

## Česká ekonomika: život s reformami a bez nich

Průměr	2006	Alternativa "Přijetí reformem"				Alternativa "Bez reformem"				Rozdíl mezi "Přijetí reformem" a "Bez reformem"			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Poptávka a Navídka</b>													
HDP (%)	6.4	5.6	3.9	4.6	4.8	5.6	4.3	4.4	5.0	0.0	-0.4	0.2	-0.2
Spotřeba domácností (%)	4.4	6.2	2.0	2.1	2.2	6.2	3.2	2.5	2.4	0.0	-1.2	-0.3	-0.2
Investice (%)	7.6	4.8	7.6	4.8	4.9	4.8	7.7	4.8	5.3	0.0	-0.1	0.0	-0.4
Průmyslová výroba (%)	10.0	10.9	8.6	5.8	5.3	10.9	8.7	6.0	5.6	0.0	-0.1	-0.1	-0.4
Maloobchodní tržby (%)	6.4	7.4	2.5	2.3	2.4	7.4	3.7	2.7	2.6	0.0	-1.2	-0.4	-0.2
Nominální HDP (mld. Kč)	3220	3534	3804	4083	4377	3531	3792	4056	4357	3	12	27	20
Nominální HDP (%)	7.5	9.8	7.7	7.3	7.2	9.7	7.4	6.9	7.4	0.1	0.2	0.4	-0.2
<b>Trh práce</b>													
Nezaměstnanost (%)	8.1	7.0	6.9	6.9	7.0	7.0	6.8	6.8	6.9	0.0	0.1	0.1	0.1
Nominální mzdy (Kč)	20201	21571	23045	24602	26193	21571	23021	24488	26047	0	24	114	146
Nominální mzdy (%)	6.4	6.8	6.8	6.8	6.5	6.8	6.7	6.4	6.4	0.0	0.1	0.4	0.1
Reálné mzdy (%)	3.8	4.1	2.1	3.2	3.3	4.1	2.7	3.0	3.2	0.0	-0.6	0.2	0.1
<b>Platební bilance</b>													
Obchodní bil. (mld. Kč)	44	84	82	89	103	84	80	88	105	0	3	2	-1
Běžný účet (mld. Kč)	-134	-121	-106	-90	-67	-121	-108	-91	-66	0	3	2	-1
<b>Ceny</b>													
CPI inflace (%)	2.5	2.6	4.6	3.4	3.0	2.6	3.9	3.3	3.0	0.0	0.7	0.2	0.0
Poptávková inflace (%)	2.3	1.4	2.4	3.0	2.6	1.4	2.3	2.7	2.6	0.0	0.1	0.3	0.0
Regulované ceny (%)	7.8	7.0	11.5	4.8	4.2	7.0	8.2	4.8	4.2	0.0	3.3	0.0	0.0
Ceny potravin (%)	0.9	4.2	3.3	2.8	2.8	4.2	3.3	2.8	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Ceny PH (%)	3.4	-6.3	4.7	4.5	3.7	-6.3	4.7	4.5	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
PPI inflation (%)	1.6	4.1	4.3	3.3	2.9	4.1	4.0	3.1	2.9	0.0	0.2	0.2	0.0
<b>Měnové podmínky</b>													
CZK/EUR	28.4	27.9	26.8	25.9	25.2	27.9	26.8	25.9	25.2	0.0	0.0	0.0	0.0
CZK/USD	22.6	20.6	21.2	20.9	19.8	20.6	21.1	20.8	19.8	0.0	0.0	0.0	0.0
2W repo rate (%)	2.17	2.75	3.33	3.71	4.00	2.50	3.27	3.79	4.00	0.25	0.06	-0.08	0.00
3M PRIBOR (%)	2.3	2.9	3.4	3.8	4.1	2.6	3.4	3.9	4.1	0.3	0.0	-0.1	0.0
12M PRIBOR (%)	2.6	3.1	3.6	4.0	4.1	2.9	3.6	4.0	4.1	0.2	-0.1	0.0	0.0

### Shrnutí dopadů reformem „Bařoh 007“

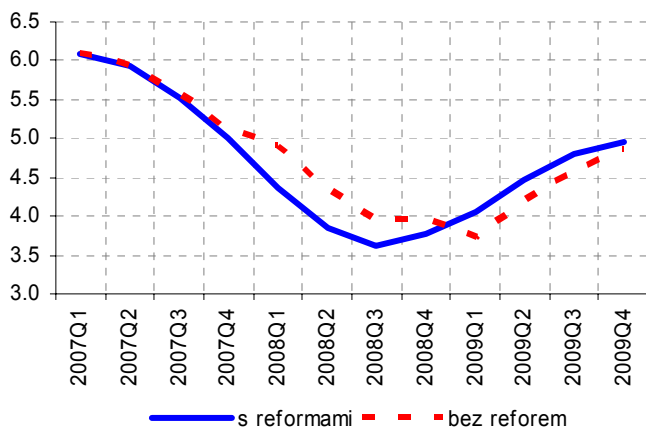
- Zaktualizovali jsme naši střednědobou makro prognózu, zohlednili změnu inflačního cíle ČNB, poslední revizi HDP a zpřesnili odhad dopadu reformem.
- Vzhledem k velké nejistotě zda reformy budou nakonec schváleny či nikoliv (případně v jaké konečné podobě) jsme zpracovali dvě alternativy: „Bez reformem“ a „Přijetí reformem“, která ukazuje dopad reformem.

- Realizace reformem přinese krátkodobé zpomalení růstu ekonomiky o 0.4pb v roce 2008. Hlavním zdrojem zpomalení bude nižší disponibilní důchod domácností a tudíž nižší spotřeba domácností o 1,2pb.
- Ekonomická literatura pro USA odhaduje, že dlouhodobým efektem snížení daňové zátěže o 1% je zvýšení ekonomické úrovně o 3%. V našem případě půjde o nižší dopad, minimálně díky vysoké otevřenosti české ekonomiky (vyšší poptávka bude částečně uspokojena

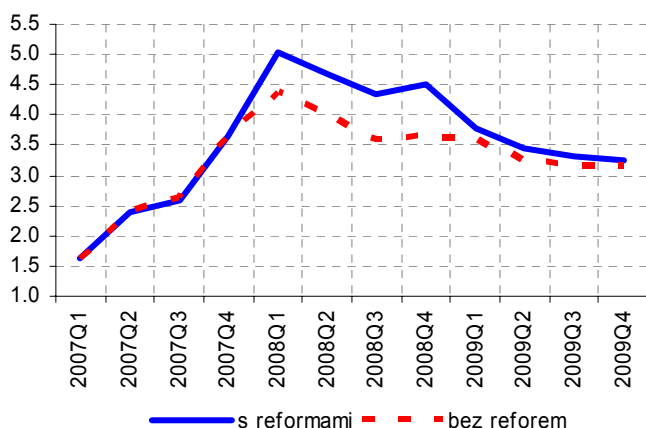
dovozem). Pozitivním prvkem zvyšující motivaci pracovat a tudíž i dlouhodobý růst je přesun zdanění z práce na spotřebu.

- Akcelerace poptávkových tlaků, cen potravin a především pak zvýšení DPH zvýší inflaci o 0,8pb až k 5%.

**Růst ekonomiky: s reformami a bez reform**

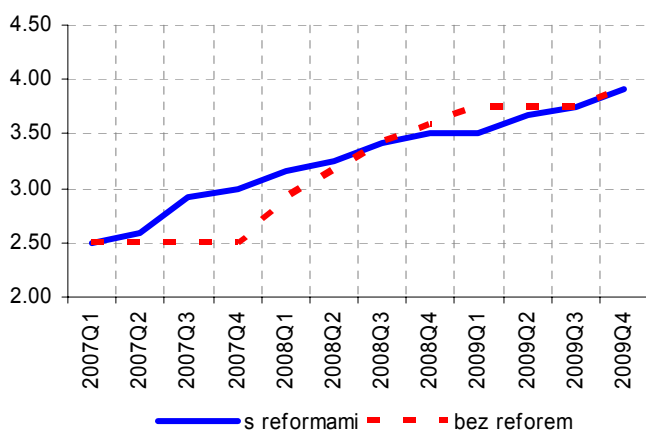


**Inflace: s reformami a bez reform**



- Realizace reformem si vynutí rychlejší růst sazeb. Růst sazeb ovšem nebude odpovídat akceleraci inflace. ČNB totiž nebude reagovat na přímé dopady vyšší DPH, ale jen na sekundární. A minulá zkušenost ukazuje, že ty budou omezené.

**Repo sazba: s reformami a bez reform**

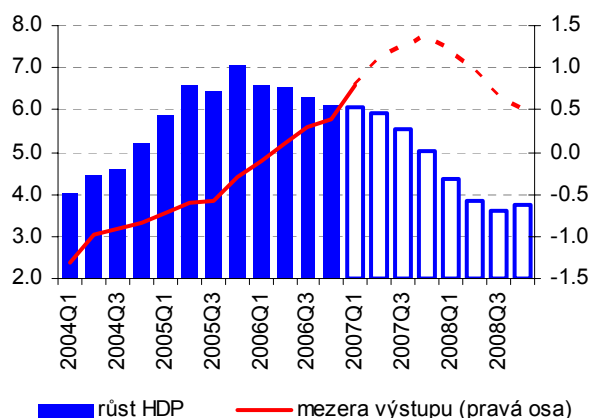


## Hlavní změny v prognóze

### Ekonomika

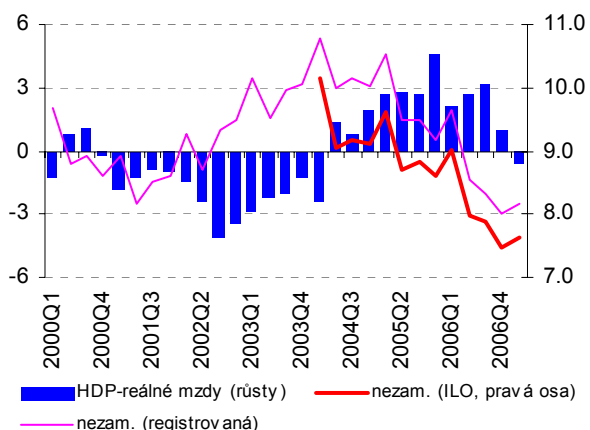
- Přehodnocujeme prognózu růstu české ekonomiky v letošním roce nahoru: v letošním roce očekáváme růst HDP o 5,6%. V příštím roce naopak očekáváme, že realizace reformem krátkodobě zchladí ekonomiku mírně pod 4%.
- Očekávané zpomalení v letošním roce souvisí především s vypadnutím pozitivního příspěvku TPCA (1,5-2pb) z meziročních čísel HDP. Vyššímu zpomalení zabraňuje především upalující spotřeba domácností (a s ní související růst poptávkových tlaků, čili mezery výstupu odrážející se následně v růstu poptávkové inflace a dovozů) a poptávka po vývozech.

**Růst HDP a mezeru výstupu**



- Reformám, tedy faktorů, který snižuje prognózu směrem dolů, se věnuje další část. Důvody pro přehodnocení růstu směrem nahoru jsou tři. Za prvé, ekonomiky EU12 vykazují mnohem lepší kondici, než jsme očekávali na konci minulého roku. Pozitivním překvapením je Německo. To sice zpomalilo po zvýšení DPH, ale i tak roste na Německé poměry velmi silně (3,3% v 1Q07). Německo se tak po dlouhé době opět stává motorem a nikoliv brzdou růstu EU12. Pro letošní rok očekáváme, že EU12 vzroste o 2,4%. Co z toho pro nás? Vyšší růst v zahraničí zvýší především vývozy, ale podpoří i investiční aktivitu.
- Za druhé, trh práce. Nezaměstnanost poklesla v 1Q o 1,5pb ve srovnání s loňským rokem, zatímco my jsme čekali cca 1pb. A vyšší zaměstnanost spolu s rychlým růstem reálných mezd (reálně o 6% v 1Q07) podporuje rozjetou spotřebu. O její rozjetí se postarala předvolební mašinérie, které zvýšila sociální výdaje zhruba o 25 mld. korun v letošním roce. Celkově tak letos očekáváme urychlení spotřeby na 6,2% po loňských 4,4%.
- Nicméně trh práce začíná narážet na bariéry dalšího poklesu. Růst reálných mezd (v soukromé sféře) totiž dohnal růst ekonomiky, což omezí motivaci podniků dále nabírat nové pracovníky. Očekáváme proto postupné zastavení poklesu nezaměstnanosti.
- Třetím důvodem pro vyšší růst je technický vliv. No a protože jich od začátku roku nebylo málo, slibují ještě další dva technické faktory. Ale teď ten první: revize růstu HDP, kterou provedl ČSÚ. Za roky 2004 až 2006 přehodnotil tempo růstu směrem nahoru cca o 0,4pb. Neměníme nijak naši představu ohledně výše poptávkových tlaků v minulosti, a proto tento růst plně promítáme do vyššího růstu rovnovážného produktu.

## Rozdíl mezi růsty HDP a reálných mezd, míra nezaměstnanosti (původní metodologie a podle ILO, %)

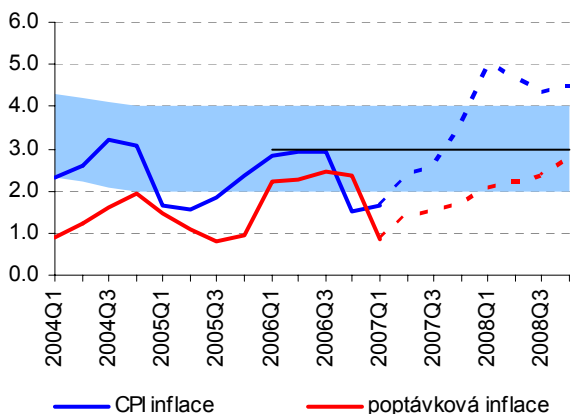


Poznámka: růst mezd v soukromé sféře

## Inflace

- Prognózu inflace pro tento rok neměníme, nadále očekáváme průměrnou inflaci na úrovni 2,6%. To ale neznamená, že v pozadí nebylo rušno.
- Za prvé (ano, a přichází druhý technický faktor), ČSÚ změnil spotřební koš a váhy jednotlivých položek. Propočty ukazují, že tato změna sníží inflaci v letošním roce o 0,3pb.
- Směrem dolů působil i pomalejší nárůst cen cigaret a regulovaných nájmu.
- Na druhé straně stojí rychlejší spotřeba domácností a tudíž i větší poptávkové tlaky, které budou zvyšovat poptávkovou inflaci. K tomu připočteme méně posilující korunu, která bude méně snižovat inflaci, než jsme si zvykli v minulých letech.
- Ve směru vyšší inflace se přidává i přehodnocení tržního názoru na vývoj cen ropy. Ceny benzínu tak budou působit méně protiinflačně.

## Prognóza inflace

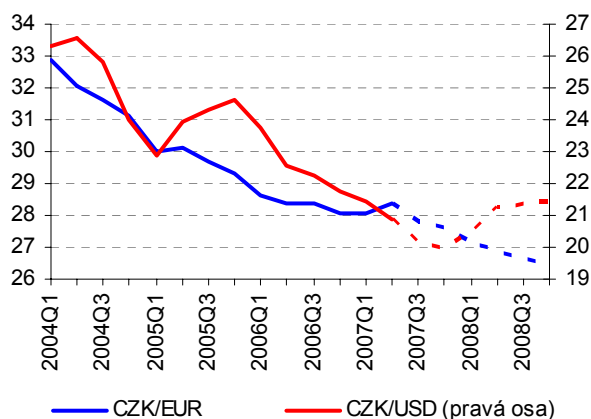


- Celkové číslo inflace pro tento rok je tedy stejné, ale očekávaná struktura se posunula více směrem k poptávkové inflaci. To je důležité pro vyhodnocení dalších kroků ČNB.
- Inflace v příštím roce bude zvyšována vedle akcelerující poptávkové inflace a rychlejšího růstu cen potravin i zvýšením DPH, což inflaci posune až k 5%.

## Kurz

- Kurz posiluje v letošním roce pomaleji, než co ukazují fundamenty. Přebytek obchodní bilance neustále narůstá, běžný účet se zlepšuje. Fundamentálně by se koruna měla pohybovat v okolí 27,7-28,0 EUR/CZK.
- Avšak koruna je tlačena k slabším úrovním především nárůstem rizikové premie. Její nárůst souvisí s nejistotou ohledně globálního vývoje, především pak vývoje sazeb Fedu. Rizikovější aktiva jsou tak volatilnější a investoři požadují vyšší premii.
- Nadále očekáváme, že ekonomika USA bude sledovat scénář měkkého přistání (zpomalení ekonomického růstu a postupné snižování sazeb). Tento vývoj obnoví zájem o rizikovější aktiva a obnoví i tlak na posilování CZK.
- Na konci roku proto očekáváme kurz na úrovni 27,4 EUR/CZK a 20 USD/CZK. Jaké bude časování?
- Globální trh nyní přehodnocuje výhled sazeb US směrem nahoru, což je negativní pro EUR/CZK. Koruna proto testuje sílu překonání 28,50. Další silnou technickou podporou je 28,85 a 29,10. V průběhu června a července nečekáme ani podporu domácího makra – v letních měsících je obchodní bilance slabší a kulminuje odliv dividend (část je však již dávno zahedgovaná). Sezónně koruna posiluje v srpnu a pak na konci roku. Aktuální průběh velmi připomíná loňskou korekci, která měla stejný zdroj (nejistotu ohledně sazeb USA) a trpěla rizikovější aktiva. A v srpnu došlo k obratu.

## Prognóza kurzu



## Sazby

- Prognóza inflace jasně ukazuje, že dříve nebo později ČNB musí zvyšovat sazby. Již v květnu rozhodla Sedmička zvýšit sazby na 2,75%. Ačkoliv rozhodnuto bylo nejtěsnější většinou, nešlo o spor zda zvyšovat sazby či ne, ale jestli teď nebo si počkat na novou prognózu.
- Co dále? Na cestě jsou další hike. A aktuální slabší koruna další zvýšení sazeb uspíší: posunujeme další hike z října do července.
- Dále, v případě, že koruna bude sledovat naši prognózu, očekáváme, že jestřábí nálada postupně poleví a další hike přijde až na začátku příštího roku. V příštím roce očekáváme celkem 50bb na 3,50%.
- Nicméně ve směru vyšších sazeb je pomalejší odeznění globální nejistoty a zdržení posilujících tendencí. Připomeňme naši simulaci, která ukazuje, jak extrémně je česká ekonomika citlivá na vývoj kurzu: koruna dlouhodobě slabší o 3% si vyžaduje sazby vyšší 1pb.
- Také v případě sazeb se udála „technická“ změna. ČNB se rozhodla snížit od roku 2010 inflační cíl ze 3% na 2%.

Motivem je především pojištění si splnění maastrichtského inflačního kritéria. Snaha pojistit si splnění kritéria povede k tomu, že ČNB bude mít tendenci jednat asymetricky k inflačním rizikům a sazby budou tlačeny na vyšší úrovně.

## Jak ovlivní reformy peněženky?

### Daň z příjmů fyzických osob

- Díky snížení sazby, konceptu super-hrubé mzdy a zavedení maxima na placení pojistného se zvýší disponibilní příjmy domácností o 19 mld.
- Snížení sazby zvýší motivaci pracovat pro nízko-příjmovou skupinu. Nicméně nejvíce pozitivní efekt pro peněženky přinese stanovení maxima pro placení pojistného, což pocítí vysoko-příjmové skupiny.
- Obrázek níže ukazuje odhad dopadu nižší daně a konceptu superhrubé mzdy. Vyšší pozitivní dopad bude u rodin (vyšší odpočet za manželku a děti). Na druhou stranu bude působit nižší možnost snížení základu daně.

### Daň z přidané hodnoty

- Zvýšení snížené sazby ze 5% na 9% zvýší nominální výdaje domácností o 8,5 mld.
- Tento odhad bere v úvahu rozdílné váhy výdajů pro jednotlivé mzdové skupiny (např. váha výdajů na potraviny s růstem mzdy klesá) a předpokládá promítnutí vyšší DPH do cen z 80% (zbytek pokryje snížení marží podniků).

### Sociální dávky

- Snížení sociálních výdajů sníží příjmy domácností o 25 mld. v roce 2008 (v roce 2009 o 30 mld., v roce 2010 o 35 mld.)
- Rozdělení do jednotlivých mzdových skupin reflektuje podíl sociálních příjmů na mzdových příjmech.

### Celkový dopad

- Celkově reformní balík sníží disponibilní příjmy domácností o 15 mld. Kč v roce 2008 až 25 mld. v roce 2010.
- Pozitivní dopad pro skupiny s hrubou mzdou od 32 tis. měsíčně a výše.

Dopad reforem na jednotlivé mzdové skupiny

