

## **Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 22. 1. 1998**

**Přítomni pánové: Kysilka, Vít, Kaftan, Hrnčíř, Niedermayer, Pospíšil,  
pan ministr financí Pilip**

### **I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Pospíšila k situační zprávě:**

Problém zhodnocení situace v současném období je v tom, že nové údaje o obchodní bilanci (OB) obdržíme až koncem tohoto týdne. Z pohledu dostupných informací se zdá, že pokračují trendy poklesu poptávky. Tyto signály jednoznačně převažují.

Prosincové informace o cenovém vývoji signalizovaly útlum. S ohledem na vývoj poptávky očekáváme, že růst cen průmyslových výrobců v lednu a v únoru bude mírnější než v předchozích letech. Dojde také ke zvýšení tempa deregulace, náš cíl to ovšem neohrožuje. V prvních měsících dojde ke zvýšení meziročního růstu čisté inflace, ale s ohledem na dynamiku meziměsíční inflace nenavrhujeme změnu úrokových sazeb.

Podle předběžných informací se očekávaná výše deficitu OB za prosinec pohybuje na úrovni 17 mld. Kč. Je to pro nás překvapivý výsledek. Navazuje to na horší výsledek salda OB za listopad, a tím víc je to zneklidňující. Myslíme si, že přece jenom převažuje pokles domácí poptávky, a proto se domníváme, že oba měsíce jsou náhodnou odchylkou. V příštích měsících očekáváme pokles měsíčních deficitů. Na straně vývozu nejsou důvody k nějakému prudkému obratu, na straně dovozu mohou působit krátkodobé sezónní faktory a určité předzásobování. Pro posouzení těchto vlivů bude zapotřebí podrobnější analýza struktury OB. U dovozů v minulých měsících pozorujeme nárůst dovozů pro výrobní spotřebu. Jedno z možných vysvětlení tohoto nárůstu je v poklesu domácí nabídky v oblasti subdodávek, která je pod velkým tlakem úrokového zatížení. Zatím ovšem nemáme signály, že by k tomu reálně docházelo.

Státní rozpočet skončil trochu hůře, než jsme očekávali. Zveřejňování skrytého deficitu je z dlouhodobého hlediska pozitivní, z krátkodobého hlediska může mít vliv na kurz. Myslíme si, že dlouhodobé hledisko je rozhodující.

### **I. 2 Diskuse k situační zprávě**

Po úvodním slovu p. Pospíšila zazněly otázky a připomínky k SZ (viz část II). Následující záznam zachycuje podstatné okruhy diskuse k SZ.

#### **PPI**

**p. Kysilka:** Očekávaný pokles hodnoty indexu PPI meziročně z 5,7 % v prosinci na 5,5 % v lednu se mi zdá být moc optimistický. I když je tam implicitně naznačeno, že loňská základna byla vysoká, chtěl bych upozornit na to, že začátek minulého roku byl ve znamení apreciacie koruny.

**p. Pospíšil:** Od oslabení měny v květnu 1997 uplynulo více než půl roku. Od té doby měli průmysloví výrobci možnost provést úpravy cen. S ohledem na informace z podnikové sféry, že

zvýšení cen nelze provést bez snížení poptávky, nevidím důvod, proč by museli průmysloví výrobci oddálit případné zvýšení cen až na leden tohoto roku. Jsem přesvědčen, že vzhledem ke zvýšené volatilitě směnného kurzu je reakce výrobců na případnou změnu kurzu rychlejší než za období fixního kurzu.

**p. Niedermayer:** Po vypuknutí politické krize v listopadu 1997 se hodnota české koruny vůči německé marce snížila z relativně stabilní hladiny 18,50 Kč za DEM až k očekávané hodnotě kolem 20 korun za DEM, což se nám podařilo krátkodobě zvrátit. Takže pouze na konci roku došlo zhruba k 5% oslabení koruny. Dostali jsme se na novou hladinu a již nikdo neočekává kurz koruny kolem 18,50 Kč/DEM. Bohužel tato změna očekávání působí dohromady s lednovým sezónním faktorem, proto tam vidím určité riziko většího nárůstu cen průmyslových výrobců.

**p. Kysilka a p. Hrnčír:** Obě hypotézy mají své opodstatnění.

**p. Niedermayer:** Inflační cílení je o kvantifikaci rizik budoucího inflačního vývoje a já tam ta rizika vidím.

### Mzdy

**p. Pilip:** Považuji předpoklad ohledně snížení dynamiky průměrných mezd v rozpočtové sféře v podstatě za správný. Vzhledem k tomu, že neočekávám větší snížení počtu zaměstnaných v rozpočtové sféře, měly by reálné mzdy poklesnout o inflaci modifikovanou o příp. vliv poklesu v zaměstnanosti.

### Poptávka

**p. Pospíšil:** Diskutujeme-li o růstu průmyslové výroby, je třeba si uvědomit, že začátkem minulého roku jsme viděli téměř pokles průmyslové výroby. To znamená, že i relativně vysoký růst vzhledem k nízké základně minulého roku nemusí signalizovat dramatický nárůst průmyslové výroby. Výsledky průmyslové výroby v následujících měsících budou rozhodující pro celoroční vývoj. Tento celoroční vývoj bych rád spojil s očekávaným vývojem OB. U našich sousedů vidíme rizika v případě Polska, kde může kurzový vývoj zvýšit cenovou konkurenceschopnost polských výrobků. Odhady ekonomického růstu v OECD vzhledem k asijské krizi se také snížily. V tomto světle mohou být odhady budoucího růstu průmyslové výroby zpochybněny.

### OB

**p. Pospíšil:** Předpokládám, že struktura OB, jež bude známa zítra, nám prozradí více. Nejhorší výsledek salda OB v minulém roce jsme viděli v prosinci.

**p. Kysilka:** Dotaz zní, jestli to není náhodou trvalejší trend, protože k předzásobování v minulých letech docházelo v listopadu.

**p. Pospíšil:** Náklady na financování takového předzásobování jsou značné. Zatím na tuto otázku nemáme odpověď, možná ze struktury OB něco vyvodíme.

### **Stavební výroba:**

**p. Kysilka:** ČSÚ tvrdí, že paradox poklesu produkce a nárůstu cen je behaviorálně vysvětlitelný a mají na to empirickou evidenci. V situaci, kdy ve stavebnictví klesá poptávka, ale existují fixní náklady, korporace se snaží udržet svoji rentabilitu zvýšením cen a mohou si to za dané tržní situace dovolit. Váha segmentu malých firem, které jsou vytíženy a vykazují dynamiku, je však v celkovém objemu výroby nízká. U velkých firem zapůsobila fiskální restrikce a to negativně ovlivnilo dynamiku celého průmyslu. A pak existuje setrvalý silný nabídkový cenový impuls v oblasti vstupů způsobený hlavně oligopolním postavením některých výrobců.

**p. Niedermayer:** Souhlasím s tím, že situace může být do značné míry způsobena nedokonalým fungováním trhu. V momentě, kdy se trh začne lépe organizovat (větší transparentnost, konkurzy), budou monopolní tlaky nutně menší.

### **Rentabilita podnikové sféry**

**p. Hrnčíř:** Přivítal bych podrobnější informace o ziskovosti podnikové sféry to v oblasti průmyslu i mimo průmysl, v exportním sektoru. Možná bychom rozuměli disponibilním údajům lépe, celá řada signálů v této oblasti je znepokojující.

**p. Niedermayer:** Nejlepší by bylo rozdělit podniky na ztrátové, tedy na ty, které generují miliardové ztráty, a na firmy dobře hospodařící. Stálo by za to zkoumat vzorek ziskových podniků a vynechat z tohoto vzorku velké podniky generující několikamiliardové ztráty.

**p. Pospíšil:** V této oblasti jsme technicky omezeni možnostmi disponibilních statistických souborů. Individuální data jsou zcela nedostupná, tudíž rozdělení podniků podle ziskovosti není možné. Můžeme ovšem analyzovat odvětvovou strukturu.

**p. Hrnčíř:** Považuji poznámku p. Niedermayera za podstatnou. Pokud nám velké nerentabilní podniky zkreslí ziskovost celého odvětví, můžeme být fakticky v úplně jiné situaci než jaká vyplývá ze statistiky. Podle některých trendů se zdá, že exportní sektor (či restrukturalizovaná část průmyslu) funguje.

**p. Pospíšil:** O technických problémech jsem se již zmiňoval. Prakticky nám takováto analýza potvrdí dobře známý fakt, že podniky se zahraniční účastí nemají problémy, ostatní podniky ano.

**p. Niedermayer:** Měli bychom se dostat k individuálním datům, tady vidím výhody burzy. Burza má velice extenzivní požadavky na zveřejňování individuálních údajů. Vyberme takový soubor podniků, u kterých lze předpokládat, že nemají zkreslené údaje. Považujme to za nepřesné ale výběrové šetření a podívejme se na trendy v takovém výběrovém souboru. Jedná se o velice podrobné, auditované výsledovky, bilance.

**p. Pospíšil:** V takovém souboru budou jenom podniky, které o sobě chtějí a mohou zveřejňovat tyto údaje. K čemu nám takové šetření bude?

**p. Niedermayer:** Uvidíme trendy profitability. V současné situaci stačí, když jeden velký podnik pošle do centrální databáze negativní výsledek svého hospodaření, a jedná-li se o velkou ztrátu, může to zakrýt ziskovost velké skupiny středně velkých podniků.

### **Index měnových podmínek (IMP)**

**p. Niedermayer:** Když se projednával materiál o indexu měnových podmínek (IMP), tak byl BR vysloven nesouhlas se stanovením koeficientů vstupujících do IMP. Od té doby nebyl k této problematice předložen žádný materiál, a přesto je IMP součástí SZ. Bylo by proto žádoucí vrátit se k definici IMP, vypracovat studii ohledně koeficientů, podrobit ji důrazné oponentuře a až po té to uvést v SZ.

Mám ještě k této otázce jednu technickou připomínku. Stálo by za úvahu použít v IMP namísto DEM efektivní kurz koruny, vyjadřující teritoriální složení zahraničního obchodu. Pro technické rozhodování je DEM rozhodující, ale markovou oblastí není realizováno 100 % našeho obchodu.

**p. Pospíšil:** Na IMP dále pracujeme, ale nejsem si jist, zda při identifikaci empirických vazeb lze dosáhnout dalšího výrazného pokroku. Při ekonometrickém testování těchto vazeb jsme ve stejné situaci jako při použití ekonometrie v ostatních oblastech. Věrohodnější empirické ověření hypotetických vazeb bude možné v situaci, kdy budeme schopni korelovat IMP s vývojem HDP. Do té doby bude každá studie spekulativní. Tyto studie nám však na druhé straně mohou charakterizovat interval možného pohybu. Samozřejmě jsme schopni vytvořit několik možných variant IMP, ale jak jsem se o tom už zmiňoval, i po té zůstaneme ve spekulativní rovině.

### **Úvěry a úrokové sazby**

**p. Niedermayer:** Nepovažuji za reálné hledat závislost mezi objemem úvěrů a aktuální výší úrokových sazeb v tomtéž měsíci. Vzhledem k tomu, že investiční projekty jsou připravovány dlouho před čerpáním úvěrů, považuji takovou souvislost za málo pravděpodobnou.

**p. Pospíšil:** Obecně asi platí, že příprava investičních projektů nemusí souviset s dynamikou úvěrů, ale může být odložena vzhledem k očekávání nižších úrokových sazeb.

**p. Niedermayer:** V USA byla vypracována studie, která ukázala, že to funguje přímo opačně, protože cyklus přípravy investičního projektu je velmi dlouhý. Když jsou úrokové sazby nízko, pak je ekonomika v recesi a nikdo nepřipravuje investiční projekty. Ty se začínají připravovat v okamžiku, když jsou náznaky oživení a centrální banka zvýší úrokové sazby. To je vlastně etapa přípravy investičního projektu a zrovna v té době, když úrokové sazby kulminují, je projekt připraven k profinancování.

**p. Kysilka:** Jedná se o paradox investičních hodin. Těch paradoxů existuje více, například i v souvislosti s dluhopisy.

### **Míra nezaměstnanosti:**

**p. Kysilka:** Na příští situační zprávu bych žádal o upřesnění predikce míry nezaměstnanosti včetně sezónního očištění, zaslouží to pozornost.

### **Vliv devizových úvěrů na kurz:**

**p. Pospíšil:** Devizové úvěry rostly za určité časové období postupně, takže očekávám, že i vliv těchto úvěrů na kurz bude postupný. Druhým argumentem pro ne příliš významný vliv těchto úvěrů na budoucí vývoj kurzu spočívá v tom, že značná část devizových úvěrů je vázána na exportní aktivity, proto očekávané zvýšení exportu může eliminovat vliv splácení těchto devizových úvěrů.

### **I. 3. Diskuse ke struktuře SZ:**

**p. Kysilka:** Je to první SZ po změně měnové strategie. Když jsem porovnal SZ se svou apriorní představou, našel jsem mnoho diskrepancí. Takhle postavená situační zpráva nemá tah k rozhodnutí. Od začátku do konce bychom měli tu zprávu stavět naprosto logickým, jasným a dynamickým způsobem, aby nám ukázala, jakým směrem se v měnové politice máme dál vydat. Co se týče struktury, myslím si, že bychom ji měli zafixovat. Měli bychom začínat inflací v minulém období, její strukturou a důkladnou analýzou toho, co se odehrálo od poslední situační zprávy v oblasti inflace. Všechny možné inflační průřezy, faktory které působily inflaci v jednotlivých segmentech zboží. Na tohle by mohla navazovat kapitola o indikátorech inflace, ve všech rovinách, ke kterým se ještě dopracujeme. A to by logicky vyústilo do další kapitoly, což by byla predikce inflace odvozená z indikátorů a z modelu, ke kterému se časem dopracujeme. Na konci by mohlo být vždy okolí (platební bilance, zadluženost, bankovní sektor, reálná ekonomika, atd.). Zdá se mi logické vázat strukturu SZ na strukturu čtvrtletních inflačních zpráv. Chybí nám stále dostatečná statistická kultura při práci s daty. Přivítal bych ekonometrické přílohy, aby bylo možno přiřadit míru vážnosti jednotlivým empirickým výsledkům.

**p. Niedermayer:** Struktura SZ by měla reflektovat to, co jsme si mysleli do této SZ, jaké máme nové informace a do jaké míry tyto nové informace změnilý náš názor na budoucí inflační vývoj. Každá subkapitola by měla být zpracována podle této logiky. Podporuji vytváření příloh obsahujících analýzy specifických problémů. Jednotlivé kapitoly by měly být propojeny v tom slova smyslu, že každá kapitola by měla být podřízena kapitole o inflaci. Považoval bych za užitečné projednat materiál obsahující návrh na stabilní strukturu SZ, která by byla odvozena ze žádoucí struktury inflační zprávy. Jsem přesvědčen, že by měla být věnována pozornost formě SZ na úrovni BR. Také by mělo dojít k odsouhlasení struktury SZ na této úrovni.

**p. Vít:** Jeden z klíčových problémů je zabezpečit návaznost jednotlivých subkapitol SZ. Mně se zdá, že nejlepším přístupem by bylo zpracovat rozsáhlejší shrnutí SZ, a to tak, aby obsahovalo výsledky provedených analýz. Toto shrnutí by mělo vyústit v návrhu na měnově-politické rozhodnutí.

**p. Kaftan:** Pro kvalitní diskusi a zejména po přijímání rozhodnutí a komunikaci s veřejností je zapotřebí SZ zestručnit a lépe prezentovat. Navrhuji strukturovanější vypracování shrnutí SZ, umožňující snadnější diskusi a přijímání rozhodnutí. Doplnkový námět bych měl na krátkou prezentaci před každým projednáním SZ. Samotná zpráva by měla obsahovat přesně definovanou pozici měnové politiky (monetary stance) s následným návrhem na případnou změnu nástroje (nástrojů) měnové politiky. Dalším důležitým výstupem by měla být tisková zpráva formulující jasný signál pro veřejnost (obyvatelstvo, podniky, investory, atd.).

**p. Hrnčíř:** Po prostudování několika inflačních zpráv Bank of England jsem dospěl k názoru, že bychom se měli snažit o vytvoření stabilní struktury SZ. Namísto dlouhodobého hledání navrhuji převzít již existující pevnou strukturu inflačních zpráv z jiných centrálních bank. Inflační syntéza by měla vyrůst z jednotlivých věcných paragrafů. Analytické výsledky bych považoval za vhodné prezentovat v boxech.

**p. Niedermayer:** Chtěl bych reagovat na návrh vytvoření obsáhlejšího a lépe strukturovaného shrnutí než doposud. Domnívám se, že shrnutí by vůbec nemělo existovat. Shrnutím by měl být paragraf věnovaný inflačnímu vývoji.

**p. Vít:** To se nevylučuje. Považuji pouze za důležité, aby výsledky analýz byly prezentovány ve stručné a strukturované formě.

**p. Kysilka:** Z diskuse jednoznačně vyplývá, že příští SZ bude mít jiný tvar. Lze očekávat, že do příští SZ nenalezneme konečný tvar, považoval bych ovšem za žádoucí na několika stránkách stručně prezentovat představu o nové struktuře. Při tvorbě nové SZ máme dvě možnosti: buď dospět k nové struktuře evolučním způsobem, nebo převzít zahraniční zkušenosti a následně se snažit o zdokonalení té nové struktury.

**p. Pospíšil:** Z diskuse vyplývá, že je žádoucí přizpůsobit strukturu SZ struktuře inflačních zpráv. Kvalitativním problémem je ovšem to, že v mnoha situacích se velice těžko zjednodušuje, a proto vytvoření jednoznačného návrhu na změnu měnové politiky (MP) je problematické. Aparát má tendenci nabídnout více interpretací.

**p. Niedermayer:** To, co vede k návrhu na změnu MP je určitá interpretace současného stavu ekonomiky. Návrh na rozhodnutí by měl vycházet z hlavní (nejpodloženější) interpretace, ale pro úplnost by měly být prezentovány další hypotézy, reprezentující menšinový názor některých analytiků. Závěr by ovšem vždy měl směřovat k formulaci nejpravděpodobnější hypotézy.

Z další debaty o struktuře SZ vyplývá, že p. Kysilka, p. Hrnčíř a p. Niedermayer jsou jednoznačně pro vytvoření zcela nové struktury SZ a po realizaci této změny pro její postupné zdokonalování.

#### **I. 4. Závěrečná diskuse k obsahu SZ**

**p. Niedermayer:** Adekvátnost úrokových sazeb z hlediska finančních trhů je posuzována na základě několika veličin, z nichž bych se koncentroval na tři: očekávanou inflaci, očekávanou změnu směnného kurzu a rizikovou prémii. Vidím určitá rizika co se týče aktuálního inflačního vývoje, možná nás výsledky v této oblasti za 3 týdny nepříjemně překvapí, ale nepovažuji to momentálně za hlavní problém. Rizika z možného vývoje OB pro inflaci přes potenciální oslabení kurzu považuji za větší problém. Poslední dva (až tři) výsledky salda OB bych se neodvážil hodnotit za izolovaný jev a považuji za nutné tento vývoj analyzovat. Zkušenosti asijských ekonomik ukazují, že ani střednědobě není možné investovat v rozsahu vysoce převažujícím domácí úspory, pokud to nejsou investice na zelené louce. Zdá se, že tempo investic se musí přizpůsobit úsporám, jinak přes vnější destabilizaci vytváříme budoucí inflační potenciál.

Další problém vidím v oblasti rizikové přírážky. Měli bychom se velmi bedlivě podívat na analýzu naší vnější pozice (zahraniční zadluženost, cash-flow). V souvislosti s asijskou krizí totiž může dojít k přehodnocení naší rizikové prémie zahraničními investory. Vzhledem k těmto rizikům není uvolnění MP současně možné. Budeme muset provést další analýzy, které nás ujistí, že nemáme ve vnější oblasti takové inherentní problémy, které nás vedou mimo cílený inflační koridor.

**p. Hrnčíř:** Předpokladem toho abychom se pohybovali v rámci cílového inflačního koridoru je mimo jiné určitá stabilizace nominálního kurzu. Počítáme s mírnou depreciací, ale ta depreciace by neměla překročit určitou úroveň. Pokud by vývoj běžného účtu (BÚ) naznačoval, že ve srovnání s rokem 1996 a 1997 není výrazná korekce, pak bych viděl náš roční inflační cíl ohrožen. Kloním se tedy k tomu, že ještě nepřišel čas na snižování měnové restriktce.

**p. Niedermayer:** Signály ohledně poptávky jsou rozporuplné. V listopadu se nám nečekaně zvýšila úvěrová emise a v prvních dvou týdnech ledna jsme svědky podobného vývoje (i když se jedná o předběžné údaje). Čísla na jedné straně ukazují na dramatický pokles poptávky, na druhé straně objem úvěrů a dovozů v posledních měsících ukazuje na možný poptávkový impuls.

**p. Pospíšil:** Samozřejmě jsou tady nejistoty, ale považuji za naprosto vyloučenou dynamizaci domácí poptávky. Může dojít ke zhoršení externí pozice, což bude mít své příčiny v současném stavu mikrosféry. Restrukturalizace nepokračuje dostatečně rychle. Externí deficit bude poměrně vysoký vzhledem k dovozní náročnosti našeho vývozu.

**p. Niedermayer:** Po několikaměsíčním trendovém poklesu deficitu OB vidíme rizika zastavení tohoto trendu. Jestliže se tato hypotéza potvrdí, budeme v současných mezinárodních podmínkách v neudržitelné pozici a vidím náš roční inflační cíl ohrožený.

**p. Pospíšil:** Nevylučuji, že potvrzení nepříznivého vývoje OB z posledních měsíců může ohrozit kurzový vývoj a vynutit naši další reakci. Ale nevidím žádný důvod ke změně v trendovém poklesu domácí poptávky.

**p. Hrnčíř:** Lekce z roku 1997 ukazuje na důležitost optimálního mixu měnové a fiskální politiky. Tento problém spočívá v diskrepanci mezi domácími úsporami a investicemi. Jinými slovy, pokud se tato diskrepance nebude řešit střednědobě, bude to znamenat obnovování nerovnovážných tendencí a v konečném důsledku dlouhodobou stagnaci a problémy se splněním střednědobého inflačního cíle.

**p. Vít:** Problém je asi v tom, že řešení vnější nerovnováhy přesahuje možnosti MP. Rizika spekulativního útoku na kurz lze těžko eliminovat úrokovou premií. Jediným řešením je realistická hospodářská politika s důrazem na mikrosféru a legislativu. V současné době nemáme dostatek informací, abychom dělali nějaké výrazné opatření v orientaci nebo charakteru měnové politiky, musíme počkat na některé další údaje.

**p. Hrnčíř:** To, co jsem říkal před chvílí, jsem nemyslel v tom smyslu, že tyto procesy jsou mimo naši působnost. Chtěl jsem pouze zdůraznit, že absence koordinace fiskální a měnové politiky může znamenat vysoké náklady, ale v případě, že k takové koordinaci nedojde, neměli bychom váhat zvýšit měnovou restriktci.

**p. Kaftan:** Shodli jsme se na tom, že bez podpory hospodářské politiky vlády bude dosažení inflačního cíle nesmírně náročné. Nebudeme sice váhat s přitvrzením měnové politiky, ale bude to nákladné. Musíme proto konkretizovat výstupy z každé naší diskuse k situaci, pojmenovat rizika a z toho odvodit závěry k optimálnímu mixu hospodářské politiky a chování mikrosféry.

**p. Niedermayer:** Současný vývoj je reflexí hospodářské politiky před 1 – 1,5 rokem. Toto období jsme charakterizovali jako silně restriktivní. Vzhledem k poslednímu vývoji v oblasti BÚ vzniká otázka, zda korekce hospodářské politiky byla dostatečná, zda náhodou úroveň poptávky z roku 93–94 nebyla tak vysoká, že její současná klesající dynamika je stále nedostatečná. V tomto případě si nemohu být jist, že naše minulá a následně naše současná měnová restrikce byla a je postačující. Otázkou je, zda jsme neakumulovali přes nevýhodný poměr mezery úspory/investice (S/I gapu) příliš velkou nerovnováhu. Není to pro mne hlavní scénář, ale neměli bychom tuto možnost zavrhnout.

**p. Hrnčíř:** Mluvíme-li o S/I gapu, chtěl bych upozornit také na nepříznivou strukturu investic v minulých letech. Velký podíl investic byl realizován v oblasti infrastruktury. Tyto investice nezvyšují přímo exportní potenciál země. Máme pouze úzký segment restrukturalizované části ekonomiky (především automobilový průmysl) zvyšující vývozní potenciál.

**p. Pospíšil:** Když posoudíme míru restriktivnosti naší měnové politiky jako nedostatečnou, samozřejmě ji zpřísníme. Vzhledem k tomu, že v daném okamžiku máme k dispozici pouze tu zneklidňující zprávu o obchodní bilanci, vnímám tuto debatu jako přípravu na případné budoucí rozhodnutí. Nedojde-li k významné změně ve vývoji OB v lednu – pod čímž si představuji výsledek salda OB na velmi nízké úrovni – budeme muset samozřejmě udělat nějaký krok. To, že je lepší udělat ten krok ve fiskální oblasti je jasné, ale tam jsou karty rozdané. Faktem je, že byly nastartovány nějaké procesy, které působí krok po kroku. Výhledy do budoucna nejsou tak optimistické, aby obyvatelstvo začalo snižovat své úspory (nezaměstnanost roste). Na straně investic výše úrokových sazeb nedovolí excesivní vývoj. Situace v bankovním sektoru z pohledu rizik je také známá a projevuje se ve vývoji úvěrů. Ten proces je tedy nastartován a mluvit o přiměřenosti měnové restrikce v dané chvíli se zdá být trochu brzo.

**p. Hrnčíř:** Náš problém je v tom, že měnověpolitické rozhodnutí působí se značným zpožděním. Umění měnové politiky je dělat rozhodnutí s předstihem.

**p. Kysilka:** Pokusím se o shrnutí naší debaty. Shodujeme se na tom, že existují nejistoty ohledně minulosti i přítomnosti. Jeden typ nejistoty vyplývá z nedostatečnosti čerstvých statistických údajů, druhá nejistota vyplývá z jejich interpretace. Silně vnímám otázku identifikace míry korekce minulých nerovnováh. Jak hluboké ve skutečnosti byly, jak hluboce jsou naakumulované a do jaké míry ty korekce byly dostatečné k tomu, aby nedošlo k recidivě? Vnímám rizika z toho pohledu, že v některých oblastech jsme blízko k červeným zónám (na některé z nich SZ upozorňuje, na některé ne), a že případný nepříznivý vývoj v těchto oblastech může působit jako spouštěcí mechanismus k nastartování dalších korekcí s dopadem na náš inflační cíl. Budeme muset počkat na další statistické údaje a prohloubit naše analýzy. Nemáme tedy dostatek informací k tomu, abychom udělali významnější měnověpolitické rozhodnutí, budeme proto udržovat nastavenou míru restrikce.



## I. 5. Diskuse k instrumentáriu

### **I. 5.a Vazba mezi repo sazbou a operativním cílem**

**p. Pospíšil:** Díváme-li se na vývoj úrokových sazeb v období mezi srpnem a říjnem minulého roku, vývoj repo sazby a 1W a 2 W Priboru byl v souladu. Od října se mi zdá, že necháváme trochu bez pozornosti vývoj 1W Priboru. Otázkou je, zda nenastal čas k tomu, abychom přijali operativní cíl 1W nebo 2W Pribor a snažili se udržovat jejich výši v rámci navrhovaného rozpětí. Současně vzniká otázka, zda nenastala vhodná doba ke snížení lombardní sazby na úroveň která je dostatečná, ale která bude mít za následek nižší volatilitu krátkodobých sazeb. Druhým, více formálním argumentem pro přechod na krátké sazby je, že ve schématu inflačního cílení je naším operativním cílem krátkodobá sazba na mezibankovním trhu, a to schéma s tím pracuje. Hlavní příčinu volatility úrokových sazeb vidím v kvantitativním řízení krátkodobých sazeb.

**p. Niedermayer:** Je zřejmé, že snížení koridoru lombard-diskont sníží do jisté míry volatilitu úrokových sazeb. Nesouhlasím ovšem s tím, že jsme opustili operativní cíl (cílení úrokových sazeb). Máme-li nastavenou repo sazbu kolem 14,5 %, znamená to, že chceme vidět Pribor kolem 15%. Principiální otázka je, jakým způsobem redukovat tu volatilitu, která se nikomu z nás nelíbí. Volatilita není způsobena kvantitativním řízením. Kvantitativní řízení je k tomu, abychom nedestabilizovali bankovní sektor. Vždy porovnáme kolik oni nám chtějí dát s tím, co si myslíme, že je rozumné. Ale neděláme to opačně, když nám dají méně, že bychom na ně tlačili, aby nám dali více. Ta volatilita je tam zejména kvůli tomu, že úroková sazba je vždy mezi bidem (za kolik banky berou mezibankovní depozita) a offerem. Celý problém je v tom, že tento spread se nám po kurzové krizi rozšířil, současně až na 1 %. My se trefujeme s repo sazbou doprostřed, alevolatilita je dána tím spreadem. A já se vůbec nedomnívám, že tím, že bychom s repo sazbou pohybovali příliš často (s cílem přiblížit se k cílovanému Priboru), že bychom tak mohli snížit volatilitu úrokových sazeb. Já si naopak myslím, že tím, že držíme repo sazbu stabilní, v horizontu dní a týdnů snižujeme volatilitu Priboru. Navíc repo sazba je v současnosti vnímána jako měnověpolitický signál centrální banky, takže její častá změna může vysílat falešné signály do ekonomiky. Z toho hlediska já v mezidobí dvou měnověpolitických rozhodnutí preferuji stabilitu repo sazby.

**p. Pospíšil:** Otázka zní tak, jestli si nestanovit cíl v 1 týdenním Priboru a v případě, že nastavení repo sazby nezajišťuje operativní cíl, neudělat něco dalšího.

**p. Niedermayer:** S jakou periodicitou a kdo by o tom rozhodoval? V případě, že bychom to začali dělat, trh by to interpretoval jako měnověpolitické rozhodnutí, přitom je to technické rozhodnutí. Navíc já si nemůžu být jist, že touto strategií se skutečně dostanu na operativní cíl. Ten problém skutečně spočívá v tom širokém spreadu. Hlavním důvodem je stále trvající nejistota na trhu.

**p. Pospíšil:** Je tady několik rovin, které bychom měli zkoumat odděleně. První rovinou je prezentace, aby nikdo neinterpretoval naši strategii jinak, než jak je myšlena. Druhá věc je ta vlastní procedura, tj. jak realizovat stabilizaci krátkodobých mezibankovních sazeb, a vyjasnění pravomocí. Třetí otázkou je, zda skutečně nemáme cílit, či ovlivňovat tu tržní sazbu.

**p. Niedermayer:** Chceme, ale nevím jak toho efektivněji dosáhnout než stabilizací repo sazby.

**p. Kysilka:** Ta ambice stabilizovat Pribor repo sazbou je nenaplnitelná, a to i v technickém slova smyslu. Tím, že děláme americkou aukci, která je omezena i kvantitativně, nemůžeme pomoci trhu srovnat si nabídku a poptávku.

**p. Niedermayer:** Kdybychom se ze stahovací pozice dostávali do dodávací pozice a stále cílovali stejnou mezibankovní sazbu se stejnou repo sazbou, tak je důvod pro změnu. Když stahujeme, tak se blížíme spíš k bidu, když naopak poskytujeme fondy, tak ovlivňujeme offer. Kdyby tedy došlo k zásadní strukturální změně v systému, tak bych považoval návrh za odůvodněný.

**p. Hrnčíř:** My jsme s našimi operacemi na volném trhu skutečně v opačné pozici než většina centrálních bank. Myslím si, že jedna z příčin menší citlivosti krátkých mezibankovních sazeb (než ve většině zemí s režimem inflačního cílení) na naše repo operace spočívá v tom, že jsme ve stahovací pozici. Sám uvažuji, zda by bylo užitečné se dostat do standardní situace. Otázkou je jak docílit toho abychom byli na dodávací straně.

**p. Niedermayer:** Hlavním problémem není tento strukturální aspekt trhu, tím problémem skutečně je ten široký a volatilní spread. Centrální banka to neumí řešit. Možná bychom mohli mírnit ten problém lombardní sazbou.

**p. Kysilka:** Rád bych shrnul naši debatu. Problém má tři parametry. Ten první je cílení přes instrument na mezibankovní sazbu s účelem stabilizace mezibankovních sazeb. Shodneme se na tom, že stabilita je užitečná věc. Zdá se ovšem, že dalšími parametry jsou spread vyvolaný nestabilitou na trhu a strana, na níž realizujeme naše operace na volném trhu. Tyto faktory prozatím neumožní žádoucí stabilizaci mezibankovních sazeb, ale k této otázce se časem můžeme vrátit.

K otázce krátkodobých úrokových sazeb a repo sazby se v další diskusi BR ještě jednou vrátila. Bylo konstatováno, že formulace týkající se operativního cíle v dalších situačních zprávách má obsahovat žádoucí úroveň krátkodobých mezibankovních úrokových sazeb spolu s úrovní repo sazby, jejíž výše by měla zajistit operativní cíl.

### **I. 5.b Lombardní sazba**

**p. Hrnčíř:** Já si myslím, že krok navržený v SZ bychom měli udělat, existující rozmezí je tam mimořádné.

**p. Kysilka:** Ta změna je mi také blízká, ale není mi jasná ta technika.

**p. Vít:** SZ obsahuje návrh vázat lombardní sazbu na repo sazbu. Tento návrh má jisté výhody, protože když dojde k takovému zvýšení krátkodobých mezibankovních sazeb, které by mohlo převýšit lombardní sazbu, tak samozřejmě repo sazba to bude reflektovat.

**p. Niedermayer:** Jsou tři varianty. První variantou je vazba na Pribor, druhou variantou je vazba na repo sazbu, třetí možnost spočívá ve vyhlášení fixní sazby. Vazba na Pribor je technicky špatná, protože při akcelerující sazbě Pribor lombardní sazba neslouží jako horní závora. Vazba na repo sazbu je v pořádku, jenomže narazíme na technický problém, protože některé dny repo

tendr nevyhlašujeme. Kdybychom se rozhodli pro vazbu na repo sazbu, pak je otázkou, zda není lepším řešením zrušit lombard a vyhlásit pouze to, že sazba za kterou se poskytuje lombardní úvěr je poslední platná sazba repo tendru plus 4 p.b. Tímto způsobem ovšem ztrácíme signální efekt lombardní sazby. Shodneme-li se na tom, že původní myšlenkou koridoru diskontní a lombardní sazby je vymezení koridoru pro střednědobý pohyb krátkodobých sazeb, pak bych se přiklonil k vyhlášení fixní lombardní sazby. Fixní sazba má tu nevýhodu, že se musí operativně rozhodovat v případě nějaké krize.

Upozorňuji také na způsob prezentace případného snížení lombardní sazby, aby to trh neinterpretoval jako signál k uvolnění MP. Jedná se o čistě technický krok.

**p. Kysilka:** Diskutujme nyní o tom, zda chceme využít signálního efektu změny lombardní sazby!

**p. Vít a p. Hrnčír:** Doposud jsme využívali signální roli lombardní sazby.

**p. Niedermayer:** U fixní sazby existuje riziko vymezení střednědobého koridoru, u alternativy vázat lombardní sazbu na repo ztrácíme signální efekt.

**p. Pospíšil:** Jestliže naší prioritou je snížení volatility krátkodobých sazeb, signální role lombardní sazby se dostává do pozadí.

**p. Vít, p. Hrnčír a p. Niedermayer:** Možná, že výhody fixní sazby převažují.

**p. Niedermayer:** V případě, že se nějaký krizový vývoj značně zdynamizuje, nemusí mít lombardní sazba vázaná na ranní repo tendr vzhledem k možným změnám v repo sazbě během dne stabilizující roli.

**p. Hrnčír:** Když je tomu tak, preferuji fixní sazbu.

**p. Vít:** Uvažoval jsem o tom, zda by nebylo výhodné vymežit určitý objem zdrojů pro eliminaci krátkodobých, ne příliš silných šoků v krátkodobých sazbách, abychom nemuseli měnit lombardní sazbu pod vlivem nevýznamných výkyvů krátkodobých sazeb.

**p. Niedermayer:** Někdy se stává, že nějaká obchodní banka něco špatně spočítá a O/N sazby vyletí a využívá se lombardní úvěr. V takové situaci můžeme rádi poskytnout např. desetimiliardový lombardní úvěr, je to dotace zisku centrální banky. Centrální banka totiž poskytuje úvěr za 23 % a druhý den to obchodní banky rádi vrátí za 15 %. Když je situace doprovázena kurzovou krizí, pak se musí řešit problém jinak.

Na závěr diskuse o lombardní sazbě došlo ke shodě ohledně snížení lombardní sazby na úroveň 19 % s tím, že ve zprávě pro veřejnost bude zdůrazněn technický (a ne měnověpolitický) charakter tohoto kroku.

## II . Dotazy a připomínky členů BR k situační zprávě

### **p. Kysilka:**

Graf na str. 1. zachycující vývoj čisté inflace je predikce nebo přání? Jestliže se jedná o prognózu, zdá se mi to být optimistické.

Podobnou otázku mám ohledně grafu na str. 2, jež zachycuje vývoj čisté inflace a vývoj kurzu. Zaprvé: Jak byl ten graf konstruován? Zadruhé: Prodloužím-li intuitivně trend čisté inflace na tomto grafu, tento vývoj směřuje nad cílovanou hodnotu.

Jsou předpoklady při vytváření predikce inflace cen průmyslových výrobců reálné? Není tato predikce opět příliš optimistická?

Neměříme prosincový růst peněžní zásoby tak, že prosinec 1997 není očištěný o float a prosinec 1996 je očištěný o tuto položku?

Kalkulujete s faktorem, že devizové úvěry se za posledních jeden a půl roku zvýšily o 100 % a že splácení tohoto dluhu v budoucnu bude působit negativně na nabídku deviz a následně na kurz?

### **p. Hrnčář:**

Identifikace hlavních faktorů čisté inflace a délka časových zpoždění jsou založeny na expertních odhadech nebo vyplývají z regresních závislostí? (str. 2.)

Nevidím silnou vazbu mezi cyklickým vývojem objemu stavební výroby a růstem cen v této oblasti. Jaké je vysvětlení tohoto jevu?

Na čem je založena predikce vyšší dynamiky průmyslové výroby než celkového produktu? Znamená to očekávaný pokles dynamiky růstu v ostatních sektorech? (str. 5–6)

Do jaké míry je schůdné očekávat pokles průměrné reálné mzdy v rozpočtové sféře o 8,9% v prvním čtvrtletí roku 1998 a o 6,9% za rok 1998? (str. 8.)

Do jaké míry může ovlivnit dynamika exportu dopravních prostředků dynamiku celkového vývozu v budoucnu? (Upozorňuje se na velký podíl těchto položek na nárůstu vývozu za období leden-listopad 1997.)

Do jaké míry souvisí úroková zatíženost podniků s vývojem ziskovosti v podnikové sféře? (str. 10)

Jaké úvahy nás vedou k odhadu růstu HDP ve výši 0,5% v prvním čtvrtletí tohoto roku?

### **p. Niedermayer:**

Do jaké míry jsou konzistentní naše prognózy čisté inflace s prezentovanými empirickými výsledky a naznačenými kauzálními vazbami?

Jakou metodiku používáme při vytváření našich prognóz?

Považuji za zneklidňující vyvozovat závěry ohledně vývoje čisté inflace na základě výsledků, které vyplývají z omezené časové řady a nejsou založeny na ekonometrické analýze. Samotný fakt, že čistá inflace na str. 2 je dána do souvislosti pouze s vývojem kurzu a že nejsou do rovnice zahrnuty jiné relevantní veličiny, zpochybňuje výsledek, a naznačuje náhodnou koincidence vývoje těchto dvou veličin.

Chtěl bych reagovat na výrok na str. 13, že "*Celková úroveň rezerv je však při zachování "nekrizového" vývoje stále dostačující.*". Devizové rezervy totiž právě slouží jako "buffer" pro případ krize. Měli bychom se snažit tyto problémy kvantifikovat: jaký rozsah problémů jsme schopni ustát a jaký rozsah problémů ustát schopni nejsme.

**Zapsal:** RNDr. Tibor Hlédik, MA, Sbor poradců bankovní rady ČNB