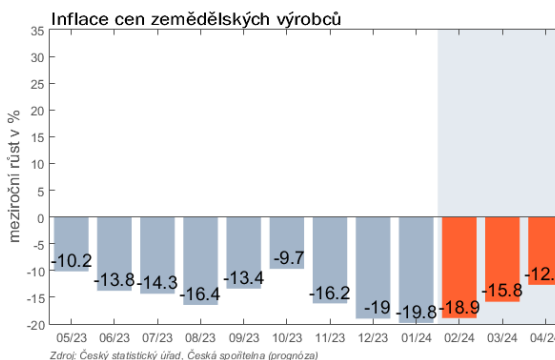
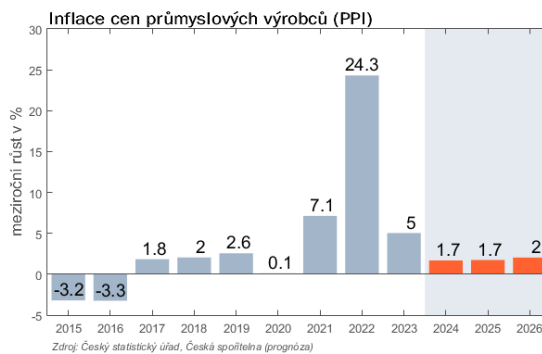
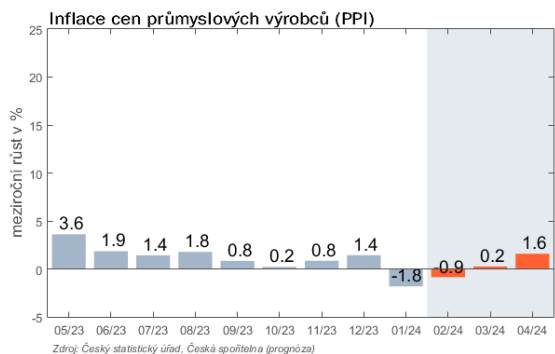
V letošním roce se vrátí maloobchodní tržby k růstu. Ačkoliv očekávaný téměř 3% růst reálných tržeb vypadá na první pohled celkem slušně, po dvou nepříznivých letech zůstanou celkové reálné tržby oproti roku 2021 o zhruba 5 % nižší.



7. Ceny průmyslových a zemědělských výrobců

Pro únor očekáváme růst cen průmyslových výrobců, což bude značně ovlivněno vyššími cenami ropy. V meziročním vyjádření by tak inflace cen průmyslových výrobců měla zůstat záporná, nicméně již mírněji. Celkově pro letošní ani příští rok nečekáme výraznější nárůst cen v průmyslu, když letos bude inflaci brzdit slabý vývoj v zahraničí, a příští rok pak očekávaný pokles cen energií. Rizika z globálního vývoje ale zůstávají zvýšená.

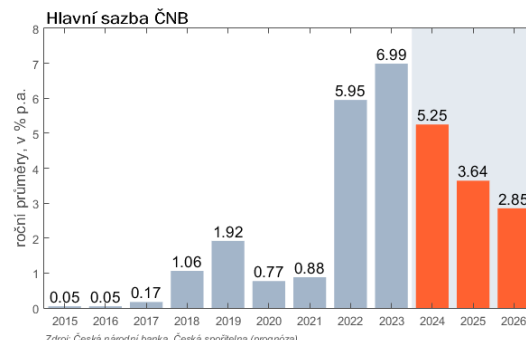
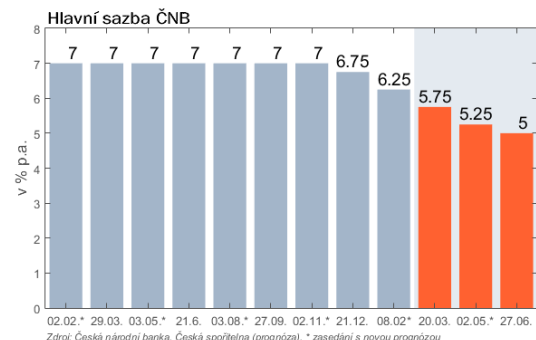
Také z důvodu relativně výrazného prosincového (meziměsíčního) poklesu je meziroční vývoj cen zemědělských výrobců silně v záporu, a působí tak v české ekonomice protiinflačně. Ačkoliv letos očekáváme mírné oživení zemědělských cen, které budou meziměsíčně růst, výraznější inflační tlaky by z tohoto vývoje plynout neměly.



8. Hlavní sazba ČNB

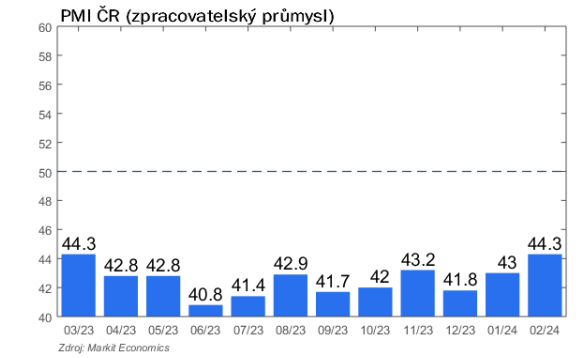
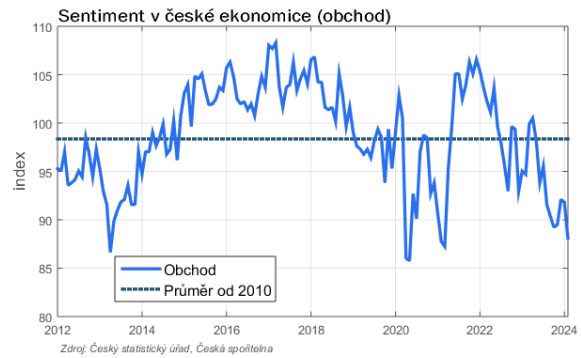
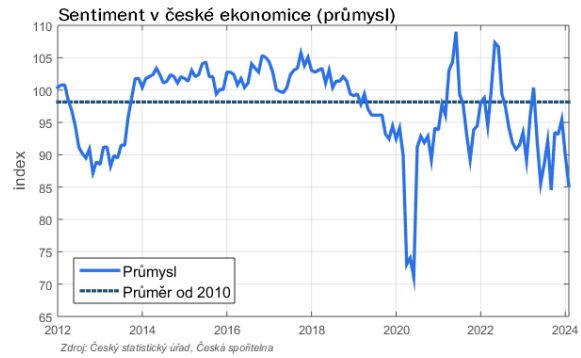
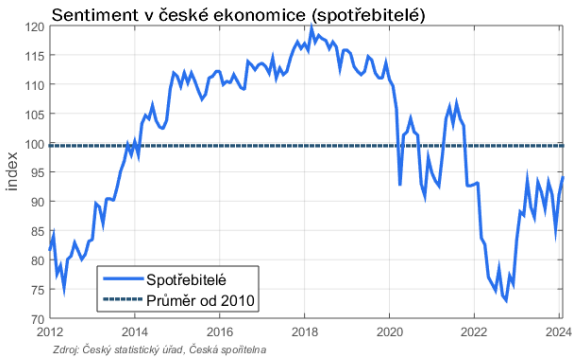
Pro březnové zasedání očekáváme snížení sazeb o 50 bazických bodů. Důvodem je především návrat inflace k inflačnímu cíli, v jehož blízkosti by se inflace měla pohybovat i v příštích čtvrtletích. Čistě z tohoto pohledu by ČNB mohla dodat i výraznější snížení sazeb (např. o 75 bodů). Na druhou stranu ale v poslední době výrazně oslabila koruna, což představuje proinflační riziko, a v tomto ohledu tak čekáme, že ČNB začne vývoj koruny více zohledňovat při svých měnověpolitických rozhodnutích. Navíc inflační tlaky sice v české ekonomice silně oslabily, úplně ale nevymizely. ČNB tak dle nás bude muset zůstat opatrná, aby nedošlo v budoucnu k opětovnému zesílení inflace.

Během letošního a příštího roku čekáme postupné snižování sazeb, které bude ovlivněno především návratem inflace k cíli. Aktuálně pro konec letošního roku čekáme hlavní sazbu ČNB na 4 %, a pro konec roku 2025 pak na 3,25 %.



9. Předstihové indikátory

Vývoj předstihových indikátorů během února významnější překvapení nepřinesl. Znovu došlo ke zlepšení nálady spotřebitelů, která sice zůstává velmi nízkou, nicméně postupně se odráží ode dna. Důvodem je především výrazný pokles inflace, očekávaný návrat reálných mezd k růstu a celkové očekávané zlepšení vývoje české ekonomiky. U podnikatelů byl ale vývoj opačný, když především průmysl se potýká se slabou produkcí a poptávkou, což je silně ovlivněno aktuálním vývojem v Německu. Pokles aktivity v průmyslu ukazuje i indikátor PMI. Ke zhoršení nálady došlo také v sektorech obchodu a služeb. Celkově i nadále signalizuje vývoj předstihových indikátorů pro příští měsíce slabý vývoj české ekonomiky. To je v souladu s ekonomickou situací v Německu či eurozóně, kde se sice čeká zlepšení během letošního roku, to bude ale pravděpodobně jen pozvolné a nastane nejspíše až za několik měsíců.



Střednědobá prognóza ČR

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Hrubý domácí produkt	3,5	2,4	-0,4	1,0	3,2	3,1
Spotřeba domácností	4,1	-0,8	-3,1	2,3	3,3	2,8
Spotřeba vlády	1,4	0,3	3,0	0,9	2,0	2,0
Celkové investice	19,0	5,6	-7,0	-6,7	2,7	3,0
Fixní investice	0,8	3,1	3,3	1,8	3,0	2,9
Vývoz zboží a služeb	6,8	7,2	3,1	3,2	6,9	6,7
Dovoz zboží a služeb	13,2	6,3	-0,5	1,1	6,7	6,4
Průmyslová produkce	6,2	2,8	-0,5	1,2	3,2	3,5
Maloobchodní tržby	4,1	-3,3	-4,3	2,7	3,4	2,9
Příspěvky k růstu HDP						
Spotřeba domácností	1,9	-0,3	-1,4	1,0	1,5	1,3
Spotřeba vlády	0,3	0,1	0,6	0,2	0,4	0,4
Fixní investice	0,2	0,8	0,8	0,5	0,8	0,8
Změna stavu zásob	4,7	0,8	-3,1	-2,4	-0,1	0,0
Čistý export	-3,6	0,9	2,7	1,6	0,6	0,7
Nominální HDP						
HDP (mld.)	6107	6785	7341	7579	7981	8389
HDP (%)	6,9	11,1	8,2	3,3	5,3	5,1
Veřejné rozpočty						
Státní rozpočet (mld.)	-420	-360	-289	-252	-235	-220
Veřejné rozpočty (% HDP)	-5,1	-3,6	-3,9	-2,8	-2,4	-2,2
Veřejný dluh (% HDP)	42,0	44,1	44,8	45,3	45,7	45,9
Trh práce						
Míra nezaměstnanosti	2,8	2,2	2,6	3,4	3,9	4,0
Podíl nezaměstnaných osob	3,8	3,4	3,6	4,2	4,5	4,5
Nominální mzdy	5,8	5,3	7,5	6,1	5,1	4,8
Reálné mzdy	1,9	-8,5	-2,9	3,6	2,8	2,7
Vnější vztahy						
Obchodní bilance (mld.)	-9	-205	123	85	130	165
Obchodní bilance (% HDP)	-0,1	-3,0	1,7	1,1	1,6	2,0
Běžný účet PB (mld.)	-51	-380	90	55	80	100
Běžný účet PB (% HDP)	-0,8	-5,6	1,2	0,7	1,0	1,2
Cenový vývoj						
Celková inflace	3,8	15,1	10,7	2,4	2,2	2,1
Jádrová inflace	4,8	13,2	7,6	2,5	2,4	2,1
Ceny průmyslových výrobců	7,1	24,3	5,0	1,7	1,7	2,0

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Ministerstvo práce a sociálních věcí, Česká spořitelna

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Škořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, Kofola, ColtCZ Světové trhy, Philip Morris ČR, Pilulka	Petr Bártek Jan Šafránek	+420/956 765 227 +420/956 765 218	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz


[@Research_sporka](#)

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	oceph@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete zde: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, Sídlo: Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00