



- **Válka na Blízkém východě pokračuje. Útok na energetickou infrastrukturu Íránu odložen na 6. dubna.**
- **Optimální reakce ČNB na déletrvající nákladový šok? Kombinace vyšších sazeb a devizových intervencí.**

Válka na Blízkém východě trvá již měsíc a stále pokračuje. Útoky na íránskou energetickou infrastrukturu americký prezident D. Trump v tomto týdnu dvakrát odložil, přičemž deadline je nyní stanoven na 6. dubna. Zatímco na první odklad útoků v pondělí finanční trhy reagovaly pozitivně a došlo k prudkému poklesu cen ropy (krátce až na 93 USD za barel u ropy Brent), tak reakce trhů na druhý odklad ve čtvrtek večer byla již hodně vlažná. **To lze interpretovat tak, že důvěra trhů v brzké ukončení války se snižuje.**

Historie zároveň ukazuje, že finanční trhy ani politické a měnové autority nemají „patent na rozum“ a při negativních šocích v prvotní fázi často selhávají. V roce 2020 při pandemii Covidu si trhy teprve až v samém závěru února uvědomily, že pandemie bude mít opravdu vážné hospodářské dopady. O to zběsilejší byla následně tržní reakce (propad akciových trhů, prudké oslabení EM měn). V případě začátku války na Ukrajině panoval v Evropské centrální bance (ECB) narativ dočasnosti vysokých cen energetických komodit s názorem, že se krátce vyšší inflace postupně rychle ustálí kolem 2 %. Realitou byla největší inflační vlna za 40 let.

Jak aktuálně uvažuje Česká národní banka (ČNB)? Záznam z březnového zasedání bankovní rady ČNB ukázal, že makroekonomické dopady války na Blízkém východě představují z pohledu ČNB výrazné riziko a je velmi důležité případný nákladový šok nepodcenit. Zároveň je ale podle ČNB nyní zatím rizika obtížné vyhodnotit a březnová stabilita úrokových sazeb je vhodnou odpovědí. V případě, že by rychle začala růst inflační očekávání (to je podle mě velmi pravděpodobné i kvůli nedávné zkušenosti z let 2022 a 2023) a hrozil by růst jádrové inflace, tak je ČNB připravena zpřísnit měnovou politiku. Podle mě je tento postoj ČNB v tuto chvíli optimální. **Neukvapit se s rychlými opatřeními, ale pokud se situace ukáže jako trvalejší tak vhodně a rozhodně reagovat.**

ČNB zatím explicitně nezmiňuje možnost devizových intervencí. Pravdou je, že je zatím také koruna vůči euru a částečně i vůči dolaru (historicky v případě silně negativních externích šoků je oslabení o 4 % docela málo) až překvapivě stabilní. To se však může v případě pokračující války brzy změnit. **V případě delšího stagflačního šoku a výraznějšího oslabení koruny si dovedu velmi dobře představit, že ČNB zvýší úrokové sazby a zároveň bude intervenovat na podporu koruny jako v roce 2022.** Devizové intervence jsou při vysokých dovozních cenách energetických komodit cílenějším opatřením, zatímco samotné zvyšování sazeb lze chápat jako

plošné opatření s negativním dopadem do hospodářské aktivity. Optimální řešení se jeví zvýšení sazeb jako hlavního nástroje měnové politiky a použití devizových intervencí jako dočasného doplňku k sazbám. Pro jistotu opakuji, že výše zmíněná reakce by byla optimální za předpokladu déle trvajícího stagflačního scénáře a slabší koruny oproti současným úrovním.

Jazýčkem na vahách toho, jak rychle a vysoko bude či nebude případně ČNB zvyšovat sazby, nakonec může být to, jak bude na případný negativní energetický šok reagovat ECB. Ta v roce 2022 selhala, když reagovala velmi opožděně. Současná rétorika ECB je taková, že si je této chyby vědoma. Trochu mi však přijde, aby nyní nedošlo k druhému extrému a ECB sazby nezvyšovala až příliš brzy a příliš rychle. Pokud by ECB na zasedání v závěru dubna začala sazby zvyšovat, tak by tím skrz úrokový diferenciál tlačila do podobného kroku i ČNB. Pokud by ČNB ECB nedorovнала, tak by se to pravděpodobně promítlo do slabší koruny a intenzivnější dovozní inflace.

I v příštím týdnu bude téměř jistě hlavním tématem vývoj války na Blízkém východě. Z makroekonomických statistik bude v ČR zveřejněn březnový PMI ve výrobě a v eurozóně předběžný odhad březnové spotřebitelské inflace (HICP).

Prognóza na měnový pár EURCZK [ZDE](#) a na USDCZK [ZDE](#).

Vývoj EURCZK za poslední měsíc

