

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 2. 7. 1998

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

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

V úvodním slovu p. vrchní ředitel Hrnčíř vyslovil názor, že za předpokladu jednoznačné spolehlivosti inflační prognózy by souhlasil s návrhem měnové sekce ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Musí však brát v úvahu možná omezení její vypovídací schopnosti, a proto považuje za nezbytné dělat závěry pouze po konfrontaci výsledku prognózy s celým souborem relevantních indikátorů. Dále zdůraznil, že nestačí se koncentrovat na inflační cíl ke konci t.r., ale také se musí vzít v úvahu střednědobý cíl s ohledem na časové zpoždění, s nímž měnová politika ovlivňuje inflaci. Uvedl následující argumenty pro a proti zachování stávající výše úrokových sazeb ČNB:

Argumenty pro zachování úrokových sazeb

- Stále relativně vysoká hladina sezónně očištěných meziměsíčních nárůstků čisté inflace. Růst cen neobchodovatelných, neregulovaných položek je stále vysoký. U peněžního agregátu L dochází k dynamizaci růstu.
- V oblasti reálné ekonomiky (v růstu mezd) je reálné očekávat korekci, restrukturalizace není dokončena a stávající výše úrokových sazeb vytváří tlak na restrukturalizaci.
- Nestabilní situace v některých rozvíjejících se ekonomikách (Rusko).
- Tendence k deficitnosti běžného účtu platební bilance, problém nedluhového financování běžného účtu platební bilance.
- Existují rizika spojená s úpravami regulovaných cen, změna PMR může mít dopad na růst M2, prozatím nebyla sestavena důvěryhodná vláda.

Argumenty pro zvážení změny úrokových sazeb

- Domácí poptávka je utlumena ve všech segmentech ekonomiky, nominální kurz působí pozitivně na inflační vývoj, ceny komodit na světových trzích klesají a s ohledem na asijskou krizi lze očekávat další pokles.
- Úrokové sazby působí jako nákladový faktor. Předpokládaným poklesem inflace reálné úrokové sazby rostou. Výnosové křivky napovídají pozitivní inflační očekávání.
- Vzhledem k neexistenci špatných zpráv se kurz zhodnocuje, dá se očekávat přehodnocování situace zahraničními investory po případném snížení úrokových sazeb.
- Snížením úrokových sazeb by se zvýšila rentabilita investic a mohlo by se předejít recesi ekonomiky. Vliv snížení úrokových sazeb na objem úvěrů by neměl být rozhodující, důvodem je obezřetné chování bank.
- Měnová politika musí reagovat s předstihem.

Na závěr uvedl, že navzdory tomu, že dlouho existovaly obavy z přestřelení inflačního cíle, bez korekce měnové politiky vidí významné riziko podstřelení. Proto podle jeho názoru převažují argumenty pro snížení úrokových sazeb.

I. 2. Diskuse k situační zprávě

Vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje na to, že při tvorbě inflační prognózy se nepracuje s reakční funkcí centrální banky, ani s elasticitami. Dále se dotazuje na odůvodnitelnost současného koridoru pro růst M2. S ohledem na časté a mnohdy významné změny ve vývoji finančních indikátorů žádá o maximální aktualizaci finančních veličin zahrnutých do SZ (k poslednímu nebo předposlednímu dni před odevzdáním SZ). V závěru se ptá, do jaké míry se berou v úvahu probíhající změny v bankovním sektoru a do jaké míry tyto změny nahrazují měnovou restrikcí.

Viceguvernér Vít: První dotaz směřuje k posouzení vlivu zvýšení regulovaných cen na vývoj čisté inflace. Další dotaz se týká vyjasnění hlavních předpokladů prognózy růstu domácí poptávky ve druhém čtvrtletí t.r. Dále upozorňuje na to, že v predikci inflace na rok 1999 se nikde neobjevuje tempo ekonomického růstu. Posouzení budoucího vývoje státního rozpočtu přitom musí brát ohled na růst domácí ekonomiky. V následujícím zdůrazňuje nutnost hlubší analýzy domácí úvěrové emise. Upozorňuje na to, že vypovídací schopnost tohoto agregátu je značně omezená s ohledem na časté korekce této veličiny. Požaduje vypracování hlubší analýzy této problematiky. Následující dotaz směřuje k vypovídací schopnosti klientských úrokových sazeb. Posledním dotazem se p. Vít ptá na vliv nižšího zisku bankovního sektoru ve srovnání se stejným obdobím m.r. (o 18 mld. Kč) na růst HDP v prvním čtvrtletí.

Vrchní ředitel Niedermayer: Během diskuse o posuzování role bankovního sektoru při poskytování úvěrů vyjadřuje názor, že obezřetné chování bank nemusí nahrazovat měnovou restrikcí. Podle jeho názoru je současný vývoj zdravý a je to proces konvergující k žádoucímu stavu. V minulosti poskytování nedobytných úvěrů bylo kryto akumulací skrytého fiskálního dluhu.

Viceguvernér Kysilka: Upozorňuje na nízkou vypovídací schopnost odhadu růstu HDP Českým statistickým úřadem za první čtvrtletí t.r. Podle informací z ČSÚ tento výsledek je ovlivněn např. oprávkami finančních institucí a z tohoto důvodu pokles reálného růstu HDP v prvním čtvrtletí považuje za krátkodobý výkyv.

Ministr Pilip: Ptá se na výchozí předpoklady, ze kterých byla odvozena predikce zvýšení domácí poptávky v druhé polovině roku.

I. 3. Uzavřené jednání BR

Vrchní ředitel Niedermayer: Zdůrazňuje, že ve srovnání s minulým obdobím současné rozhodování je mnohem komplikovanější. Považuje za nutné provést zásadnější diskusi o nastavení měnové politiky. Konstatuje, že na jedné straně dochází k restrikcí domácí poptávky, vývoj inflace je pozitivní, inflační prognózu považuje za "defenzivní", finanční trhy naznačují změnu inflačních očekávání. Na druhé straně upozorňuje na nejistoty týkající se udržitelnosti restrikce (pozorována divergence mezd v soukromém a veřejném sektoru), formování vlády, dalšího pozitivního vývoje směnného kurzu (riziko dočasnosti příznivého vývoje z hlediska inflace) a neobvykle příznivého vnějšího vývoje. Dále upozorňuje na to, že i při současném masivním poklesu růstu domácí poptávky hrozí akcelerace deficitu BÚ s ohledem na vysokou dovozní náročnost výroby. Jakékoliv zrychlení ekonomického růstu

hrozí podle něho zhoršením deficitu běžného účtu. Za další rizikový jev považuje nestabilitu finančních trhů a možný negativní vliv této nestability na domácí ekonomiku.

V další poznámce upozorňuje na dvě do té doby nediskutované skutečnosti. První je nezohlednění vlivu snížení úrokových sazeb na úspory obyvatelstva a možnost konverze části korunových úspor do cizí měny. Druhým rizikem snížení sazeb je možné posílení koruny s ohledem na zvýšení cen obligací a následný příliv kapitálu do těchto instrumentů.

K závěru se ptá na názor BR ohledně žádoucí reakce centrální banky na posilování kurzu koruny. Podle jeho názoru neexistuje dobré řešení na vzniklou situaci. Každá z možných variant (otevřené nebo skryté intervence, slovní intervence) mají pouze krátkodobý vliv a mohou mít negativní vedlejší účinky.

Viceguvernér Vít: Zdůrazňuje, že hlavním úkolem je koncentrovat se na inflační cíl v roce 1999, a vyjadřuje svoje očekávání, že inflační cíl v tomto roce bude splněn bez větších problémů. Za největší riziko v příštím roce považuje nebezpečí prohloubení vnější nerovnováhy s ohledem na apreciační tendence ve vývoji nominálního a reálného kurzu koruny. Ve vývoji SR upozorňuje na nutnost rozlišit strukturální vývoj od cyklického vývoje a současně vyjadřuje svoje přesvědčení, že nevidí prostor pro další zvýšení úspor v této oblasti. Konstatuje, že nárůst nezaměstnanosti vytváří tlak na výdajovou stranu rozpočtu. Dále varuje, že výše úrokových sazeb může mít negativní vliv na restrukturalizaci s ohledem na vliv úrokových sazeb na objem investic. Na závěr vyjadřuje svůj názor, že během krátké doby by mělo dojít ke snížení úrokových sazeb, ale ne nutně v den projednávání 6. SZ.

Vrchní ředitel Kaftan: Jedná se již o 3. SZ, kdy pozitivní a negativní signály jsou přibližně v rovnováze. Pozitivní faktory, hlavně tlumení domácí poptávky, považuje za dost silné. Podle jeho názoru situace je zralá na debatu o možnosti snížení krátkodobých úrokových sazeb. Zdůrazňuje, že původní představa o rozhodování měnově-politických kroků ve formě "měnového automatu" se zatím nerealizovala. S odvoláváním na zvýšení operativního cíle o čtvrt procentního bodu v květnu navrhuje zvážení snížení operativního cíle o 0,25 p.b. se záměrem poslat signál do ekonomiky s ohledem na pozitivní vývoj. Na závěr upozorňuje na nutnost posílit analýzu střednědobého ekonomického vývoje.

Ministr Pilip: Podle jeho názoru fiskální politika narazila na meze svých možností. Vyjádřil svoje přesvědčení, že příští rok nelze sestavit SR jako vyrovnaný. Na rok 1999 očekává deficit veřejných rozpočtů na úrovni 1 % HDP s ohledem na očekávanou privatizaci. Vidí prostor na omezení sociálních výdajů v rozmezí 10-20 mld. Kč. Souhlasí s tím, že fiskální a měnová restrikce vytváří tlak na restrukturalizaci. Současně nastolil otázku, jak dlouho je taková strategie prospěšná pro ekonomiku, a kdy se stává její brzdou. Považuje za nutné určit, jak daleko jsme v tomto procesu.

Viceguvernér Kysilka: Vyjádřil svůj názor, že nelze odmítnout náladu, která byla přítomna ve vystoupení v.ř. Hrnčíře. Současně reagoval na vystoupení v.ř. Kaftana, a konstatoval, že propracování k "měnovému automatu" potrvá delší dobu. Na základě jednoduché technické analýzy dospěl k názoru, že může dojít k podstřelení inflačního cíle. Posuzování rizik nesplnění inflačního cíle směrem nahoru nebo dolů by podle jeho názoru mělo být symetrické. Dokonce existuje asymetrie v neprospěch podstřelení. V analýzách měnové sekce ho zaujal názor, že vliv zvýšení regulovaných cen se vůbec nemusí projevit v růstu CPI kvůli důchodovému efektu. Považuje za významnou analytickou informaci o chování domácností, které v reálném vyjádření stabilizují své úspory při značné volatilitě ostatních veličin. Je

přesvědčen o tom, že centrální banka nesmí chybnou politikou způsobit recesi, ale také, že nebude využívat aktivně svoje měnové nástroje k podpoře ekonomického růstu v případě, že recese je strukturálního charakteru. Ve vývoji běžného účtu platební bilance vidí rizika. Podle jeho názoru klesá konkurenceschopnost a zvyšuje se dovozní náročnost produkce. Zmiňuje praxi zahraničních obchodních řetězců. Úvahy o korekci MP považuje za naprosto relevantní. Doporučuje vypracovat podklad posuzující těsnost MP s ohledem na krátko a střednědobý inflační cíl. Navrhuje oddálit rozhodnutí do vypracování dalších podkladů a spojit je s debatou o přibližování cenových hladin mezi ČR a EU.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Restriktivní MP je podstatným faktorem vytvářejícím tlak na restrukturalizaci. Za důležitý úkol považuje identifikaci fáze, ve které se ekonomika nachází. S ohledem na zpoždění, se kterým měnová politika působí na inflaci, oddálení rozhodnutí může být chybou. S ohledem na nákladové tlaky další restrikcí se již ničeho nedosáhne. Snížení úrokových sazeb může působit pozitivně na investice ve zpracovatelském průmyslu, zvláště když se exportní potenciál vyčerpává.

Vrchní ředitel Niedermayer: Považuje za žádoucí podložit argumenty hypotézu významnosti nákladového vlivu úrokových sazeb na inflaci. S ohledem na očekávané snížení inflace v červenci považuje za správné rozhodnout o změně úrokových sazeb po potvrzení pozitivních tendencí. Jako reakci na vystoupení p. vrchního ředitele Hrnčíře uvádí, že exportující zpracovatelský průmysl není závislý na domácím financování, proto snížení úrokových sazeb pro tento sektor ekonomiky není významné.

Viceguvernér Kysilka: Vyjadřuje svůj názor, že bankovní rada není zatím připravena na rozhodnutí. Zdůrazňuje ochotu debatovat otázku změny úrokových sazeb. Formuluje návrh rozhodnutí: vypracovat doplňující analýzy podle připomínek diskuse a předložit materiál do bankovní rady do 14 dnů.

I. 4. Úkoly z jednání BR

Měnová sekce vypracuje do dvou týdnů (do 16. 7. 1998) analýzu doplňující 6. SZ. Tato analýza by měla zohlednit následující připomínky:

- Exogenní předpoklady inflačních prognóz (krátkodobých a střednědobých) a predikce domácí poptávky mají být upřesněny a mají být konstruovány nové prognózy na základě těchto upřesněných předpokladů.
- Při tvorbě inflační prognózy by se mělo pracovat s reakční funkcí centrální banky.
- Predikce inflace a deficitu státního rozpočtu by měla být podmíněna ekonomickým růstem.
- Analýza by měla obsahovat hodnocení vlivu změn v bankovním sektoru na restriktivnost MP.
- Má být aktualizován koridor pro růst M2 a uvedeny všechny předpoklady vysvětlující příp. změnu v poptávce po penězích.
- Měla by být předložena analýza úvěrů koncentrující se mimo jiné na vytvoření takového úvěrového agregátu, jehož vypovídací schopnost není snížena jednorázovými vlivy.
- Má být vypracována kvantifikace dopadu poklesu úrokových sazeb na náklady podniků.

- Má být analyzován dopad snížení krátkodobých úrokových sazeb na úspory obyvatelstva.
- Má být upřesněn očekávaný vliv regulovaných cen na čistou inflaci.

I. 5. Rozhodnutí BR

BR rozhodla jednomyslně neměnit prozatím nastavení parametrů měnové politiky a zadala vypracování doplňujících podkladů k 6. SZ.

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