

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. května 1999

Přítomni pánové Tošovský, Dědek, Tůma, Hrnčič, Niedermayer, Racoča, Štěpánek,

I. 1. Úvodní slovo ředitele Čapka (v zastoupení vrchního ředitele Hrnčiče)

V rámci nového systému zpracování situačních zpráv je dnešní, pátá zpráva stručnější měsíční verzí, která následuje po analyticky rozsáhlejší minulé čtvrtletní zprávě. Obsahuje především korekci dosavadních prognóz: propad HDP v prvním čtvrtletí bude zřejmě hlubší (-1 až -3 %) a snižují se letošní predikce CPI (o 0,5 bodu) a čisté inflace (o cca 0,7 bodu). Na pravděpodobnost tohoto posunu bylo upozorněno již při projednávání minulé situační zprávy.

Udržuje se rychlejší růst peněžní zásoby, poslední údaj za duben už přesahuje 11 % meziročně. Důvodem je růst čistých zahraničních aktiv (v tom kursově vlivy 36 mld. Kč, devizové intervence ČNB 20 mld. Kč), nejvýrazněji působí zlepšení pozic komerčních bank vůči zahraničí. Naproti tomu domácí úvěry poklesly meziročně o 14 mld. Kč, v tom však růst čistého úvěru vládě o 26 mld. Kč. Letošní predikce růstu M2 se posunuje do intervalu 6-8 %. Rychlejší letošní růst M2 (proti nominálnímu důchodu) poněkud vyrovnává opačný loňský vývoj. Podobná situace existuje i v eurozóně.

Spread 1- a 10- letých sazeb neukazuje na žádný nárůst inflačních rizik. Situační zpráva poprvé obsahuje výsledky inflačních očekávání domácích a zahraničních analytiků. Jejich predikce jsou co do inflace v průměru optimističtější (nižší) než naše.

Nový rozpočtový výhled MF se přiblížil naší původní predikci (50 mld. Kč u veřejných rozpočtů), takže není důvodem pro změnu predikce ČNB. Nárůst lze očekávat až v samém závěru roku, proto během roku není rozpočet enormně expanzivní. Vážným signálem jsou však výhledy veřejných financí v následujících letech. K postojí bank: komerční banky vládní deficity vítají (spolehlivý dlužník), zato celkově je posun způsobu úvěrování (místo banky-podniky na systém banky-rozpočet-podniky) bezpochyby nákladnější a méně racionální.

Údaje o březnových maloobchodních tržbách nelze přeceňovat. Určité oživení domácí poptávky při recesi na nabídkové straně se promítá do struktury dovozu: pokles dovozů surovin a růst dovozů pro osobní spotřebu. Dubnové saldo obchodní bilance (-4,3 mld. Kč) je poloviční než před rokem. Roste sofistikovaný vývoz, proto jsou směnné relace nadále příznivé.

Růst reálných mezd v I. čtvrtletí a za celý rok nelze hodnotit jako nadměrný poptávkový impuls, horší je vývoj jednotkových mzdových nákladů. Dubnový pokles nezaměstnanosti je zřejmě sezónního charakteru.

Zhoršuje se situace ve vnějším prostředí, závažné dlouhodobější problémy lze očekávat na Slovensku. Ve druhém čtvrtletí zřejmě začnou růst dovozní ceny - hlavní faktor pro vzestup CPI. Splnění dubnové predikce inflace potvrzuje oprávněnost dalšího snížení sazeb. Hlavním důvodem snížení predikce je vývoj cen potravin, jehož stagnaci potvrzují také operativní

průzkumy ČSÚ. Střed prognózy čisté inflace je tč. už 1,4 procentního bodu pod spodním hranicí krátkodobého inflačního cíle.

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

Viceguv. Tůma: Předložená zpráva budí dojem, že autoři si apriorně určili cíl, ke kterému chtěli dospět, a tomu pak přizpůsobovali text. Proto došlo k jisté bagatelizaci signálů, které s jejich záměrem nebyly v souladu, a svědčily o jistých změnách v ekonomice. Je třeba např. vysvětlit velký rozdíl mezi produkcí a tržbami průmyslu, u maloobchodních tržeb nelze vysvětlovat prudký březnový růst prodejem automobilů (Škodovka v ČR prodala meziročně méně). Jednotlivé signály o změnách (maloobchodní tržby, peněžní zásoba, pokles nezaměstnanosti, průmyslové tržby) sice samy o sobě nemusí být významné, ale jejich souhrn již ano. Je nelogické, aby přesné splnění predikce dubnové inflace bylo důvodem změny roční prognózy. Dotaz na opodstatněnost měření produktivity (a její srovnávání se mzdovým vývojem) v případě, kdy dochází k potřebnému "smršťování" kapitálově náročných odvětví (hutě, těžká chemie) a růstu podílu sofistikovaných výrob. Toto vysvětlení je důležitější než vlastní mzdový vývoj, který nemusí být vážným nebezpečím, protože podniky vstupují do tvrdého rozpočtového omezení, takže současný vývoj může být přechodný. V příštích situačních zprávách by bylo užitečné ilustrovat míru volnosti monetární politiky na vývoji indexu měnových podmínek.

Vrch. řed. Niedermayer: Jaká je míra jistoty o příštích úpravách regulovaných cen a nepřímých daní? Snížení úrokových sazeb v Norsku nebo Maďarsku je sice zajímavé, ale důležitější je pro nás postup FEDu či ECB, kde se v obou případech další snižování předem vylučuje. Nejzávažnější připomínka se týká analýz peněžní zásoby: vyšší dynamika už několik měsíců přetrvává, nelze ji proto vysvětlit sezónními faktory. Přitom jako indikátor inflace fungovala dobře. Při očekávaném propadu HDP a při CPI na 2,5 % je současný růst extrémní. Kursové vlivy do peněžní zásoby patří: vkladatelé mají k dispozici více korun. Podle standardních kritérií bychom byli v období měnové expanze a toto období už několik měsíců trvá. Schopnost predikovat peněžní zásobu i v krátkém období je objektivně nízká, ještě těžší je zaručovat dlouhodobý výhled.

Vrch. řed. Štěpánek: Není vysvětlen důvod posunu predikce inflace v r. 2000. Místo kulminace na začátku roku a pozdějšího poklesu se očekává jiný, pozvolnější průběh. Přitom rok 2000 je pro nastavení měnových nástrojů rozhodující. Deprimující je konstatování, že některé banky předávají své perspektivní klienty zahraničním bankám, jsou o tom spolehlivé důkazy? Souhlas s tím, že se dlouhodobě musí obnovit racionální chování podniků v oblasti mezd, a to vzhledem k jejich tvrdému omezení; spíše tedy při letošních mzdových vyjednáváních došlo k havárii.

Viceguv. Dědek: Když se ekonomika nachází delší dobu blízko dna svého útlumu, jsou nejrůznější meziroční indexy problematickým kritériem. Mohou indikovat poklesy, ale ekonomika ve skutečnosti může aktuálně už růst. Podle nedávno prezentovaných analýz lze korelaci mezi růstem M2 a produktem prokázat, naproti tomu relaci k inflaci už obtížně.

Vrch. řed. Racoča: Podle předložené zprávy je reálný ex ante propočtený PRIBOR již v záporné hodnotě. Jestliže v současné době dochází k jisté depreciaci kursu, pak je otázkou, jak

vysvětlit uváděný předpoklad, že navrženým snížením sazeb by k depreciaci nemělo dojít a z čeho plynou obavy před možnou apreciací.

Guv. Tošovský: Domácí poptávka je prognózována stále na nízké úrovni – jak ji ovlivní stoupající rozpočtový deficit? Ve shrnutí se mluví mj. o prohlubující se makroekonomické nerovnováze, což je nejasné. Ve skutečnosti takovou míru makroekonomické rovnováhy (byť v minusových číslech) jsme dlouho nedosáhli. Má na eventuální odliv dobrých klientů do zahraničních bank vliv opatření bankovního dohledu? Výrazným protiinflačním faktorem může být očekávaná vysoká úroda, a to nejen u nás.

Vicegub. Dědek (vzhledem k tomu, že musel opustit jednání bankovní rady, sdělil zde i své stanovisko): Nastavení úrokových sazeb dosáhlo své racionální hladiny, kdy není zásadní chybou snížit nebo nesnížit. Také těžiště oživení nespočívá ve změně měnových podmínek. Problémem inflačního cílení je, zda na reálně se rýsující podstřelení reagovat nebo nikoli, přitom argumenty pro a proti jsou skoro rovnocenné. Lze je ovšem klasifikovat: externí šoky by neměly ovlivňovat rozhodování a s jejich pravděpodobností by se nemělo argumentovat. Na latentní inflační faktory (typické jsou mzdy nebo rozpočet) sice můžeme upozorňovat, ale dnešní měnovou politikou je nezměníme. Pokud by se okolí chovalo nekooperativně, pak ambice toto ovlivnit by musely být uspokojeny jen velmi razantní změnou měnové politiky, takovým zvýšením sazeb, pro které teď důvody nejsou. Jde tedy o posouzení, zda dnešní rozhodnutí o případném snížení může něčím překvapit: např. rychlejším oživením, růstem agregátní poptávky a koneckonců i zvýšením cenových indexů. To bylo zřejmě bráno v úvahu při návrhu dnešního rozhodnutí. V logice inflačního cílení by podstřelení nemuselo být tak výrazné. Rovněž případné další mírné oslabení kursu není rizikem. Navrhovaná dnešní “tečka” nic podstatného a nezvratného nemůže nastartovat. Z uvedených argumentů proto plyne podpora návrhu měnové sekce na snížení sazeb o dvě desetiny bodu.

Guv. Tošovský: Je nutné umět pracovat s indexem měnových podmínek. Za jinak nezměněných fundamentálních veličin by výraznější pohyb kursu měl být přiměřeně vyrovnáván opačným pohybem úrokových sazeb.

Vrch. řed. Štěpánek: Snižuje se úrokový diferenciál, blížíme se nějaké hranici a po jejím dosažení nebo překročení není jasné, co vše se může stát na kapitálovém účtu. Je o tom nějaká analýza nebo spíše intuice? Jde i o to, zda se význam tohoto rizika nepřeceňuje, když je jistě diferencované pro krátko a dlouhodobé investory.

I. 3. Uzavřené jednání Bankovní rady

Vicegub. Tůma: Přizpůsobení měnové politiky ekonomické situaci už proběhlo. Na nabídkovou stranu, kde je hlavní problém, nepůsobíme a ani se o to nemáme snažit. Přitom dnešní informace o průmyslu a stavebnictví reprezentují jen cca třetinu HDP. Dochází zřejmě k obrácení cyklické křivky, přicházející signály znamenají přinejmenším zastavení prohlubování recese. Na poptávkové straně situační zpráva nedocenila některé poslední signály, které nasvědčují, že se zde něco děje. Nejsou tak silné jednotlivě (M2, úvěry, pokles nezaměstnanosti, tržby v průmyslu, maloobchodní tržby, růst nominálních mezd a akciového trhu, rozpočtový deficit), ale jejich souběh už může být významný. Pro snížení sazeb neplatí argument o podstřelení cíle 1999,

protože ten zřejmě bude podstřelen tak jako tak. Pokud jsou důvodem změny prognózy ceny zemědělských výrobců a potravin, pak je pomocí úrokových sazeb také neovlivníme. Je důležité se argumentačně už nyní připravit na podstřelení. Je neovlivnitelné, je to nepříjemné, ocitneme se znovu pod tlakem. Ve vztahu k veřejnosti je však nutné zdůrazňovat, že i vzhledem k signálům, o kterých se diskutovalo, je měnová politika nastavena dobře. Doporučuje úrokové sazby neměnit.

Vrch. řed. Štěpánek: Stručnost situační zprávy je prospěšná, její slabinou je predikce r. 2000. Základní otázkou je tedy důvěryhodnost prognózy. Zatím se nerýsují žádné nerovnovážné tendence, proto nebezpečí vysoké inflace v r. 2000 nemůže hrozit a na základě některých nových skutečností posledního měsíce nelze tuto střednědobou tendenci zpochybňovat. Bylo by užitečné diskutovat transmisní mechanismus. Kdy se vlastně promítá či teprve promítne už realizovaná série snižování úrokových sazeb? Pro vlastní rozhodování se jednotlivé argumenty víceméně stále opakují. Lze je opět rozdělit na ty, které hovoří proti a které hovoří pro další snížení. Proti: především růst peněžní zásoby, kde stále není jasno, zda jde o setrvalý trend. Předstih domácí poptávky má nezdravou strukturu (tažen spotřebou domácností). Zdůvodnění nové prognózy spočívá na externalitě (potravin), kde lze pochybovat, zda je to vodítko pro nastavení měnových podmínek. Pro snížení: pokračující recese; posun celé prognózy inflace směrem dolů; vývoj vnějších vztahů je příznivější, než jsme očekávali na začátku roku. Kvantitativně převažují spíše argumenty pro snížení. Přitom posun o 0,2 bodu se zdá být malý, neúčinný ("pod rozlišovací schopností"), v návaznosti na minulou situační zprávu lze zbývající prostor využít snížením minimálně o 0,3 bodu (až 0,5). Je kontraproduktivní držet sazby výše než je nezbytně třeba.

Vrch. řed. Racoča: Rozhodování je stále komplikovanější, nelze zaujmout absolutně jednoznačné stanovisko. Snížení sazeb jako reakce na další, hlubší propad HDP bude málo účinné vzhledem k zablokovanému úvěrovému kanálu. Podstřelení inflačního cíle 1999 je velice reálné, jistě nepovede k lepší kooperativnosti mezi bankou a vládou, ale nové rozhodnutí je neovlivní. Těžké je posoudit reakci kursu, zda v současné situaci by zareagoval prudčeji na změnu sazeb. Je určitá obava, zda i víceméně symbolickým snížením o 0,2 bodu nezaložíme na zhoršení naší pozice v budoucnu. Vyšší růst mezd se bezpochyby promítá ve spotřebě a maloobchodních prodejkách, to je signál, že měnová politika není restriktivní. Situace je taková, že vážná chyba nenastane ani při ponechání sazeb, ani při jejich mírném snížení. Argumenty vyznívají spíše ve prospěch neměnnosti úrokové sazby.

Vrch. řed. Niedermayer: Situace v ekonomice je taková, že případné oživení poptávky by nebylo překvapivé; na druhé straně to, co se děje na straně nabídky, je horší než se čekalo. Snížení sazeb rozhodně nezvýší dostupnost úvěrů, při předluženosti některých firem je snížení jejich úrokových nákladů marginální, nižší sazby nepovzbudí investice. Z hlediska poptávky není pro žádné snížení důvod, na straně nabídky se jím ničeho nedosáhne. Vnější prostředí: existují názory v měnové sekci, že snížení hospodářského růstu v EU může mít i kladný vliv na ČR (substituce levnějších dovozů). Rozvojové země (Argentina – možné opuštění currency board, Brazílie) jsou stále rizikem, u Slovenska není možná krátkodobý účinek krize na ČR tak vážný, ale hrozí dlouhodobě oslabení našeho exportu. Proti euru existuje stále dostatečný úrokový diferenciál, znepokojuje však velmi malý odstup vůči dolaru. V každém případě se úrokové sazby ve vyspělém světě snižovat nebudou. Minulý nečekaný výkyv inflace v USA dokumentuje, jak i v tak stabilizované ekonomice mohou přijít inflační překvapení, FED svým prohlášením o "tightening bias" vyslal velmi jasný signál o příštím vývoji sazeb. Dnešní případné snížení by

mohlo vyvolat zešikmení výnosové křivky, a tím by se ve skutečnosti cena peněz pro ekonomiku zvýšila. Za nejvíce relevantní faktor proti dalšímu snížení sazeb je nutné považovat vývoj peněžní zásoby (vliv poslední vlny oslabení kursu nelze přeceňovat). I u nás standardně fungovaly závislosti inflace na M2, i když fungují v delším a zatím málo predikovatelném horizontu. U cen potravin však standardní mechanismy nefungují, ale jde více o důsledky negociací s EU. Zdá se však, že vývoj cen potravin je určitou zámkou, aby byla změněna dřívější nadhodnocená prognóza (od začátku byl problém, jak se na trajektorii měsíčních přírůstků o 0,3-0,5 bodu může vývoj inflace na podzim vlastně dostat). Stále se vracejí diskuse, jak flexibilní má být měnová politika; signály vysílané do ekonomiky by měly být stabilní, spíše v méně, ale výraznějších krocích než se dělalo doposud. Hlavním úkolem měnové politiky je teď navést vývoj inflace na trajektorii r. 2000. Pro další snížení sazeb nejsou důvody.

Guv. Tošovský: Situační zpráva se měla více zabývat reálnou ekonomikou, která by v současné situaci měla být vodítkem pro rozhodování BR. Místo toho šlo o mix neúplně vyhodnocených signálů. Důraz je třeba položit na vývoj vnějšího okolí (EU, Slovensko, částečně Jugoslávie), kam jde přes polovinu českého exportu. Obtíže v této oblasti budou možná důvodem pro přehodnocení politiky v zájmu posílení konkurenceschopnosti naší ekonomiky. U růstu M2 nelze zpochybnit vliv na budoucí inflaci, nyní však vadí více její špatná struktura (meziroční pokles úvěrů do tuzemské ekonomiky). Domácí poptávka je stále mimořádně nízká, její přeliv do výraznější nerovnováhy nehrozí, současné zvýšení proto nevádí. Vývoj mezd ovšem nadále znepokojuje, útěchou může být dočasnost dnešního stavu, to, že odboráři snad nebudou za rok opakovat letošní chybu. Opětovné podstřelení inflačního cíle je vážným ohrožením kredibility ČNB. Zaráží, že zahraniční analytici hodnotí inflační výhledy podstatně optimističtěji než bankovní rada a aparát. MMF i jiní činitelé varují důrazně před apreciací kursu, podstřelením cíle a doporučovali další snížení sazeb. Nelze podcenit ani to, že nastavením ceny peněz ovlivňujeme úrokové břemeno podniků. I přes snížení úrokového diferenciálu bude pokračovat příliv kapitálu, úrokové sazby by ovšem měly sloužit jako “repellent” proti nadměrnému přílivu jeho spekulacích forem. Na devizových intervencích měnová a kursové politika spočívat nemůže. Minulé snížení reposazby mělo být výraznější, i nyní by pokles jen o 0,2 % nic neřešil, proto je třeba snížit alespoň o 0,3 procentního bodu.

Pan viceguvernér Dědek sdělil své stanovisko (pro snížení reposazby o 0,2 procentního bodu), nebyl však přítomen při rozhodování. Z toho důvodu bankovní rada většinou hlasů (3:2) rozhodla ponechat nastavení úrokových sazeb beze změny.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- Ve vystoupeních a publikovaných materiálech ČNB seznamovat veřejnost s reálnou možností opětovného podstřelení krátkodobého inflačního cíle a vysvětlit jeho důvody;
- V příloze příští situační zprávy seznámit bankovní radu s dosavadním vývojem indexu měnových podmínek
- Do příští situační zprávy začlenit úvahu o transmisním mechanismu (zejména o délce přenosu provedených rozhodnutí o snížení sazeb do reálné ekonomiky a měnové situace);
- Do příští situační zprávy začlenit úvahu o potenciálním riziku dalšího snížení úrokového diferenciálu v oblasti kapitálových toků.

- Podrobněji analyzovat očekávaný vývoj ve vnějším prostředí /EU, Slovensko, Rusko/ jako důvod pro eventuální změnu nastavení měnové politiky.

I. 5. Rozhodnutí BR

Bankovní rada rozhodla většinou hlasů ponechat úrokové sazby beze změny.

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

Guvernér Tošovský: Hlavním důvodem pro další snížení sazeb je vývoj u našich hlavních hospodářských partnerů. Jejich situace ztíží uplatnění českého exportu možná natolik, že brzo zde vznikne důvod k dalšímu přehodnocení měnové politiky. Ve vývoji M2 je nejzávažnější problém její struktura, tj. absolutní pokles tuzemské úvěrové emise. Snížení sazeb nevyvolá odliv nebo nežádoucí oslabení přílivu kapitálu. Minulé snížení reposazby mělo být výraznější, nyní by měl být schválen další pokles, minimálně o 0,3 procentního bodu.

Viceguvernér Dědek: Nastavení úrokových sazeb dosáhlo své racionální hladiny, jsme v situaci, kdy zásadní chybou není ani ponechání, ani mírné další snížení sazeb. Pokud by dnes bylo přijato závěrečné snížení reposazby, pak nehrozí nebezpečí, že by toto rozhodnutí nastartovalo nějaký nežádoucí a nezvratný trend. Případné další mírné oslabení kursu je spíše žádoucí. Doporučuje snížení úrokové sazby o 0,2 procentního bodu.

Viceguvernér Tůma: Adaptace monetární politiky na ekonomickou situaci už proběhla. Pro nabídkovou stranu, která je pro oživení rozhodující, snížení sazeb nemá význam. Na poptávkové straně lze v poslední době identifikovat signály, jejichž souběh může svědčit o počínajícím oživení poptávky. Úpravou sazeb se neovlivní vývoj cen potravin, který se stane hlavním důvodem podstřelení cíle 1999. Proto doporučuje úrokové sazby neměnit.

Vrchní ředitel Niedermayer: Podstatná je informace, že v oblasti eura a dolaru už k žádnému dalšímu poklesu sazeb nedojde. Za tuzemský nejzávažnější faktor, který mluví proti snížení sazeb, je nutné považovat několikaměsíční urychlený růst peněžní zásoby, zvláště když i minulý vývoj prokázal potvrzení vazby mezi dynamikou peněžní zásoby a inflace. Doporučuje sazby neměnit.

Vrchní ředitel Racoča: Při rozhodování nelze zaujímat absolutně jednoznačné stanovisko, mnoho důvodů mluví pro a mnoho proti dalšímu snížení. Stále není spolehlivá představa o možném vlivu poklesu sazeb na pohyb kursu. O růstu spotřeby jsou důkazy, odpovídají vzestupu peněžní zásoby a mezd a svědčí o tom, že měnová politika přestala být restriktivní. Doporučuje ponechat úrokové sazby beze změny.

Vrchní ředitel Štěpánek: Při existenci argumentů pro a proti snížení sazby by mělo převážit hledisko pokračující ekonomické recese a to, že vývoj externích nákladových faktorů je příznivější než se čekalo. Je kontraproduktivní udržovat úrokové sazby výše než je nezbytně

zapotřebí. Jejich snížení o 0,2 procentního bodu se jeví jako nevýznamné, účinnější by posun alespoň o 0,3 bodu.

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