

Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 5. SZ

Makroekonomický rámec zůstává v intencích závěrů dubnové (velké) SZ. Aktuální domácí i zahraniční hospodářský vývoj zatím potvrzuje východiska, prognózy i rizika formulovaná v poslední SZ. Dubnová inflace byla z celkového i strukturálního pohledu téměř identická s prognózou. V souhrnu nadále převažují dezinflační rizika, přičemž největší váhu má rychlejší zhodnocování měnového kurzu CZK/EUR ve srovnání s referenčním scénářem (ref. scénář 31,25 CZK/EUR, naproti tomu dosavadní průměr za duben až květen 30,45 CZK/EUR).

Snížení měnově politických sazeb z 25. dubna vedlo k poklesu celé výnosové křivky peněžního trhu a mělo tak žádoucí dopad na 1R PRIBOR. Tříměsíční i roční úrokové sazby se dostaly na úroveň implikovanou střednědobou nepodmíněnou predikcí. Reálné úrokové sazby ex ante však poklesly jen nepatrně a reálné sazby v pojetí ex post dokonce mírně vzrostly. Přetrvává výrazná mezera mezi aktuálním kurzem a kurzem, na kterém jsou postaveny krátkodobá i střednědobá predikce. Ve srovnání s dubnem tak došlo jen k velmi malému uvolnění měnových podmínek. Lze proto očekávat, že v horizontu nejúčinnější transmise bude inflace nadále směřovat do dolní poloviny pásma inflačního cíle a pro ČNB zůstává otevřen prostor k dalšímu uvolnění měnových podmínek a k podpoře hospodářské politiky vlády bez ohrožení plnění inflačních cílů.

Realizace dalšího uvolnění měnových podmínek však naráží na jejich strukturální aspekt. Dodatečná podpora domácí poptávky prostřednictvím úrokového kanálu již není příliš žádoucí. Vhodnější by bylo uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzového kanálu. Vzhledem k potenciálním dopadům na domácí poptávku, zkušenostem z posledního snížení sazeb a domnělým příčinám apreciace není momentálně žádoucí usilovat o oslabení měnového kurzu prostřednictvím snížení měnově politických sazeb. Ke zvážení zůstávají pouze devizové intervence.

Pro jejich použití lze uplatnit následující argumenty:

- (a) Pokračování silné meziroční apreciace efektivního kurzu je hlavním dezinflačním rizikem. Transmise může v budoucnosti probíhat jak prostřednictvím přímého kurzového kanálu (viz přetrvávající nejistota o časové podmíněnosti nepružnosti cen obchodovatelných komodit směrem dolů), tak nepřímého kurzového kanálu. S ním jsou spojeny rovněž negativní dopady do reálné ekonomické aktivity.
- (b) Deklarování nedávné kurzové apreciace ze strany ČNB jako nežádoucí kurzové „bubliny“ by logicky vyžadovalo aktivní kroky k její eliminaci. Z tohoto hlediska by použití devizových intervencí nemělo představovat pro účastníky trhu překvapení.
- (c) Lze předpokládat, že vzhledem k předvolebnímu období omezují investoři otevírání svých devizových pozic a intervence by proto mohly být efektivnější než v minulosti.

Existují však i argumenty v neprospěch devizových intervencí:

- a) Devizové intervence nejsou standardním nástrojem měnové politiky ČNB. Jejich použití ČNB v minulosti několikrát deklarovala pouze pro případ silné volatility kurzu. Od konce dubna je však kurz velmi stabilní.

- b) Komunikace použití intervencí by byla komplikovaná nejen z výše uvedeného důvodu, ale i z hlediska dubnového opatření. To bylo interpretováno jako snaha kompenzovat zpevňující měnové podmínky (substituce působení jednotlivých složek měnových podmínek), nikoliv jako snaha oslabit úrokovými sazbami měnový kurz.
- c) Existují silné nejistoty o dalším vývoji kurzu. Zastavení apreciace po posledním snížení měnově politických sazeb může být předzvěstí samovolného oslabování kurzu v budoucnosti.
- d) Efektivnost devizových intervencí je vzhledem k minulým zkušenostem velmi nejistá.
- e) Uvnitř ČNB nebylo zatím dosaženo výrazného pokroku v názoru na rovnovážný vývoj kurzu a na příčiny jeho apreciace v posledních měsících. Poslední údaje zároveň ukazují zlepšení deficitu obchodní bilance a stagnaci celkové nezaměstnanosti.

Odbor měnové politiky se domnívá, že v současné době *mají větší relevanci argumenty v neprospěch devizových intervencí.*

2. Doporučení

Odbor měnové politiky *doporučuje:*

- A. Ponechat měnově politické sazby na stávající úrovni.
- B. Neprovádět devizové intervence.