

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 13. 8. 1998

Přítomni pánové Kysilka, Vít, Hrnčíř, Kaftan, Niedermayer, Pospíšil

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Předložený doplňující materiál k 7. SZ má dvojí smysl. Za prvé, rozvíjí prognostické podklady do roku 1999. Jsou předloženy variantní expertní a modelové prognózy. Všechny mají stejný trend, ale hladinově se odlišují. Zatím jsou prognózy postaveny vedle sebe, bez syntézy, přesto je diskuse nad nimi velmi užitečná.

Za druhé, v materiálu jsou informace, které nebyly k dispozici při předložení 7. SZ. Jde o poslední vývoj regulovaných cen a vývoj čisté inflace v červenci, které dávají příznivý signál. Dále jde o informace z finančních trhů, kde pokles sazeb odráží jak příliv kapitálu, tak pokles inflačních očekávání. Dosavadní vývoj (včetně vývoje reálné ekonomiky, důležitý je údaj o rostoucí nezaměstnanosti) potvrzuje, že se vytvořil prostor pro snížení sazeb.

Návrh vychází z inflačního výhledu, nikoli z červencového čísla inflace, poslední informace byly použity pouze ke zpřesnění inflačního výhledu. Snížení sazeb není ani reakcí na současný kurzový vývoj, nesnažíme se o korekci kurzu a nemáme ani jeho žádnou cílovou hladinu. Nejde již ani o cíl roku 1998, protože to bychom museli zvažovat výraznější snížení sazeb.

Opatření reflektuje změnu situace. Zatímco jsme do 6. SZ řešili problém možné akcelerace inflačních očekávání, dostáváme se teď s inflací na úroveň před loňskou krizí, tedy k hodnotám, kterých česká ekonomika už jednou dosáhla. Od 7. SZ jsme v situaci standardního desinflačního procesu, klesajících inflačních očekávání a směřujeme k hladinám inflace nižším než historickým. Objevují se před námi nové typy problémů, především jak kalibrací měnově-politických opatření zabránit velkým fluktuacím inflačního vývoje.

Za předpokladu, že fiskální a mzdový vývoj bude konsistentní s desinflační trajektorií, můžeme očekávat tyto problémy: (i) kolem hladiny 5% se desinflační proces zpomalí, (ii) ekonomičtí agenti nerozpoznají, že inerce vývoje nominálních mezd při desinflaci znamená růst reálných mezd, (iii) oživený domácí růst obnoví vnější nerovnováhu, (iv) nastane korekce příznivého vývoje externích faktorů.

Významným problémem je existence silných kapitálových toků oběma směry a jejich interakce s kursem. Bude-li stabilizace regionu úspěšná, můžeme očekávat příliv kapitálu (krátkodobého i dlouhodobého) jako v roce 1995 nebo i ve větším rozsahu. Ale také může nastat značný kapitálový odliv. To znamená, že škála kurzového vývoje, se kterou musíme pracovat při našich úvahách, je velmi široká, možná širší než s jakou pracují prognózy.

Při porušení dvou původních předpokladů (rozumný fiskální a mzdový vývoj) bude nutná reakce měnové politiky. Bez ohledu na to, co se dnes děje na FOREXU, je s ohledem na časová zpoždění měnové transmise adekvátní přijmout návrh rozhodnutí o snížení sazeb. Návrh je spojen s korekcí koridoru diskont-lombard se záměrem snížit hladinu základních sazeb a zúžit rozpětí koridoru. To vytvoří prostor pro úpravy REPO sazby směrem dolů, ale neznamená to pro ČNB žádný závazek.

I. 2. Diskuse k dodatku k 7 SZ za přítomnosti zástupců měnové sekce

Vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje, že je nutno pracovat v expertní prognóze s riziky symetricky. Dotazuje se, zda je možno explicitně určit časové zpoždění mezi kurzem a čistou inflací, tak jak je to na str. 4 pro září až prosinec. Požaduje standardní výstupy, aby bylo možno porovnat výsledky prognóz mezi sebou.

Víceguvernér Vít: Dotazuje se, jaké je expertní zdůvodnění prognózy pro konec roku 1998, která ukazuje vývoj velmi podobný konci roku 1997, kdy byla řada faktorů nepříznivá. Konstatuje, že snížení diskontní sazby by se mělo pozitivně promítnout do hospodářského výsledku ČNB.

Vrchní ředitel Pospíšil: Upozorňuje na nekonsistenci ve výkladu dopadů snížení úrokových sazeb na poptávku a dovoz. Upozorňuje, že čísla z trhu práce nepodporují hypotézu oživení poptávky ve druhé polovině roku 1998. Požaduje upřesnění komentáže k odhadu růstu HDP v tomto roce.

Víceguvernér Kysilka: Dotazuje se na prognózu čisté inflace a na její podmíněnost kurzovým vývojem. Požaduje bližší popis prognostické metody a zdůrazňuje důležitost kvalitní prognózy.

Vrchní ředitel Niedermayer: Reaguje na dotaz víceguvernéra Víta úvahou, že existují faktory, které působí proti sobě. Například stabilizace kurzu místo předpokládaného zhodnocování může působit proti rychlejšímu než očekávanému poklesu poptávky.

Vrchní ředitel Pospíšil: Dodává, že údaje nasvědčují strukturální změně, růst investičních dovozů není třeba hodnotit negativně.

Vrchní ředitel Niedermayer: Konstatuje, že snížení sazeb ovlivní tvorbu úvěrů s určitým časovým zpožděním, ale ne do té míry, abychom měnili inflační prognózu.

Vrchní ředitel Hrnčír: Upozorňuje, že potenciální produkt je faktor důležitý především pro ekonomiky s charakterem podobným americké, v otevřené ekonomice jsou náklady velmi důležité pro inflační vývoj. Centrální banka nemůže mít jiný cíl než inflační, nemůže cílit ani vývoj kurzu ani vývoj produktu.

Vrchní ředitel Niedermayer: Dodává, že vodítkem pro kurz není inflační diferenciál, ale forwardový kurz. Podstatným faktorem je měnící se riziková premie, která dlouhodobě klesá, ale krátkodobě se může vychýlit oběma směry.

Vrchní ředitel Pospíšil: Dotazuje se na vazbu mezi přílivem kapitálu, poklesem sazeb a poklesem inflačních očekávání.

Vrchní ředitel Niedermayer, vrchní ředitel Hrnčír: Vyslovují hypotézu, že příliv kapitálu souvisí s desinflací, která snižuje rizikovou premii. Část poklesu sazeb lze tedy přičíst poklesu inflačních očekávání přímo a část nepřímo.

Vrchní ředitel Pospíšil: Reaguje připomínkou, že část změny rizikové prémie je nutno přičíst čistě exogenním faktorům, které s desinflací nesouvisí.

I. 3. Uzavřené jednání BR

Víceguvernér Kysilka: Definuje tři základní otázky do diskuse o způsobu komunikace rozhodnutí o snížení sazeb: co znamená snížení sazeb, jaké jsou jeho důvody a jaký je horizont podstatný pro rozhodnutí.

Vrchní ředitel Niedermayer: Formuluje tři podněty k diskusi. Jaké jsou dopady změny průzkumu spotřebitelských očekávání. Zda je významný kanál fiskální politiky, kterým působí vláda na očekávání, tj. zda očekávání "nezodpovědného hospodaření" mohou ubrat něco z naší kredibility. A za třetí je třeba definovat desinflační trajektorii dříve než koncem roku, tj. v září/říjnu.

Vrchní ředitel Pospíšil: Měnový program získává letos jiný význam. Bude mít dlouhodobější horizont a bude plnit roli operačního nástroje, který udá, jak se dopracovat k inflačnímu cíli pro rok 2000. Proto není nutné vázat tuto debatu na prosinec. Diskuse o desinflační trajektorii musí předcházet tvorbě měnového programu.

Víceguvernér Vít: Je třeba nekoncentrovat se na technickou rovinu, ale na otázku míry náročnosti dalšího desinflačního procesu a na jeho zpětný dopad na mezicíl roku 1999.

Vrchní ředitel Hrnčír: Strategickou otázkou je zvážení přechodu na horizontální pásmo a na případné napojení se k mechanismu EMU. Jsme v situaci desinflace, zatímco ostatní země provádějí většinou cílování inflace jako stabilizující (antiinflační) politiku.

Víceguvernér Kysilka: Cílem diskuse by měla být dohoda na systému stanovení inflačních cílů, a na způsobu komunikace tohoto systému veřejnosti. Je dobré podívat se na zkušenost jiných zemí.

I. 4. Závěrečná stanoviska členů BR

Vrchní ředitel Pospíšil: Průzkum spotřebitelských očekávání je nový ukazatel, zatím jeho relevance není velká. Vládní prohlášení nedává dostatek informací. Východiskem je vázat se na věcná rizika. Na obecná rizika, pokud se realizují, je možno reagovat později. Nedoporučuje vázat rozhodnutí BR na rozhodnutí MF nebo čekat na schválení rozpočtu. Souhlasí s návrhem rozhodnutí, vnitřní důvody to umožňují, pohyb kurzu je vyvolán jednoznačně externím faktorem, koruna je nárazníkovou měnou, protože to umožňuje vyspělost našeho finančního trhu. Musíme si zvyknout na pohyby kurzu v obou směrech. Dnešní situace ukazuje, že jsme vnímáni odlišně než jiné země regionu, takže vzhledem k ekonomickým indikátorům není velké riziko, že snížení sazeb ohrozí kurz.

Vrchní ředitel Niedermayer: Ekonomika může být více zbrzděna, než jsme si původně mysleli. Příznivý vývoj na mikroekonomické úrovni může být zastaven odlišnou koncepcí chování vlády směrem k soukromému sektoru. Například skryté transfery mohou vyvolat obnovení divergence mezi růstem mezd a produktivity práce. Pohyb měnového kurzu

ukazuje, že musíme pracovat s vyšším rozmezím než dosud, realita může být i rozpětí 17–21 CZK. Měli bychom zvážit, do jaké míry budeme pohyb hladiny kompenzovat měnovou politikou. Informace o fundamentálním vývoji je dostatečnou podporou pro snížení sazeb. Dnešní krok odpovídá i očekávání o fiskálu, tj. i v případě "normálního" šoku budeme schopni tento krok udržet. Dnešní opatření je rizikovější než předchozí, kredibilita je více v sázce než v minulosti. Analytici mění svůj názor ze dne na den. Pohyb základních sazeb je dopředu hledící opatření, které reflektuje pohyb sazeb do konce roku.

Víceguvernér Vít: Skončila etapa eskalace inflačních očekávání. Míra těsnosti měnové politiky však odpovídá spíše této etapě. Vzhledem k současnému vývoji buď cíl implicitně zpřísňujeme nebo si vytváříme rezervu pro případnou další volatilitu. Obojí výklad znamená modifikaci strategie, kdy při dané úrovni prognózy je měnová politika kalibrována směrem ke splnění cíle. Dnešní vývoj na FOREXU je exogenní výkyv, který nevyplývá ze změny orientace měnové politiky. Pro konec roku bychom neměli stanovovat cílovou hladinu úrokových sazeb. Kurz není veličinou, kterou bychom chtěli bránit, ale kterou musíme brát v úvahu a měli bychom vypracovat strategii případných reakcí.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Nejistota spojená s fiskální politikou se týká především střednědobého horizontu. Je třeba jednoznačně komunikovat, že měnová politika reaguje na deficit celého veřejného sektoru, tj. na výsledek konsolidované bilance včetně nově zakládaných mimorozpočtových fondů. Dostupné informace o vývoji reálné ekonomiky skutečně naznačují, že domácí poptávka je utlumená. Změna úrokových sazeb se promítne do spotřeby minimálně, ale spíše budou ovlivněna investiční očekávání, zvláště bude-li desinflační trend potvrzen změnou základních úrokových sazeb. Vytvoření střednědobé strategie je nutné, dnešní materiál byl podnětem k diskusi. Dnešní rozhodnutí je rizikové, ale mělo by jednoznačně dokumentovat, podle jakého schématu jsou rozhodnutí o měnové politice utvářena. Desinflační strategie je klíčový faktor, denní kurzový vývoj do rozhodování nevstupuje, v tom se lišíme od hodnocení analytiků.

Vrchní ředitel Kaftan: Souhlasí s návrhem opatření. Návrh je dobře odůvodněný a v dané situaci bezpečný.

Víceguvernér Kysilka: Prognostické výhledy, na kterých stavíme, neumí zachytit extrémní situace. Ukazují vývoj v rozumných mezích. Tak to platí i pro měnová opatření. Dojde-li k extrémnímu vývoji (např. na straně rozpočtu nebo kurzu), je třeba opatření přijatá na základě současných výhledů korigovat. Fiskální politika vyvolala expektace změkčení rozpočtového omezení. Dnešní kurz není z pohledu návrhu opatření problematickým faktorem, jde naopak o situaci, při níž se veřejnost naučí rozpoznávat schéma rozhodování centrální banky. Vybudování této znalosti je důležité. Ve snížení základních sazeb je implicitní informace o budoucím pohybu sazeb, místo v dolní třetině budeme v horní polovině. Je nutné bedlivě sledovat sestavování centrálního rozpočtu a hlavně celého komplexu veřejných rozpočtů. Rozpoznání jednotlivých etap je důležité. Skončila inflační epizoda, probíhá desinflační epizoda. Třetí etapou bude "vleklá" desinflace blížká systému horizontálního cíle. Inflační expektace jsou nižší, snížení sazeb je rozumnou reakcí, ale počítejme s tím, že přijímání opatření bude muset být relativně více flexibilní.

I. 5. Úkoly z jednání BR

- * Do konce září je třeba vypracovat a předložit k projednání strategický materiál o desinflační trajektorii na příští roky, s posouzením nákladů a přínosů možných variant. Diskuse nad materiálem bude předcházet tvorbě měnového programu. Cílem diskuse by měla být dohoda na systému stanovování inflačních cílů a způsobu komunikace tohoto systému veřejnosti. Je dobré podívat se na zkušenost jiných zemí.
- * V analýzách by měl být zohledněn fakt, že pohyb měnového kurzu bude ve vyšších rozmezech než dosud. Je třeba utvořit nějaký rámec, jak tuto skutečnost zohledňovat v měnově-politických rozhodnutích. Padly návrhy na použití širšího intervalu vývoje kurzu v podmíněných prognózách se současným zapracováním relevantních scénářů vývoje sazeb. Možno svolat diskusi expertů.
- * Jednotlivé prognózy budou prezentovány ve "srovnatelné" podobě, která umožní čtenářům snazší orientaci.
- * Bude vypracován box o metodě ARIMA, včetně přesných parametrů použitých pro získání trendů v prognóze čisté inflace a také na toto téma bude svolán odborný seminář.
- * V další situační zprávě se objeví bližší specifikace faktorů, které vedou ke vzniku "vlny" v prognóze čisté inflace na konci roku 1998.
- * Pracuje se na desagregované analýze dopadu kurzu do segmentů čisté inflace a na analýze časových zpoždění, ta bude na podzim prezentována.
- * V SZ bude vyjádření k otázce, zda platí hypotéza, že snížení sazeb ovlivní úvěrovou kreaci s určitým časovým zpožděním, ale ne do té míry, aby byla změněna inflační prognóza.
- * Prognóza HDP bude prezentována intervalově.

I. 6. Rozhodnutí BR

Po vyhodnocení dodatečných podkladových materiálů k 7. SZ bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně snížit úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repooperace ČNB ze 14,5% na 14% a snížit základní sazby - diskontní z 13 na 11,5% a lombardní z 19 na 16% s platností od 14. 8. 1998.

I. 7. Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)

Bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně snížit úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repooperace ČNB ze 14,5% na 14% a snížit základní sazby-diskontní z 13 na 11,5% a lombardní z 19 na 16% s platností od 14. 8. 1998. Členové bankovní rady se při hlasování vyjádřili takto.

Víceguvernér Kysilka konstatoval, že snížení inflačních očekávání umožňuje přijmout navrhované opatření i za situace, kdy existují jistá rizika v souvislosti s fiskálním a kurzovým

vývojem. Upozornil, že z těchto důvodů bude muset reagovat měnová politika v budoucnu relativně pružněji.

Víceguvernér Vít zdůraznil, že skončila etapa eskalace inflačních očekávání, a proto je třeba změnit kalibraci míry těsnosti měnové politiky. Označil kurzový vývoj za faktor, který ovlivňuje vývoj inflační, ale nikoli přímo samotný proces rozhodování o nastavení měnové politiky.

Vrchní ředitel Hrnčič označil návrh rozhodnutí za významnou korekci v těsnosti měnové politiky, která odráží pozitivní zlom ve vývoji inflačních očekávání a je konzistentní s trajektorií cílení inflace pro rok 2000. Prostor pro další změny měnové politiky bude vedle předpokládaných korekcí exogenních faktorů významně záviset na vývoji konsolidované bilance veřejného sektoru.

Vrchní ředitel Kaftan konstatoval, že návrh opatření odpovídá ekonomické situaci a na případné rizikové faktory bude možno reagovat v průběhu dalších měsíců.

Vrchní ředitel Niedermayer zdůraznil, že rozhodnutí je velmi významné, protože se jedná o přelom dvou etap. Návrh opatření odpovídá klíčovým ekonomickým veličinám s rizikem obnovení růstu deficitu hospodaření veřejného sektoru. Upozornil na nutnost pracovat výhledově se zvýšenou nejistotou ohledně kurzového vývoje.

Vrchní ředitel Pospíšil označil opatření za odpovídající domácí ekonomické situaci včetně dosud známých věcných rizik. Zdůraznil, že ekonomika se bude muset přizpůsobit režimu plovoucího kurzu. Vzhledem k pozitivnímu vnímání české ekonomiky v rámci regionu nebude mít navrhované opatření destabilizující dopady.

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