

Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 4. SZ

V hodnocení makroekonomického rámce od lednové (velké) i březnové (malé) SZ nedochází k výraznějším změnám. Jedinou výjimkou je kurz koruny k euru. Pro zpracování inflačních prognóz byl použit referenční scénář stabilní úrovně kurzu 31,25 Kč/EUR do konce roku 2003. S použitím tohoto scénáře ukazuje inflační prognóza odboru 413, že na začátku horizontu nejúčinnější transmise (duben 2003) by mělo končit období „podstřelování“ inflačního cíle trvající zhruba 12 měsíců. Na konci horizontu nejúčinnější transmise by se měla střední hodnota meziroční inflace nacházet zhruba ve středu pásma inflačního cíle.

Prognóza odboru 414 předpokládá, že meziroční inflace bude „podstřelovat“ inflační cíl až do konce horizontu nejúčinnější transmise i při poměrně razantním snížení nominálních úrokových sazeb.

Obě prognózy jsou zatíženy velkými nejistotami ohledně kurzu koruny k euru. Tempo nominální aprece od poloviny prosince 2001 do poloviny dubna 2002 představuje zhruba 9% (z 33 Kč/EUR na 30 Kč/EUR). Současný kurz na úrovni okolo 30 Kč/EUR je zhruba o 4% silnější v porovnání s referenčním scénářem. Zachování či zesílení aprece ve srovnání s referenčním scénářem v delším časovém období by znamenalo za jinak nezměněných okolností další nárůst rizika střednědobého „podstřelování“ inflačního cíle. Dalším rizikem rychlejšího poklesu dynamiky inflace je nenaplnění předpokladu o rigiditě cen obchodovatelných statků směrem dolů. Významnější rizika cenového pohybu směrem nahoru nebyla identifikována. Tradiční nejistoty jsou spojeny s cenami energetických surovin, s cenami zemědělských výrobců a s cenami potravin.

Mimo rizika střednědobého „podstřelování“ inflačního cíle znamená aprece kurzu při zachování stávající úrovně měnově politických sazeb také výrazné zpříšňování měnových podmínek. Klesající trend dynamiky inflace a inflačních očekávání bude bez reakce měnové politiky v horizontu minimálně jednoho roku způsobovat nárůst reálných úrokových sazeb.

Vyhodnocení inflačních prognóz, struktury očekávaného cenového pohybu a současného nastavení měnových podmínek vede odbor měnové politiky k názoru o nutnosti snížení měnově politických sazeb v rozsahu 0,5 proc. bodu. Cílem snížení měnově politických sazeb je eliminace růstu reálných úrokových sazeb a zvýšení účinnosti devizových intervencí, které by měly být provedeny souběžně se snížením měnově politických sazeb. Návrh modifikace devizových intervencí je podrobně popsán v příloze č. 3 situační zprávy. Pro ovlivnění poklesu delších úrokových sazeb bude důležitý způsob zveřejnění nové inflační prognózy.

Součástí textu k MPD je příloha diskutující některé aspekty možnosti poklesu českých úrokových sazeb (např. 1R PRIBOR) pod podobné eurové sazby.

2. Doporučení

Odbor měnové politiky *doporučuje*:

- A. Snížit měnově politické sazby o 0,5 proc. bodu.
- B. Provádět devizové intervence dle strategie popsané v příloze č. 3.
- C. Věnovat zvýšenou pozornost prezentaci nové inflační prognózy s cílem dosáhnout poklesu delších úrokových sazeb.

Příloha k MPD

Možnosti poklesu úrokových sazeb pod úroveň EMU a nominální verze nekryté úrokové parity

$$\Delta ER^e_t = IR_t - IR^*_t - PREM_t \quad (1)$$

- *UIP*: očekávaná procentní změna nominálního kurzu (apreciace < 0) je rovna úrokovému diferencíálu sníženému o rizikovou prémii.
- Názor (viz. Minutes): naše dlouhé úrokové sazby nemohou poklesnout pod Německé. Vysvětlováno inflačním diferencíálem a vyšší rizikovou prémii.
- V případě očekávání apreciacie nominálního měnového kurzu a při současném poklesu rizikové premie (za předpokladu neměnných zahraničních úrokových sazeb) musí poklesnout domácí úrokové sazby, až na úroveň zahraničních, případně pod úroveň zahraničních úrokových sazeb, pro zachování arbitrážní podmínky *UIP*. Pokud zahraniční investoři očekávají pokračování silné apreciacie, která jim zvyšuje výnos v jejich měně, budou ochotni investovat i v případě, že úrokový diferenciál bude nulový, či záporný.

Tab.: Simulace dopadu poklesu rizikové premie při stejné úrovni apreciacie *ER*

ΔER	<i>IR</i>	<i>IR</i> *	<i>PREM</i>
-5 %	4 %	3 %	6
-5 %	3 %	3 %	5

Tab.: Simulace dopadu růstu očekávané apreciacie *ER*

ΔER	<i>IR</i>	<i>IR</i> *	<i>PREM</i>
-5 %	4 %	3 %	6
-6 %	3 %	3 %	6

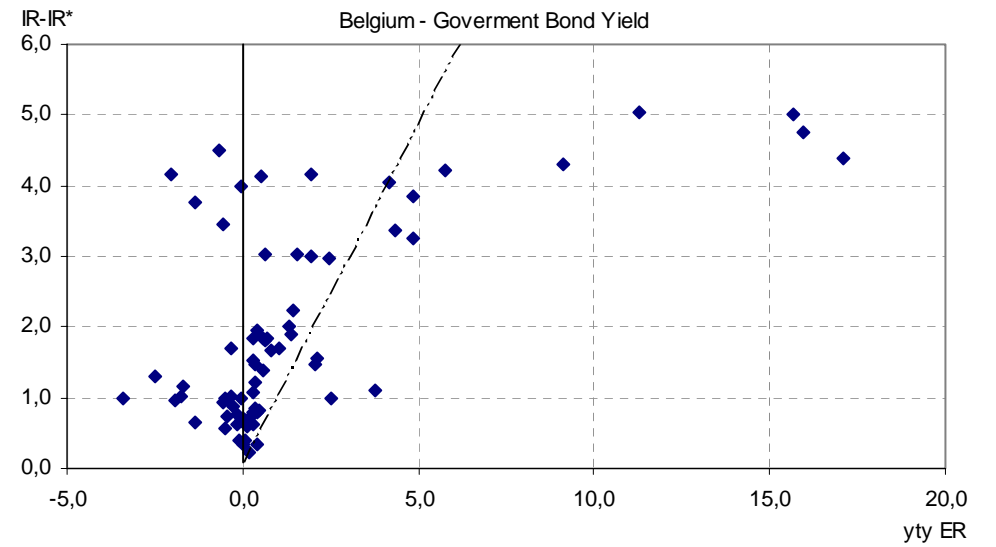
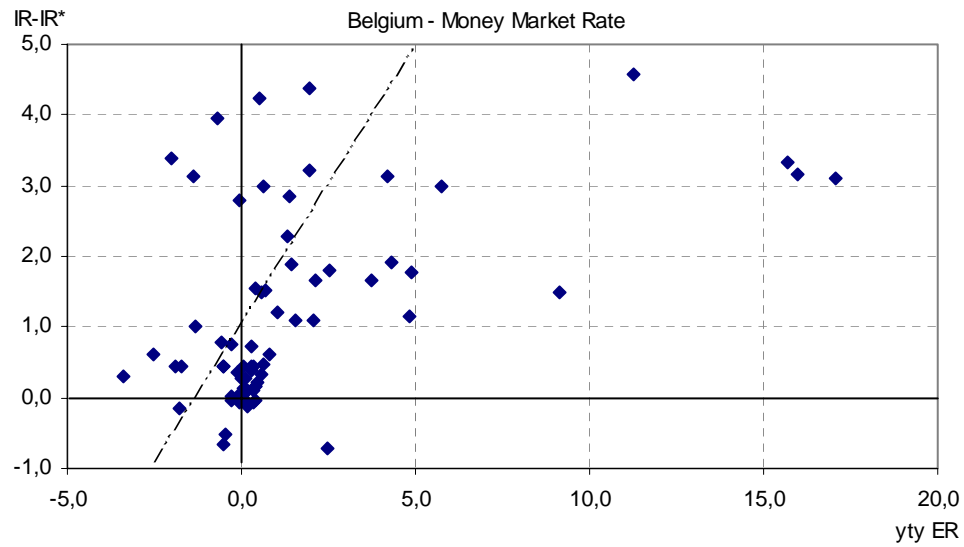
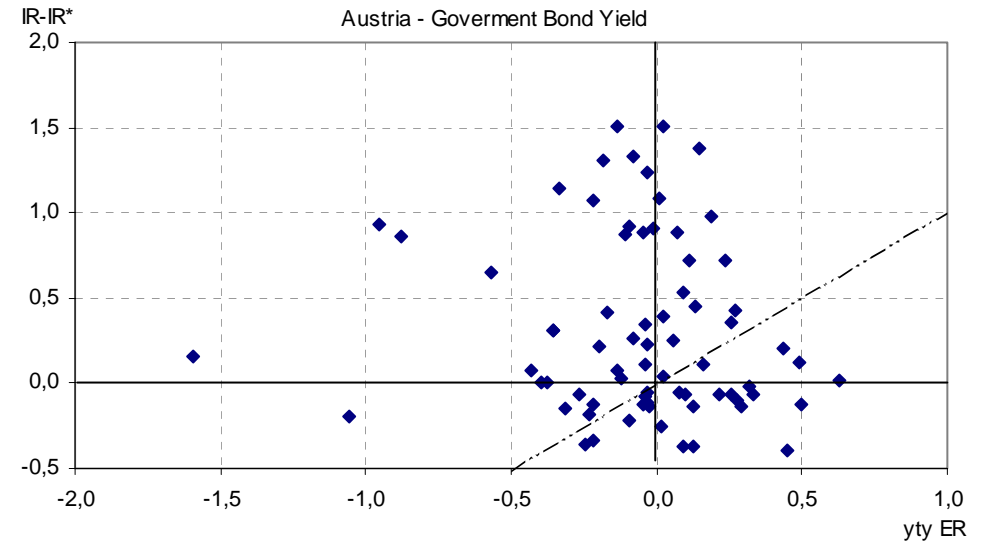
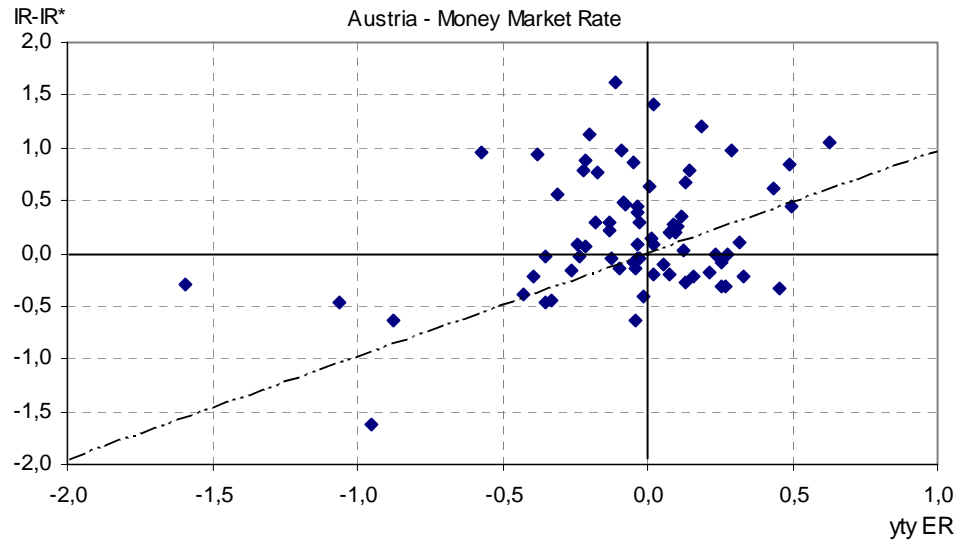
- V rovnici vystupuje očekávaná změna kurzu. Pokud by investoři očekávali nižší apreciaci, než jaká nastane ve skutečnosti, potom by při daném poklesu rizikové premie nemuselo dojít k takovému poklesu úrokových sazeb (krátkodobý faktor $\Rightarrow E(\Delta ER^e - \Delta ER) = 0$?). Rozdíl v očekáváníích a ve skutečné apreciaci se projeví v *PREM*.

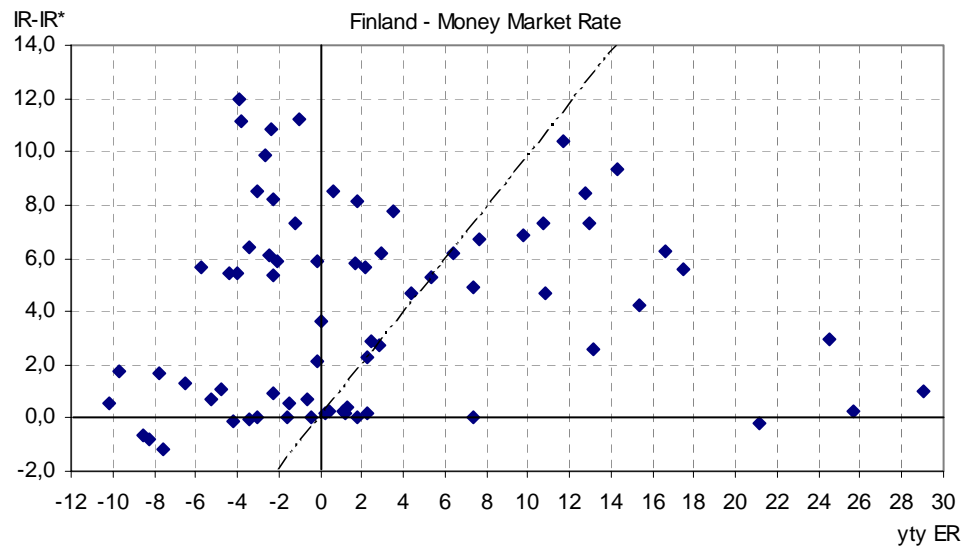
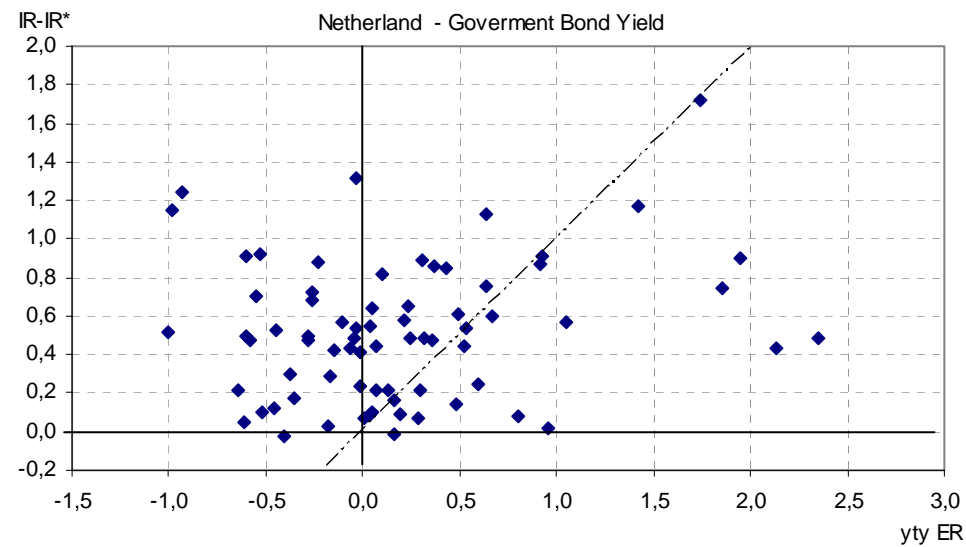
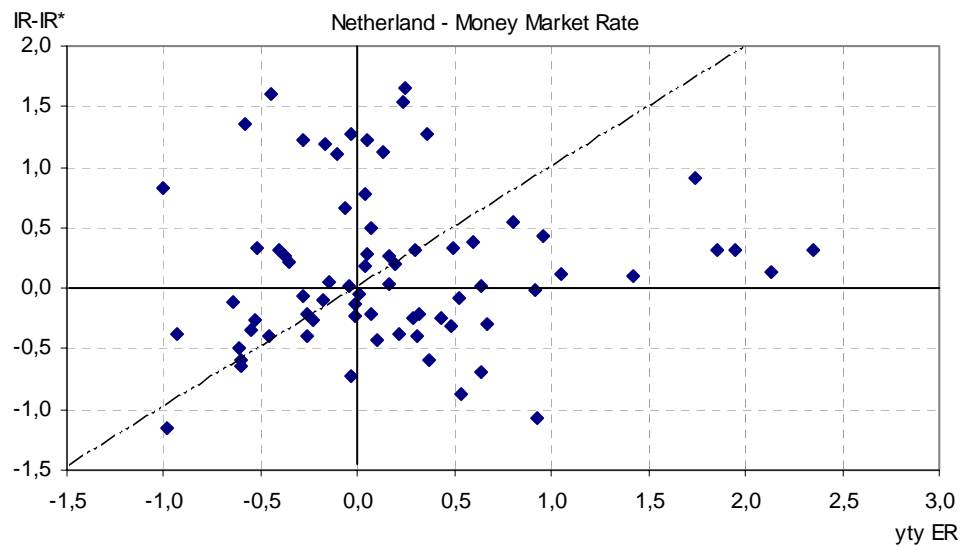
Tab.: Simulace dopadu nižšího očekávaného tempa apreciacie *ER* a poklesu rizikové premie

ΔER	<i>IR</i>	<i>IR</i> *	<i>PREM</i>
-5 %	4 %	3 %	6
-4 %	4 %	3 %	5

- S blížícím se vstupem do EMU je očekáván pokles rizikové premie a tudíž i pokles apreciacie *ER*. Avšak vypočítaná proměnná *PREM* nemusí nutně představovat jen rizikovou prémii. *PREM* v sobě koncentruje všechny faktory, které způsobují neplatnost *UIP*. *PREM* tak částečně tvoří skutečná riziková premie, jejíž střední hodnota je nenulová, a disparita, jejíž střední hodnota je nulová, ale není jasné v jakém horizontu je odchylka nulová. Může nastat situace, kdy disparita bude střednědobě kladná, potom by *PREM* nekonvergovalo k nule tak rychle a zahraniční investoři by mohli déle dosahovat vyššího zisku (předpoklad omezení poklesu *IR* pod zahraniční).

- Epizody simultánního záporného úrokového diferenciálu sazeb peněžního trhu (vůči Německu) a (tlaky na) apreciaci kurzu potvrzuje zkušenost některých zemí, které jsou členy EMU (Rakousko, Belgie, Nizozemí, Finsko) v období 1981-1998. Rakousko, Belgie, Nizozemí a Finsko byly členy ERM (flukтуаční pásmo $\pm 2,25\%$), v roce 1992 Finsko systém opustilo a přešlo na floating. Rakousko, Belgie a Nizozemí po krizi ERM zůstaly v systému, interně se snažily udržovat užší pásmo vzhledem k DEM.
 - Očekávané apreciaci se centrální banky snažily zabránit poklesem *IR*, které se tak dostaly až pod německé sazby (začátek 80. let, začátek 90. let až 1996). Proto v ex-post datech vidíme relativní stabilitu kurzu při měnících se *IR*-diferenciálech. Udržení stabilního kurzu se projevilo v ex-post UIP tak, že *PREM* poklesla až pod nulu.
 - Dopad do dlouhých sazeb (10Y vládní bondy): záporný diferenciál byl záporný v případě Rakouska, v případě Nizozemí a Belgie tento diferenciál neklesl pod nulu.
-





- Zdroj dat: IFS
- osa x: procentní změna nominálního měnového kurzu (k DEM, apreciacie < 0)
- osa y: úrokový diferenciál (k německým IR)
- čerchovaná čára: $PREM = 0$,
nalevo $PREM > 0$, napravo $PREM < 0$