Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. 7. 1998

Přítomni pánové Kysilka, Hrnčíř, Niedermayer, Pospíšil
ministr financí Svoboda

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Dochází k postupnému prohlubování pozitivních tendencí, meziroční čistá inflace se v červnu dostala do koridoru krátkodobého inflačního cíle a ke konci roku se její hodnota očekává v dolní části cílového koridoru. Po akceleraci inflace v druhé polovině m.r. se podařilo obrátit rostoucí trend a jsou vytvořeny předpoklady pro udržitelný desinflační proces. Tento pozitivní výsledek je dán mimo jiné i příznivým vývojem exogenních faktorů, jako jsou např. ceny komodit na světových trzích. Působení těchto exogenních faktorů může být ovšem krátkodobé.

Pravděpodobnost splnění inflačního cíle po rok 1998 je vysoká. V případě, že krátkodobý inflační cíl bude splněn, s ohledem na zvýšenou kredibilitu centrální banky bude další snižování inflace méně nákladné. Inflace měřená indexem spotřebitelských cen ukazuje podobné trendy jako čistá inflace. V srpnu lze očekávat inflaci měřenou indexem CPI na úrovni kolem 10%.

Souhlasné impulsy poskytují indikátory obsažené v situační zprávě. Prohlubuje se inverzní charakter výnosové křivky. Nákladové faktory (kurz, ceny světových komodit, mzdy, zemědělská úroda) a poptávkové faktory (spotřeba domácností a maloobchodní obrat) se vyvíjejí pozitivně. Index měnových podmínek, i když se s ním pracuje s určitou rezervou také dává obdobný signál. Vytvořil se prostor pro snížení těsnosti měnové politiky.

Problémem zůstává načasování tohoto kroku. Intenzita a časový profil snížení úrokových sazeb závisí na posouzení rizik. Mezi ně patří nejistota ohledně délky transmise, působení krátkodobých (kurz, ceny zemědělských výrobců) a střednědobých (fiskální politika) faktorů ovlivňujících inflaci. Je žádoucí vyčkat na znění vládního prohlášení a posouzení dopadu deregulací v červenci na čistou inflaci (s ohledem na působení důchodového efektu se očekává malý vliv), snížení repo sazby o 0,5%, a snížení PMR. Vzhledem k tomu, že v polovině srpna budou tyto informace k dispozici, navrhuje se odložení rozhodnutí o změně úrokových sazeb na srpen.

Na závěr úvodního vystoupení bylo upozorněno na to, že šestou a sedmou situační zprávou se uzavřela etapa akcelerace inflace, v inflačních očekáváních došlo ke zlomu a pozornost musí být koncentrována na střednědobý horizont. V minulé etapě restriktivní měnová politika vytvořila tlak na restrukturalizaci, nákladem byla stagnace celkového výkonu ekonomiky. V ekonomice se ale vytvářejí příznivé podmínky pro udržitelný růst. Jedním z hlavních cílů v budoucnu je zabránění velké volatility inflace.

I. 2. Diskuse k situační zprávě za přítomnosti zástupců měnové sekce

Vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje na to, že při posuzování vlivu nominálního kurzu na inflaci nelze postupovat na základě tak zjednodušených vazeb, jak je to prezentováno v situační zprávě. Dále se dotazuje na změnu trendu ve vývoji cen potravin. Požaduje vyjasnění metodologie stanovování kontrolního koridoru pro úroveň peněžní zásoby. Souhlasí s

hodnocením vrchního ředitele Hrnčíře. Jako reakci na jeho vystoupení se ho ptá na jeho názor na roli ČNB v ovlivnění ekonomického růstu a zdůrazňuje, že nevidí prostor pro centrální banku aktivně ovlivnit ekonomický růst. Závěrem upozorňuje na to, že s ohledem na protiinflační působení exogenních faktorů případné podstřelení inflačního cíle a z toho vyplývající vyšší volatilitu desinflace posuzuje jinak, než kdyby tyto exogenní faktory nebyly přítomny.

Vrchní ředitel Pospíšil: Ve vývoji cen průmyslových výrobců došlo k velmi nízkým přírůstkům cen, dokonce poslední meziměsíční hodnota ukazuje pokles. Dotazuje se, jak by se změnil vývoj cen průmyslových výrobců v případě eliminace protiinflačního vlivu dovozních cen. Dále se ptá, proč se nenavrhuje další snížení úrokových sazeb s ohledem na informace, které byly obsaženy ve vystoupení vrchního ředitele Hrnčíře a ve shrnutí 7. SZ.

Viceguvernér Kysilka: Požaduje vyjasnění metodologie stanovování kontrolního koridoru pro úroveň peněžní zásoby.

Vrchní ředitel Niedermayer: Jako reakci na hypotézu, že koncem t.r. lze očekávat nárůst poptávky s ohledem na utlumenou poptávku v současnosti ("odložená poptávka projevující se koncem roku"), vyjadřuje svou nespokojenost s takovýmto chápáním "supersezónnosti". S protiinflačním vlivem exogenních faktorů souhlasí. Upozorňuje na to, že krátkodobá inflační prognóza není konzistentní se sezónně očištěnými meziměsíčními hodnotami čisté inflace.

Vrchní ředitel Pospíšil: S odvoláváním na zkušenost minulých let konstatuje, že "supersezónnost" neexistuje. Podle dostupných informací nevylučuje, že kurz se může udržet na relativně příznivé hladině. U zahraničních cen surovin neočekává významnou změnu. S ohledem na tyto argumenty si myslí, že ve skutečnosti riziko negativního vlivu těchto exogenních faktorů na inflaci je nižší a splnění inflačního cíle vyšší.

Vrchní ředitel Niedermayer: "Supersezónnost" existuje v okamžiku zavedení daňových úprav, kdy může dojít k urychleným nákupům. U kurzového vývoje požaduje upřesnění, zda se očekává pokračující zhodnocení kurzu nebo udržení nominálního kurzu na stávající úrovni. První možnost vylučuje, druhou možnost nevylučuje.

Vrchní ředitel Hrnčíř: V případě, že podstřelení inflačního cíle je výsledkem nesprávného nastavení hospodářských politik, podstřelení je nežádoucí. Je-li to výsledek exogenních faktorů, je tomu jinak.

Vrchní ředitel Niedermayer: V okamžiku, kdy by došlo k podstřelení inflačního cíle vlivem exogenních faktorů, je žádoucí se soustředit na stabilizaci dosaženého efektu namísto aktivní eliminace tohoto exogenního vlivu. Dotazuje se vrchního ředitele Hrnčíře, jak aktivně chce podpořit měnovou politikou ekonomický růst.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Odmítá tvrzení, že by v jeho úvodním vystoupení zaznělo něco ve smyslu aktivní role ČNB při nastartování ekonomického růstu.

Viceguvernér Kysilka: Skutečně to od vrchního ředitele Hrnčíře nezaznělo. Platí princip, že centrální banka nechce brzdit, ale že neumí vyvolat udržitelný ekonomický růst. Jako reakci na návrh pracovníka měnové sekce na revizi střednědobého inflačního cíle navrhuje, aby diskuse o střednědobém výhledu byla realizována v rámci přípravy na měnový program.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Vyjádří nesouhlas se změnou střednědobého inflačního cíle.

Vrchní ředitel Pospíšil: Odpovídá na svoji první otázku, která nebyla odpovězena měnovou sekcí. Nejsme svědky deflace cen průmyslových výrobců. Na svoji druhou otázku odpovídá tak, že dodatečné argumenty pro odložení dalšího snížení sazeb nejsou, ale to co bylo uvedeno, považuje měnová sekce za dostatečné.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Jak zaznělo v úvodním slovu, existuje prostor pro snížení úrokových sazeb za předpokladu, že po vyhodnocení rizik, které v úvodu byly vyjmenovány, bude potvrzen pozitivní inflační vývoj.

Viceguvernér Kysilka: Navrhuje přesunout diskusi o nastavení úrokových sazeb do rozpravy.

I. 3. Uzavřené jednání Bankovní rady

Ministr financí Svoboda: Kvantifikace MF je v souladu s kvantifikací ČNB. Odhady ČNB považuje za nepatrně konzervativnější. Vyjádřil názor, že i přes očekávané zvýšení sociálních transferů rozpočet pro příští rok bude mít výrazně restriktivní charakter. S ohledem na 2-letou neměnnou nominální úroveň v některých sociálních transferech je nezbytné posílení příjmové základny těch vrstev obyvatel, které jsou na sociální transfery úplně nebo částečně odkázány. V případě přijetí tohoto návrhu parlamentem budou vytvořeny dobré podmínky pro úspěšné navršení stabilizační fáze a pro vytvoření předpolí do fáze růstové. V růstové fázi lze očekávat akceleraci mzdových tlaků, a proto bude žádoucí zabránění rychlejšího růstu mezd než růstu produktivity práce. Výsledky tripartity mohou hrát rozhodující roli v tomto ohledu. Signály z odborů jsou pozitivně-neutrální ke zvolenému postupu. Podnikatelská sféra podle vyjádření ministra financí akceptuje jeho plány, resp. použité protiargumenty vůči navýšení odvodů pojistného a daňového zatížení jsou věcně neodůvodnitelné. Ze strany státního rozpočtu by tedy neměly vzniknout tlaky, které by mohly vést k ohrožení inflačního cíle. Relativně dobré výsledky hospodaření státního rozpočtu mohou vést k určitým převodům, které za větší napjatosti rozpočtu by nebyly realizovány. Tento jev je ovšem příliš krátkodobý na to, aby se dal hodnotit. Negativní salda rozpočtu roku 1997 a 1998 by měla být kryta dluhopisy a ne formou převodů. Výsledky analýzy přímého i nepřímého státního dluhu by mohly některé úvahy pro příští rok narušit. Neočekávané systémové změny úrokových sazeb nebo změny v kurzovém vývoji s ohledem na splácení poměrně rozsáhlých úroků a jistin v příštím roce mohou v zásadě zdravý vývoj státního rozpočtu narušit.

Souhlasí se střednědobou udržitelností desinflace. Rozpočet na rok 1998 by měl být pokud možno posledním stabilizačním rozpočtem a měl by vytvořit dostatečný prostor pro očekávané snížení úrokových sazeb. Připouští, že toto snížení bude velmi opatrné. Zásadní zvrat při projednávání vládního návrhu zákona o státním rozpočtu v parlamentu ministr financí neočekává. Očekávané změny budou podle jeho názoru kosmetického charakteru. Poznamenal, že valorizace důchodů v příštím roce bude do značné míry záviset na vývoji celkové inflace. Upozornil na jeden plánovaný deregulační krok v příštím roce: zavedení soutěže do povinného smluvního pojištění s odpovědností za provoz motorových vozidel (zvýšení ve všech kategoriích plus jednorázová nebo do dvou let prodloužená platba do fondu technických rezerv). Odbourá se s tím jedna malá složka vnitřního dluhu. Nebál by se

podstřelení inflačního cíle, právě s ohledem na působení exogenních faktorů, které se nemusí opakovat.

Vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje na možnost provádět zajišťovací operace v případě, že ministerstvo zhodnotí rizika vyplývající z cizoměnových závazků jako závažná. Kromě eliminace kurzového rizika by taková operace mohla tlumit apreciační tlaky na nominální kurz koruny. Nabízí technickou pomoc ČNB v této oblasti.

Nesouhlasí s interpretací, podle které ceny potravin a neobchodovatelných neregulovaných položek jsou mimo kontrolu centrální banky. Uznává, že některé z těchto indexů mohou mít vyšší dynamiku růstu či volatilitu, ale jejich vývoj považuje za měnově ovlivnitelný. Uvolnění fiskální politiky vnímá jako potenciálně střednědobý a ne krátkodobý inflační faktor.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Souhlasí s tím, že nastavení hospodářských politik umožní větší či menší promítnutí nákladových faktorů do inflace. Zkušenost ovšem ukazuje, že trhy nefungují dostatečně rychle a efektivně a že očekávat úplnou kontrolu např. cen zemědělských výrobků je iluzorní.

Vrchní ředitel Niedermayer: Tyto faktory jsou ovšem zvažovány při určení inflačního cíle.

Vrchní ředitel Pospíšil: Konstatuje, že došlo ke zlomu ve vývoji inflačních tlaků a inflačních očekávání. Vytvořila se jedinečná šance snížit náklady desinflace a udržovat cenovou disciplínu v příštích letech. Situace je zralá na další snížení úrokových sazeb. Respektuje skutečnost, že ke snížení úrokových sazeb došlo nedávno, proto nenavrhuje další snížení. V případě, že k tomu nedojde, může se centrální banka dostat pod tlak, zda reaguje dostatečně včasně. Při hodnocení rizik považuje situaci za příznivou, v krátkém horizontu rizika za minimální. Trh reflektuje tyto pozitivní změny. Nesouhlasí s argumentací v úvodním slovu, že by se mělo vyčkat na promítnutí vlivu snížení úrokových sazeb, neboť čekání na plné promítnutí jeho vlivu nutně přivodí zpožděnou reakci měnové politiky, a tedy i její vyšší náklady. Považuje za nutné, aby centrální banka rychleji reagovala změnou úrokových sazeb v obou směrech. Navrhuje tímto způsobem reagovat na asymetrii mezi příznivým vývojem odhadu inflace a dlouhodobými, obecnějšími riziky jako je například jiný profil fiskální politiky v příštích letech.

Ministr financí Svoboda: V momentální situaci, kdy se rozpočet připravuje, kloní se ke strategii konzervativní až velmi konzervativní. Pokud bude politická vůle zastupitelských orgánů kladná, tak se otvírá prostor pro opatření navrhovaná v předchozím vystoupení. Časová dimenze pak může být mnohem pružněji nastavitelná, protože bude existovat minimálně roční záruka stabilizačních trendů.

Vrchní ředitel Niedermayer: Zmiňuje rizika, kterých je si centrální banka vědoma, a na které musí být připravena reagovat. Zdůrazňuje, že současný desinflační vývoj je částečně výsledkem exogenních faktorů, a proto kredibilita vyplývající ze současného vývoje je méně stabilní než ta, která vyplývá z relativně hladkého průběhu měnové krize v minulém roce ve srovnání s asijskými zeměmi. Ve mzdové oblasti příznivý vývoj vyplývá z rigidity růstu nominálních mezd a z vysoké inflace CPI. Jako rizikový faktor vidí vývoj nominálních mezd při snižující se inflaci a potenciální mzdové vzlínání vyplývající z rozdílné dynamiky mezd v soukromém a veřejném sektoru. Považuje za zneklidňující zvyšující se dovozní náročnost,

která při zvýšení poptávkových tlaků může vést k obnovení vnější nerovnováhy. Výměnu názorů na inflační vývoj přes média považuje za nežádoucí s ohledem na potenciálně negativní vliv takové praxe na inflační očekávání a mzdové vyjednávání.

Viceguvernér Kysilka: 29. 7. konzultoval s panem Mertlíkem tuto otázku, a došlo k dohodě, že se v budoucnu vyhne medializaci sporných otázek.

Vrchní ředitel Niedermayer: Přechází k vyhodnocení pozitivních tendencí. Stabilizace pokračuje, a téměř všechny údaje potvrzují tyto pozitivní trendy. Za podstatné považuje vědomí, že centrální banka má pod kontrolou výše zmíněná rizika a že ekonomika reaguje standardně na fiskální a měnové stimuly. Finanční trhy ukazují, že desinflační strategie centrální banky má pozitivní přínos pro podnikovou sféru i v krátkodobém horizontu. Skutečnost že 10-ti leté úrokové sazby jsou na 10 % znamená, že dlouhodobé investice se zlevňují. Nesouhlasí s názorem, že centrální banka má reagovat rychle a dělat kroky, o kterých ví, že je po určité době bude muset v případě předem známých rizik korigovat. Znamenalo by to destabilizaci očekávání finančního trhu a cen finančních aktiv. Podkopalo by to kredibilitu centrální banky a dávalo by to menší význam měnově-politickým krokům. Navrhuje zhodnocení signálů za dva týdny a nepřijímat žádná rozhodnutí v den projednávání SZ.

Ministr financí Svoboda: Zdůrazňuje význam stanovení pravidel delší strategie, která má vztah k sestavování rozpočtových výhledů. Synchronizace v této oblasti může přinést důležité synergické efekty. Vliv snížení úrokových sazeb na hospodaření státního rozpočtu by se dal přesněji kvantifikovat.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Určité zpružnění reakce centrální banky je žádoucí. V minulosti podporoval neměnnost nastavení měnové politiky delší dobu, protože centrální banka chtěla demonstrovat svoje odhodlání splnit inflační cíl. Na druhé straně očekávaný budoucí vývoj vyžaduje zpružnění rozhodování. Plně souhlasí s tím, že rozhodnutí musí být tak zdůvodněné, aby nemuselo dojít k brzké korekci rozhodnutí a následné ztrátě kredibility.

Existují obousměrná rizika a nesmí se zapomenout na příznivé působení exogenních faktorů, jejichž pozitivní vliv může být dočasný. Není reálné předpokládat jejich další zlepšení. Setrvačnost inflačních očekávání ve mzdovém vyjednávání označuje za rizikový faktor. Jednoznačně se přiklání k tomu, že existuje prostor pro snížení úrokových sazeb. Navrhuje odložení rozhodnutí s cílem vyhodnocení nových informací, které budou dostupné v první dekádě srpna. Rozdíl 10 dnů z hlediska finančních trhů nehraje důležitou roli a odstup od minulého rozhodnutí bude větší.

Vrchní ředitel Niedermayer: Požaduje exaktnější přístup při zpracování situačních zpráv, kvantifikaci rizik a aktivnější práci s inflačními očekáváními.

Vrchní ředitel Pospíšil: Souhlasí s tím, že zpřesňování je důležité, ale současně vyjadřuje svoje přesvědčení, že rizika (zejména faktorů působících v delším období) budou těžko kvantifikovatelná, dohoda na nich těžko dosažitelná a proto hrozí trvalé zpoždění v reakci měnové politiky. Náklady vyplývající z možné destabilizace finančních trhů (v konkrétní situaci) v případě předčasné reakce vyzývá porovnávat s náklady dopadů na reálnou ekonomiku v případě opožděné reakce měnové politiky.

Viceguvernér Kysilka: Při zpracování situačních zpráv považuje za nepsaný úkol zpracování variantních prognóz. S hodnocením měnové situace v podání vrchního ředitele Hrnčíře souhlasí. Chápe současnou situaci v souladu s úvodním slovem jako ukončení etapy, která byla vychýlením dlouhodobého desinflačního trendu. Ponechání úrokových sazeb na neměnné úrovni by znamenalo zvýšení měnové restrikce, a proto se v dohlednu přiklání k nominálnímu uvolnění. Vzhledem k tomu, že se ukončila určitá etapa, navrhuje současně upravit lombardní a diskontní sazbu s perspektivním horizontem nejméně roku. Nepovažoval by za správné rozhodnout v den projednání SZ, i když by to znamenalo překvapení pro veřejnost. Ta snížení úrokových sazeb neočekává s ohledem na předpokládané odložení rozhodnutí až po zveřejnění inflace v červenci a vládního prohlášení. Nechce význam vládního prohlášení ani podceňovat ani přeceňovat. Svým chováním centrální banka definuje sebe jako instituci, a to je významná záležitost. Je to šance ukázat, že ČNB umí reagovat na koncepční záměry vlády.

Při zmiňování rizik jmenuje fiskální politiku a mzdový vývoj. Z atmosféry jednání vlády vycítil možnost dalšího roku klidu v oblasti státního rozpočtu, ale tento svůj dojem nepřeceňuje. Vidí problém ve vývoji mezd. Zdůrazňuje žádoucí aktivní roli centrální banky intenzivně komunikovat desinflační trend v celkové inflaci a vyzvat podnikatele a odbory k tomu, aby to naprosto jasně respektovali. Na závěr se přiklání k návrhu nedělat žádná rozhodnutí, ale připravit se na další jednání i s ohledem na změnu lombardní a diskontní sazby.

I. 4. Úkoly z jednání BR

Měnová sekce vypracuje krátký doplňující podkladový materiál k 7. SZ na znovuprojednání měnové situace bankovní radou ČNB 13. 8. 1998 zohledňující následující připomínky:

- Inflační prognóza musí být variantní a má více zohlednit vývoj sezónně očištěné meziměsíční čisté inflace.
- Krátkodobá prognóza musí být diskutována s ohledem na očekávanou trajektorii vedoucí ke střednědobému cíli. (kterým je konvergence k EU.)
- Mají být přesněji kvantifikována rizika vyplývající z protiinflačně působících exogenních vlivů (současná úroveň kurzu a světových cen, mzdový vývoj, atd.)
- Analýza by měla více pracovat s inflačními očekáváními.
- Bylo by žádoucí kvantifikovat vliv dovozních cen na ceny průmyslových výrobců.
- Má být vyjasněna metodologie stanovování kontrolního koridoru pro úroveň peněžní zásoby.
- Má být odpovězeno, zda poslední vývoj peněžní zásoby je či není konzistentní s měnovým programem pro rok 1998.

Aparát má vypracovat analýzu pro viceguvernéra Kysilku o obsahu Sociální charty Rady Evropy a o možných měnových implikacích přijetí tohoto dokumentu novou vládou (termín nebyl upřesněn, ale jednalo se o podkladový materiál na zasedání vlády 5. 8. 1998).

Bylo zdůrazněno, že prezentace údajů stále není na dostatečné úrovni. Návrh: na str. 2 prezentovat meziměsíční údaje o inflaci tak, aby na vodorovné ose byly zachyceny jednotlivé měsíce. Na str. 4 lépe a přehledněji strukturovat informace.

Obecně byly vysloveny tyto požadavky na další SZ: pracovat s pravděpodobnostními rozloženími, přiřadit váhu rizikovým faktorům, zvýšit důraz na střednědobý horizont, opatrněji interpretovat co je a co není sezónnost, nepovažovat ceny potravin a neobchodovatelných a neregulovaných komodit za exogenní veličiny.

I.5. Rozhodnutí

Po vyhodnocení 7. situační zprávy bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně neměnit nastavení úrokových sazeb ČNB.

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