

## **Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. 10. 1998**

**Přítomni pánové: Tošovský, Vít, Hrnčíř, Kaftan, Pospíšil**

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

V úvodním slově byly nejprve charakterizovány informace a tendence nově známé od projednávání předešlé situační zprávy. Jde především o hodnoty čisté inflace (meziměsíčně 0,1 %) a inflace CPI (meziměsíčně 0,1 %) za září a o aktualizované prognózy vývoje čisté inflace (3,7 %) a odhady inflace CPI (8,8 %) pro konec roku 1998.

Dále byly shrnuty informace o faktorech inflace, obsažené v předkládané situační zprávě. Jako významný byl označen vývoj salda obchodní bilance, vývoj průmyslové výroby, státního rozpočtu a mezd a divergence inflačních prognóz jednotlivých institucí. Reálné sazby ex post a kursový vývoj dávají argument pro snížení sazeb, ačkoli v jejich hodnocení jsou rozdíly v závislosti na uvažované délce časového horizontu.

Na základě požadavků bankovní rady byla vypracována příloha o vlivu externích faktorů na vývoj čisté inflace s výsledným odhadem 1-2 % snížení čisté inflace s tím, že je pro budoucí rozhodnutí důležité posoudit, zda jde o šok krátkodobý či dlouhodobý. Aplikováno na současný stav, čistá inflace by byla 5,3-6,3%, a tedy zhruba v cíleném intervalu pro konec roku 1998.

Druhá část úvodního slova byla věnována úvaze o nastavení měnové politiky. Máme stanovený cíl pro rok 2000, který je závazkem centrální banky, ale nemáme k dispozici prognózu pro tento rok. Důraz při rozhodování musí být kladen na rok 1999, pro který máme prognózu, ale nemáme zatím stanovený cíl. Kvantitativně se však zvažované návrhy příliš neliší, takže můžeme pracovat s cílem v intervalu 4-4,5%. Je tedy možné použít tento interval a disponibilní prognózu pro rozhodovací proces.

Zásadním problémem očekávaného vývoje je interpretace pozitivního cenového nabídkového šoku. Tento šok vede ke zvýrazněné akceleraci desinflace ve 2. pololetí 1998 a v 1. pololetí 1999. Po jeho odeznění je však nutno očekávat reverzní tendence. To pravděpodobně způsobí kombinovaný vývoj (určitý zlom ve vývoji) čisté inflace v příštím roce.

Díváme-li se striktně pouze na konec roku 1999, pak je stávající nastavení sazeb v zásadě odpovídající předpokládané výši cíle. Je však nutno očekávat, že první pololetí přinese pokles čisté inflace na nízké hodnoty, a to implikuje pokračující nárůst reálných sazeb. Proto je alternativou snížení sazeb jako způsob zmírnění dopadů cenového šoku v nadcházejícím období.

Rozhodování o míře těsnosti měnové politiky musí v současné etapě mnohem více reflektovat interakci mezi domácím vývojem a situací ve světové ekonomice. Kurzové scénáře vykazují značné rozpětí. Došlo k podstatnému zlepšení ve vývoji běžného účtu, a tedy ke snížení

zranitelnosti české ekonomiky. Na druhé straně situace na mezinárodních finančních trzích i v reálné sféře může výrazně zkomplikovat vývoj vnějšího sektoru.

Vývoj na finančních trzích je charakterizován snížením sazeb v USA a tendencemi ke snížení evropských sazeb (ve smyslu konvergence k dolní mezi sazeb – Německo, Francie - namísto původně očekávané konvergence ke střední hodnotě oblasti Eura). Při zavádění Eura se může koruna stát jednou z alternativních měn, což by mohlo výrazně zesílit příliv kapitálu. V reálné sféře světové ekonomiky lze očekávat výrazné zpomalení celkové aktivity. Zmíněné faktory z reálné i finanční sféry budou přispívat k náročnějším podmínkám exportérů (zhodnocení kurzu a pokles poptávky), což může vyvolat následné zhoršení vnější pozice a odliv kapitálu.

Závěrem bylo řečeno, že centrální banka musí usilovat o udržitelný proces desinflace. To znamená bránit prudkým výkyvům či reverzi inflačního vývoje. Proto se v daných podmínkách navrhuje snížení sazeb o 1 p.b. spolu s úpravou koridoru referenčních sazeb. To je výraznější krok než je očekávání trhu, ale tato kalibrace umožní nesnižovat sazby v době, kdy bude třeba již reagovat na předpokládaný vývoj v druhé polovině roku 1999 (dokonce s možností nutnosti sazby zvýšit).

## **I. 2. Diskuse k situační zprávě za přítomnosti zástupců měnové sekce a sboru poradců**

**guvernér Tošovský:** Otevřel vlastní projednávání návrhem na odložení diskuse Přílohy 2. Tento materiál považuje za velmi relevantní k úvaze o hladinách úrokových sazeb a o důsledcích stávající měnové restriktce pro finanční problémy bank a podniků, jakož i pro rozpočtový deficit.

**viceguvernér Vít:** Dotazuje se, co vede v tabulce na str. 14 k očekávanému prudkému zhoršení hospodaření místních rozpočtu ve 4. čtvrtletí a proč je u nově nastavené facility tak vysoký přístupový limit, dále upozorňuje na nesoulad mezi růstem mezd a produktivity práce v tabulce na konci shrnutí.

**vrchní ředitel Pospíšil:** Dotazuje se, kdy přejde rozpočet ze současného přebytkového stavu do avizovaného velkého deficitu, upozorňuje, že diskuse o příloze 2 musí být racionálně zaměřena. Proto je třeba doplnit materiál o kvantifikaci, v čem je popisovaný vývoj mimořádný-ve smyslu klasifikace „nevhodného“ působení měnové politiky.

**guvernér Tošovský:** Uzavírá kolo dotazů charakteristikou klíčového problému. V letošním roce došlo k souběhu dvou problémů: (i) fiskální a mzdový vývoj byl ve skutečnosti příznivější z hlediska inflačního cíle než byla očekávání z počátku roku a (ii) vývoj externích faktorů urychlil desinflaci. Zpětně se tedy zdá, že nastavení měnové politiky bylo příliš přísné, což se v plné síle projeví poklesem čisté inflace na přelomu let 1998 a 1999. Inflační výhledy současně naznačují, že dojde ke zvýšení čisté inflace ve druhé polovině příštího roku. Tato skutečnost komplikuje nastavení inflačního cíle pro rok 1999.

**vrchní ředitel Hrnčíř:** Reaguje na předchozí komentáře z řad přizvaných. Zdůrazňuje, že není možné ani při podstřelení cíle po roční zkušenosti s cílováním inflace zpochybnit strategii jako

takovou. Nesouhlasí s tvrzením o nutnosti nastavit úrokové sazby podle současného stavu inflace. Měnová politika musí být vpřed-hledící a měnově-politická opatření se musí řídit očekávaným ekonomickým vývojem.

### I. 3. Uzavřené jednání Bankovní rady<sup>1</sup>

**vrchní ředitel Pospíšil:** Navrhuje zaměřit diskusi především na budoucí vývoj, namísto kladení důrazu na hodnocení minulých rozhodnutí, protože pohled ex post není totožný se závěry, které bylo možno vyvodit při tehdejších informacích. Jako bezpečné vidí snížení sazeb o 0,5p.b. Předkládaný návrh snížení o 1 p.b. označuje za přijatelný. Rizika návrhu (návrh nad 0,5 p.b.) vidí spíše v domácích faktorech (fiskál, reálné mzdy) než ve faktorech externích. Pochybuje o tom, že bude možné výrazněji zpřesnit inflační prognózu či kvantifikovat hladinu úrokových sazeb, adekvátní vzhledem k cíli, přesněji. Proto doporučuje přenést váhu z toho, co je obtížné (predikce inflace a jí ovlivňujících faktorů pro 2. polovinu příštího roku a dále) k tomu, co je možné – snažit se maximálně ovlivnit vývoj klíčových faktorů budoucí inflace (nyní zejména vývoj mezd).

Připomíná, že v době diskutování cíle na rok 1999 byla jeho hodnota odvozena od nejvíce pravděpodobné trajektorie inflace. Tehdy zdůrazňoval, že celospolečenský konsensus by zvýšil pravděpodobnost dosažení cílů s nižšími náklady. Podpory ostatních stran (především odbory, zaměstnavatelé, vláda) však dosud nebylo dosaženo. V době schůzky s odbory v únoru 1998 inflace akcelerovala. Odbory odmítaly zodpovědnost za minulý mzdový vývoj. Svou neochotu podpořit inflační cíl vysvětlovaly malým respektem a omezenou politickou vahou tripartity, což vnímaly jako důsledky přístupu předminulé vlády a což snížilo možnost vedení odborů přijímat závazky za celé spektrum odborových organizací, jakož i svými prioritními cíli v tomto období (minimalizace poklesu reálných mezd). Současná situace je odlišná, minulé argumenty odborů ztrácejí platnost a podílu na zodpovědnosti se odbory do budoucna nemohou vyhnout.

Jako možnost snížení nejistoty při dalším rozhodování ČNB vidí přechod k aktivní roli v hospodářsko-politických jednáních, kde by ČNB prosazovala dlouhodobý desinflační proces. Předkládá následující návrh. Iniciovat jednání s odbory a veřejně informovat o jejich průběhu (jednáními se zaměstnavateli a vládou pokračovat později). Seznámit představitele odborů s pohledem ČNB na ekonomický a zejména inflační vývoj a dosáhnout jejich podpory, aby se přihlásily k dlouhodobému programu desinflace, tj. aby jejich inflační výhledy za rok 1999 konvergovaly k výhledu ČNB. Nabízí návrh obsahu jednání. Tento postup není riskantní, protože v případě neúspěchu tohoto jednání bude zřejmé, že jedním z důvodů případné akcelerace inflace jsou nepřiměřené mzdové požadavky, a tím budou zdůvodněna případná měnová opatření.

Dnešní opatření vidí jako částečně rizikové, což ale kompenzuje možnost použít 1% snížení sazeb k vyjednávání jako vstřícný krok s tím, že je třeba poukazovat na možnost dalšího snížení

---

<sup>1</sup> Při uzavřeném jednání byla spojena diskuse se závěrečnými stanovisky.

v případě dosažení všeobecné podpory inflačního cíle. Podle výsledků je třeba následně adresovat další výzvu vládě se zaměřením na tříletý výhled.

**vrchní ředitel Kaftan:** Souhlasí s potřebou zpracovat zpětné hodnocení situace s důrazem na působení tvrdého omezení fiskálu a střízlivého mzdového vývoje. Je to zapotřebí pro Inflační zprávu, kde bude nutno interpretovat letošní situaci, a především proto, aby byla využita jedna z výhod přechodu ke strategii cílování inflace. Tou je možnost neustále vyhodnocovat nové informace a posunovat kvalitu měnově-politických opatření dopředu.

Zdůrazňuje, že vpřed-hledící zaměření měnové politiky je klíčové. O tom již byla dosažena shoda. Za jednoznačně bezpečný prostor pro korekci sazeb označuje 1 p.b. snížení, protože v předložených analýzách není žádný argument, který by ukazoval, že dalších 0,5% by mohlo dramaticky ovlivnit dosažitelnost střednědobého cíle. Razantnější snížení nepožaduje.

Podporuje návrh vrchního ředitele Pospíšila o iniciaci jednání s odbory a dalšími partnery. Vidí jako výhodu strategie cílování inflace zvýšenou intenzitu komunikace centrální banky s okolím. Klíčové je zaměřit se na cíl roku 2000, to je silný závazek. Proto jsou nebezpečné úvahy o možnosti zachraňovat ekonomický vývoj pouze osamocenou měnovou politikou. Je na místě požadovat od vlády střednědobý hospodářský výhled, minimálně fiskální. Inflační cíl je zatím jediný platný národohospodářský cíl platný pro tuto ekonomiku, vláda neposkytla ekonomice žádnou kotvu.

**viceguvernér Vít:** Vychází z předloženého materiálu, který je korektní a na úrovni současných znalostí. Doporučuje akcentovat riziko vývoje běžného účtu a platební bilance, protože jde o riziko nejrychleji působící. U mzdového vývoje poukazuje na rozdílný vývoj ve mzdovém a příjmovém vývoji (v reálném vyjádření je očekávaný růst reálných příjmů z mezd v roce 1999 téměř nulový). Je třeba oddělovat potenciální hrozbu mzdového vývoje od reálných očekávání.

Odhad čisté inflace na rok 1999 na 4-6 % je podložený, pracuje s rezervou, což vytváří prostor pro snížení sazeb. V očekávaném vývoji čisté inflace koncem roku je vidět jistý stupeň podstřelení (i po očištění vlivu externího šoku), což signalizuje problém v nastavení parametrů měnové politiky. Tento prostor je možno využít ke skokovějšímu snížení sazeb o 1%, kterým bude vytvářen prostor pro další vývoj ekonomiky ve stabilnějším prostředí. Jde o razantnější optimalizaci se dvěma proti-inflačními pojistkami: obezřetné chování bank a očekávaný možný reálný růst příjmů domácností. Připojuje se k návrhu iniciovat jednání s odbory.

Zpětné zhodnocení působnosti měnové politiky ukazuje, že náš problém je v kumulaci rozhodnutí se stejným znaménkem rizika, což vedlo k růstu mezery mezi optimální a existující hladinou úrokových sazeb. Doporučuje, aby se další zprávy zabývaly tímto problémem a snažily se kvantifikovat prostor mezi optimální a reálnou hladinou, ve které se ekonomika pohybuje.

**guvernér Tošovský:** Shrnuje svůj názor na současnou situaci. V souvislosti s inflačním cílením byla na počátku roku nastavena příliš restriktivní měnová politika v kontextu s uplatňovanou restriktivní fiskální a mzdovou politikou. Následný inflační vývoj je možno charakterizovat jako šokovou terapii s nezanedbatelnými národohospodářskými náklady. Snižování nominálních sazeb

od července bylo pouhým doháněním zpožděných reakcí měnové politiky a v tomto kontextu je třeba chápat dnešní navrhované snížení.

Předložené analýzy ukazují, že existuje prostor pro další snižování sazeb. Opětovně byl podstřelen odhad meziměsíční inflace v září, tato situace se opakuje každý měsíc. Lze očekávat pokles čisté inflace na počátku roku. Očekává se zvyšování úrokového diferenciálu v průběhu příštího roku z důvodu poklesu sazeb v zahraničí. Recese pravděpodobně bude pokračovat, klesají maloobchodní tržby, lze očekávat nižší dynamiku vývozu.

Za inflační rizika lze označit fiskální a mzdový vývoj. Obě doposud existují převážně v latentní podobě. Diskuse o rozpočtu i mzdová vyjednávání lze ještě ovlivnit. Bylo by třeba kvantifikovat některá tato rizika. Především dopad na indikátory vnější zranitelnosti, na růst krátkodobé zadluženosti vůči nerezidentům a na růst úrokových sazeb (včetně sekuritizace skrytého dluhu).

Velikost navrhovaného snížení znamená dokončení manévru přistávání sazeb na úroveň dosahovanou před květnovou krizí 1997. Tím se otevírá prostor pro srovnání s předkrizovou hodnotou. Přistání proběhlo na vyšší hladině očekávaných reálných sazeb, nelze tedy mluvit o uvolnění měnové politiky. Navíc tehdejší sazby reagovaly na vývoj ekonomiky, která byla považována za přehřátou. V současnosti je ekonomika v recesi. Došlo ke strukturálnímu posunu v řadě oblastí (např. zahájení činnosti komise pro cenné papíry, odlišná situace světové ekonomiky, hodnocení české ekonomiky se posunulo blíže k zemím EU od zemí „emerging markets“). Je zřejmé, že finanční trhy očekávají výraznější snížení sazeb, což bylo viditelné již v průběhu minulých dvou týdnů.

Souhlasí s tím, že existuje nebezpečí, že by měnová politika mohla vést k přestřelení uvolnění, ale není zřejmé, na které hladině se zastavit, proto je třeba dopracovat další analýzy. Dává ke zvážení, zda neposoudit depositní facilitu později a nevypracovat materiál o nákladech sterilizace přílivu kapitálu. Komerční banky drží velký objem poukázek, což zatěžuje bilanci ČNB a představuje velké inflační riziko. Není zřejmé, co nová facilitu znamená v tomto ohledu.

#### **I. 4. Úkoly z jednání bankovní rady**

- měnová sekce svolá diskusi expertů nad Přílohou 2 s tím, že materiál je třeba doplnit o kvantifikaci, v čem je popisovaný vývoj finančních indikátorů mimořádný (připomínka vrchního ředitele Pospíšila);
- v 11. SZ bude věnována zvláštní pozornost problematice nastavení hladiny úrokových sazeb ve vazbě na inflační cíl roku 1999 a roku 2000 s tím, že je třeba předložit mezinárodní srovnání. Zdá se, že reálné sazby jsou srovnatelné s okolními zeměmi, odlišný je spíše vývoj kurzu (předloží vrchní ředitel Hrnčíř);
- k některé z příštích SZ bude přiloženo vysvětlení dopadů zavedení depositní facility v souvislosti s vysokou držbou poukázek ČNB komerčními bankami a s objasněním výše poměrně vysokého limitu (společně předloží vrchní ředitel Hrnčíř a vrchní ředitel Niedermayer).

## **I. 5. Rozhodnutí bankovní rady**

Bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně na svém zasedání dne 26. 10. 1998 snížit 2T reposazbu o 1 procentní bod ze 13,5 na 12,5%, snížit diskontní sazbu o 1,5 procentního bodu z 11,5 na 10% a lombardní sazbu o 1 procentní bod z 16 na 15% s platností od 27. 10. 1998.

Zároveň bylo přijato zavedení O/N stahovací resp. depozitní facility s platností od 1. 12. 1998. Jde o měnově-technické opatření související s usnadněním řízení likvidity účastníků finančního trhu a postupnou harmonizací instrumentů ČNB s instrumenty ECB.

Konsensuálně byl přijat námět iniciovat jednání s odbory, prezentovat pohled centrální banky na ekonomický vývoj a začít vyjednávat o podpoře inflačního cíle. Později uplatnit obdobný postup s představiteli zaměstnavatelů s tím, že se jednání bude veřejně prezentovat.

## **I. 6. Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)**

**guvernér Tošovský:** Navrhované 1 p.b. snížení ukončilo manévr přistávání sazeb na úrovni před květnovou krizí 1997. Přistání proběhlo na vyšší hladině očekávaných reálných sazeb, přitom v současnosti je ekonomika v recesi. Předložené analýzy ukazují, že existuje prostor pro další snižování sazeb. Existuje nebezpečí, že by mohlo dojít k přestřelení uvolnění měnové politiky, ale je třeba dalších analýz k nalezení adekvátní hladiny úrokových sazeb.

**viceguvernér Vít:** Skokovější snížení o 1 p.b. využívá prostoru, který je vytvořen jistým stupněm podstřelení v očekávaném vývoji čisté inflace koncem roku, po očištění vlivu externího šoku. Skokové snížení vytváří prostor pro další vývoj ekonomiky ve stabilnějším prostředí. Jde o razantnější optimalizaci se dvěma proti-inflačními pojistkami: obezřetné chování bank a očekávaný reálný růst příjmů domácností.

**vrchní ředitel Hrnčír:** Snížení sazeb o 1 p.b. spolu s úpravou koridoru referenčních sazeb je výraznější krok než je očekávání trhu, ale tato kalibrace umožní nesnižovat sazby v době, kdy již bude třeba reagovat na vývoj čisté inflace ve druhé polovině roku 1999. V důsledku pozitivního cenového nabídkového šoku bude vývoj čisté inflace v roce 1999 kombinovaný. Centrální banka by se měla snažit zabránit prudkým výkyvům inflačního vývoje, resp. reverzním tendencím v procesu desinflace.

**vrchní ředitel Kaftan:** 1 p.b. snížení je přijatelné. Dle předložených analýz jde o jednoznačně bezpečný prostor pro korekci sazeb. Razantnější snížení není třeba. Je třeba více využít výhody strategie cílování inflace a se zvýšenou intenzitou začít komunikovat, aby měnová politika nereagovala osamoceně na ekonomický vývoj. Cíl roku 2000 je pro centrální banku silným závazkem a je zatím jediným platným národohospodářským cílem pro střednědobý horizont.

**vrchní ředitel Pospíšil:** Překládaný návrh je přijatelný. Bezpečné je snížení sazeb o 0,5 p.b. Rizika 1 p.b. snížení jsou spíše v domácích faktorech než ve faktorech externích, protože nejistota ohledně fiskálního a mzdového vývoje zvyšuje nepřesnost inflační prognózy. Nejistota měnově-politického rozhodování by měla být snížena přechodem centrální banky do aktivní role při prosazování dlouhodobě stabilního vývoje.

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