

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. 5. 1999

Přítomni pánové Tošovský, Dědek, Tůma, Hrnčíř, Niedermayer, Racoča, Štěpánek.

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Měnová sekce předkládá bankovní radě 4. SZ. Na základě předchozích diskusí a z nich vyplývajících závěrů dochází k diferenciaci typů situačních zpráv. Zavádíme nově typ čtvrtletní situační zprávy, která se bude opírat o zhodnocení makroekonomických dat dostupných na kvartální bázi a bude obsahovat čtvrtletně rolované roční prognózy inflace a z nich vyplývající návrhy na nastavení měnově-politických nástrojů na následující čtvrtletí. To neznamená, že v rámci daného čtvrtletí nemůže dojít ke změně nastavení měnové politiky ČNB. Za předpokladu, že budeme znát nové významně odlišné informace resp. dospějeme k závěru, že je nezbytné korigovat naše hodnocení, projednávání měsíčních situačních zpráv bude nadále sloužit k měnově politickému rozhodnutí. Měnová sekce bude usilovat o standardizaci struktury čtvrtletní zprávy. Navrhuje projednat zprávu připravenou pro dnešní BR ve 3 základních blocích. V prvním bloku bude prezentován syntetický makroekonomický rámec, s nímž měnová sekce pracuje (časový limit: 2 hodiny). V druhém bloku budou diskutovány specifické otázky expertních a modelových prognóz (časový limit: 1 hodina). Po polední přestávce by mělo dojít k projednávání třetího tematického okruhu tj. otázek měnově-polického charakteru a návrhu k nastavení měnově-politických nástrojů.

I. 2. Diskuse BR za přítomnosti zástupců měnové sekce a sboru poradců

Krátké shrnutí prezentace 4. SZ měnovou sekcí

V průběhu roku 1998 působila většina faktorů inflace výrazně protiinflačně. Výsledkem byl pokles inflace. Mezi březnem 1998 a březnem 1999 poklesl index spotřebitelských cen z 13,4 % na 2,5 %, čistá inflace ze 7.9 % na -0,4 %. V současnosti se však začínají prosazovat nové tendence signalizující, že desinflační působení faktorů inflace se zeslabuje. Přesto střední predikce inflace ke konci roku 1999 směřuje do oblasti dolní meze cílového intervalu a predikce na r. 2000 se pohybuje v rámci cílového intervalu.

Nové tendence se objevují ve vývoji domácí poptávky i výstupu, kdy sezónně očištěné čtvrtletní údaje naznačují koncem roku 1998 v mezikvartálním srovnání určité mírné oživení ekonomické aktivity. Rovněž působení zahraničních cen a kursu prostřednictvím dovozních cen bude v r. 1999 podstatně méně protiinflační ve srovnání s r. 1998. Setrvačnost nominálních mezd v podmínkách poklesu tempa růstu produktivity a poklesu inflace vede k nárůstu reálných mzdových veličin znamenajících latentní mzdové nákladové tlaky. Dochází i k urychlení tempa růstu reálné peněžní zásoby. Uvedený vývoj znamená novou situaci ve srovnání s předchozím obdobím, neměl by ale vést k nárůstu inflace ohrožujícímu splnění inflačních cílů v r. 1999 a 2000. Rizika jsou v r. 1999 spíše na straně podstřelení cíle.

Novým prvkem makroekonomického rámce v r. 1999 je prohlubování deficitu veřejných financí. Jeho působení na inflaci je třeba posuzovat v kontextu vývojových trendů v oblasti úspor, spotřeby a vnější nerovnováhy. V případě, kdy deficit veřejných financí by byl doprovázen výraznějším růstem spotřeby na úkor úspor a zhoršením vnější nerovnováhy, mohlo by dojít k zesílení inflačních tlaků prostřednictvím poptávkového i kursového kanálu.

Zpracováno měnovou sekcí ČNB

Dotazy a připomínky členů BR při prezentaci 4. SZ měnovou sekci

Guvernér Tošovský: V diskusi o míře promítnutí dovozních cen do inflace upozorňuje na zkušenosti Bank of Canada, podle kterých promítnutí kursových změn je vždy výraznější za předpokladu silné dynamiky domácí poptávky a totéž platí obráceně.

Viceguvernér Dědek:

- Podíl deficitu běžného účtu k HDP je odhadován na 1.5 % HDP a podíl přílivu nedluhového kapitálu k HDP na 8 %. Z těchto důvodů lze očekávat v letošním roce silný apreciační tlak na kurs koruny.
- Dotazuje měnovou sekci, zda souhlasí s interpretací, podle které zvýšení výdajů spotřeby vlády vede ke zvýšení úrokových sazeb, k apreciaci koruny a k následnímu zhoršení běžného účtu platební bilance.
- Při diskusi o šíři predikčního intervalu připomíná, že pásmo inflačního cíle v případě Nového Zélandu činí 3 %.
- Poznává, že v současné ekonomické situaci obyvatelstvo pocítuje nepříznivé sociální dopady slabé ekonomické aktivity. Dotazuje měnovou sekci na význam této skutečnosti pro tvorbu současných a budoucích inflačních očekáváníí.

Viceguvernér Tůma:

- Vzhledem k dostatku likvidity v bankovním systému prozatím nejsou splněny předpoklady pro vytlačování investic hospodařením veřejných financí.
- Jak silné je přesvědčení měnové sekce ohledně předpokladu budoucí mírné deprecie koruny? Nedávno byl prezentovaný opačný předpoklad (mírná apreciace).
- Požaduje další vysvětlení ohledně faktorů ovlivňujících úvěrovou emisi.
- Dotazuje se, zda snížení kursové elasticity čisté inflace vyplývá z technické nebo fundamentální analýzy.
- Jaká je spolehlivost odhadů rychlejšího promítnutí kursových změn do objemu reálného dovozu než do objemu reálného vývozu?
- Dotazuje se na spolehlivost informací v oblasti cen zemědělských výrobců. Považuje za potřebné se spojit s ministerstvem zemědělství a získat informace, které by mohly být užitečné v horizontu několika měsíců. Žádá zpracování analýzy mapující očekávaný vývoj cen zemědělských výrobců podle jednotlivých odvětví.
- Dotazuje se, jakým způsobem sleduje ČSÚ ceny potravin. Jsou nové obchodní řetězce zahrnuté do vykazování?
- Považuje predikční interval čisté inflace za nadměrně široký. Poukazuje na to, že Bank of England používá pravděpodobnostní rozložení při tvorbě své predikce.

- Z jakých důvodů jsou použity úrokové sazby z vkladů namísto krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním trhu při tvorbě prognózy v modelu MMI?
- Při posuzování restriktivního vlivu reálných úrokových sazeb je žádoucí použít ex-ante přístup.

Vrchní ředitel Niedermayer:

- Jaká metodologie je použita při výpočtu národohospodářských úspor?
- Jaký je předpoklad měnové sekce ohledně očekávaného přebytku salda finančního účtu platební bilance? Předpokládá se změna devizových rezerv ČNB?
- Jakým způsobem je odhadnuta cyklická a strukturální část deficitu státního rozpočtu?
- Jaký rozměr účetní operace Konsolidační banky představuje poptávkový stimul?
- Jakými faktory lze vysvětlit růst peněžní zásoby za 1. čtvrtletí tohoto roku?
- Pan vrchní ředitel nepovažuje za reálné předpokládat, že světové ceny vyjádřené v cizí měně by se přizpůsobovaly oslabené domácí poptávce v ČR. Cenotvornou sílu ČR v mezinárodním kontextu považuje za nevýznamnou.
- Doporučuje zásadní diskusi o přístupu odboru 314 k predikci kursu.
- Požaduje upřesnění pravděpodobnosti pohybu predikované inflace v dolní resp. horní části predikčního intervalu.

Vrchní ředitel Racoča:

- Požaduje prohloubení analýz v oblasti úvěrové emise. Upozorňuje na skutečnost, že úvěrová emise čtyř největších bank je nenulová za první čtvrtletí letošního roku.

Vrchní ředitel Štěpánek:

- Do jaké míry jsou odhady ČNB podílu deficitu státního rozpočtu na HDP konsistentní s odhady MF? Jaké byly výchozí předpoklady při tvorbě prognózy měnové sekce?
- Považuje optimismus měnové sekce ohledně budoucího vývoje veřejných rozpočtů za nadměrný.
- Šíře predikčního intervalu prognózy čisté inflace je nadměrně široká. Dotazuje se, zda by nemohlo dojít k jeho snížení v případě krátkodobé, ale i střednědobé prognózy.
- Jsou nové údaje o vývoji cen ropy zapracované do prognózy čisté inflace?

I. 3. Uzavřené jednání Bankovní rady

Vrchní ředitel Hrnčíř: Hlavním úkolem je posouzení míry restriktivnosti měnové politiky v časovém horizontu následujících dvou let, s ohledem na inflační cíle ČNB v roce 1999 a 2000. Inflační cíl pro letošní rok má charakter „naváděcího“ cíle, zatímco cíl pro rok 2000 je hlavním měnovým cílem. Z předchozí prezentace měnové sekce je zřejmé, že vzájemná konzistence těchto dvou cílů není jednoznačná. Lze očekávat korekci v působení některých vnějších makroekonomických faktorů, které doposud působily protiinflačně. Na druhé straně je nutné si uvědomit, že se ekonomika stále nachází ve fázi ekonomického poklesu. S odvoláním na předchozí diskusi pan vrchní ředitel zdůrazňoval, že při posuzování restriktivního vlivu reálných úrokových sazeb je žádoucí vycházet z ex-ante přístupu, ale současně se musí zohlednit skutečnost, že se ekonomika nachází v recesi. Poptávkově-inflační faktory, včetně vlivu hospodaření veřejných rozpočtů, budou působit v roce 1999 nadále velice omezeně. Z tohoto důvodu prosazování nákladově-inflačních tlaků v oblasti zahraničních cen a mezd bude mít

v letošním roce spíše latentní charakter. Za předpokladu, že by v roce 2000 nedošlo ke korekci v předpokládaném vývoji hospodaření veřejných rozpočtů, vytvořil by se opět nežádoucí mix měnové a fiskální politiky. Takový vývoj by znamenal významné omezení pro možnosti dalšího snížení úrokových sazeb. Na základě informací poskytnutých panem viceguvernérem o projednávání fiskálního výhledu lze usoudit, že vládní činitele jsou si vědomi těchto důsledků a lze očekávat významnou korekci v tomto ohledu. V letošním roce je pravděpodobné určité zhoršení obchodní bilance a běžného účtu platební bilance.

Významným faktorem ovlivňujícím inflační výhled je vývoj úspor domácností. Z prezentace měnové sekce vyplynulo, že se pokles úrokových sazeb z vkladů přiblížil k citlivé úrovni, při níž by se domácnosti mohly orientovat na zvýšení spotřeby. Na druhé straně lze předpokládat, že zvyšující se míra nezaměstnanosti a relativně nízká úroveň ekonomické aktivity v konečném důsledku povedou ke zvýšení míry úspor.

Při zohlednění všech výše uvedených argumentů a rizik se pan vrchní ředitel Hrnčíř kloní k závěru měnové sekce, že dosavadní tendence signalizují podstřelení inflačního cíle v roce 1999. Podpurným argumentem pro toto očekávání je kromě inflační prognózy další očekávaný pokles cen potravin a pokračující tlak na nominální zhodnocení kursu koruny s ohledem na očekávaný příliv přímých zahraničních investic v letošním roce. Cílem je hledat takové nastavení měnové politiky, aby skutečný vývoj inflace nebyl příliš vzdálený od dolní hranice inflačního cíle ke konci roku 1999 a současně aby nedošlo k ohrožení cíle v roce 2000. Pan vrchní ředitel Hrnčíř považuje snížení krátkodobých úrokových sazeb v druhém čtvrtletí t.r. za žádoucí. Velikost změny podmiňuje výši inflace v dubnu s ohledem na její informační obsah z hlediska obratu v trendovém poklesu čisté inflace. Navrhuje snížení operativního cíle o 0.3 %.

Vrchní ředitel Niedermayer: Situace je nesmírně komplikovaná. V minulém roce nikdo neočekával tak rychlý pokles inflace, k jakému ve skutečnosti došlo. V současnosti si nikdo nedovede představit její rychlou akceleraci. Je obtížné dobře odhadnout, jak rychle a v jakém rozsahu se mohou latentní inflační tlaky promítnout do růstu cen. Pan vrchní ředitel následně upozorňuje na 3 konkrétní skutečnosti:

ad 1) Je žádoucí posoudit pozitivní a negativní důsledky případného snížení krátkodobých úrokových sazeb s ohledem na další snížení depositních sazeb. Existuje evidence dolarizace úspor, promítnutí snížení krátkodobých sazeb do depositních zvyšuje pravděpodobnost odlivu úspor obyvatelstva do cizích měn. Je nutné si uvědomit, že domácí úrokové sazby se blíží k sazbám Norské centrální banky, na dlouhém konci proti USD úrokový diferenciál je necelých 150 bazických bodů.

ad 2) Je žádoucí vypracovat strategii na řešení očekávaných problémů s vývojem platební bilance. Snížení úrokových sazeb řádově o 0.5 % nemůže řešit problém přílivu přímých zahraničních investic v řádu 1 – 2 mld. USD, to jedině za předpokladu, že snížením sazeb dojde k přesunutí části domácích úspor do zahraničí. V krátkém horizontu deficit běžného účtu přebytek finančního účtu v takovém rozsahu nezkonsumuje, z čeho vyplývá, že se dá očekávat tlak na apreciaci kursu. Vkladatelé jsou jedinými subjekty, kteří tento přebytek mohou stahovat z devizového trhu. Současně je žádoucí upřesnit strategii banky v případě prohlubování deficitu běžného účtu.

ad 3) Nelze souhlasit s názorem, že současný ekonomický růst je hluboce pod růstem potenciálního produktu domácí ekonomiky. Vývoj v letech 1995, 1996 a 1997 ukázal, že ekonomický růst byl výrazně nad potenciálním růstem ekonomiky, jak to dokládá převis domácí poptávky nad nabídkou. Od té doby došlo ke korekci, ale bez zásadnějších systémových změn nebude mít domácí ekonomika pozitivní růst potenciálního produktu. Odhadovat potenciální růst ekonomiky na základě průměrného ekonomického růstu za posledních několika let považuje za chybu. Tato otázka vyžaduje podle něho zásadně hlubší diskusi.

Viceguvernér Dědek: Lze souhlasit s tvrzením, že z hlediska budoucího vývoje inflačních tlaků se domácí ekonomika nachází ve fázi předělu. Doposud se ekonomika pohybovala na kraji deflace. Z ekonomického hlediska se jednalo o nezdravý jev, návrat do inflačního prostředí je pozitivní zprávou, znamená to opuštění nebezpečí deflační spirály. Mluví-li se o inflačních tlacích, je nutné se vždy ptát, kdy jsou nadměrné popř. tolerovatelné z hlediska inflačního cíle.

Komplikovanost splnění dvou inflačních cílů vyplývá ze skutečnosti, že vzhledem k působení vnějších a vnitřních faktorů v minulém roce inflace prudce klesla. Dá se tedy očekávat v následujícím období pohyb v opačném směru. Za předpokladu, že by byla zvolena varianta inflačního cíle s širším pásmem na letošní rok namísto varianty +/- 0,5 %, problém splnění cílů na rok 1999 a 2000 by byl pravděpodobně mírnější.

S ohledem na nízké poptávkově-inflační tlaky existuje určité riziko podstřelení inflačního cíle na rok 1999. Násilné uvolňování měnové politiky s ohledem na letošní cíl není žádoucí, důležitější je inflační cíl v roce 2000. Pokud by došlo k podstřelení inflačního cíle v tomto roce, ČNB se musí argumentačně připravit na tuto možnost. Bude nutné zdůraznit, že s ohledem na prudké snížení inflace v minulém roce bylo žádoucí vrátit se k inflačnímu cíli v roce 2000 postupně a současně argumentovat, že nastavení úrokových sazeb odpovídalo utlumené ekonomické aktivitě. V této souvislosti se stále jeví otázka dalšího snížení úrokových sazeb bez ohrožení inflačního cíle v roce 2000 jako legitimní. Posouzení míry restriktce pomocí ex-ante reálných úrokových sazeb naráží na problémy odhadu očekávané inflace. Připomíná, že přesnost predikcí uvnitř ČNB se pohybuje v pásmu 3 procentních bodů.

V prezentaci měnové sekce bylo zdůrazněno, že zesílení inflačních tlaků působící přes úvěrový kanál se v blízké budoucnosti neočekává, uvolnění tohoto kanálu bude zřejmě trvat delší dobu. Působení kursového kanálu je mnohem aktuálnější. Za předpokladu, že měnová politika by nezareagovala na apreciaci směnného kursu, vědomě by vyvolávala hlubší podstřelení inflačního cíle vzhledem k silnějšímu kursu, než je úroveň, která byla použita při tvorbě inflační prognózy. Vzhledem k tomu, že minulé rozhodnutí bankovní rady nereflektovalo snížení úrokových sazeb Evropskou centrální bankou v plné výši, pan viceguvernér vidí prostor pro snížení úrokových sazeb o 0.2 procentních bodů, s možným navýšením o 0.1 procentních bodů.

Z krátkodobého hlediska by bylo snížení úrokových sazeb jednoznačně pozitivní. Pomohlo by to k depreciaci kursu na úroveň, která je konsistentní s trajektorií dosažení inflačního cíle. Ze střednědobého hlediska by centrální banka mohla být vystavena kritice, že v okamžiku očekávaného uvolnění fiskální disciplíny přichází se snížením úrokových sazeb. Za předpokladu, že vládě by se nepodařilo hospodaření veřejných financí dostat pod kontrolu, dalo by se uvažovat o kooperativní a nekooperativní strategii centrální banky. To znamená, že pouze za předpokladu,

že vláda po konzultacích s ČNB by se nerozhodla pro snížení deficitu veřejných financí, by přistoupila centrální banka ke zpřísnění měnové politiky.

Na základě prezentace měnové sekce pan viceguvernér Dědek vidí prostor pro snížení úrokových sazeb o 0.3 procentních bodů. Souhlasí s myšlenkou pana ředitele Čapka, že informace o vývoji inflace za duben bude užitečná z hlediska ověření hypotéz o působení transmisního mechanismu. Další rozhodnutí o změně úrokových sazeb podmiňuje výši dubnové inflace.

Viceguvernér Tůma: Při analýze poklesu inflace v minulém roce lze identifikovat tři základní příčiny: pokles cen komodit, cen zemědělských výrobců a lze diskutovat o částečném vlivu restriktivnosti makroekonomických politik. Existuje shoda v tom, že se ukončilo přizpůsobení měnové politiky k ekonomické situaci. Ekonomika se dostala do recese a současně došlo k významnému poklesu úrokových sazeb. Za předpokladu, že nastavení úrokových sazeb je správné a centrální banka deklaruje, že příčiny současných ekonomických problémů jsou na straně nabídky, není správné hledat řešení pomocí stimulace poptávky. V této souvislosti se dotazuje vrchního ředitele Racochy, jakou reakci na současný vývoj lze očekávat od bankovního sektoru. Souhlasí s názorem vrchního ředitele Niedermayera o možném nadhodnocení potenciálního růstu ekonomiky. Nevylučuje, že potenciální růst ekonomiky je v současnosti nulový. Za předpokladu, že existuje prostor pro další poptávkový stimul, v současnosti to zajišťuje fiskální politika.

Při posuzování splnění inflačního cíle na rok 1999 upozorňuje, že působení exogenních faktorů (ceny komodit a zemědělských výrobců) je mimo dosah měnové politiky a jedná se o obtížně predikovatelné veličiny. Není podle jeho názoru zřejmé, zda má měnová politika na tyto změny reagovat. Dojde-li k podstřelení inflačního cíle, bude to z důvodu vlivu těchto exogenních faktorů (menší než původně očekávaný nárůst těchto položek) a ne z přílišné restriktce měnové politiky.

Snížení úrokových sazeb je zdůvodnitelné pouze z hlediska apreciačních tlaků na kurs z důvodu očekávaného přílivu zahraničního kapitálu. Vzhledem k výhodnějším investičním příležitostem do cizoměnových instrumentů sofistikovanější investoři v současnosti neinvestují do koruny. Je otázkou času, aby si to uvědomil širší okruh ekonomických subjektů. Na jedné straně tedy hrozí odliv domácího kapitálu, na druhé straně nelze vyloučit, že by tento odliv vyrovnal očekávaný příliv zahraničních zdrojů. Jednalo by se ovšem o vědomou strategii ČNB iniciovat konverzi domácích korunových úspor do zahraničních měn.

Není-li motivem snížení úrokových sazeb reakce na apreciační tendence kursu, pan viceguvernér nevidí důvod pro snížení úrokových sazeb v následujícím čtvrtletí.

Vrchní ředitel Štěpánek: Vývoj platební bilance v letošním a v následujícím roce vyžaduje hlubší analýzu. Ze situační zprávy a z vystoupení vrchního ředitele Niedermayera je zřejmé, že musí být vypracována strategie ČNB na očekávaný příliv zahraničního kapitálu z různých hledisek.

V měnové sekci panuje nadměrný optimismus ohledně vývoje obchodní bilance. Situační zpráva uvádí, že meziroční depreciace koruny bude působit pozitivně a zejména vývozy komoditní skupiny stroje a výrobní zařízení porostou rychleji než vývozy celkem. V minulosti depreciace kursu byla spojena s růstem vývozu komodit s nižším stupněm zpracování. Predikce

dynamického růstu vývozu komoditní skupiny stroje a výrobní zařízení za předpokladu oslabené zahraniční poptávky se zdá být málo podložena.

Pan ředitel Vojtíšek upozornil na postupnou stagnaci vývozních a akceleraci dovozních cen od poloviny minulého roku. K tomuto zhoršení směnných relací dochází za situací apreciacie kursu. Jedná se tedy o protisměrný vývoj ve srovnání s očekávanou změnou. Tato informace nebyla zřejmě vůbec zapracována do predikce obchodní bilance.

Stanovisko Ing. Krejčího upozorňuje na významnou změnu, ke které došlo ve vývoji kursu ve srovnání s predikcí v 11. situační zprávě v minulém roce. Současná predikce obchodní bilance není konsistentní se znehodnocením kursu, ke kterému došlo v prvních měsících tohoto roku. V tomto ohledu se autoři predikce nezachovali konzistentně.

Pan vrchní ředitel Štěpánek se připojuje k názoru, že pravděpodobně dochází k nadhodnocení potenciálního růstu ekonomiky, jeho výše je variabilní a při realizaci významných strukturálních změn nemusí být velká. Problémem současné doby je nízká pružnost nabídkové stránky ekonomiky, znamenající, že makroekonomická stabilita je předurčena dynamikou tuzemské a zahraniční poptávky při nepružné reakci tuzemské nabídky.

V diskusi se často objevuje argument, že úrokový diferenciál se značně snížil, přiblížil se ke kritické hranici a může dojít k odlivu zahraničního kapitálu. Pan vrchní ředitel Štěpánek se dotazuje, zda existuje nějaká empirická evidence k doložení této hypotézy a žádá prohloubení a doložení argumentů v této oblasti.

Měnová sekce zásadním způsobem změnila své odhady inflačních důsledků růstu mezd v letošním roce. Nižší očekávaná dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře pro rok 2000 je odvozena od nutnosti výraznějšího prosazování aspektu předstihu vyšší dynamiky produktivity práce před růstem reálné produkční mzdy. Vzhledem k tomu, že není uveden žádný argument pro podporu této hypotézy, toto očekávání je příliš optimistické.

Problém veřejných rozpočtů je naprosto klíčový a jejich vývoj může být již v roce 2000 zásadně nepříznivější (v běžných cenách až dvojnásobný deficit salda ve srovnání s letošním rokem), než to naznačuje situační zpráva. I při velice restriktivním hospodaření výdajové strany se deficit od příštího roku výrazně prohloubí. V tomto kontextu nulový růst vládní spotřeby v příštím roce není pravděpodobný.

Formulace měnové strategie pro příští rok je komplikována značnými nejistotami různého druhu. Kromě nejistot v makroekonomické oblasti existují značné nejistoty vyplývající z probíhající rozpravy s vládou (nejsou sblížena stanoviska ohledně žádoucí podoby fiskální a měnové politiky), není známa budoucí podoba hospodaření státního rozpočtu, veřejných financí a cenových deregulací.

Hlavním cílem měnové politiky je udržení jejího neutrálního působení. Měnově-politická opatření musí být formulována tak, aby nedošlo za předpokladu změny ekonomického prostředí (např. apreciacie kursu) ke zpřísnění měnových podmínek.

Vrchní ředitel Racocha: Situační zpráva identifikuje problém zvyšujících se inflačních tlaků, nicméně dosud neexistuje evidence jejich promítnutí do cen. Pan vrchní ředitel Racocha očekává promítnutí dovozních cen do inflace a konstatuje, že cena ropy je v současnosti vyšší než horní odhad uvedený v inflační zprávě. Úrokový diferenciál vůči hlavním světovým měnám a hlavně k americkému dolaru s ohledem na ekonomický vývoj obou ekonomik se přiblížil ke kritické hranici.

Druhým rokem trvající recese domácí ekonomiky má závažný dopad na situaci v bankovním sektoru s ohledem na situaci klientů. Bez zdravého a dobře fungujícího bankovního sektoru nelze očekávat účinnou realizaci měnové politiky. Jakékoliv měnové rozhodnutí bude mít na bankovní sektor dvousečný dopad. Na jedné straně by snížení úrokových sazeb přineslo zlepšení finanční situace klientů, na druhé straně, s ohledem na držbu velkého množství likvidních prostředků pokles sazeb by se krátkodobě mohl negativně projevit v hospodářském výsledku bank.

Dále pan vrchní ředitel Racocha podpořil názor viceguvernéra Dědka ohledně nutnosti kooperace centrální banky a vlády. Zdůraznil, že tato spolupráce by byla značně komplikovaná za předpokladu výrazného podstřelení inflačního cíle v letošním nebo v příštím roce.

Guvernér Tošovský: Pan guvernér si klade otázku, zda končí období desinflačního vývoje nebo období desinflační měnové politiky. Desinflační vývoj v současnosti je určen minulými hospodářskými politikami. Nízké výchozí základny z minulého roku mohou ztěžovat odhad míry měnové restrikce v letošním roce a vést k nesprávným měnově-politickým rozhodnutím.

Hospodaření státního rozpočtu na letošní rok nenaznačuje vznik nadměrných poptávkově-inflačních impulsů. Do budoucna je naprosto zřejmá tendence k prohloubení deficitu veřejných rozpočtů, centrální banka bude muset – zejména při jednáních o střednědobé strategii hospodářské politiky – prosazovat svůj zájem na omezitelném hospodaření veřejných rozpočtů nenarušující měnovou stabilitu. V této souvislosti kromě deficitu veřejných rozpočtů je nutné si všimnout, že do budoucna lze očekávat značný příliv zahraničního kapitálu do soustavy veřejných financí (FNM), posilující jejich příjmovou stranu (privatizace ČSOB, SPT Telecom). Jedná se o příjmy, které nebyly očekávané.

Vzhledem k tomu, že o finančním účtu platební bilance ve srovnání s obchodní bilancí a běžným účtem platební bilance nejsou informace postačující, je žádoucí vypracovat analýzu dopadů přílivu zahraničního kapitálu na domácí ekonomiku. Je nutné odpovědět na otázku, do jaké míry bude ČNB na příliv kapitálu reagovat devizovými intervencemi a/nebo změnou svého operativního cíle. Tomuto problému může banka čelit v blízké budoucnosti, prodej ČSOB se může zrealizovat za měsíc. Takový příliv deviz bez odpovídající protioperace by jednorázově zvýšil volatilitu kursu s nepříznivým doprovázejícím vlivem na reálnou ekonomiku.

Nové informace měnové sekce o příznivějším mzdovém vývoji snižují nebezpečí vzniku poptávkově-inflačních tlaků.

Skutečnost, že současné ekonomické problémy jsou na straně nabídky, neznamená, že centrální banka nemusí aktivně působit na straně poptávky. Pan guvernér následně poznamenal, že hodnotí celkovou makroekonomickou situaci poněkud jinak než většina diskutujících. Ekonomika je

v recesi, mírně se vzdálila od deflačního prostředí. Expektace, které v současnosti hrají značnou roli, nejsou příznivé. Vzhledem k tomu, že krátkodobé odhady inflace se stále snižují a předpovídají podstřelení inflačního cíle ke konci letošního roku, pan guvernér je pro razantnější snížení úrokových sazeb, přitom bere v úvahu skutečnost, že začátkem příštího roku lze očekávat zvýšení inflace. Návrh měnové sekce snížit repo sazbu o 1 % je nekonzistentní v tom smyslu, že navrhuje rozložení tohoto kroku do 3 měsíců, přitom včasná reakce měnové politiky na ekonomický vývoj je v současnosti významným faktorem. Predikce ke konci příštího roku jsou málo spolehlivé, podle vyjádření pracovníků měnové sekce zůstávají v pásmu spekulací.

Současný a očekávaný vývoj kursu vyžaduje specifikovat reakci centrální banky na jeho případnou změnu. V této souvislosti se nabízí koncept indexu měnových podmínek. I když centrální banka sleduje inflaci jako svůj cíl, s ohledem na význam vývoje směnného kursu sleduje de facto duální cíl. Znamená to, že v případě apreciacie kursu krátkodobé úrokové sazby musí poklesnout, a to platí také obráceně. Nebude-li ČNB postupovat v tomto duchu, za předpokladu apreciacie koruny dojde k oslabení konkurenční schopnosti domácích výrobců.

Pan guvernér v závěru svého vystoupení znovu zdůrazňuje, že je zastáncem výraznějšího snížení úrokových sazeb s ohledem na význam včasné reakce ČNB na ekonomický vývoj.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Návrh měnové sekce snížit operativní cíl měnové politiky v průběhu druhého čtvrtletí o 1 % byl chápán jako horní limit. Původní návrh pro dnešní jednání BR byl definován intervalem 0.3 – 0.5 %. Po diskusi v sekci převládá názor, že dubnová výše inflace má velký význam z hlediska ověření správnosti kalibrace behaviorálních vztahů při určitém předělu v dosavadním vývoji inflačních faktorů.

Je pravdou, že problémy domácí ekonomiky jsou především na nabídkové straně. Neznamená to ovšem, že při slabém působení úvěrového kanálu měnová politika nemůže ovlivnit stranu nabídky. Vliv snížení úrokových sazeb má dvojí vliv na nabídkovou stranu ekonomiky:

- Snížení úrokových sazeb znamená snížení nákladů pro podniky, které v současnosti splácejí úvěr. Současně se snižují náklady na financování nových investic.
- Kromě přímého kursového vlivu depreciace nominálního kursu v krátkodobém horizontu znamená změnu reálného směnného kursu, a tím dochází ke stimulaci nabídky. Vzhledem k tomu, že v současnosti domácí poptávka má nízkou dynamiku a vnější poptávka se nevyvíjí pozitivně, změna reálného kursu představuje významný stimulační vliv.

Viceguvernér Tůma: Souhlasí s předchozím názorem pana guvernéra, že ve výhledu státního rozpočtu chybí mnoho relevantních informací. Vznikl za předpokladu neměnné politiky („*no policy change*“). Nepostihuje položky ani na straně výdajů (revitalizační program, ztráta Konsolidační banky, nové návrhy pana ministra Grégra) ani na straně příjmů (ČSOB, SPT Telecom). V této oblasti existuje velká nejistota. Nelze ovšem udělat závěr, že skutečný vývoj bude lepší než prognóza, je to varování do budoucna, pokud nedojde ke korekci.

Dále se pan viceguvernér Tůma vyjádřil k předchozí diskusi o balancování na hraně desinflace a deflace. Je-li ekonomika na pokraji desinflace a inflace, je to v pořádku. Souhlasí s tím, že inflační tlaky jsou omezené a je žádoucí, aby tomu tak bylo. Dnešní prezentace ho přesvědčila o tom, že měnová politika není zvláště restriktivní.

Podle dostupných informací bude příliv zahraničních investic pokračovat a lze očekávat apreciační tlaky. Souhlasí s názorem pana guvernéra, že se musí vypracovat strategie ČNB na tento příliv. Otázkou je, do jaké míry by mělo dojít ke změně úrokových sazeb a do jaké míry by měl být tento příliv sterilizován. Je nutné také posoudit vliv případného odlivu úspor.

Dopad snížení úrokových sazeb na reálnou ekonomiku není jednoznačný. Průmysl představuje zhruba čtvrtinu HDP, banky hrají významnou roli z hlediska jejich podílu na tvorbě HDP. Vzhledem k tomu, že je zablokovaný úvěrový kanál, banky vytvářejí zisk hlavně pomocí svých marží. Proto se snížení úrokových sazeb promítne jednoznačně negativně do hospodaření bank. Dopad snížení sazeb na ekonomickou aktivitu v průmyslu je nejistý. Nelze očekávat významný vliv na oživení úvěrové emise, ani zlepšení situace exportujících podniků, které se za předpokladu příjmů z vývozu v cizí měně financují v zahraničních měnách.

Vrchní ředitel Niedermayer: S odvoláváním na rozhovory s MMF je toho názoru, že měnově-politické rozhodnutí by nemělo být odvozeno z inflačního cíle na rok 1999. K podstřelení v letošním roce dojde ze dvou důvodů: prvním důvodem je skutečnost, že k obratu ve vývoji cen došlo později než se očekávalo, druhým důvodem je neoptimální nastavení letošního cíle.

Při diskusi o působení nominálního kursu je nutné si upřesnit vzhledem k jaké úrovni a za jaký časový úsek se posuzuje jeho vliv.

Pan vrchní ředitel Niedermayer dále vyjádřil svůj nesouhlas s názorem, že ekonomika byla na pokraji deflační spirály. Z analýzy struktury indexu spotřebitelských cen je zřejmé, že k největšímu poklesu cen došlo ve skupinách, které byly vázány na cenu ropy a ve skupině potravin. Vývoj cen v obou těchto skupinách byl mimo dosah měnové politiky. Ceny potravin byly určovány strukturálními a politickými vlivy. Všechny ostatní sub-indexy vykazovaly pozitivní růst.

K posouzení vlivu snížení úrokových sazeb na průmysl je důležité si uvědomit závěr analýzy vypracované měnovou sekcí před rokem. Podíl úrokových nákladů na celkových nákladech podniků se pohybuje na úrovni 14-15 %. V tomto ohledu změna úrokových sazeb v řádu desetin procentního bodu nehraje významnou roli. Další rovinou je vliv snižování krátkodobých úrokových sazeb na dlouhý konec výnosové křivky. Pan vrchní ředitel nevyklučuje, že snížení repo sazby může vést ke zvýšení klientských úrokových sazeb. Souhlasí s předchozím názorem, že exportní sektor snížením sazeb není ovlivněn.

Vývoj peněžních agregátů za poslední období je velmi významný. Vycházíme-li z předpokladu, že ekonomický růst ke konci roku bude nulový a inflace měřená indexem spotřebitelských cen se bude pohybovat mezi 4-5 %, růst různých peněžních agregátů mezi 9-10,5 % je nezanedbatelný. Dynamický růst korunových peněžních agregátů na snižování úrokových sazeb je překvapující.

Viceguvernér Tůma: Připomíná střednědobou měnovou strategii ČNB. V tomto dokumentu centrální banka na rozdíl od vlády přijala hledisko, že není nutné, aby domácí inflace byla na vyšší úrovni než v zahraničí, aby k přizpůsobování relativních cen mohlo dojít. Ve střednědobém horizontu ČNB očekává postupnou apreciaci koruny. Za předpokladu, že se příliv kapitálu promítne do zvýšení potenciálního růstu české ekonomiky, apreciaci koruny vyvolané tímto kapitálovým přílivem by se centrální banka neměla bránit.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Nominální zhodnocení koruny si lze představit za předpokladu pozitivního růstu produktivity práce. Za situace meziročního poklesu produktivity práce nominální posilování kursu neodpovídá ekonomické realitě.

Co se týče vývoje peněžní zásoby, je nadále důležitou veličinou při rozhodování. I pro nás platí ovšem tvrzení vyslovené bývalým guvernérem Bank of Canada: „*My jsme neopustili peněžní zásobu, ona opustila nás*“. Z krátkodobých změn peněžních agregátů nelze vyvodit dalekosáhlé důsledky, lze pouze srovnávat jejich vývoj za delší časový úsek.

Na poznámku vrchního ředitele Niedermayera týkající se absence srovnávací základny pro posuzování vlivu nominálního kursu na ekonomiku poznamenává, že situační zpráva obsahuje průměrnou hodnotu limitující úrovně směnného kursu pro splnění inflačního cíle.

Na dotaz vrchního ředitele Štěpánka ohledně vyšší predikované dynamiky vývozu ve skupinách s vyšší přidanou hodnotou poznamená, že od roku 1998 systematicky roste podíl těchto skupin na celkovém vývozu (44 %), v poslední době také na dovozu, nezávisle na krátkodobém vývoji kursu.

Vrchní ředitel Štěpánek: Žádá členy bankovní rady, aby se vyjádřili k eventuálnímu podstřelení inflačního cíle v letošním roce. Podle jeho názoru se nelze vzdát splnění inflačního cíle na rok 1999. Ambicí centrální banky musí být – za předpokladu, že je to reálné – splnit inflační cíl v letošním i v příštím roce. Z vystoupení pana ředitele Čapka pro něho vyplývá, že tato možnost je reálná.

Vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje na to, že očekávaný příliv kapitálu má jiný charakter než tomu bylo v roce 1995. Tehdy příliv kapitálu byl motivovaný úrokovým diferencíálem. Argument, že snížení repo sazby o 0.3 % pomůže vyřešit příliv 2 mld. USD za privatizaci SPT Telecom, se panu vrchnímu řediteli Niedermayerovi nezdá být podložený. Ptá se, zda politikou centrální banky je stimulace odlivu domácích úspor. Zahraniční krátkodobý kapitál je v ČR v naprosto omezené míře, příliv akciového kapitálu je snižováním úrokových sazeb podpořen. Tentokrát se řeší problém kvantity namísto problému kvality. Lze očekávat přetlak deviz, který musí zkonsumovat buď kapitálový odliv, saldo obchodní bilance nebo centrální banka.

K problému limitní hodnoty kursu pan vrchní ředitel Niedermayer poznamenává, že stále není vyjasněný mechanismus rozhodování (kdy a jak zasáhnout) na odklon kursu od této limitní hodnoty.

Problém cíle roku 1999 je, že cílový úsek se protne poměrně strmou směrnicí a tudíž inflace začátkem příštího roku bude akcelarovat. Snaha o doladění tohoto časového zpoždění měnovou politikou se zdá být panu vrchnímu řediteli riziková.

Viceguvernér Dědek: Podporuje názor vrchního ředitele Hrnčíře, že reálná apreciacie kursu je přípustná pouze za předpokladu, že rozdíl v růstu produktivity ve srovnání se zahraničím je pozitivní.

Vysvětlení příčiny růstu peněžních agregátů z důvodu nízkých základů v minulém roce je věrohodné. Týká se to meziročního růstu každé veličiny. Podle dostupných informací nedochází k žádné peněžní expanzi.

Pan viceguvernér Tůma poznamenal, že snižováním sazeb se podporuje odliv domácích úspor do zahraničí. Podle názoru pana viceguvernéra Dědka je pravděpodobnější transformace korunových vkladů do devizových. V tom případě tyto úspory zůstávají nadále v domácích bankách.

Za předpokladu, že snížení úrokových sazeb může bez ohrožení inflačního cíle pomoci domácí ekonomice, je to žádoucí krok nezávisle na velikosti toho příznivého vlivu.

Viceguvernér Tůma: Investiční společnosti včetně bank vlastní investiční fondy, které investují miliardy korun, včetně podnikových zdrojů do zahraničních cenných papírů.

Vrchní ředitel Niedermayer: Výhodnost těchto investic je dána tím, že domácí banky nabízejí podstatně nižší úroky než při investování do amerických vládních cenných papírů.

Guvernér Tošovský: Do června roku 1997 ČNB denně intervenovala na devizovém trhu a tato politika skončila měnovou krizí. Po přechodu na inflační cílení ČNB má možnost sledovat vývoj dvou klíčových veličin: kursu a úrokových sazeb. Kombinace úrokových sazeb a kursu je pro měnovou politiku naprosto klíčová. Úrokové sazby jsou nástrojem, který může být použit v případě nadměrného přílivu kapitálu. Je tomu tak, ať se jedná o malou nebo významnou změnu úrokových sazeb. Mohou být použity také devizové intervence, v tomto ohledu se však musí počítat s jejich měnovými a fiskálními konsekvencemi.

Dojde-li tedy k apreciaci koruny, reakce centrální banky musí spočívat ve snížení úrokových sazeb. Tato politika bude mít vliv na rozhodování přímých investorů, zrovna tak na investiční strategii domácích investorů, a tím dojde ke kompenzaci nadměrného přílivu kapitálu. Minulý rok koruna od začátku roku apreciovala, ČNB byla pod tlakem a úrokové sazby se přizpůsobovaly pouze postupně k situaci. Jiné východisko neexistuje, v opačném případě bychom se museli vrátit k režimu rigidnějšího kursového uspořádání, které skončilo neúspěchem.

Viceguvernér Tůma: Centrální banka musí být připravena na to, že se bude dívat na změnu úrokových sazeb více flexibilně. Při apreciaci kursu z důvodu přílivu kapitálu lze přistoupit k opatrnému snížení úrokových sazeb. Na druhé straně v současnosti nejsou k dispozici nové významné informace, které by odůvodnily razantnější změnu úrokových sazeb. Pan viceguvernér Tůma je toho názoru, že základní manévr snížení úrokových sazeb byl ukončen a jejich nastavení je správné.

Guvernér Tošovský: Pan guvernér se připojuje k názoru pana vrchního ředitele Štěpánka a ptá se členů BR, do jaké míry se má vycházet při měnově-politickém rozhodování z inflačního cíle pro letošní rok. Přitom znovu připomíná, že prognózy inflace přesahující horizont 12-ti měsíců jsou podle názoru měnové sekce málo spolehlivé. Délka zpoždění, při němž měnová politika ovlivňuje inflační vývoj, je odhadována na 6-9 měsíců. Upozorňuje, že ke konci prvního čtvrtletí minulého roku rozhodnutí o zvýšení úrokových sazeb bylo odvozeno z prognózy nesplnění inflačního cíle ke konci roku 1998.

Viceguvernér Tůma: Cíl ke konci letošního roku je relevantní, otázkou je razance reakce měnové politiky. Hlubší podstředí cíle by byl problém, k dosažení cíle ovšem by nemělo dojít pomocí depreciace kursu.

Vrchní ředitel Niedermayer: Pro upřesnění pan vrchní ředitel Niedermayer poznamenává, že denní devizové intervence centrální banky trvaly do konce roku 1995. Od roku 1996 ČNB intervenovala na devizovém trhu pouze po rozšíření flukтуаčního pásma a během měnové krize v roce 1997. Možnost nastavení úrovně nominálního kursu pomocí změn úrokových sazeb považuje za nerealizovatelné. Souhlasí s tím, že index měnových podmínek je významným indikátorem pro měnovou politiku, jeho nastavení ovšem považuje za problematické.

Guvernér Tošovský: Žádá jednotlivé členy bankovní rady, aby vyslovili svoje závěrečné stanovisko. Konstatuje, že pan viceguvernér Dědek a vrchní ředitel Hrnčič se již v předchozí rozpravě vyslovili pro snížení repo sazby o 0.3 %.

Viceguvernér Tůma: Předchozí prohlášení centrální banky o přizpůsobení úrovně krátkodobých úrokových sazeb k současným ekonomickým podmínkám bylo správné. V současnosti nejsou k dispozici takové nové informace, které by přiměly pana viceguvernéra k přehodnocení tohoto názoru. V tříměsíčním horizontu úrokové sazby jsou nastaveny víceméně správně. Měnová politika v posledních měsících byla uvolněna významným způsobem a navzdory k jistému nedávnému posílení nominálního kursu index měnových podmínek ukazuje na celkové uvolnění měnové politiky. S ohledem na očekávaný zvýšený příliv zahraničního kapitálu nelze zpochybnit tezi, že v následujícím období dojde k apreciaci kursu. Za předpokladu, že k takovému přílivu dojde, lze přistoupit k opatrnému snížení krátkodobých sazeb. Je reálné přitom očekávat určitou eliminaci apreciačních tlaků z přílivu zahraničních investic odlivem domácího kapitálu. Z hlediska dnešního rozhodnutí by pan viceguvernér Tůma preferoval ponechat repo sazbu na stávající výši. Za předpokladu převažujícího názoru na její snížení by upřednostnil malou změnu v řádu 0.2 %, 0.3 % by považoval za suboptimální.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pokud převažuje názor, že nastavení měnové politiky je neutrální, je žádoucí udržet tuto míru restrikce. Minulé rozhodnutí bankovní rady o snížení operativního cíle v menším rozsahu než o kolik snížila ECB svoje krátkodobé sazby, vytváří prostor pro dnešní snížení repo sazby. V letošním roce existují obavy z obnovy přílivu zahraničního kapitálu a z následné apreciacie koruny. Zatímco v letošním roce se neočekávají významné poptávkově-inflační tlaky, v roce 2000 lze počítat s jejich obnovou. Predikce vývoje hospodaření veřejných rozpočtů a mezd v situační zprávě není podle vrchního ředitele věrohodná. Podotýká, že je zneklidněn tvrzením, že prognózy přesahující horizont jednoho roku jsou ve spekulativní rovině. Považuje to za nekonzistentní s tvrzením, že zpoždění vlivu úrokových sazeb na inflaci je odhadováno na 4-5 čtvrtletí. S ohledem na předchozí diskusi pan vrchní ředitel Štěpánek navrhuje snížení operativního cíle o 0.3 %. Považuje to za střed intervalu, ve kterém se návrhy na změnu repo sazby s ohledem na různé nejistoty pohybovaly.

Vrchní ředitel Racocha: Významnou novou informací je opětovné snížení predikce inflace v letošním roce. Navzdory tomu, že centrální banka udělala maximum proto, aby úrokový kanál nebyl zablokován výší úrokových sazeb, výrazné podstředí inflačního cíle v letošním roce není žádoucí. Znamenalo by to komplikaci při koordinaci fiskální a měnové politiky a potenciální ztrátu kredibility centrální banky u odborné veřejnosti. Vzhledem k existenci latentních

inflačních tlaků a důležitosti dubnové výše inflace pro další měnově-politické rozhodování pan vrchní ředitel Racoča navrhuje snížení úrokových sazeb o 0.3 %.

Vrchní ředitel Niedermayer: Rozhodnutí o změně úrokových sazeb by nemělo být odvozeno z inflačního cíle na rok 1999. Je to příliš blízký cíl z hlediska možnosti jeho ovlivnění dnešním rozhodnutím. Rozhodující je časová trajektorie predikované inflace s ohledem na inflační cíl roku 2000. Z předešlé diskuse vyplynulo, že existuje několik významných argumentů proti snížení úrokových sazeb (např. růst peněžní zásoby), přičemž argumenty proti jsou obecné, intuitivní povahy. Na základě předchozích rozhodnutí bankovní rady se pan vrchní ředitel Niedermayer domnívá, že měnová politika se dostala do neutrální polohy, s možným výhledem na budoucí zpřísnění měnové politiky, bude-li to nutné. Hlavním rizikem je nedostatek zkušeností s oživením inflace z velmi nízkých, dočasných hodnot na hodnoty, které odpovídají domácí ekonomice. Velmi důsledně se ohrazuje proti tvrzení, že peněžní zásoba má malou vypovídací schopnost a odvolává se na nedávný pozitivní výsledek měnové sekce v této oblasti.

Ze čtvrtletní zprávy nevyplývá žádná evidence pro snížení úrokových sazeb. Měnová politika je v zásadě nastavena správně. Může dojít ke změnám v průběhu čtvrtletí o desetinky procenta oběma směry. Z hlediska dnešního rozhodování návrh na snížení úrokových sazeb o několik desetin procentního bodu považuje pan vrchní ředitel za snahu o jemné doladování měnové politiky a vyjadřuje svoje pochybnosti o reálnosti tohoto cíle. Za předpokladu konsensu by maximálně podpořil ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, v opačném případě jako druhé nejlepší řešení je ochoten podpořit snížení úrokových sazeb o 0.3 %.

Vrchní ředitel Hrnčír: Upozorňuje na pravděpodobné nadhodnocení inflační prognózy s ohledem na očekávaný další pokles cen zemědělských výrobců. Naplní-li se tato varianta predikce poklesu cen zemědělských výrobců, vidí větší prostor než 0.3 % pro snížení úrokových sazeb v druhém čtvrtletí tohoto roku.

Guvernér Tošovský: Období roku 1995 a 1996 bylo doprovázeno řadou chyb vzhledem k neoptimálnímu mixu měnové a fiskální politiky. Vzhledem k tomu, že centrální bance se za toto období nepodařilo najít dostatečnou podporu v ostatních makroekonomických politikách, v roce 1997 došlo k měnové krizi. Po krizi nastoupila korekce a následně se objevila druhá chyba v mixu hospodářských politik. Na této chybě má již centrální banka svůj podíl, došlo z její strany k nesprávnému odhadu restriktivního působení mzdové a rozpočtové politiky v minulém roce.

I když bylo konstatováno, že manévr snižování úrokových sazeb je ukončen, je nutné si uvědomit, že současný mix hospodářských politik umožní vzestup domácí poptávky v letošním roce pouze o 0.3 %. Pan guvernér dále vyjádřil své pochybnosti, zda centrální banka není nadále brzdou ekonomického růstu, zda nepokračuje v chybách, kterých dopustila v minulém roce a zda odhaduje makroekonomickou situaci správně. Zmiňuje názor mise MMF a Stanleyho Fischera, podle kterého ČNB nemá dopustit apreciaci koruny a mělo by dojít k dalšímu snížení úrokových sazeb. Připomíná, že vnější prostředí zůstává nadále nízkoinflační. Obává se, že ČNB se dostává do názorové izolace, v této souvislosti jmenuje MMF a politické strany.

Návrh pana guvernéra na výraznější snížení úrokových sazeb vychází z toho, že každá pasáž situační zprávy potvrzuje trvající nízkoinflační prostředí bez hrozby poptávkově-inflačních tlaků, inflační prognózy se postupně snižují a měnová sekce na základě těchto informací navrhuje

snížení úrokových sazeb v druhém čtvrtletí letošního roku o 1 %. Je žádoucí udělat maximální možný krok, pan guvernér navrhuje snížení repo sazby o 0.5 %.

Viceguvernér Dědek: Upozorňuje, že návrh měnové sekce na dnešní rozhodnutí je snížení repo sazby o 0.3 %, s tím dodatkem, že výše dubnové inflace může potvrdit popřípadě vyvrátit kalibraci behaviorálních vztahů. V tomto ohledu se může potvrdit další prostor pro snížení úrokových sazeb, oddálení rozhodnutí do data zveřejnění nových údajů nepovažuje pan viceguvernér Dědek za významný faktor.

Guvernér Tošovský: Souhlasí s tím, že na jedné straně dubnová inflace má velký význam z hlediska promítnutí kursové změny do cen, na druhé straně argumentuje, že při návrhu snížení úrokových sazeb o 1 % snížení repo sazby o 0.5 % nemůže být chybným krokem.

Viceguvernér Tůma: Reaguje na předchozí vystoupení pana guvernéra a poznamenává, že podle rozhovorů, které vedl s představiteli MMF nenabyl dojmu, že by MMF považoval současnou měnovou politiku za příliš restriktivní. Radu, aby ČNB nedopustila přílišné kolísání směnného kursu, chápal v obou směrech. Z hlediska posouzení vztahu vnějšího prostředí k centrální bance pan viceguvernér Tůma nemá pocit, že by analytici považovali měnovou politiku za příliš restriktivní, střednědobá měnová strategie měla pozitivní ohlas. Centrální banka v tomto ohledu není v názorové izolaci.

Guvernér Tošovský: V původním závěrečném prohlášení MMF navrhoval snížení úrokových sazeb, znehodnocování kursu a podporu politiky vlády centrální bankou. Pouze na žádost ČNB došlo ke korekci těchto doporučení.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- Byl vysloven požadavek na vypracování strategie ČNB na očekávaný příliv přímých zahraničních investic v letošním a příštím roce. Posouzení fiskálních a měnových vlivů jednotlivých strategií má být součástí zpracovaného materiálu.
- Má být vypracována analýza očekávaného vývoje cen zemědělských výrobců a dopadu tohoto vývoje do čisté inflace. Analýza by měla obsahovat mimo jiné očekávaný vývoj v hlavních odvětvích (mléčný, masný průmysl, atd.) s ohledem na strukturální změny probíhající v těchto oblastech.
- Je nutné organizovat vnitrobankovní diskusi o metodologii predikce kursu prováděné odborem 314.
- Zjistit způsob sledování cen potravin ČSÚ. Jakým způsobem jsou nové obchodní řetězce zahrnuty do vykazování.
- Při posouzení vlivu výše úrokového diferenciálu se často argumentuje rizikem dosažení určité, blíže nespecifikovatelné kritické hranice. Je žádoucí doložení této hypotézy.
- Při zachování současné šíře predikčního intervalu požaduje BR snížit nejistotu verbálním (a po získání empirických výsledků numerickým) označením nejpravděpodobnější hodnoty predikované inflace. Doporučuje soustavně pracovat na získávání empirických výsledků.

I. 5. Rozhodnutí BR

Bankovní rada na základě předloženého návrhu a následné diskuse jednomyslně rozhodla o snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repooperace ČNB o 0.3 procentního bodu s platností od 4.5 1999.

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

Guvernér Tošovský: Pan guvernér je zastáncem výraznějšího snížení úrokových sazeb s ohledem na význam včasné reakce ČNB na současný ekonomický vývoj. Navzdory tomu, že kořeny současných problémů jsou především na straně nabídky, centrální banka musí aktivně působit na straně poptávky. Existuje prostor pro výraznější snížení úrokových sazeb bez ohrožení inflačních cílů ČNB. Analýzy a nové informace o příznivějším mzdovém vývoji potvrzují absenci domácích poptávkově-inflačních tlaků, vnější prostředí je výrazně nízkoinflační.

Viceguvernér Dědek: S ohledem na nízké poptávkově-inflační tlaky existuje určité riziko podstřelení inflačního cíle na rok 1999, násilné uvolňování měnové politiky s ohledem na letošní cíl ovšem není žádoucí. Hlavním cílem je inflační cíl v roce 2000. S ohledem na prudké snížení inflace v minulém roce je žádoucí se vrátit k inflačnímu cíli v roce 2000 postupně. Otázka dalšího snížení úrokových sazeb bez ohrožení inflačního cíle v roce 2000 je legitimní. Výše dubnové inflace může potvrdit, popřípadě vyvrátit kalibraci behaviorálních vztahů.

Viceguvernér Tůma: Předchozí prohlášení centrální banky o přizpůsobení úrovně krátkodobých úrokových sazeb k současným ekonomickým podmínkám bylo správné. V současnosti nejsou k dispozici takové nové informace, které by přiměly pana viceguvernera k přehodnocení tohoto závěru. Měnová politika v posledních měsících byla uvolněna významným způsobem a navzdory jistému nedávnému posílení nominálního kursu index měnových podmínek ukazuje na celkové uvolnění měnové politiky. Z hlediska dnešního rozhodnutí pan viceguvernér Tůma by preferoval ponechat repo sazbu na stávající výši, za předpokladu převažujícího názoru na její snížení by byl ochoten podpořit snížení operativního cíle o 0.3 %.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Poptávkově-inflační faktory, včetně vlivu hospodaření veřejných rozpočtů, budou působit v roce 1999 nadále velice omezeně. Z tohoto důvodu bude mít prosazování nákladově-inflačních tlaků v oblasti zahraničních cen a mezd v letošním roce latentní charakter. Za předpokladu, že v roce 2000 nedojde ke korekci v předpokládaném vývoji hospodaření veřejných rozpočtů, může to vést k nežádoucímu mixu měnové a fiskální politiky. Pan vrchní ředitel Hrnčíř považuje snížení krátkodobých úrokových sazeb v druhém čtvrtletí t.r. za žádoucí, velikost změny podmiňuje výši inflace v dubnu s ohledem na její informační obsah z hlediska obratu v trendovém poklesu čisté inflace. Navrhuje snížení operativního cíle o 0.3 %.

Vrchní ředitel Niedermayer: Rozhodnutí o změně úrokových sazeb by nemělo být odvozeno z inflačního cíle na rok 1999. Je to příliš blízký cíl z hlediska možnosti jeho ovlivnění dnešním rozhodnutím. Rozhodující je časová trajektorie predikované inflace s ohledem na inflační cíl roku 2000. Z předložených analýz nevyplývá pro pana vrchního ředitele Niedermayera žádný významný důvod pro snížení úrokových sazeb. Měnová politika je v zásadě nastavená správně.

Za předpokladu konsensu by podpořil ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, v opačném případě je ochoten podpořit snížení úrokových sazeb maximálně o 0.3 %.

Vrchní ředitel Racoča: Navzdory tomu, že centrální banka udělala maximum proto, aby úrokový kanál nebyl zablokovan vyšší úrokových sazeb, výrazné podstřelení inflačního cíle v letošním roce není žádoucí. Znamenalo by to komplikaci při koordinaci fiskální a měnové politiky a potenciální snížení kredibility centrální banky. Vzhledem k existenci latentních inflačních tlaků a důležitosti dubnové výše inflace pro další měnově-politické rozhodování, pan vrchní ředitel Racoča navrhuje snížení úrokových sazeb o 0.3 %.

Vrchní ředitel Štěpánek: Minulé rozhodnutí bankovní rady o snížení operativního cíle v menším rozsahu než o kolik snížila ECB svoje krátkodobé sazby, vytváří prostor pro dnešní snížení repo sazby. V letošním roce existují obavy z obnovy přílivu zahraničního kapitálu a z následné apreciace koruny. Zatímco v roce 1999 se neočekávají významné poptávkově-inflační tlaky, v roce 2000 lze počítat s jejich obnovou. S ohledem na předchozí diskusi pan vrchní ředitel Štěpánek navrhuje snížení operativního cíle o 0.3 %. Považuje to za střed intervalu, ve kterém se návrhy na změnu repo sazby s ohledem na různé nejistoty pohybovaly.

Zapsal: RNDr. Tibor Hlédik, MA, Sbor poradců bankovní rady