Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 28. 1. 1999

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

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Na předchozím zasedání 15. l. projednávala bankovní rada pracovní verzi situační zprávy. Dnes předložený standardní materiál z ní vychází, doplňuje ji o nové skutečnosti a reaguje na připomínky a požadavky bankovní rady. Novými skutečnostmi jsou zejména:

- rozsah deficitu obchodní bilance za prosinec, který je nejhorší za velmi dlouhou dobu,
- reakce trhu na naše rozhodnutí o snížení sazeb, a to zřetelněji na krátkém konci výnosové křivky, čímž došlo k jejímu zploštění; teď ovšem existuje opět očekávání poklesu sazeb,
- jisté oživení úvěrové emise v lednu, které však dosud nelze považovat za změnu tendence,
- změna prognózy MF (horší vývoj HDP) může znamenat ohrožení salda státního rozpočtu schváleného PS,
- významná korekce úrokových sazeb v Polsku (-2,5 bodu).

Nadále trvají nejistoty co do vývoje v Brazílii a Rusku. Křivka na úrokových swopech je plochá – čili inflační očekávání trhu se měnila.

Plnění inflačního cíle 1999 se bude pohybovat od nízkých hodnot čisté inflace na konci prvního čtvrtletí (0 až 0,7%), až po široký koridor 2,5 až 5,5 % na konci roku. Meziroční CPI 4,2 až 6,4 koncem roku, míra inflace bude pod 4%. Meziměsíční vývoj čisté inflace: absolutní pokles v posledních třech měsících. Potvrzuje se už dříve konstatovaná skutečnost, že jsme vstoupili do období nízké inflace, problém bude, jak předejít výraznější negativní korekci této dosažené úrovně. Vedle pozitivních důsledků (pomalejší reálné zhodnocování kurzu, snížení inflačního diferenciálu) existují vazby na rozpočtové hospodaření a zejména na vývoj mezd. Primárním je pro nás úsilí o takové oživení, které bude udržitelné a nepovede k destabilizaci. Zatím se rýsuje, že zdrojem oživení bude spotřeba domácností a zčásti vlády (rozpočet), v tom je rozdíl proti situaci na začátku roku 1998. Situace je tedy méně příznivá a zakládá riziko udržitelnosti takového vývoje.

Největším nebezpečím je mzdová nekonzistence s inflačním vývojem, inerce mezd vzhledem k dezinflaci. Zatímní data ze mzdových vyjednávání ukazují, že přírůstky průměrných mezd se pohybují mezi 6 a 12 % (např. u ČD, České pošty a ČSD minimálně 10 %), souhrnná informace bude až koncem března. Ve srovnání s očekávanou mírou inflace okolo 4 % půjde tedy o podstatnou změnu trendu růstu reálných mezd. Asi na 50 % pracovníků podnikatelské sféry se kolektivní vyjednávání však nevztahuje. Vzhledem k růstu nezaměstnanosti objem mezd poroste pomaleji, přesto se reálné příjmy domácností budou zvyšovat. Jednotkové mzdové náklady opět stoupnou, s důsledky pro konkurenceschopnost. Ve vyspělých zemích je gap mezi růstem průměrných výdělků a inflace nejvýše 2 %.

Druhým rizikem je vývoj obchodní bilance a běžného účtu. Zlepšení v r. 1998 je v podstatě jen výsledkem mimořádně příznivých směnných relací (107,1), absolutně jde řádově o 60 mld. Kč. Přitom v minulém roce existovaly poměrně příznivé odbytové podmínky v zahraničí. Kurz dosud

krátkodobě reaguje jen na situaci na trhu, ale v delším horizontu roste riziko nárazové kurzové korekce, obdobně jako v r. 1997.

Cílem měnové politiky je dosáhnout cílů v dezinflačním procesu při co nejnižší úrovni úrokových sazeb. Jejich pohyb musí ovšem být konzistentní s okolím, s ostatními nástroji. Navržené snížení REPO sazby je o 0,75 procentního bodu. Představuje dokončování manévru přizpůsobování úrokových sazeb. Navrženou korekcí REPO sazby se dostáváme již na hladiny, kde musíme očekávat výraznější reakce trhu na jednotlivé indikátory a nové informace. To nás vede k návrhu na nižší rozměr úpravy sazby, zohledňuje se tak zejména citlivost kurzu na dosaženou hladinu úrokového diferenciálu. Aktuální úroveň nominálního kurzu je konzistentní s inflačními cíli, varianta doprovodných intervencí na forexu není relevantní.

Doplnění informace /ing. Čapek/ o růstu dovozní náročnosti /požadavek z minulého jednání BR/ a jejích příčinách. Vztah zvýšené dovozní náročnosti u velkých zahraničních investic je zřejmý: zajištění technické úrovně, dalším důvodem, možná přechodným, jsou strukturální změny (např. přechod na dovážené zdroje energie). Kromě toho působí i "institucionální" faktory: např. úpadek Poldi znamená růst nároků na dovoz, rozšiřuje se účast zahraničních firem na podnikání v ČR. Všechny vlivy se vzájemně prolínají. Snížení dovozních cen ropy a plynu představovalo asi 9 mld. Kč za rok a přineslo zejména zvýšení zisku v dopravě a chemickém průmyslu (o 7 mld. Kč). Přímé přenesení do cen je tedy menšího rozsahu, navíc právě zde existují monopoly a regulované ceny.

I. 2. Diskuse BR za přítomnosti pracovníků měnové sekce

v.guv. Kysilka: Metodika měření dovozní náročnosti, co všechno její růst vyjadřuje, jak jej interpretovat? Zajímá nás její hladina nebo dynamika?

vrch.řed. Pospíšil: Navrhuje se další snížení úrokových sazeb, jaká je kompatibilita tohoto návrhu s tendencemi, které vidíme v oživení domácí poptávky a vývoji obchodní bilance?

guv. Tošovský: Výrazná změna vládní predikce vývoje ekonomiky velmi brzo po schválení rozpočtu je špatným a nedůvěryhodným signálem z ministerstva financí. Přestože rizik je víc, nejvážnějším jsou mzdy. Je třeba podané informace o vývoji průměrných mezd a mzdových jednání doplnit o širší pohled na celkové peněžní příjmy domácností, jejich chování a na důsledky dalšího poklesu počtu ekonomicky aktivních členů. Závaznost dohodnutého mzdového růstu může přinést takový vzestup nezaměstnanosti, který se může vyhrotit až do sociálního konfliktu. Další jednání s odbory považuje z tohoto důvodu za účelné. Východiskem je buď přehodnocení představ o přiměřeném mzdovém vývoji, nebo našich představ o inflaci.

vrch.řed. Hrnčíř: Konzistentnost návrhu na snížení sazeb se současnými vývojovými tendencemi je zejména v tom, že by měl přispět k pozitivnějšímu vývoji na nabídkové straně ekonomiky: alokace zdrojů ve prospěch investic, nižší náklady podnikové sféry. S tím jsou v rozporu některé kroky vlády při posilování sociálního charakteru státu (zvyšování minimální mzdy, pojistného na sociální zajištění), které zdražují náklady na pracovní sílu a mohou rizika

růstu nezaměstnanosti prohlubovat. Toto je nežádoucí typ oživení, neměly by se opakovat chyby sociálních systémů západní Evropy. To, co se na první pohled jeví jako sociální přístup, je ve svých důsledcích asociální, protože ekonomika v konkurenci neobstojí. Je třeba radikálně změnit vše, co brání mobilitě pracovní síly. Snížení sazeb takovou dílčí korigující veličinou může být.

vrch.řed. Pospíšil: Zda existují v kolektivních smlouvách záruky udržení zaměstnanosti? Do jaké míry vytvářejí nižší náklady dovozu prostor pro vyšší dynamiku mezd, aniž by v krátkém období ohrožovaly konkurenceschopnost výrobců? V čem jsou hlavní důvody pro růst dovozní náročnosti při poklesu HDP v r. 1999 a jaká je další tendence, nekončí už dovoz pro investice (infrastruktura, služby), které by neprodukovaly vyšší vývoz? Míra zhoršování, kterou předpovídá materiál, je možná nadsazená.

vrch.řed. Hrnčíř: V otevřené ekonomice je problém udržet stabilní míru dovozní náročnosti, pokud HDP klesá nebo stagnuje, rozdílné hodnocení bude u dovozu pro spotřebu domácností a pro investice nebo pro výrobní spotřebu.

guv. Tošovský: problémem pro docílení racionálnějšího přístupu k možnému růstu mezd jsou autoritativní postoje v odborových svazech, které ignorují reálné výhledy na inflaci a riziko vysoké nezaměstnanosti. Pak je problém těžko řešitelný.

I. 3. Uzavřené jednání bankovní rady – diskuse a závěrečná prohlášení

v.guv. Kysilka: V r. 1999 nelze přehlížet mnoho rizik, zejména neopakovatelnost příznivých faktorů z loňska: zejména ještě uspokojivá vnější poptávka a stagnující domácí při velice příznivém vývoji terms of trade. Potom nelze podceňovat riziko spirály: silná koruna – deficit běžného účtu – propad koruny – inflace. Možnosti rozpočtové a důchodové politiky jsou teď velmi omezené, optimální mix politik je proto obtížný, takže ČNB bude nerovnováze čelit opět do značné míry osamoceně. Za takové situace by politika měla být spíše obezřetná, ale to je dvousečné. Při flexibilní politice lze akceptovat dnešní návrh na snížení sazeb ovšem s možností výraznějšího pozdějšího pohybu na druhou stranu. Asi teď existuje i větší prostor než pro snížení o 0,75 bodu, ale není dost informací, aby mohl být přesněji určen. Při pokusu o jeho vymezení bychom se sami mohli dostat do pasti. V každém případě je nutné zintenzivnit komunikaci s partnery o rizicích vývoje, aspoň je přimět k úvahám. Sociální konflikt může být roznětkou, nastartováním spirály depreciace kurzu a inflace.

vrch.řed. Pospíšil: Poslední jednání bankovní rady jsou poznamenána snahou o stále přesnější interpretaci jen málo se měnících fakt. Např. při hodnocení obchodní bilance jde o to, zda zhoršení je více ovlivněno faktory na straně exportu nebo importu. Vývoj struktury vývozu dokládá, že je problém spíše na straně exportu než znovuoživení domácí poptávky. Dovozní náročnost by se už příliš zvyšovat neměla, ale mohou se objevit mimořádné faktory (např. důsledky bankrotů větších firem, viz Chemapol). Nadhodnocený kurz je vidět ve vývoji struktury exportu, kde vývoz položek citlivých na kurz klesá. Apreciovaná měna bude dovozní náročnost vždy vytlačovat nad dlouhodobý průměr. Pokud jde o reálné mzdy, možná, že nejsou v krátkém období pro typ chování domácností tak významné jako mzdy nominální. Z očekávaného vývoje

reálných mezd je zřejmé, že jsme asi nedostatečně ovlivnili expektace. Pokud je nereálné tlumit poptávku vytvořením prostoru pro posun relativních cen, potom, pokud jsou odhady vývoje nominálních příjmů správné, je vhodnější cílit vrchní část koridoru inflačního cíle. Souhlas se snížením reposazby o 0,75 bodu. V souvislosti s tím je nutné posunout predikci vývoje kurzu nad 18,50 Kč, spíše nad 19 Kč za marku.

vrch.řed. Hrnčíř: Změna struktury dovozů: klesají dovozy pro výrobní spotřebu, roste dovoz pro investice. Záleží ovšem na tom, zda je to substituce méně schopných domácích producentů nebo cosi navíc v technické úrovni a kvalitě. Podle analýz je kurz koruny do 37,- za EURO (= DEM do 19 Kč) stále ještě kompatibilní s inflačními cíli. Osobně podporuje návrh měnové sekce na snížení sazeb o 0,75 bodu.

vrch.řed. Pospíšil: Nesdílí názor aparátu na růst dovozní náročnosti., i když byly uvedeny silné argumenty: rostoucí účast zahraničních firem v domácí ekonomice, strukturální změny budou pokračovat (např. záměny domácích energetických surovin za dovoz), institucionální faktory se nevyřeší rychle, konkurenceschopnost domácích firem závisí na rozšiřování dovozu komponent. Pokud však dojde k souběhu těchto faktorů při poklesu zahraniční poptávky, nevyhnutelně dojde ke zhoršení deficitu obchodní bilance při jinak nezměněné domácí poptávce, tj. situaci, které více odpovídá slabší kurz koruny.

v.guv. Vít: Situace se opakuje: plynulý pokles inflace a sazeb se střetává s hranicí rizik, kterými jsou bezpochyby mzdy a běžný účet. Pokud jde o mzdy, pak zřejmě krátkodobé řešení neexistuje, nelze počítat s tím, že by mohlo být dosaženo jiného postoje smluvních partnerů ke kolektivním smlouvám. Stoprocentní korelace mezi mzdou a inflací však není, možná lepší vztah je k celkovým peněžním příjmům domácností. Jestliže mzdový vývoj povede k vyšší poptávce po zboží z dovozu, pak snižování úrokového diferenciálu může prostřednictvím kurzu problém zmírnit. Vysoké reálné úrokové sazby si nemůžeme dovolit vzhledem k dalšímu poklesu ekonomiky, nezaměstnanosti a možnosti výbušného sociálního prostředí. V tom je hlavní důvod, proč přes všechna střednědobá rizika souhlasit s navrženým snížením sazeb, problém by nebyl ani s ještě větším krokem. Tím i podpořit určité revitalizační kroky v ekonomice.

vrch.řed. Kaftan: Souhlasí se snížením úrokové sazby o 0,75 procentního bodu.

guv. Tošovský: Je obtížné vysvětlit, jak reagujeme na existující rizika, která se tu diskutovala. Hrozby neúměrného růstu mezd, deficitu běžného účtu nebo rozpočtového schodku mají spíše latentní charakter. Jiné faktory je mohou tlumit (výkyvy v dovozní náročnosti, cyklická složka rozpočtu může být větší než se předpokládalo, růst nezaměstnanosti, pohyb kurzu). Hledáme co nejschůdnější východiska z rizika nastoupení recesně-deflační spirály, která je v krátké době docela možná. Pak krátkodobé řešení může kolidovat s logikou našeho zájmu o nastartování udržitelného růstu. Po zvážení diskutovaných faktorů se připojuje k ostatním, kteří doporučují snížení o 0,75 bodu, rozsah je konzistentní s minulým krokem. Lze připomenout, že se dodatečně potvrdila správnost minulého rozhodnutí bankovní rady o odložení intervence na devizovém trhu.

I. 4. Úkoly z jednání BR

S ohledem na předpokládaný extrémní růst reálné mzdy zpracovat analýzu jeho možných důsledků na peněžní příjmy a spotřební chování domácností, nezaměstnanost a z ní se odvíjející sociální rizika, na cenovou konkurenceschopnost české ekonomiky a vnější rovnováhu.

I. 5. Rozhodnutí BR

Bankovní rada rozhodla jednomyslně o snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repooperace ČNB o 0,75 procentního bodu, tj. z 8,75 % na 8 % s účinností od 29. ledna 1999.

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

Vrchní ředitel Hrnčíř: mzdová nekonzistence s vývojem inflace ovlivní nejen poptávku, ale prostřednictvím růstu jednotkových mzdových nákladů i konkurenceschopnost české ekonomiky. Zatím kurz reaguje na aktuální situaci na devizovém trhu, je účelné ho pomocí poklesu úrokových sazeb tlačit k hranici, která je ještě slučitelná s inflačními cíli. Doporučuje snížení sazeb o 0,75 b.

Viceguvernér Kysilka: v letošním roce přestanou působit mimořádně příznivé faktory, jež zde byly loni. I když nelze dosáhnout potřebného mixu měnové politiky s fiskální a důchodovou, je dnes při zamýšlené flexibilitě pohybu úrokových sazeb stále prostor pro jejich snížení. Souhlas se snížením o 0,75 p.b., s partnery je však nezbytné komunikovat rizika letošního roku.

Viceguvernér Vít: nepřiměřený mzdový vývoj může vést k sílící poptávce po dovozech a k nerovnováze, oslabený kurz vlivem poklesu úrokových sazeb může toto riziko zmírnit. Protože vysoké reálné sazby si v době ekonomické recese nemůžeme dovolit, souhlasí se snížením sazby o 0,75 bodu, problém by nebyl ani s výraznějším krokem.

Vrchní ředitel Pospíšil: pokud při předurčeném růstu mezd nelze poptávku tlumit posunem relativních cen, pak možný vliv snížení sazeb na depreciaci kurzu a inflaci bude do značné míry pozitivní, zvláště pohybujeme-li se v dolní části koridoru. Posiluje se nabídková strana ekonomiky a vyrovnanost obchodní bilance, proto souhlasí se snížením o 0,75 bodu.

Vrchní ředitel Kaftan: na základě předložené situační zprávy souhlasí se snížením úrokové sazby o 0,75 procentního bodu.

Guvernér Tošovský: stále větší problém spočívá v umění vysvětlit snížení úrokových sazeb v situaci, kdy více zdůrazňujeme rizika letošního vývoje. Na rozdíl od aktuálního nebezpečí nastoupení recesně-deflační spirály mají rizika v oblasti mezd, dovozní náročnosti a rozpočtového deficitu latentní charakter, mohou být tlumena dalšími faktory. Dnešní snížení sazeb, následující brzy po minulém, je stále kredibilní, proto se připojuje ke všem ostatním členům bankovní rady a souhlasí se snížením reposazby o 0,75 p.b.

Zapsal: Ing. Krejčí, sbor poradců bankovní rady