

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 12. 11. 1998

**Přítomni pánové Tošovský, Kysilka, Vít, Hrnčíř, Kaftan, Niedermayer, Pospíšil
ministr financí Svoboda**

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Je potřebné podat bankovní radě informaci o nových skutečnostech, které charakterizují aktuální měnový a ekonomický vývoj a které zejména významně ovlivnily prognózu vývoje inflace do konce tohoto roku, jakož i na rok 1999. Vzniklý makroekonomický rámec je více protiinflační, což poskytuje prostor pro úvahu o nastavení měnové politiky. Nabídkový šok letos značně zkomplikoval vývoj, situaci umocnilo ještě to, že na začátku roku jsme čelili inflační episodě. Proto je sestup míry inflace tak prudký. Měnová politika se snažila ex ante vyrovnat s důsledky těchto šoků, ale skutečný vývoj byl rychlejší. Bez ohledu na snižování sazeb dosud dochází k apreciaci kurzu, při znovu dosažené kredibilitě čelíme přílivu kapitálu.

Z hlediska posuzování dnešního nastavení politiky je situace zřejmě jiná pro druhé pololetí příštího roku a jiná pro pololetí první. Jde tedy nyní o ocenění potřeby včasné korekce, která by na jedné straně reflektovala očekávanou situaci v I. pololetí, ale současně nezakládala důvod pro opačné pozdější změny v měnové politice. K oživení ekonomiky jsou potřebné především strukturální změny a lepší institucionální rámec; neexistují monokausální vazby mezi snížením sazeb a oživením. Je třeba poznamenat, že lze nyní rozpoznat určitý obrat směrem k příznivějším očekáváním /viz konj. průzkumy/.

Doplňující informace – ředitel měnové sekce A. Čapek

Tři základní skutečnosti: (i) pokračuje desinflační proces, očekává se, že v I. čtvrtletí se čistá inflace dostane na hodnoty okolo 2 %; (ii) dochází k příznivému vývoji na straně poptávkových i nákladových faktorů, což bude pokračovat; (iii) z čísel vyplývá, že se restriktivní působení měnové politiky dále mírně zvyšuje.

Absolutní úroveň cen ve spotřebitelském koši čisté inflace je v posledním půl roce prakticky neměnná, proti začátku roku jde o pokles meziročního indexu téměř o 4 procentní body. Predikce CPI koncem roku pod 8 %, čistá okolo 3 %, v I. čtvrtletí příštího roku CPI asi 5,5, čistá inflace možná i pod 2 %, koncem roku CPI 6–7 %, čistá 3,5 až 5,1 %. Dvě třetiny říjnového poklesu jdou na vrub vývoje cen potravin (-0,6 % meziměsíčně), čili položky méně přesně predikovatelné. Aktuální vývoj ovlivňuje pozitivní inflační očekávání: v říjnu se prohlubuje inverzní tvar křivky (spread – 1 p. b.), trhy očekávají nižší sazby.

Vývoj peněžních agregátů ilustruje restriktivní měnový vývoj – absolutní pokles peněžní zásoby v říjnu o 8 mld. Kč. Predikce: koncem roku se M2 bude pohybovat spíše v dolní polovině koridoru. Očištěné úvěry meziročně + 6,4 %, což je rovněž nízké číslo. Reálná apreciacie kurzu v podstatě kopíruje nominální, jelikož pohyby cenové hladiny u nás jsou blízké vývoji v EU. Proti konci roku nominálně kurz koruny aprecioval asi o 10 %, reálný mírně více.

Pokračuje útlum ekonomické aktivity, HDP v I. pololetí -1,7 %, predikce na 3. i 4. čtvrtletí podle nepřímých indikátorů ukazuje na pokračující pokles (asi o 1,4 %). Hlavní vliv zde má domácí poptávka, která klesá už po šest po sobě jdoucích kvartálech. Ve 3. čtvrtletí čekáme pokračování tohoto trendu (-2,2 %; -3,6 % čili rychleji než HDP). Výsledkem je obnova vnitřní a vnější rovnováhy. Snížení deficitu b.ú. ve srovnání s loňským I. pololetím o 75 %, podíl na HDP letos může dosáhnout -1,5 %. Průmyslová produkce v září meziročně -1,8 %, rychleji klesají tržby.

Trh práce: příjmy a mzdy trochu ovlivněny přesunem 13. platu z druhého do čtvrtého čtvrtletí. Přesto současný a očekávaný mzdový a příjmový vývoj je velmi protiinflační (nominální příjmy domácností ve 2. Q. jen + 6,1 %) i když v závěru roku až + 9,1 % a v příštím roce okolo 8 %, půjde o výrazné zpomalení dynamiky. Reálné příjmy ve 2. čtvrtletí poklesly o cca 6 %, ve třetím rovněž dojde k poklesu, ve 4. čtvrtletí a v příštím roce očekáváme mírný růst, okolo jednoho procenta. Vztah průměrné mzdy a produktivity po tři čtvrtletí se vyvíjel protiinflačně, podobně i další indikátory (jednotkové mzdové náklady a deflátoři HDP). V příštím roce vzhledem k očekávanému poklesu HDP může dojít k obnově mírného předstihu růstu průměrných mezd (předběžně okolo 1%). Míra nezaměstnanosti koncem roku dosáhne přibližně 7 %, v příštím roce 8,5 - 9 %, prudce klesá podíl volných pracovních míst na jednoho uchazeče.

Nákladové faktory: významný je prudký pokles PPI od 6,4 % na nyníjších 3,7 % meziročně. V roce 1999 bude index někde okolo 4,5 % až 5,5 % s ohledem na vývoj světových cen a kurzu. Podle analýz existuje do konce letošního roku prostor snížit sazby o 1,5 procentního bodu, jednou z možností je nyní provést snížení o 0,75 p.b.

I. 2. Diskuse na uzavřeném mimořádném jednání bankovní rady

v. řed. Niedermayer: Problém je rozpoznat bod obratu, kdy pokles sazeb změní dosavadní trend vývoje poptávky a spotřeby. Prostor pro snížení sazeb zde bezpochyby existuje, nyní snížením sazeb mnoho nezkažeme, spíše je třeba se obávat možnosti propást okamžik změny trendu. Protože poptávkový kanál působí se zpožděním, pak následná identifikace bodu obratu způsobí, že se bude reagovat více či méně pozdě. Pokud jde o možnost dnešního rozhodnutí, pak motivem nemůže být situace v I. čtvrtletí, kterou už neovlivníme.

v. řed. Pospíšil: Meziměsíční přírůstky čisté inflace v závěru roku se jeví jako nadhodnocené, proto i výsledných 4,5 %. Je obtížné předpokládat, že ke změně trendu dojde rychle, zlomově, vzhledem k vývoji investic nelze očekávat zázrak rychlého oživení a totéž platí pro změnu spotřebního chování domácností.

v. řed. Hrnčíř: Smyslem předložené doplňující informace je umožnit členům BR zvážit, zda změny v mezidobí předkládání situačních zpráv jsou natolik významné, aby vyvolaly potřebu opatření. Pokud nedochází k výjimečným událostem, je obecně vhodnější realizovat měnově politická rozhodnutí až na základě projednání kompletní a podrobné situační zprávy. V současné době jsme svědky určitých pokusů o ovlivňování jednání bankovní rady v médiích. Vzniká riziko nesprávné interpretace případného snížení sazeb. Určitá transmise mezi dneškem a I. a zejména 2. čtvrtletím existuje, to mluví pro rozhodnutí.

g.uv. Tošovský: Jsme a budeme pod značným tlakem. To, co se nyní považuje za úspěch (nízká celková a čistá inflace), bude v prvním čtvrtletí chápáno úplně jinak. Jsme v defenzivě, která se může ještě stupňovat. Argument o politickém ovlivňování je znepokojující, ale v podstatě nemáme teď na vybranou.

v. řed. Pospíšil: Věcně nejsou námitky proti snížení, ale proti formě přijímání tohoto rozhodnutí, proto spíše čekat na regulérní situační zprávu.

v.g.uv. Kysilka: Není problém se snížením sazeb, ale měli bychom si stanovit, že tak vždy budeme dělat na pravidelných zasedáních a ze standardních podkladů.

v. řed. Niedermayer: Už minule bylo nešťastné, že pár dní před normálním zasedáním bankovní rady jsme měli mimořádné, kde bylo přijato rozhodnutí. Teď jsme uprostřed cyklu mezi pravidelnými měnovými jednáními, takže je o něco lepší situace.

v. řed. Kaftan: Stanovisko měnové sekce k možnosti snížení sazeb do konce roku o 1,5 (z toho nyní o polovinu tohoto prostoru) je závažné, přednesenou informaci bychom měli považovat za hodnověrnou. Principiálně v procesu přijímání rozhodnutí má být pořádek a režim, ale lze pochopit důvody pro mimořádné řešení na základě doplňujících informací.

v.g.uv. Vít: Prostor pro snížení sazeb je celkem evidentní. Je oprávněný předpoklad, že tlak nepoleví, takže odkládání rozhodnutí nemá smysl. Pokud bude konsensus, pak souhlasí s okamžitým snížením. Střed cyklu mezi projednáváním situačních zpráv je únosným termínem.

v. ř. Niedermayer: Upozorňuje na nedobrou situaci, ke které došlo proto, že je bankovní rada pod určitým tlakem toho, co se na veřejnost dostalo dříve než přijala závěr (inflační cíl).

v.g.uv. Kysilka: Již v prvním pololetí existovala kritika ČNB proto, že bankovní rada přijímala rozhodnutí mimo svá pravidelná zasedání. Rada z nás vysvětlovala, že to byla mimořádná situace a že bychom propříště chtěli postupovat standardně. Byla by to i cenná hodnota pro trhy a analytiku. Znamená to ovšem být na tato rozhodnutí důkladně a s předstihem připraveni. Politické tlaky existují vždy, ale to co zaznělo před několika dny už nebyl jen tlak, ale brutální útok, a je třeba to i mezi čtyřma očima druhé straně vysvětlit. Je to mimo jiné důvod, proč dnes rozhodnutí raději nedělat.

g.uv. Tošovský: Požádal o doplňující informaci na zasedání BR proto, že minulá situační zpráva se opět netrefila, pokud jde o prognózu inflace. Na základě doplňující informace lze rozhodnout, zda je nebo není třeba další korekce v měnové politice. To co zde bylo předneseno, byl vlastně výtah z příští situační zprávy. Není zde jediná informace o nebezpečí, že inflace půjde nahoru. Důležité je jak vlastní tempo poklesu míry inflace, tak i absolutní pokles peněžní zásoby v říjnu, prognóza poklesu HDP ve třetím i čtvrtém čtvrtletí, výrazné zlepšení běžného účtu, protiinflační působení mezd a příjmů domácností. Stejný závěr by si každý zřejmě udělal i z písemné situační zprávy. Prostor pro snížení je 1 %, ale v rámci konsensu lze uvažovat také o jiné hodnotě.

v. g.uv. Vít: Zatím bankovní rada rozhodovala o snižování sazeb s určitou rezervou. Nyní se vytvořila situace, kdy realita víc tlačí na rozhodnutí, to je jeden z důvodů proč je udělat nyní.

v. guv. Kysilka: Suma dat je jedna věc, ale důležité také je znát, jak se k nim dospělo, členové rady by měli z jejího zasedání odcházet vybaveni argumenty. Jinak by to byl nedobrý precedens plynoucí z dnešního rozhodování.

v. řed. Hrnčíř: Zastává obdobný názor. Jedno procento snížení by zřejmě bylo navrženo i v situační zprávě. Dosud lze ještě ovlivňovat vývoj prvního pololetí, kdežto v prvním čtvrtletí příštího roku už bude kritériem to, co budeme očekávat ve druhém pololetí roku. Argumenty uveřejněné v některých médiích skutečně přesahují únosnou míru. Pokud však většina členů bankovní rady nepovažuje za podstatné, že již několik dní po silné kritice reaguje ČNB novým rozhodnutím, pak je lze přijmout.

v. řed. Niedermayer: Asi není vhodné na TV vystoupení (Sedmička) reagovat odkládáním měnového rozhodnutí. Spíš zvažovat, zda p. Klausovi opět nepřipomenout např. jeho prohlášení, které učinil po kurzové krizi. Dovede si představit rozhodnutí i na základě verbální informace o podstatné změně inflační prognózy. Problém ale je, že po případném dnešním rozhodnutí bude těžké opět reagovat při projednání řádné situační zprávy za dva týdny. Od bankovní rady se snad nečeká, aby každých čtrnáct dní rutinně rozhodovala o změně sazeb. Jsme tedy ve špatné asymetrii přijímání rozhodnutí, pokud mají být výsledkem řádných zasedání bankovní rady. Druhý problém je v tom, že se v rámci rozhodování ovlivněným prudkým poklesem inflace se souběžně rýsuje přijetí poměrně defenzivního inflačního cíle.

v. řed. Kaftan: Komplikace nastává proto, že se souběžně diskutovala možná hodnota inflačního cíle i prognóza, u které se zdá, že míří pod doporučený cíl. Bankovní rada se nestandardně chovala už v létě, kdy se rozhodovalo na základě dvou dodatků k řádné situační zprávě. Ovšem také prostředí je nestandardní a pochopitelně i kvalita prognóz je problematická. Určující zřejmě je, že riziko dnešního kroku je velmi malé. Avšak za čtrnáct dní opět přijmout další rozhodnutí by nebylo dobré.

v. řed. Pospíšil: Principiálněji musíme hodnotit vztah k vnějšímu prostředí. Zdá se, že šéf současné vlády, který se setkává silněji s důsledky měnové politiky, má zdrženlivější stanovisko než šéf opozice. Prostor pro razantní snížení (i přes 1 %) existuje, s tím problém není. Reagujeme na neočekávaně utlumenou poptávku, rozhodnutím tedy lze potvrdit, že jsme schopni reagovat i na neočekávaný vývoj.

guv. Tošovský: V období těsně před volbami jsou všechny výroky politiků účelové. Ale i analytici potvrzují, že restrikce je silná. Do jisté míry jsme opožděnou a málo kalibrovanou reakcí předsedovi parlamentu jeho kritiku umožnili. Nelze zapomínat na to hlavní, že skok v míře inflace není reflektován v sazbách a že hladina inflace je totálně jiná než jsme čekali.

v. řed. Hrnčíř: Rozhodnutí musí být razantní, je třeba zabránit, aby bylo za 14 dní korigováno. Prostor pro razantní opatření je nyní; v průběhu I. pololetí bude možné také korigovat vývoj, ale už nikoli nějakými skoky.

v. řed. Niedermayer: Konzistentní scénář by byl poměrně razantní snížení sazeb a relativně nízký cíl. Orientovat se musíme především na druhé pololetí, kde je možná také dostatečný

prostor pro další snížení, které může být přijato ještě v prvním kvartálu příštího roku. Jistě se budeme pohybovat na zlomu jedno a dvouciferných sazeb a toto je optimistický výhled na inflaci v r. 1999.

v. řed. Hrnčíř (shrnutí): Návrh je alternativní. Pokud se rozhodnutí provede dnes, pak doporučuje snížit o 1 procentní bod. Druhá varianta je, že stejný návrh bude přednesen na pravidelném zasedání rady 26. října t.r.

I. 3. Úkoly z jednání BR

- Na jednání bankovní rady 26. 11. předložit upravenou prognózu inflace a vybraných makroekonomických veličin (rozsah tabulky předložené v materiálu “Stanovení inflačního cíle v r. 1999”) doplněnou vysvětlujícím komentářem k hlavním položkám – tj. předpokladům, na jejichž základě byla prognóza sestavena. V komentáři charakterizovat měnovou politiku, která bude předpokladem plnění prognózy, resp. nastaveného cíle.
- Blíže charakterizovat (kvantifikovat) míru odchylek (“caveats”), které mohou zakládat nesplnění inflačního cíle a nejsou (zejména v kratším období) ovlivnitelné měnovou politikou.

I. 4. Rozhodnutí bankovní rady

Na základě předložené informace o měnovém vývoji a korekci inflační prognózy rozhodla bankovní rada většinou 5 hlasů o snížení 2T reposazby o jeden procentní bod z 12,5 % na 11,5 %, a to s účinností od 13. listopadu 1998.

I. 5. Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)

Guvernér Tošovský: Měnový vývoj posledních týdnů, indikátory dalšího poklesu ekonomiky a relativně zdravý vývoj mezd a peněžních příjmů jsou hlavními důvody, proč přijmout urychlené rozhodnutí o snížení úrokové sazby o 1 procentní bod. Žádný signál o nárůstu inflačních tlaků nyní neexistuje, naopak dochází k trvalé korekci inflačních prognóz směrem dolů.

Viceguvernér Vít: Prostor pro snížení sazeb je evidentní, souhlasí s okamžitým snížením sazby o 1 procentní bod. Důvodem je i to, že vnější tlak brzy nepoleví a že přijetí rozhodnutí v termínu právě uprostřed cyklu projednávání situačních zpráv je únosné.

Viceguvernér Kysilka: Nikdo dnes nezpochybňuje možnost dalšího snížení úrokových sazeb. Závažné je, že se tak má dít pod vlivem nebyvale intenzivních vnějších (politických) tlaků, a tím se umocňuje význam přijetí rozhodnutí právě na mimořádném zasedání bankovní rady. Prioritou je standardní postup, proto přijetí rozhodnutí na dnešním zasedání bankovní rady nepodporuje.

Vrchní ředitel Pospíšil: Souhlasí s dnešním rozhodnutím o snížení sazby o 1 procentní bod, bankovní rada tím mimo jiné potvrzuje schopnost a ochotu pružně reagovat na neočekávané změny a skutečnosti.

Vrchní ředitel Niedermayer: Podstatným znakem inflačního cílování je existence kvantifikovaného inflačního cíle. I když je bezpochyby prostor pro snižování sazeb, je konzistentní a kredibilní jej využívat v souladu s přijetím adekvátního inflačního cíle na rok 1999. Z toho důvodu nesouhlasí s dnešním termínem rozhodnutí.

Vrchní ředitel Kaftan: Považuje předložené informace za kredibilní a za určující zejména to, že dnešní rozhodnutí o snížení sazeb nevyvolá žádné negativní důsledky. Z toho důvodu souhlasí s okamžitým snížením sazeb o 1 procentní bod.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Přesto, že existuje riziko dezinterpretace motivů rozhodnutí bankovní rady a přesto že systém rozhodování ve standardních termínech projednávání situačních zpráv je správný, souhlasí vzhledem ke skutečně významné váze nových informací s tím, aby bankovní rada dnes rozhodla o snížení reposazby o jeden procentní bod.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, sbor poradců bankovní rady