

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 19. 3. 1998

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

1. 1. Shrnutí diskuse nad 3. situační zprávou

V diskusi byly zvažovány dvě základní strategie. První navrhanou strategií bylo zvýšení sazeb (jediná vyslovená kvantifikace před konečným hlasováním byla o 0,5 p.b.) z těchto důvodů:

- (i) Nepříznivý inflační vývoj posledních dvou měsíců u několika podstatných cenových indexů (CPI, PPI, index čisté inflace).
- (ii) Posun inflační prognózy na prosinec 1998 nad cílový interval. Bylo uvedeno, že není realistické očekávat zpomalení inflace v následujících měsících. Aritmeticky vychází, že měsíční přírůstek čisté inflace by musel být průměrně jen 0,4 p.b.
- (iii) Při akceleraci ostatních indikátorů inflace (CPI), na něž sice ČNB necílí, ale jejichž vývoj formuje inflační očekávání, by bylo adekvátnější cílit doprostřed intervalu čisté inflace spíše než na jeho horní hranici.
- (iv) Akceleraci inflačních očekávání, jejichž přenos do mzdového vývoje mohou umožnit měkká rozpočtová omezení. Proti tomu však zaznívá argument, že mzdová vyjednávání již proběhla a není příliš realistické očekávat znovuotevření kolektivních smluv).
- (v) Možná ztráta kredibility strategie cílování inflace hned v počátku.
- (vi) Nepříznivý sklon úrokové výnosové křivky.

Druhou zvažovanou strategií bylo zachování stávající výše sazeb a vyčkání na březnová čísla z následujících důvodů:

- (i) Existují signály, že z důvodu zlepšujících se makroekonomických trendů dojde k oslabení poptávkových inflačních tlaků.
- (ii) Vývoj vnější nerovnováhy a dosavadní vývoj kurzu je poměrně příznivý z hlediska externích inflačních impulsů.
- (iii) Lednová a únorová čísla mohou být reakcí na administrativní opatření a důsledek jednorázového přecenění (které zahrnuje např. minulé i očekávané změny kurzu). Tento impuls se nebude opakovat.
- (iv) Zvýšení sazeb v době absence špatných zpráv vyvolá zhodnocení kurzu, které není žádoucím střednědobým transmisním kanálem měnové politiky.
- (v) V předvolebním období může být doba vhodnější ke zvýšení sazeb. Proti tomu, ale zazněl argument, že volby jsou již zohledněny ve vývoji finančních veličin, takže nebudou ovlivňovat ani kurz ani sazby nějakým výraznějším způsobem.
- (vi) Vývoj peněžních agregátů je příznivý a ukazuje na rozumný budoucí vývoj poptávky.

Za faktory vnášející do rozhodování nejistotu byly označeny:

- (i) Obtížné vyhodnocení dopadů činnosti veřejného sektoru na vývoj ekonomiky. Je obtížné říci, kdy může být měnová politika zmírněna, pokud nevíme přesně, zda fiskální politika (měřená celým veřejným sektorem dle metodologie MMF) nejde do deficitu.
- (ii) Příliš agregovaný pohled na mzdový vývoj, který neumožňuje vyvodit závěr, zda se přísná mzdová politika veřejného sektoru promítla do chování soukromého sektoru a zda sektory s pomalejším růstem produktivity práce mají adekvátní pomalejší mzdový vývoj.

1. 2. Rozhodnutí bankovní rady

V závěrečné diskusi se členové bankovní rady vyjádřili k návrhu opatření měnové politiky takto:

víceguvernér Kysilka: Navrhuje zvýšení sazeb, protože prognóza vybočila z cílového intervalu a inflace CPI naznačuje, že je třeba cílit spíše na dolní polovinu intervalu čisté inflace. Klade důraz na mechanismus "měnového automatu" a na otázku kredibility strategie cílování inflace.

víceguvernér Vít: Navrhuje ponechání sazeb s tím, že v březnu bude k dispozici více informací a že existují pozitivní i negativní signály, tj. nejistota je značná.

vrchní ředitel Hrnčíř: Je pro zvýšení sazeb, ale podmiňuje toto opatření tím, že nedojde k měnovým turbulencím. Upozorňuje na nebezpečí upřednostnění krátkodobého cíle před střednědobým, které by mohlo vyvolat jejich opakování. Má otazník nad účinností devizových intervencí.

vrchní ředitel Kaftan: Navrhuje ponechání sazeb ve stávající výši z důvodů existence pozitivních signálů. Chce se vyhnout přečeňování významu lednových a únorových čísel, protože není jasné, zda jde o trend. V březnu bude možné rozhodnout s větší jistotou.

vrchní ředitel Niedermayer: Navrhuje zvýšení sazeb o 0,5 p.b. z těchto důvodů: nominální úroveň sazeb neodpovídá vývoji CPI, trhy naznačují znehodnocení kurzu v případě zachování stávající úrovně sazeb, prognóza vybočuje z cílového intervalu. Upozorňuje na nutnost aktivně přenést váhu měnových opatření z kurzu na sazby.

vrchní ředitel Pospíšil: Navrhuje ponechání sazeb s tím, že kredibilita strategie není určena březnovým rozhodnutím bankovní rady, ale její střednědobou úspěšností. Považuje prognózu za konzervativní (ve smyslu pesimistických předpokladů).

Na základě těchto stanovisek přistoupila Bankovní rada k hlasování o třech variantách: ponechání sazeb ve stávající výši, zvýšení o 0,25 p.b. nebo o 0,50 p.b. Počtem pěti hlasů byla přijata druhá varianta. Bankovní rada rozhodla o zvýšení 1W REPO sazby ze 14,75% na 15%.

2. Závěry z diskuse a poznámky

Na rozdíl od předchozích dvou částí, které budou zveřejněny jako minutes of the meeting, tato část slouží jen pro potřeby BR.

2. 1. Mechanismus diskuse a hlasování

Jednání nad 3. situační zprávou probíhalo ve třech kolech: (i) úvodní diskuse s přizvanými autory situační zprávy, (ii) diskuse BR se sborem poradců, (iii) diskuse BR a hlasování o opatření měnové politiky. Hlasování proběhlo ve dvou kolech, vzhledem k "remíze" v prvním kole. Po remíze v prvním kole následovalo hlasování o třech variantách (zvýšení o 0 p.b., 0,25 p.b. nebo 0,50 p.b.) s tím, že každý člen bankovní rady označí nejen optimální ale i přijatelnou variantu. První varianta (0 p.b.) získává 3 hlasy (víceguvernér Vít, vrchní ředitel Kaftan, vrchní ředitel Pospíšil). Druhá varianta (0,25 p.b.) získává 5 hlasů (víceguvernér

Kysilka, viceguvernér Vít, vrchní ředitel Kaftan, vrchní ředitel Hrnčíř, vrchní ředitel Niedermayer). Třetí varianta (0,50 p.b.) získává 2 hlasy (viceguvernér Kysilka, vrchní ředitel Niedermayer). Závěr: bankovní rada zvyšuje REPO sazbu o 0,25 p.b.

2. 2. Připomínky ke struktuře a naplnění situační zprávy.

Struktura situační zprávy vyhovuje. Chybí však analýza hospodaření veřejného sektoru, podrobnější pohled na mzdový vývoj a zabudování systému indikátorů (např. MCI) do hodnocení vývoje ekonomiky. Chybí analýza vývoje inflačních očekávání. Ozývaly se tyto připomínky: „Text je poměrně dlouhý a heterogenní.“ „Shrnutí nebylo konzistentní s textem.“ „Prezentace údajů není ještě vyhovující (tabulky, grafy).“ „Oficiální data nejsou dostatečně odlišena od odhadů a prognóz.“ Bylo konstatováno, že je třeba vložit do dalších zpráv shrnutí minulé situační zprávy s identifikací případných odlišností původních úvah od nového vývoje.

2. 3. Inflační prognóza

Bude třeba vždy v textu stručně objasnit předpoklady inflační prognózy. Nebylo jasné, jak se „nečekaný“ lednový a únorový vývoj promítl do korekce prognózy. Padl návrh na vytvoření několika variant prognózy, alespoň pro tři scénáře vývoje kurzu, aby bylo možné posoudit citlivost prognózy na předpoklad stabilního kurzu 19DEM/CZK. Pro potřeby analýz je třeba získat bazický index čisté inflace.

2. 4. Transmise přes úrokové sazby

Byl diskutován transmisní mechanismus úrokových sazeb a časový horizont, v němž jsou měnově-politickými opatřeními ovlivněny jednotlivé faktory. Sazby v krátkodobém horizontu ovlivňují především kurz a inflační očekávání (o síle druhého faktoru nepadá shoda). Poptávka bude ovlivněna spíše ve střednědobém horizontu. Ale existuje určitá dolní mez reálných sazeb, pod níž může dojít k propadu úspor a nárůstu spotřeby, též formou spotřebních úvěrů.

Zapsala: Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Sbor poradců bankovní rady ČNB