



# KB Indicator Analysis

**Ekonomická a  
strategická analýza**

**Komerční banka, a.s.**

## Inflační prognóza

**Červen 2004**

Pro další informace  
kontaktujte:

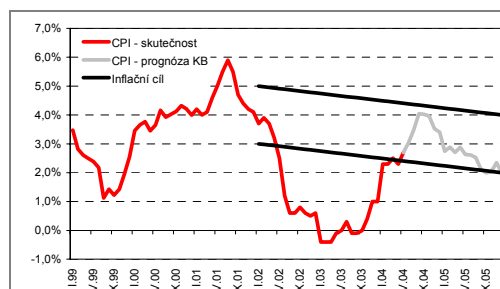
**Jan Vejmelek**  
+420 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

**Daniel Kozel**  
+420 222 008 524  
daniel\_kozel@kb.cz

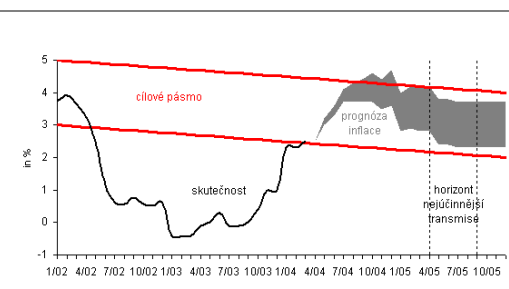
**Vladimír Kvasnička**  
+420 222 008 567  
vladimir\_kvasnicka@kb.cz

- Růst spotřebitelských cen se vrátil do inflačního koridoru ČNB.
- Míra inflace by měla kulminovat v srpnu, kdy se CPI bude pohybovat kolem 4%.
- Průměrná míra inflace se bude v letošním roce pohybovat kolem 3,1%.
- Za růstem spotřebitelských cen v letních měsících budou stát ještě vysoké ceny potravin, rostoucí ceny v dopravě a zpožděné dopady květnových daňových úprav.
- Odeznění daňových šoků povede k deceleraci inflace v roce 2005, a to do spodního pásma inflačního koridoru. Průměrná inflace dosáhne cca 2,5%.
- První zvýšení sazeb přijde pravděpodobně v průběhu třetího čtvrtletí. Na konci roku by sazby neměly být nižší než 2,50%.

**Inflační prognóza KB**



**Inflační prognóza ČNB (duben 2004)**



Zdroj: Komerční banka, ČNB

## Dosavadní vývoj spotřebitelských cen

- V průběhu měsíců dubna a května stoupla cenová hladina celkem o 0,4%. Meziroční tempo tak akcelerovalo na 2,7% z 2,3% (průměr za Q1/2004). Inflace se tak pohybovala mírně nad našimi předpoklady, což bylo způsobeno především vyššími cenami ropy. Inflace se v průběhu druhého čtvrtletí vrátila do inflačního koridoru ČNB.
- V rámci struktury cenového koše docházelo k výrazným protisměrným pohybům. Květnový přesun velké části služeb z 5% do základní daňové sazby vedl k vzestupu cen především ve skupině stravování a ubytování. Vzestup cen ropy na historická maxima přes 40 USD/barel se projevil ve skupině doprava. Až v druhém čtvrtletí jsme zaznamenali větší část dopadu zvýšení spotřebních daní na tabák. V Q1 obchodníci uměle stlačovali cenovou hladinu prodejem zásob nakoupených v roce 2003. Proinflační vliv uvedených faktorů byl tlumen především snížením cen plynu o -3,5% a snížením základní sazby DPH z 22% na 19%. Ceny potravin za duben a květen nepatrně klesly, celkově o -0,1%, což indikuje, že se začíná vyčerpávat efekt nízké úrody z roku 2003. Polovina z celkového vzestupu cenové hladiny za duben a květen o 0,4% byla způsobena zvýšením daní a regulovaných cen. Nárůst cen tohoto druhu není přímo ovlivnitelný měnovou politikou.

**SOCIETE  
GENERALE  
GROUP**

Všechny názory, prognózy a ostatní údaje obsažené v tomto dokumentu, jsou pouze informativní a nezávazné. Komerční banka a.s. neručí za úplnost a/nebo správnost těchto informací. Veškeré informace v tomto dokumentu uvedené mohou být kdykoliv měněny bez předchozího upozornění. Komerční banka a.s. a její zaměstnanci mohou být v mezích dovolených právními předpisy jakkoliv angažováni v kterémkoliv obchodu či investici zmíněné v tomto dokumentu. Komerční banka a.s. může vykonávat služby investičního bankovníctví nebo jiné služby (např. - avšak nikoliv pouze - funkce poradce, manažera nebo věřitele), případně tyto služby nabízet společnostem uvedeným v tomto dokumentu. Komerční banka a.s. nenese žádnou odpovědnost za jakékoliv škody nebo ušlý zisk způsobené třetím osobám použitím informací a údajů obsažených v tomto dokumentu. Další informace budou poskytnuty na požádání.

## Předpoklady aktualizované inflační prognózy

- Klíčovou změnou oproti dubnové prognóze je proinflační vliv vnějšího prostředí.** ■ Ve srovnání s naší dubnovou inflační prognózou jsme přistoupili k výraznější revizi níže uvedených faktorů, a to z těchto důvodů: (1) Nenaplnil se scénář postupného uklidňování geopolitické situace, důsledkem byl růst cen ropy na světových trzích na historická maxima. (2) Oživení asijského regionu a Spojených států předčilo očekávání. Silná exportní poptávka stimuluje evropskou ekonomiku. (3) Růst cen vstupů vedl k nečekanému zrychlení PPI. Dynamika růstu cen průmyslových výrobců již překonala růst spotřebitelských cen. (4) Nepotvrdily se obavy z cenového šoku po vstupu do EU. Efekt bude rozložen do několika měsíců. Předpoklady červnové inflační prognózy následují.
- Světová ekonomika ožívá rychleji než se předpokládalo.** ■ Pokud jde o vývoj vnějšího prostředí, oproti dubnové prognóze došlo k významným změnám. Mírně antiinflační působení vnějšího prostředí v posledních dvou letech začíná působit opačně. (1) Ceny ropy dosáhly koncem května historicky nejvyšších úrovní. Ve výhledu zůstáváme mírnými optimisty. Pro závěrečné čtvrtletí předpokládáme, že se ropa typu Brent bude pohybovat na 34,0 USD/barel oproti odhadovaným 35,0 USD/barel v aktuálním druhém čtvrtletí, pro rok 2005 předpokládáme průměrnou hodnotu 29,0 USD/barel. (2) Vnější ekonomické prostředí se zlepšuje. Především vysoká hospodářská dynamika asijského regionu v čele s Čínou a Japonskem a silná růstová tempa americké ekonomiky pomáhají evropskému hospodářství. Hrozba výrazného posílení společné evropské měny se (zatím) nenaplnila, což vedlo naše kolegy ze Societe Generale k přehodnocení očekávaných exportů a tedy i růstových vyhlídek evropského hospodářství. Ekonomika eurozóny by si letos měla polepšit o 1,5% po loňských 0,4%, (1,3% v předchozí prognóze), v roce 2005 by trend mohl akcelarovat na o 1,8% (oproti předchozím 1,5%). (3) Vývoj cenových indexů našich největších obchodních partnerů ukazuje na postupné ožívování inflace. SG nově vidí letošní průměrnou inflaci v Eurozóně ve výši 1,9% po dubnovém předpokladu 1,7%, inflace pro rok 2005 byla zvýšena z 1,8% na 1,9%.
- Ceny ropy v průběhu druhého čtvrtletí neklesly, naopak dosáhly historických maxim.**
- Růst cen spojený s daňovými úpravami je z větší části za námi.** ■ Z hlediska působení domácích faktorů (1) z velké části pominuly cenové pohyby spojené s lednovými daňovými změnami. Květnové úpravy včetně celních změn se budou díky postupnému vyprodávání starých zásob promítat do cenového vývoje ještě ve třetím čtvrtletí. (2) Pokud jde o další změny v regulovaných cenách, ceny plynu se ve třetím čtvrtletí nezmění. Pro závěrečný kvartál však hrozí jejich růst (ceny plynu se zpožděním reagují na ceny ropy), náš předpoklad činí 3%. (3) Nedomníváme se, že by síla současné vlády byla taková, aby se vláda letos dohodla na novém zákonu o nájemném. V letošním roce tedy se zvýšením regulovaných nájmů nepočítáme. Pro rok 2005 jsme v dubnové prognóze předpokládali, že zákon v nějaké podobě přijat bude. Očekávali jsme, že regulované činže vzrostou o 15% (+0,63p.b.). Nicméně vzhledem k výsledku voleb do Evropského parlamentu se zvyšuje pravděpodobnost, že vláda se až do příštích parlamentních voleb deregulací nájmů zabývat nebude. Pro účely inflační prognózy zahrnujeme 50% výše vyčísleného efektu. (4) S platností od července se zvyšují poplatky za příjem rozhlasu a televize (+0,19p.b.).
- Poptávkou taženou inflaci bychom mohli vidět v roce 2005.** ■ Pokud jde o kurzový vývoj, stále předpokládáme dlouhodobé posilování domácí měny tempem 2% až 3% ročně, oproti dubnové prognóze jsme výhled kurzu domácí měny nijak zásadně nezměnili. Předpokládáme, že do koncových spotřebitelských cen se bude se zpožděním promítat akcelerace cen průmyslových výrobců (z loňských -0,3% na letošních předpokládaných +3,8%). V nejbližších měsících budou inflaci nákladově zvedat i vysoké ceny potravin. Nicméně zde se domníváme, že ceny zemědělských výrobců se již pohybují na svém lokálním maximu (20,1% y/y v dubnu) a v horizontu inflační predikce spíše vidíme riziko cyklického poklesu cen potravin. Oproti předchozí prognóze vnímáme riziko poptávkou tažených tlaků, především pro rok 2005. Spotřebitelská poptávka nezpomalila tak, jak se předpokládalo, investice rostou dvouciferným tempem, oživení evropské ekonomiky a relativně stabilní měna vytváří předpoklad pro růst exportů. Hospodářský růst by tak měl v horizontu predikce zrychlovat.

## Výstupy inflační prognózy

**Prognózu na rok 2004 mírně zvyšujeme: průměrná inflace se bude pohybovat kolem 3,1% (2,9% v předchozí prognóze).**

■ Vzhledem k výše uvedeným faktorům tak očekáváme, že se inflace v průběhu letních měsíců bude nadále zvyšovat, kulminovat by měla v srpnu, kdy bychom se mohli dočkat 4%ní inflace. V závěrečném čtvrtletí letošního roku předpokládáme mírnou decelaci s tím, jak by měly odeznívat tlaky na rychlejší růst cen potravin a cen ve skupině doprava. Na konci roku 2004 předpokládáme inflaci ve výši 3,4% y/y (2,8% v předchozí prognóze), očekávanou letošní průměrnou inflaci mírně zvyšujeme na 3,1% (z předchozích 2,9%). V roce 2005 se dynamika růstu cen dále zklidní, a to především díky „vypadnutí“ efektu daňových úprav z ledna 2004. Meziroční CPI by tak v lednu měl klesnout pod 3%. Po zbytek roku předpokládáme mírné snižování cenové dynamiky v důsledku opadnutí nákladových šoků, především u cen pohonných hmot. Inflace se tak bude pohybovat těsně nad spodním okrajem inflačního cíle. Průměrnou inflaci pro rok 2005 odhadujeme na 2,5% (2,1% v dubnové prognóze).

**Základní scénář předpokládá, že s inflace v roce 2005 bude držet ve spodní části inflačního cíle.**

■ Inflační prognóza skýtá především pro rok 2005 některá významná rizika. (1) ve směru nižší inflace může působit příchod dalšího cyklického poklesu cen potravin (až -0,55p.b.), (2) schválení či neschválení pohybu v regulovaném nájemném má významné implikace (viz. předpoklady inflační prognózy), (3) naopak ve směru vyšší inflace by působil případný vyšší než námi dosud předpokládaný hospodářský růst a silnější vliv poptávkou tažených proinflačních faktorů.

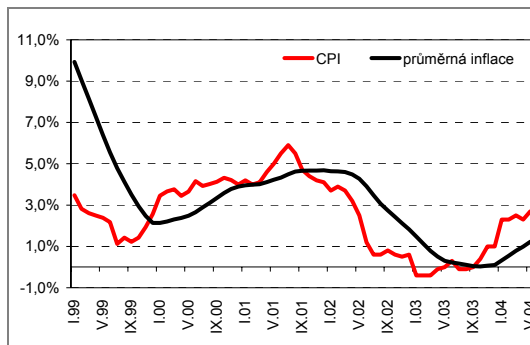
## Měnová politika

**Ke konci roku by úrokové sazby neměly být výše než na 2,50%.**

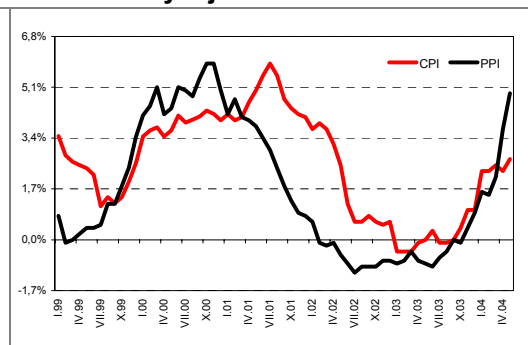
■ Aktualizovaná inflační prognóza se v období neúčinnější transmise pohybuje na nízkých úrovních. Samotná prognóza inflace tak nepřináší důvod pro zvyšování sazeb centrální banky. Zvýšení sazeb měnové politiky však čekáme. Důvodů je několik. (1) V české ekonomice se změnil mix měnových podmínek. Měnový kurz přestal působit restriktivně a reálné úrokové sazby by se tak měly postupně vrátit do kladných hodnot ve výši řádově 1%. (2) Predikce celkové inflace pro rok 2005 skrývá mírnou akceleraci jádrové inflace, která je kompenzována cyklickým poklesem cen potravin a dopady předpokládaného poklesu cen ropy. (3) Aktuální nákladové šoky a daňové změny negativně ovlivňují inflační očekávání. (4) Ve světové ekonomice začal cyklus růstu úrokových sazeb. SG nově předpokládá zvýšení sazeb ECB již v Q4/2004.

■ První zvýšení sazeb ČNB o 25bp na 2,25% díky rychlejšímu oživení světové ekonomiky a působení nákladových faktorů předpokládáme ve třetím čtvrtletí 2004. Bankovní rada však pravděpodobně nezvýší sazby již v červenci, kdy předpokládáme revizi predikce inflace a růstu ekonomiky ze strany centrální banky na nižší hladiny. Zahájení cyklu zvyšování sazeb však může přijít již v srpnu nebo září. Na konci roku předpokládáme REPO sazbu na 2,50%. Ve srovnání s většinou subjektů na trhu vidíme pomalejší růst úrokových sazeb.

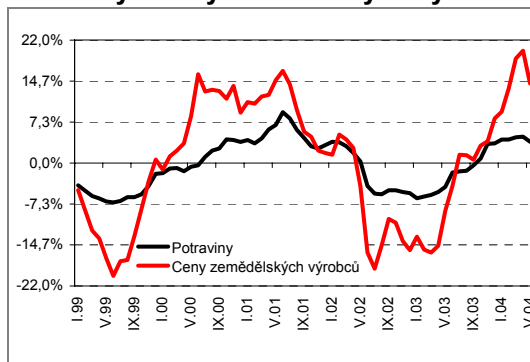
## Průměrná míra inflace



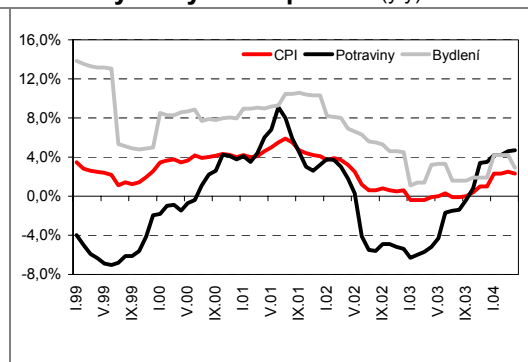
## Porovnání vývoje CPI a PPI



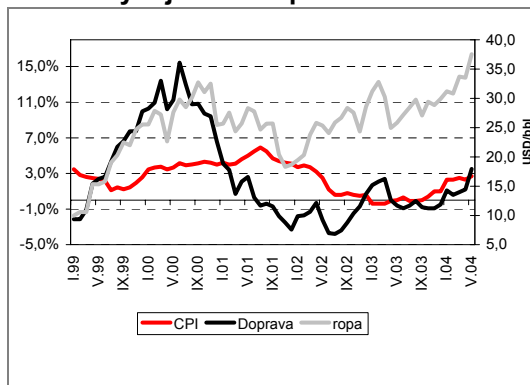
## Potraviny a ceny zemědělských výrobců



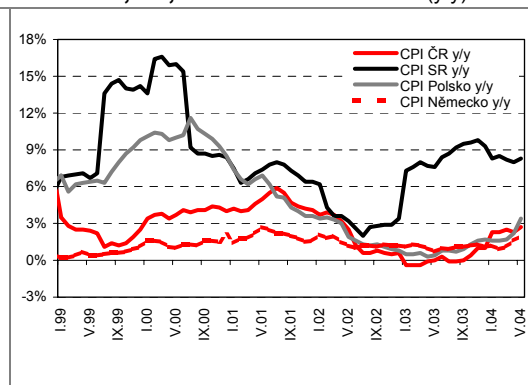
## CPI ve vybraných skupinách (y/y)



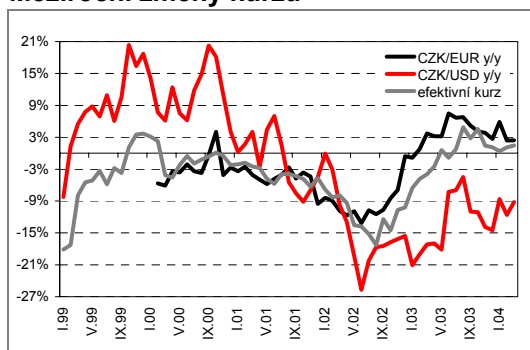
## CPI vs. vývoj cen v dopravě



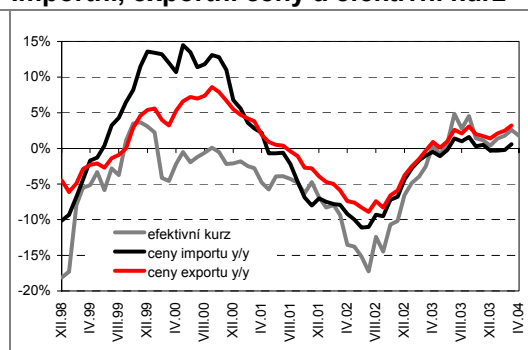
## CPI v ČR, SR, Polsku a Německu (y/y)



## Meziroční změny kurzů



## Importní, exportní ceny a efektivní kurz



Zdroj: ČSÚ, KB



# KB

## EKONOMICKÁ & STRATEGICKÁ ANALÝZA

INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ,

Komerční banka a. s.

Václavské náměstí 42, 110 00 Prague 1

internet: www.trading.koba.cz , Bloomberg: KBRE <GO>

e-mail: research@kb.cz



### INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ KB

**Marek Stefanowicz** *Senior Executive Vice President* +420 222 008 510  
marek\_stefanowicz@kb.cz

#### EKONOMICKÁ & STRATEGICKÁ ANALÝZA

**Jan Vejmelek, Ph.D.** *Makroekonomika, Devizové trhy* +420 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz  
**Daniel Kozel** *Trh úrokových sazb, Trh dluhopisů* +420 222 008 524  
daniel\_kozel@kb.cz  
**Dan Karpíšek, CFA** *Akciové trhy* +420 222 008 566  
dan\_karpisek@kb.cz  
**Vladimír Kvasnička** *Makroekonomika, Devizové trhy* +420 222 008 567  
vladimir\_kvasnicka@kb.cz

#### PRODEJ

**Jan Drahota** *Ředitel divize* +420 222 008 234  
jan\_drahota@kb.cz

#### Klientské obchody

**Libor Vejdelek** +420 222 008 206  
libor\_vejdelek@kb.cz  
**Viktor Sršeň** +420 222 008 204  
viktor\_srsen@kb.cz  
**Jan Sehnal** +420 222 008 212  
jan\_sehnal@kb.cz  
**Magda Mišková** +420 222 008 488  
magda\_misekova@kb.cz  
**Ivana Šlajsová** +420 222 008 202  
ivana\_slajsova@kb.cz  
**Pavel Chlebeček** +420 222 008 216  
pavel\_chlebec@kb.cz  
**Ivana Churácková** +420 222 008 213  
ivana\_churackova@kb.cz  
**Jan Ulrich** +420 222 008 209  
jan\_urich@kb.cz  
**Radka Vašíčková** +420 222 008 203  
radka\_vasickova@kb.cz  
**Marcela Šivarová** +420 222 008 208  
marcela\_sivarova@kb.cz  
**Petr Holubec** +420 222 008 252  
petr\_holubec@kb.cz  
**Ilona Čechová** +420 222 008 241  
ilona\_cechova@kb.cz  
**Soňa Hrušková** +420 222 008 200  
sona\_hruskova@kb.cz  
**Petr Pantůček** +420 222 008 242  
petr\_pantucek@kb.cz  
**Jan Nejedlý** +420 222 008 491  
jan\_nejedly@kb.cz

#### Obchody s deriváty

**Miloš Král** *Ředitel odboru* +420 222 008 490  
milos\_kral@kb.cz  
**Karel Voleský** +420 222 008 217  
karel\_volesky@kb.cz

#### CENNÉ PAPIRY

**Jiří Šnobl** *Ředitel divize* +420 222 008 239  
jiri\_snobl@kb.cz

#### Obchody s dluhopisy

**Miroslav Gajzler** +420 222 008 390  
miroslav\_gajzler@kb.cz  
**Dalimil Vyskovský** +420 222 008 390  
dalimil\_vyskovsky@kb.cz

#### Akciové obchody

**Tomáš Sattler** +420 222 008 395  
tomas\_sattler@kb.cz  
**Petr Třešňák** +420 222 008 395  
petr\_tresnak@kb.cz

#### Prodej – Institucionální klienti

**Radim Dalík** +420 222 008 400  
radim\_dalik@kb.cz  
**Robert Němec** +420 222 008 400  
robert\_nemec@kb.cz  
**Josef Grešl** +420 222 008 400  
josef\_gresl@kb.cz

#### TREASURY

**Peter Wylie** *Ředitel Divize* +420 222 008 562  
peter\_wylie@kb.cz

#### Měnové obchody

**David Poupe** +420 222 008 215  
david\_poupe@kb.cz  
**Peter Chorvatovič** +420 222 008 214  
peter\_chorvatovic@kb.cz  
**Luboš Kolařík** +420 222 008 210  
lubos\_kolarik@kb.cz

#### Úrokové obchody a deriváty

**Ivan Varga** +420 222 008 248  
ivan\_varga@kb.cz

#### SPRÁVA AKTIV

**Jiří Kvítek** +420 224 008 200  
jiri\_kvitek@kb.cz

### SG GLOBAL ECONOMICS

#### DIRECTOR OF ECONOMIC RESEARCH

**Brian Hilliard** +44-20-7676-7165  
brian.hilliard@socgen.com

#### AREA HEADS

**North America**  
**Stephen Gallagher** +1- 212-278-44-96  
stephen.gallagher@us.socgen.com

**Europe**  
**Véronique Riches-Flores** +33-1-42-13-93-00  
veronique.riches-flores@ota.fr.socgen.com

**Asia and Australasia**  
**Glenn Maguire** +61-2-221-4029  
glenn.maguire@socgen.com

**Commodities**  
**Frédéric Lasserre** +33-1-42-13-44-06  
frederic.lasserre@socgen.com