

Interní protokol z jednání Bankovní rady ČNB dne 15. 1. 1999

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

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

- a) Identifikace současné situace a faktorů, které jsou významné pro vývoj v r. 1999. Současná situace je mimořádná, a to jak v důsledku vnějších, tak vnitřních faktorů. Předložený materiál sice nebylo možné zkompletovat tak jako pro pravidelná jednání rady, ale dává dost podkladů pro diskusi a závěrečné rozhodnutí. Pokračuje prohlubování recese doprovázené rychlou dezinflací. Dnes je navíc zřejmé, že stále více se stává problémem obchodní bilance a deficit běžného účtu. Proto místo užšího měnového pohledu je nezbytné začlenit případná opatření do širších souvislostí, uvažovat o jejich fázování a alternativách. Jde už i o to, zda jsou problémy nadále řešitelné kalibrací nástrojů, anebo je nutné se zamýšlet nad úpravami režimů měnové resp. kurzové politiky a jejich možném horizontu. Významná data pro hodnocení jsou zejména tato: průměrná míra inflace za rok 1998 je nejvyšší od roku 1993 (nad 10%), meziroční CPI na 6,8 % je vyšší než v řadě srovnatelných zemí, přičemž proces dezinflace je ale rychlejší. Rozhodný je vývoj meziměsíčních indexů, kde jsou mimořádně nízké a záporné hodnoty. Index +1,7 % čisté inflace je složen z diferencovaného pohybu cen potravin (-1,2 %), kdežto korigovaná inflace vykazuje +3,7 %. Jde o zcela abnormální vývoj u potravin. Důležitý je výrazný pokles PPI, který implikuje další vývoj CPI. Extrémně nízké číslo je u indexu peněžní zásoby (+ 4,2) včetně odpovídajícího vývoje úvěrové aktivity, tomu napomáhal i dlouhodobě přebytkový rozpočet. Osobní spotřeba ve 3. čtvrtletí vykazuje zotavení, dále ale klesly investice. Saldo ZO v běžných cenách už ukazuje na sblížování temp dovozu a vývozu, v reálu je však pohled negativní, což může být klíčové pro problémy v letošním roce. Přitom registrujeme nominální a výrazné reálné zhodnocování kurzu. Zatím není jasné, jak působilo předvánoční oživení spotřebitelské poptávky. Došlo k oživení přímých investic – cca 1 mld. USD ve 4 Q. Všeobecně se očekává znáročnění odbytových podmínek pro export (v SRN odhady HDP pod 2 %) při současném oživení domácí poptávky.
- b) Problémy vývoje v letošním roce: dostáváme se do jiného typu ekonomiky, nízkoinflační, s jinými vazbami a závislostmi. Mzdová jednání neodpovídají očekávané inflaci, minimálně v I. pololetí budeme v období, kdy reálné mzdy prudce vyskočí, to je až šoková změna situace. Může ovlivnit konkurenceschopnost našich výrobků, spolupůsobí zřejmě přeskočení mzdové náklady z veřejného sektoru, a tím nepochybně dojde ke zvratu tendence souladu produktivity a mezd. Růst jednotkových mzdových nákladů je zvláště nepříjemný v období očekávaných rostoucích problémů exportu. Stále větší problémy jsou proto spojeny se současným vývojem kurzu, s tendencemi k jeho posilování (přílivem kapitálu). Pak roste riziko obdobné korekce jako byla v r. 1997, zvláště při očekávaném zhoršování obchodní bilance a dalším asymetrickém pohybu na kapitálovém účtu. Nespokojenost s vývojem kurzu motivuje úvahy o kurzovém režimu. I když komplexnější materiály se na základě předchozích úkolů z bankovní rady teprve připravují, je možné vyslovit základní teze, resp. osobní stanovisko už nyní. Za “nadějně” kurzové režimy se často považují ty, které dříve byly označovány až za extrémní: čistý floating nebo na druhé straně currency board. Módní se stala myšlenka, že při vzniku tří hlavních měnových bloků by se malé země měly vázat na

příslušný teritoriální blok. Currency board testovaly některé země bývalého SSSR, MMF ho doporučil Bulharsku, existuje i v některých dalších. Znamená vzdání se autonomní měnové politiky, měnový vývoj a křeačie úvěřů pak plně závisí na přílivu deviz. Přikročily k tomu země, které se potýkaly s hyperinflací, země s nekredibilní centrální bankou, nebo země tak malé, že vlastní měnová politika nepřicházela v úvahu. Nic z toho neplatí pro ČR, proto pochybnost, zda v dohledné době je currency board optimální alternativou, i když jej některé osobnosti z bankovního světa nám i Polsku či Maďarsku doporučují. Jiné varianty vycházejí z toho, že je žádoucí větší přítomnost ČNB na trhu, tj. přímé i nepřímé intervence. Jiné jdou ještě dále, doporučují ovlivňovat veřejnost představou centrální banky o určitém koridoru, kde se má kurz pohybovat. To by už znamenalo změnu režimu, přechod k režimu crawling pegu (bandu), a kompromitaci režimu inflačního cílování. Rozhodování bankovní rady by pak bylo o střídavém přisuzování priorit buď inflační prognóze či kurzu v různých obdobích, a toto by už muselo být veřejnosti komunikováno jako změna systému. Něco jiného je horizontální pásmo ve vazbě na Euro ve vzdálené budoucnosti, které je v soustavě kroků přibližování k EMU nutné. Varianta, kterou jsme měli do roku 1997, je zřejmě zcela vyloučena, proto osobní názor je, že v dohledné době není alternativa k současnému kurzovému režimu.

- c) Doporučení dalšího postupu: režim měnové politiky zůstává, klíčový a hlavní nástroj nosného řešení jsou stále úrokové sazby. Z hlediska inflačního cíle existuje stále prostor pro korekci. PMR: jejich měnový význam je malý, zřejmě existují určité technické problémy při snižování pod 5 %, kromě toho posledně projednaná úprava vstupuje v platnost až teď (účinnost od 30. ledna). Proto dnes vyvolat další snížení je nevhodné. Otázkou je možné uplatnění devizových intervencí, lze testovat. Problémové jsou sekvence a kalibrace ve vazbě ke korekci úrokových sazeb a zvažování citlivosti situace (Brazílie, Rusko). Měnová sekce pracovníě doporučuje snížení úrokových sazeb o 0,5 p.b. s odůvodněním, že se blížíme citlivější hladině. Osobně ovšem předpokládá, že tuto hladinu lze úspěšně testovat snížením o celý 1 bod, a tím si vytvořit lepší podmínky pro obrat negativní kurzové tendence a k exportnímu oživení. Pokud by reakce nebyla odpovídající, lze uvažovat o podpoře kurzovými intervencemi. Poznámka na okraj: extrémně nízká inflace na počátku roku umožňuje rychlejší deregulace, což by vláda mohla a měla využít. V důsledku nových údajů o inflaci a mzdových jednáních může být také žádoucí obnova tripartitních jednání.

I. 2. Diskuse za přítomnosti zástupců měnové sekce

vrch. řed. Pospíšil: Meziroční korigovaná inflace je relativně vysoká, jaká je její souvislost s pohybem cen průmyslových výrobců a jaký se očekává vývoj PPI v prvním pololetí?

guv. Tošovský: Období vysokého přílivu zahraničního kapitálu umožňovalo vyšší zahraniční přímé investice, ty pravděpodobně vyvolávaly požadavky na velké dovozy, ale současně svým kapacitotvorným efektem přispěly ke zlepšení obchodní bilance v loňském roce. Do jaké míry loňské 2 mld. USD zahraničních přímých investic ovlivní dovozy? Při hodnocení běžného účtu a obchodní bilance je vhodné použít i hledisko tzv. basic balance. To vše potřebujeme k orientaci, zda obrat ve vývoji ZO je nezdravou tendencí, anebo jsou tu jiné faktory (např. právě FDI), které způsobují, že situace není tak zneklidňující.

v.guv. Kysilka: Do jaké míry se uplatnil a bude uplatňovat substituční efekt deregulací? Mělo by se udržovat jejich plynulejší tempo. Jaké máme znalosti o předpokládaném vývoji inflace v důležitých zemích (důležité z hlediska budoucího reálného zhodnocování kurzu)?

guv.Tošovský: Jak se uvažuje s pokračujícím vlivem poklesu cen surovin do dalších sfér ekonomiky (multiplikační efekt) v příštím období, do jaké míry je zadržen u monopolních dovozců? U jakých subjektů se nejvíce projevil pozitivní šok směnných relací?

v.guv. Vít: Do jaké míry jsou spotřebovány zásoby pořízené za vyšší ceny?

vrch.řed. Hrnčíř: Zvýšení zisků vlivem poklesu dovozních cen je zřetelné v některých odvětvích a ovlivnilo pozitivně hospodářský výsledek nefinančních organizací (136 % loňské úrovně), snižuje se počet ztrátových jednotek. Vývoj obchodní bilance v průběhu roku je pesimistický nejen u nás (také v PR, na Slovensku); v ČR jde o tendence reagující na odeznění pozitivního šoku, který zlepšoval indikátory v běžných cenách.

I. 3. Uzavřené jednání bankovní rady

A. K možnosti dalšího snížení úrokových sazeb

vrch.řed. Niedermayer: Nejsme nízkoinflační ekonomikou, ale ekonomikou, která má dočasně nízkou inflaci, nominální kontrakty nejsou nastaveny na trvale nízkoinflační prostředí. Banka by neměla deklarovat nějaké cílové zóny pro kurzy; navíc je pravděpodobně zóna, která by účinněji pomohla ekonomice, velmi vzdálena od současných relací. Lze ovšem určit, jaký kurz je konzistentní s naší inflační prognózou. Přes úrokové sazby nejsme schopni řídit kurz, snižovat je tak, abychom dosáhli umírněné, hladké depreciace (lze je ovšem podstřelit tak, aby vyvolaly krizi). Tvar křivky stále napovídá, že trh snížení sazeb předpokládá, proto jej samotným snížením ÚS nepřekvapíme, na kurz nebude mít přímý vliv. Míry, o které se mění úrokové sazby jsou v rozložení v čase malé, pro zahraniční investory je primární vizí, že kurz zůstává stabilní. Opakovaná kritika: inflační prognóza se pořád mění, na konci roku je zde stále neúměrně prudký pohyb cen, s tím nelze souhlasit.

guv.Tošovský: Zatím jsou kroky v úrokových sazbách nosné a málo problémové vzhledem k trvalému poklesu inflace a velikosti inflačních a úrokových diferenciálů. Intervence jsou v takovém prostředí neúčinné, efekt je jen dočasný. Nemá-li, podobně jako v Japonsku, změna sazeb žádný vliv na kurz a bankovní sektor je v problémech, pak kroky měnové politiky mohou být výrazné. Jestliže se úrokové diferenciály snižují a hranice citlivosti kurzu se blíží, pak jsou, resp. budou devizové intervence v kombinaci s jemnějšími úpravami sazeb legitimní a účinné. Je pravda, že trh často reaguje stádovitě, ale reaguje na souhrn okolností, které možná těžko vůbec ovlivníme.

v.guv. Vít: Pokud přikročíme k praktickým krokům, měla by to být kombinace, která zajistí rozložení šoku, který by mohl nastat po dosažení nějaké prahové hodnoty. Je potřebné mít

alespoň krátkodobý program a představu o cestách řešení možných situací a nikoli provádět pouze jednorázová opatření.

v.guv. Kysilka: Dosud platilo, že kurz byl vůči změnám úrokových sazeb inertní, skutečně může být hranice, kde nastane overkilling, ale je sporné, zda opravdu mezi tím nějaké pásmo existuje nebo nikoliv. Intuitivně lze předpokládat, že právě v tomto pásmu účastníci trhu začnou jinak kalkulovat, a tedy i my musíme jemněji kalibrovat.

vrch.řed. Hrnčíř: U nás se skutečně dosud nejedná o dlouhodoběji udržitelnou nízkoinflační ekonomiku. Vazba úrokových sazeb a kurzu je nesporná, něco jiného je skutečnost, že úrokovými sazbami míříme na inflaci a potřeba změn se neodvozuje z kurzu. Logika je taková, že v zájmu pozitivního vývoje inflace je nezbytné zabránit riziku prudkého reverzního pohybu kurzu, budoucímu šoku.

guv. Tošovský: Je velká setrvačnost reálné ekonomiky a očekávání, což asi zadrží po velkou část roku vzestup cen. Růst nezaměstnanosti bude nutit sociální partnery k přehodnocení dnešních představ a taková situace může vést k tomu, že se staneme skutečně nízkoinflační ekonomikou.

vrch.řed. Pospíšil: Přímou (a definičně) nepůsobíme ani na inflaci, ani na kurz, ale na poptávku. Ta je stlačena a výhled na tento rok neukazuje na výraznou změnu. I kdybychom připustili, že snížení úrokových sazeb nebude mít vliv na kurz (dříve či později), což si osobně nemyslím, rozhodující je, že s ohledem na budoucí vývoj poptávky je snížení sazeb možné. Korekce úrokovými sazbami samozřejmě nesmí být zbrklá natolik, aby sama šok vyvolala.

vrch.řed. Niedermayer: Úrokový diferenciel závisí na dvou komponentech: kreditním riziku (snad dvě procenta) plus riziko, zda se nízká inflace udrží. Vcelku si lze těžko představit, že nějaké číslo pod 7 % reposazby je pro nás reálné. Přitom křivka by navíc musela být strmá, a nikoli jako nyní.

vrch.řed. Hrnčíř: Další pokrok ve snižování PMR je reálný, připravuje se, ale registrovali jsme technický problém, který je nutno zmapovat.

v.guv. Kysilka: Vývoj inflace v příštím roce nevidí úplně optimisticky: nebude už substituční důchodový efekt deregulací, skončí boj řetězců o místo na trhu, skoky zahraničních cen se také nebudou opakovat. Přecházíme-li však na flexibilnější taktiku, není problémem dělat další kroky v obou směrech; opatrnost by vyvolalo přiklonění se k systému méně četných změn. Za přiměřené považuje snížení o 0,5 až 0,75 proc. bodu. U PMR není technická překážka v platebním styku, banky se musí naučit pracovat i za podmínky jejich sazby hluboko pod 5 %. Toto pololetí je historickou šancí, jak se vysokých PMR vůbec zbavit, taková příležitost se už nemusí zopakovat. Snížení lze vyhlásit s velkým předstihem, aby se banky mohly předem připravit.

vrch.řed. Pospíšil: Rizika vyvolaného kapitálového pohybu (přilivu kapitálu) tu jsou, to může být relevantní i pro úvahy o skokovém snížení PMR. Čím se budeme bránit, když se zbavíme PMR? Stabilizace tržními instrumenty má nezanedbatelné kvazifiskální dopady.

gub.Tošovský: Uvažovat o rychlém snížení PMR dnes není relevantní (účinnost minulého rozhodnutí dosud nenastala), nelze opomíjet významné ovlivnění hospodářského výsledku banky. Dovedeno do důsledků, je třeba předejít tomu, aby se objevila standardní výdajová položka státního rozpočtu, tj. kapitola ČNB. Rizikem je kontrola této položky a omezení nezávislosti centrální banky.

vrch.řed. Niedermayer: Nemusíme diskutovat o tom, proč máme tak nízkou inflaci, to je stejné jako jinde. Problém je s nastavením nominálních kontraktů, které tomu neodpovídají. Platební bilance se začíná dostávat do velkého problému, těžko je dnes užít standardní řešení, tj. omezení domácí poptávky. Prostor pro snížení úrokových sazeb nyní existuje; jenže na Západě když odezní exogenní šok, tak se inflace vrátí na obvyklá cca 2 %, zatímco u nás je riziko, že skočí daleko víc. Pro omezení rizika krizových tendencí je snížení PMR bezvýznamné, prudký pokles úroků může vyvolat obnovu vysoké poptávky, přinese jen nákladové ulehčení podnikům. Lepší variantou je fiskální expanze a urychlení deregulace. Je tu možnost posunu kurzu, který by mohl mít velký pozitivní efekt. Politiku dělat s výhledem dopředu (který ovšem není optimistický) a už začít brát ohled na vkladatele. Proto 1 procentní bod je mnoho, spíš 0,5 až 0,75 bodu a ještě kombinovat s intervencí, aby se kurz dostal na jinou hladinu. K tomu je optimální situace, krize v Brazílii, trh je málo likvidní, proto náklady na posun kurzu malé.

v.gub. Vít: Vzhledem k potlačené inflaci nejsou rizika reverzního pohybu vyvolaného snížením úroků silná. Problémy jsou víc na nabídkové straně ekonomiky, kde je mj. špatný přístup k finančním zdrojům. Vidí celkový prostor pro redukci sazeb na cca 2 %, jednotlivé kroky však nutno vkloubit do celého instrumentária politiky. Nynější snížení o 0,75 bodu umožňuje pružnější reakci, tj. v horizontu delším než několik dní lze další krok spojit s případnými intervencemi.

vrch.řed. Kaftan: Předkládané prognózy mají stále širší rozptyl: nyní už +2,5 až +5,5 % u čisté inflace. Důvody by měly být lépe objasněny. Jestliže za této situace aparát navrhuje jen 0,5 bodu (při časování až na 28. ledna), tak zřejmě nejistot bude čím dále víc. Prostor určitě je, ale dnes může jít o snížení tak o 0,75 bodu.

vrch.řed. Pospíšil: Minule měl rezervovanější přístup k návrhu na snížení úrokových sazeb s ohledem na probíhající uzavírání mzdových kontraktů. Nyní, po publikaci cen průmyslových výrobců a za současného vývoje exportu se zdá, že výrobci jsou pod značným tlakem. V úvodním slově byla zmínka o relativně vysokém růstu korigované inflace (3,7 %) bez ohledu na pozitivní nabídkový šok a stlačenou domácí poptávku. To vede k úvaze o charakteru inflace v tomto roce. Aparát rozšířil koridor inflační prognózy snížením spodní hranice a ponecháním horní. Faktory spojené s dosažením horní hranice jsou zejména negativní nabídkový šok (reverzní pohyb dovozních cen) a depreciace kurzu (spíše vyvolaná exogenně). Kapitálové toky, a tedy kurz, jak bylo řečeno, bude ovlivňovat riziková prémie a úrokový diferenciál, který je stále značný. Hrozba poptávkových tlaků je celkem malá, což potvrzují i měnové a úrokové agregáty a faktory stojící za jejich současným vývojem. Z toho lze usuzovat, že pokud nebudeme adekvátně reagovat, může v druhé polovině roku dojít k tomu, že inflace sice poroste, ale v důsledku působení exogenních faktorů (naší politikou neovlivnitelných), poptávka bude stlačena (v nejcitlivější oblasti-investic) a kurz trvale tendovat k nadhodnocení, což by byla velmi

nepříjemná situace. Prvotní je tedy dostatečné snížení sazeb, neboť je to také předpoklad pro korekci kurzu, a tím i zlepšení podmínek exportu. Proto se přiklání ke snížení o 1 %.

gub.Tošovský: Potlačení inflace je takového rázu, že opět evokuje možnost podstřelení inflačního cíle v letošním roce. Budou se měnit očekávání, proto i z vývoje mezd nemusí být přehnané obavy. Za situace, kdy je tempo ekonomiky záporné, nelze uplatňovat snížení domácí poptávky (včetně dovozu). Je docela možné, že žijeme už v deflačním prostředí, kdy i neekonomické zvýšení mezd ve veřejném sektoru pomůže deflaci potlačit. Vlivem situace ve světové ekonomice se také blížíme k nízkoinflačnímu prostředí. Vzhledem k politické konstelaci nejsou rychlejší deregulace vůbec reálné, zvláště když současně existuje hospodářský pokles a růst nezaměstnanosti. Rovněž není možné jít nad deficit schváleného rozpočtu. Podporuje návrh na snížení sazby o 1 procentní bod.

v.gub. Kysilka: Snížení o 0,75 není špatné ani z hlediska psychologie a taktiky. Je to stále velký krok, ale současně naznačuje větší obezřelost ČNB. Pokud jde o přenos vlivu úrokových sazeb do kurzu: je jedno zda se tak stane v rámci expektací nebo až po realizaci opatření. Jednorázové překvapení trhu nemusí mít dlouhodobější efekt.

vrch.řed. Hrnčič: Nikdo není schopen určit, co je jednoznačně lepší. Shoda je určitě v tom, předejít krizovému vývoji, abychom se nestali obětí krátkodobého kapitálu. Variantou prevence může být větší váha položená na kurz, ale z hlediska dnešních znalostí je účinnější provést opět výraznější krok ve snížení sazeb. Záleží i na dohodě, zda se k němu opět 28. ledna vrátit. V našem regionu není důvodem snižování sazeb soutěž o exportní zvýhodnění slabším kurzem, ale účelem je nedopustit příliv krátkodobého kapitálu. Tady je pro nás určitá komparativní nevýhoda v likviditě trhu a širokém obchodování s korunou (na rozdíl např. od Maďarska).

gub. Tošovský: Důležitá je koncovka, jak vysoké sazby ČR budou optimálně odpovídat inflaci na úrovni Evropské unie. Jsme v situaci hospodářského poklesu kombinovaného potlačením domácí poptávky, takže inflace k EU zkonverguje. Dnes by mělo jít o kombinaci několika kroků: o razantnější snížení sazby, prohlášení bankovní rady ke kurzu, vyčkat na reakci, a provést případnou intervenci. Podle výsledku a po zveřejnění čísel o ZO teprve zjistíme, jaké další kroky budou účelné. Prostor pro snížení vidí 2 %, konzistentní je pokračovat v krocích po 1 %.

vrch. řed. Niedermayer: Snížení o 0,75 ve dvou krocích znamená docílení 8 % sazby, což se jeví jako přijatelná hladina. V horizontu 2–3 týdnů dostaneme další důležité informace: maloobchodní obrát, obchodní bilanci a inflaci, z toho lze na přiměřenou cílovou sazbu usuzovat. Důležitý není rozdíl v názorech o čtvrt procenta, ale účinné ovlivnění trhu, což se dosud nedařilo. Chceme intervencemi docílit, aby trh už reagoval na snížení sazeb pohybem kurzu. Představu o kurzu nelze nyní, nepřipraveně, uvádět v žádném komuniké z jednání bankovní rady. Lze nanejvýš sdělit, že současný kurz není konzistentní s naší inflační prognózou. Trh nemá o kurzu žádnou vizi, převezme úroveň, kam jej lze jednorázově dostat, zvláště oznámíme-li rozhodnutí o sazbách až později v pondělí. Rychlé vyhlášení nyní (odpoledne) by poškodilo tuzemské finanční instituce (už se zde neobchoduje).

gub.Tošovský: Vyhlásit účinnost až později po jednání bankovní rady, tj. v průběhu pondělka, je neúnosné z hlediska kredibility bankovní rady. Proto to nelze podpořit, i kdyby to bylo spojeno

s možností účinnějšího tlaku na kurz. Dokonce by totiž mohlo dojít k podezírání bankovní rady z prosazování nějakých osobních zájmů. Zkrátila by se tím také lhůta do přijetí dalšího předpokládaného opatření (28. ledna). Na přesný čas vyhlášení našeho rozhodnutí jsme nikdy nebrali ohled, vždy bylo prioritní sdělit, že je třeba opatření udělat.

vrch.řed. Pospíšil: Je-li skutečně prostor větší než 1 %, pak lze doporučovanou proceduru včetně intervencí bez problému zopakovat později, koncem ledna. Usilovat o změnu hladiny kurzu je vhodnější až poté, kdy se sazby dostanou na přiměřenější úroveň. Vidíme-li riziko v tom, že pokud dojdeme k rozhodnutí, musíme je nějak zveřejnit, pak je termín zveřejnění už mimo další diskusi.

vrch.řed. Hrnčíř: Znevýhodnění tuzemských institucí je vážný argument, ale z inventury možných alternativ termínu vyhlášení žádné rozumnější řešení než dnešní odpoledne nevychází.

guv.Tošovský: Bylo zřejmě dosaženo konsensu na termínu zveřejnění změny úrokové sazby standardně, tj. po skončení zasedání bankovní rady. Pokud jde o míru snížení, jsou tři členové bankovní rady (Tošovský, Pospíšil, Hrnčíř) pro snížení o 1 procentní bod, ostatní pak preferují snížení o 0,75. Většinou hlasů tedy bankovní rada rozhodla o snížení 2 týdenní reposazby z 9,5 % na 8,75 %.

B. K možnosti intervencí na devizovém trhu

v.guv. Kysilka: Pragmatický přístup znamená zhodnotit situaci v pondělí, poté diskrétní postup a podle zhodnocení účinnosti ještě před pátečním zveřejněním údajů o ZO vystoupit otevřeně. Ovšem časový sled úrokové sazby a poté intervence není v principu v pořádku. Intervencemi nevystupujeme ze schématu inflačního cílení, jde totiž o udržitelnou dezinflaci, o to, aby budoucí změna kurzu nevyvolala náhlý zvrát dosavadní tendence. Je-li pravda, že trh v podstatě neví, proč pracuje právě na nějaké kurzové hladině, pak při potenciálním problému na běžném účtu lze tlačít kurz na jinou hladinu, a tím preventivně chránit inflační cíl.

guv.Tošovský: Je zásadně proti intervencím, zvláště po rozhodnutí o snížení o 0,75 bodu. To bude chápáno jako signál, že se snižováním sazeb končíme, kdežto snížení o 1 bod by vypovídalo o kontinuálním procesu poklesu sazeb. Nejsme ještě u cíle, kde je možné manévrovat jemnějšími nástroji (intervence), pak i celkové náklady jsou vysoké. Prioritu má mít národohospodářské řešení, a nikoli jen omezenější vliv na exportní sektor.

vrch.řed. Pospíšil: Menší dnešní snížení může být ovšem pochopeno i jako signál existence prostoru pro další sestup. Pak lze připravit sled intervencí navržený p. Niedermayerem; nemělo by jít o koncept krátkodobý, ale k něčemu jasnějšímu by se ČNB v kurzové politice měla zavázat tak, aby byl kurz slučitelný s inflačním cílem. To je samozřejmě určitá koncepční změna, na kterou dnes nejsme připraveni.

v.guv. Vít: Jednorázová intervence byla několikrát uplatněna, ale důsledek nikdy netrval dlouho. Neměli bychom vyslovit konkrétní závazek, ale pokoušet se zjistit, zda se v nějakém přiměřenějším koridoru dá kurz dlouhodoběji etablovat a zejména jakým způsobem. Jde o

nalezení rozumné rovnováhy mezi pohybem úrokových sazeb, setrvačností trhu a rozsahem intervencí.

vrch.řed. Niedermayer: Už jsme trh dlouho netestovali, neznáme náklady, s kterými je možné s kurzem pohnout. Je otázkou několika dnů to zkusit a teprve budeme-li úspěšní, lze přemýšlet o cílových zónách. Na jejich projednání připraveni nejsme, ale intuice je nyní obecná: ekonomika potřebuje slabší kurz a dnes to lze vcelku levně zkusit.

vrch.řed. Hrnčíř: Po nějakou dobu může být cílení na kurz a inflaci konzistentní, ale poté už půjde o diskreci (příklad Izraele) rozhodování. Po snížení o 0,75 za stávajících okolností nelze očekávat, že se kurz pohne; zkusme tedy připravit další krok včetně intervencí. Určitý problém v časování je v tom, že informace o obchodní bilanci bude až v pátek a bankovní rada další týden.

v.guv. Vít: Těžko odhadnout, zda uvolněný kapitál z Brazílie zamíří právě do tohoto regionu, spíše do bezpečné USA, zdá se rozumné úroveň kurzu v příštím týdnu otestovat.

guv.Tošovský: I z hlediska možného přílivu kapitálu je úroková sazba klíčová. Intervence zastaví proces snižování sazeb, proto je výslovně proti nim. Rozhodneme-li se však přesto pro ně, je třeba určit jejich parametry: pro diskrétní intervence stanovit nepřiliš velký limit, o případných veřejných musí rozhodnout bankovní rada. Diskutuje se strop intervencí až 500 mil. Euro, i když ve skutečnosti mohou být nižší. Jednotlivé intervence bude třeba projednat s guvernérem (zast. viceguvernérem), kromě toho určit mez, kde už není třeba vůbec intervenovat (např. 36,80 Kč/Euro). Rozhodnutí o intervencích však nebude správné, protože zpochybní možnost dalšího snižování sazeb.

vrch.řed. Hrnčíř: Pomoc ekonomice případnou intervencí by byla součástí procesu uvolňování měnové politiky. Pokud bychom vzhledem ke kurzu nemohli se sazbami dál a uzavřeli si manévrovací prostor, pak by opravdu teď intervence nebyly žádoucí.

vrch.řed. Pospíšil: Je riziko, že intervence narovná výnosovou křivku, dlouhodobé sazby se zvednou, neboť intervence si trh vysvětlí jako snahu o udržení kurzu na nějaké úrovni. I pokud ji specifikujeme, zvýší se riziko dalšího kurzového pohybu. Je lepší a čistší provést jen snížení sazeb. Nezkomplikuje se tím jejich další snižování. Dostat se na jejich ještě nižší úroveň by bránilo, kdyby se podařilo intervencí vyprovokovat rychlou depreciaci kurzu, resp. nejistotu o jeho dalším vývoji.

vrch.řed. Kaftan: Tak závažné rozdíly důsledků mezi snížením o 0,75 a o 1 bod nejsou. Masivní intervence snad nyní nikdo nechce dělat, opatrnější postup je v souladu s nižším snížením sazeb. Pokud by byly důsledky tak ostré, pak rozhodnutí o intervencích je lépe odložit. Nebo dokonce odložit i manévry se snížením sazeb na 28. ledna, tak fatálního se nic nestane.

v.guv. Kysilka: Sled sazba – intervence není správný, proto rozhodnutí o intervencích lze odložit. Krok snížení o 0,75 není malý, proto nemusí být pochopen jako signál o přistání úrovně sazeb.

vrch.řed. Hrnčír: Mimořádné svolání bankovní rady je důkazem, že nám vývoj není lhostejný. Rozhodnutí o sazbách je namístě, kdežto rozhodnutí o intervencích není třeba přijímat. Důvodem není nejistota spojená s Brazílií a Ruskem, ta potrvá déle.

vrch.řed. Niedermayer: Cítí se zodpovědný za návrh na intervence právě nyní, ekonomika nepotřebuje tak silný nominální kurz, navíc s rizikem dalšího posílení. Původní vize byla o překvapení trhu, dnes promarnujeme jednu z posledních možností, tolikrát už se sazby snižovat nebudou. Přešli jsme na jednociferné sazby, tomu by měl odpovídat i rozsah jednotlivých kroků při jejich snižování. I nedávno jsme už o takových menších změnách vážně uvažovali.

guv.Tošovský: Každý si přinesl poněkud jinou představu o dalším postupu, což je přirozené. Cíl úrovně sazeb v blízké budoucnosti vidí na cca 7 až 7,5 %, čas přitom hraje proti nám. Krátkodobý posun kurzu dosažený intervencí ještě není ziskem centrální banky, situace za rok může být úplně jiná. Z diskuse vyplývá, že přijatelné pro členy bankovní rady je rozhodnutí o intervencích odložit. Další timing: nad otázkami intervencí se v případě potřeby sejdeme ještě před pravidelným jednáním bankovní rady 28. ledna /pokud se dříve nestane něco zcela mimořádného/.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- pokusit se identifikovat vazby zahraničních přímých investic a dovozní náročnosti a to, zda jde o trvalou tendenci ke zhoršování obchodní bilance, nebo o cyklickou změnu,
- odhadnout strukturu dopadu pozitivního nabídkového šoku (na zisky monopolistů, dalších článků ekonomiky, přímé snížení cen, vliv spotřeby zásob) a možnost přenesení jeho důsledků na vývoj v r. 1999
- zjistit předpoklady vývoje inflace v zemích hlavních obchodních partnerů
- ověřit hypotézu velikosti přiměřeného úrokového diferenciálu, pokud bychom se v 1. pololetí dostali na "evropskou" úroveň inflace

I. 5. Rozhodnutí BR

Bankovní rada rozhodla většinou hlasů o snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repooperace ČNB o 0,75 procentního bodu, tj. z 9,5 % na 8,75 % s účinností od 18. ledna 1999.

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

Vrchní ředitel Hrnčír: doporučuje snížení reposazby o 1 procentní bod. Spolu se zřetelnou tendencí ke zhoršování obchodní bilance a běžného účtu a globální ekonomickou situací roste riziko přílivu krátkodobého kapitálu, kterému je třeba bránit. Důvodem pro rychlejší postup při snižování sazeb je i výrazné snížení cen průmyslových výrobců, které indikuje nízkou inflaci pro příští měsíce.

Viceguvernér Kysilka: snížení o 0,75 procentního bodu má výhodu v tom, že jde stále o dosti výrazný krok a přitom se vysílá signál o větší obezřetnosti ČNB. Výhled vývoje inflace v příštím roce není jednoznačně optimistický, ale jestliže jsme se rozhodli pro flexibilnější politiku, není problém změnit sazby častěji v případě potřeby v obou směrech.

Viceguvernér Vít: celkový další prostor pro redukci sazeb je cca 2 procentní body, příští kroky je již žádoucí vkloubit do celého instrumentária měnové politiky. Snížení o 0,75 bodu je proto momentálně akceptovatelnější.

Vrchní ředitel Niedermayer: úrokovými sazbami nelze řídit kurz, tj. snižovat je tak, aby bylo dosaženo plynulé a žádoucí depreciae. Brzy obdržíme důležité informace o obchodní bilanci a o maloobchodních tržbách, z nichž lze usoudit na vývoj poptávky. Proto je vhodný obezřelejší postup, tj. snížení o 0,75 bodu, které je také adekvátnější existenci jednociferných sazeb.

Vrchní ředitel Pospíšil: rychlý růst nezaměstnanosti a stagnace HDP může vést k tomu, že ve druhém pololetí bude existovat jak nízká poptávka, tak nadhodnocený kurz a exogenními faktory tlačенý růst inflace. Protože exogenní faktory neovlivníme a potlačená poptávka a nadhodnocený kurz mají svůj průsečík v domácí úrokové hladině, podporuje výraznější snížení úrokové sazby – o jeden procentní bod.

Vrchní ředitel Kaftan: měnová sekce doporučila snížení o 0,5 procentního bodu, přitom předložila inflační prognózu se širším rozpětím než dříve. Znamená to, že počítá se stále většími riziky pro inflační vývoj. Za této situace doporučuje snížení jen o 0,75 bodu.

Guvernér Tošovský: je pravděpodobné, že trh ostře odliší dnešní snížení o 0,75 od dosud kontinuálního postupu po 1 bodu, a to tak, že je bude vnímat jako signál o ukončování přistávacího manévru sazeb na žádoucí úrovni. Přitom fundamentální veličiny (nezaměstnanost, poptávka, setrvačnost cen, vliv vnějšího prostředí) budou tlačit ekonomiku do nízkoinflačního prostředí. V zájmu toho je rychlejší postup, čili i dnes snížit sazby ve standardním rozsahu o 1 procentní bod.

Zapsal: Ing. Krejčí, sbor poradců bankovní rady