

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 2. září 1999

Přítomni pánové Tošovský, Dědek, Tůma, Štěpánek, Racoča, Niedermayer, Hrnčíř, ministr financí ČR Mertlík

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Srovnání predikce s inflačním cílem 2000. Je to klíčové hledisko pro dnešní rozhodování, protože možnost ovlivnit míru plnění krátkodobého kontrolního cíle 1999 je už mizivá. Proto je třeba toto hledisko zdůrazňovat i ve vztahu k veřejnosti. Predikce říká, že čistá inflace bude na konci příštího roku mezi 2,5 a 5,5 procenty s asymetrickým středem 3,7 %. V tomto rámci bude korigovaná inflace na 4,3 % meziročního růstu. Mezi vývojem cen potravin a korigovanou inflací byly velké a oboustranné rozdíly vždy. Stupeň ovlivnitelnosti korigované inflace monetární politikou je vyšší, proto se vyskytují názory, že její vývoj je hlavním vodítkem. Stanovili jsme ale cíl v podobě čisté inflace, proto ona musí být hlavním kritériem. I korigovaná inflace je strukturovaná a i ceny potravin v delším horizontu reagují na měnové podmínky. Referenční scénář SZ počítá s kursem v nejbližším období 36,50 Kč/euro a s následným postupným mírným zhodnocením (36,- Kč). Alternativní nejhorší scénář (kurs okolo 38,- Kč, ropa trvale přes 18 USD/barel) vede k indexu čisté inflace 4,9 %. Relace mezi prognózami a inflačním cílem tedy potvrzují, že stále existuje určitý prostor pro korekci měnových podmínek. I když čekáme v I. čtvrtletí r. 2000 inflační „vlnku“, neměla by být důvodem k větší změně politiky.

Makroekonomický rámec. Koncentruje se do vývoje vztahu agregátní poptávky a domácí nabídky. Za předpokladu fiskální omezitelnosti (letošní saldo SR do -50 mld. Kč, příští rok MF prosazované do -40 mld. Kč) a vývoje reálných příjmů domácností do predikovaných + 1,7 % v roce 2000 nebude mít růst poptávky nárazový, proinflační charakter. Strana nabídky závisí především na průběhu institucionálních reforem. Vztah ke kursu je dvojitý: jednak kurs plní disciplinární funkci, jednak ovlivňuje vývoz. Lze očekávat tendenci k nominální apreciaci, to dokumentuje souběžně předkládaný materiál. Kurs, který vyhovoval v době stagnace, nemusí být už rovnovážný při ožívování ekonomiky. Úvahy o měnové politice by měly být vedeny ideou, že nemá způsobovat zpříšňování měnových podmínek. Potenciální nabídka se může výrazněji dynamizovat jenom v exportní expanzi. Z uvedených hledisek opět vyplývá, že prostor pro korekci existuje a je žádoucí ji provést.

Rizika vývoje. Mění se situace doma i v zahraničí, dochází ke zlomu ve vývoji inflačních křivek. U nás rizika existují především v růstu nákladů. Velmi výrazné je letošní zvyšování jednotkových mzdových nákladů v průmyslu, které také zmenšuje prostor pro samofinancování podnikové sféry. Paralelně dochází k obratu ve světových cenách komodit. Buď stagnují, anebo rostou, naši obchodní bilanci navíc ovlivňuje už značné zhoršení T/T. K nákladovým faktorům přistupuje zčásti poptávková dimenze, zejména riziko velkého schodku veřejných financí a možné dynamiky tohoto deficitu. Tento souběh inflačních rizik je třeba při rozhodování BR respektovat. Pokles úrokových sazeb ve světě se zastavil, proto je nutné brát v úvahu zúžený úrokový diferenciál vůči dolaru, britské libře a některým dalším měnám. Nebezpečí transakcí korun do cizoměnových depozit vzhledem k transakčním nákladům zatím nehrozí, pokud

nedojde k nějaké mimořádné destabilizaci měnové situace u nás. Přesto nelze počítat s hladinou naší úrokové sazby pod USA či GB.

Návrh opatření. Doporučuje se snížit 14 denní reposazbu o 25 bazických bodů. Je to také v logice kvartální situační zprávy, implementuje se takto strategie minule přijatá bankovní radou. Rizika však neumožňují větší snížení, v podmínkách nízké inflace je snížení tohoto rozměru významnější než by bývalo před několika měsíci. Za předpokladu tohoto opatření musí dojít ke korekci diskontní a lombardní sazby. Snížení diskontu se navrhuje ve dvou variantách: na 5 nebo na 5 1/2 % (osobně se p. vrchní ředitel přiklání ke druhé variantě), u lombardu pokles z 10 na 8 %. Zúžení koridoru je opodstatněné proto, že se pohybujeme v prostředí značně nižší a stabilnější inflace. Zdá se, že úroveň diskontu nabyla větší důležitosti pro zahraniční investory, výraznější snížení této sazby by vyvolalo falešný signál.

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

Viceguv. Tůma: Nesouhlasí s tím, že existují vysoké transakční náklady při transferu korun do cizoměnových instrumentů. I v platební bilanci je vidět, že přesuny nejsou nevýznamné, že náklady pro velké subjekty nejsou vysoké, a že existují lehko dostupné, zejména krátkodobé instrumenty (americké CP). Dotazy: zda se u posledního vývoje peněžní zásoby, oběživa a salda státního rozpočtu jedná o výkyv nebo změnu trendu. Vývoj mezd je stále nejistý, měl by být vyslán signál pro mzdová vyjednávání. Jaký je vztah příjmů z privatizace a fiskální expanze? Jaký lze čekat dopad FDI na export a výstup, jaká je jejich alokace?

Ministr financí Mertlík: Očekávaný vývoj hlavních čísel je ve shodě s materiály MF a dalších vládních orgánů. Možná poopraví odhad růstu HDP a inflace mírně směrem vzhůru. Letošní deficit státního rozpočtu bez úhrady ztráty Konsolidační banky bude okolo 40 mld., což je méně než se nedávno předpokládalo. Významným zdrojem deficitu je pokles příjmů z pojistného (snížení zaměstnanosti). Očekávaná ztráta KOB může být okolo 20 mld. Kč, výsledný šedesátimiliardový deficit se tedy pohybuje na hranici 3 % z HDP. V zájmu přesunu prostředků na mandatorní výdaje vláda na svém minulém zasedání omezila o 2 mld. běžné výdaje resortů. Požadavky na rok 2000, které ústí do schodku 105 mld. Kč, nelze brát vážně, je to první vyjednávací číslo, které se vždy nadsazuje. Počítá, že saldo kolem 40 mld. může být dodrženo, protože vzroste odhad příjmů. Souhrn veřejných rozpočtů a příjmy z privatizace teď zodpovědně predikovat nelze (např. se bude jednat i o prodeji podílu v Telecomu). Vláda bude provádět uměřenou fiskální politiku za předpokladu, že bude odpovídající také politika centrální banky. Pokud by se ČNB odchýlila od svého dosavadního postupu vedoucího ke sblížení úrokové hladiny s eurozónou, mohla by vláda reagovat protiopatřeními, fiskální expanzí. Což je sice nejhorší možné řešení, ale nelze ho apriorně vyloučit. Máme doporučení z MMF a v poslední době i z EU, kde bylo explicitně řečeno, že pro dnešní ČR není ani 5 % deficit problém. Pokles reposazby o 0,25 % je malý, situaci odpovídá snížení aspoň o 0,5 % (pokud bankovní rada nemá představu, že se ke snížení v krátké době opět vrátí). Platí totiž, že důsledky růstu dovozních cen jdou mimo čistou inflaci a měnovou politiku, takže ta by je neměla zohledňovat. V eurozóně, která je pro nás relevantní, existuje jiný vývoj než v USA, tam ke sblížení úrokových sazeb nedochází, a proto kritérium amerických úrokových sazeb nelze akceptovat. Je možné si položit otázku, do jaké míry je vůbec nějaký únik do dolarů nežádoucí. Potvrzuje se, že předprivatizační

stav v bankách se vyznačuje velkou nedůvěrou k tuzemským subjektům, neochotou přijímat jakákoli úvěrová rizika. Závěr: vláda nepokládá za možné, aby se ČNB odchýlila od politiky, kterou již provádí delší řadu měsíců, tj. politiky dalšího zužování úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Ještě ke druhému zaslanému materiálu (strategie hospodářských politik při přílivu FDI): domnívají se, že jejich toky a důsledky přílivu budou výraznější. Je účelné vyvolat společnou poradou odborníků obou institucí, v zásadě se závěrečnými doporučeními souhlasí. Pokud jde o emisní politiku, domnívá se, že lze (jen v malém rozsahu a zřejmě. někdy uprostřed příštího roku) obnovit vydání dluhopisů pro zahraničí.

Vrch. řed. Niedermayer: Pochybuje, že úvaha o zpevnění kursu v příštím čtvrtletí je analyticky podložena, důsledkem je pak vychýlení inflační prognózy. Pasáže o reálném efektivním kursu považuje nadále za nedostatečné. FED sice prohlásil, že co do vývoje sazeb jsou nyní v neutrální poloze, ale to je pravidelný výrok po každé změně sazeb, proto mu nelze přisuzovat vysokou hodnotu. Souhlasí, že transfery do deviz nejsou hypotetickou záležitostí, rozdíly depozitních sazeb proti dolarům jsou třeba jen 1 %, otevření devizových termínových účtů např. v KB je velice jednoduché a nenákladné. Vidíme vývoj vnějšího prostředí optimističtěji než minule? Potvrzují se nebo oslabují signály o oživení?

Vrch. řed. Štěpánek: Z čeho pramení obava při větších transferech do deviz? Už probíhají, proto je třeba mapovat, jaký další prostor zbývá, zda zasáhne i nedluhový kapitál. Připojuje se k dotazu na příčiny předpokládané blízké apreciacie kursu, navíc – proč se takového vývoje obávat? Proč se zužuje rozdíl mezi naší reposazbou a klientskými sazbami z úvěrů? Máme nějakou úvahu o tom, jak dlouho ještě může trvat „zamrznutí“ úvěrového kanálu, jaké faktory ho mohou odblokovat, může se případně jeho uvolnění projevit v poklesu úvěrování nerezidentů? Jak to vypadá s obrátkou peněz, platí standardně, že pokud dochází k jejímu zpomalování, tak se měnová politika uvolňuje? Platí to i v opačném směru? Jaké důsledky na čistou inflaci může mít přesun deregulací do roku 2000?

Viceguv. Dědek: Proč došlo k tak velké změně predikce vývoje cen průmyslových výrobců směrem dolů? Jsou určité pochyby o korektnosti propočtu a hodnocení vývoje úrokových sazeb „ex ante“. Lze z něj opravdu usoudit, že se měnová politika od měsíce k měsíci zpřísňuje, anebo je to jen technický výsledek klesající predikce budoucí úrovně cen? V Evropské unii se na začátku 90. let nezdařila tzv. konvergenční hra. Lze z toho vyvodit poučení i pro naši situaci a pro naše předpoklady připojení se k EU? Standardní součástí situačních zpráv by se mělo stát hodnocení vývoje indexu měnových podmínek.

Vrch. řed. Racoča: Proces snižování sazeb drobnými posuny trvá již poměrně dlouhou dobu. Bude správnost této strategie zhodnocena, posouzena, zda radikální a méně časté změny nebyly lepší a krediblnější?

Guv. Tošovský: Opět existuje dilema pro rozhodování bankovní rady. Současné trendy jsou charakteristické pro obnovu proinflačního prostředí, za normálních okolností by bylo nelogické navrhnout snížení sazeb. Jestliže chceme i dnes jít tímto směrem, pak připouštíme, že jsme postupovali chybně a nedostatečně už dřív a nynější krok je jen dodatečnou korekcí. Pak je nutné si ujasnit, kde se nachází úroveň pro dlouhodobější „zaparkování“ sazeb, abychom se vyvarovali politice „ode zdi ke zdi“.

Vrch. řed. Štěpánek: Dosavadní průběh snižování sazeb se vyznačoval spíše pasivitou, doháněním reality, málo jsme anticipovali budoucí vývoj, nakonec ČNB provedla to, co od ní trh očekával. Jak postupovaly v podobné situaci ostatní, nebo nám blízké centrální banky?

Vrch. řed. Hrnčíř: Lze ovšem naopak tvrdit, že pokud se naše opatření kryje s očekáváním trhu, pak to je spíš pozitivní rys konání centrální banky a známka její kredibility.

Vrch. řed. Niedermayer: Zatím jsme v situaci, kdy jde zejména o to, aby veřejnost chápala logiku jednání ČNB. Strategie méně a větších kroků byla zřejmě lepší. Dnešní rozhodování je složité proto, že se musí měnit koridor. Snížení diskontu nemá v dnešní situaci charakter promyšleného vytváření prostoru pro budoucí setrvání sazeb, ale spíš charakter „uskakování“ před snížením reposazby.

Vicegub. Dědek: Aktuálním úkolem je diskutovat tezi o „nepřekročitelnosti“ úrokových sazeb USA.

Vrch. řed. Hrnčíř: Přitom se však nelze dívat jen na rozdíly v krátkých sazbách, ale i v dlouhých, které utváří trh.

Gub. Tošovský: Považuje nepřekročitelnost sazeb USA za umělý argument. Teď se obecně čeká korekce dolaru vůči euru, a to v návaznosti na změnu trendů v reálné ekonomice. Přibližování se poměrům v eurozóně je vzhledem k hospodářským vazbám logičtější, přitom nutno testovat, jaká premie je akceptovatelná. Kdybychom např. drželi krok s inflací v Unii, mohlo by převýšení úrokové sazby odpovídat jen té premii. Z nejnižšího bodu se budeme dostávat směrem vzhůru, růst produktivity by se měl odrazit i v apreciační korekci kursu koruny proti dolaru, a proto dolarová úroková sazba nemusí být pro nás bariérou. Navíc, pokud bychom ji veřejně prohlašovali, můžeme vzbuzovat neoprávněná očekávání našich příštích rozhodnutí.

Vrch. řed. Niedermayer: Pokud není vytvořen systém, který zajišťuje věrohodně vyšší stabilitu Kč k euru, nelze argumentovat nutností blízké a stabilní úrovně sazeb vůči eurozóně.

Vrch. řed. Hrnčíř: Rozdíly sazeb eura a dolaru jsou už dlouho velké, svědčí o tom, že investoři čekají apreciaci eura. Podmínkou sblížování sazeb, a to platí i pro naše, jsou rozdílná tempa v produktivitě. Doporučuje (spolu s vrch. řed. Niedermayerem) udělat brzy poradou expertů k výhledu kursu koruny.

I. 3. Uzavřené jednání Bankovní rady

Vicegub. Tůma: Stejně jako při minulých jednáních se hledají obtížně argumenty pro snížení sazeb, zvláště když se potvrzují signály oživení. Nejrelevantnější se tu zdá být i nadále využívání logiky indexu měnových podmínek. Třetí alternativa k rozhodnutí (vedle toho, zda snížit či nesnížit sazby) je snížení – např. o navrhovaných 0,25 bodu – spojené s prohlášením o představě ČNB, že výhled na změny sazeb v delším časovém horizontu je neutrální, změny jen pokud nastanou zcela mimořádné okolnosti. Souhlas tedy se snížením, ovšem za této podmínky.

Prohlášení záměru neměnit brzy sazby by mohlo posílit kredibilitu a poněkud změnit pohled trhu na současnou situaci. Přitom jako stále otevřená zůstává možnost devizových intervencí.

Viceguv. Dědek: Je sice žádoucí, aby „parkovací“ úroveň sazeb vydržela relativně delší období, ale souvisí s tím přesvědčení, že už dosáhla žádoucí úrovně a není zbytečně vysoká. Dosažené reálné úrokové sazby jsou na rozumné úrovni, pro 6 % může psychologicky mluvit zaokrouhlenost čísla. Lze čekat další konflikty s vládou, která má potíže s rozpočtem. Proto je nutné mít argumenty, že dosažená úroveň sazeb je správná. Vazbu našich sazeb k dolarovým lze skutečně zpochybnit. ČR není členem eurozóny právě tak jako např. Velká Británie nebo Norsko, vůči nim je nutnost udržování přiměřených relací lépe obhajitelná. Je pro snížení reposazby o 0,25 bodu, s tím, že závazek delší neměnnosti sazeb vůči veřejnosti by neměl být explicitně vysloven. Už z podstatného zúžení mantinelů (které jde téměř na úroveň ECB) by měl být tento záměr zřejmý.

Vrch. řed. Štěpánek: Dnešní poselství ministra financí lze pochopit tak, že pravděpodobný větší rozpočtový deficit bude odůvodňován restriktivní politikou ČNB. Na to se musíme argumentačně připravit. Rovněž nedoporučuje v komuniké vyjádřit úmysl další neměnnosti sazeb nebo neutrálního výhledu na jejich změny. Pro prezentaci lze spíše využít připravovaná vyjádření členů bankovní rady ve sdělovacích prostředcích (Reuters, ČT I). Pokud jde o minulost, zdá se, že radikálnější postup byl namístě. Doporučuje snížení reposazby o 0,25 bodu.

Vrch. řed. Niedermayer: Stav ekonomiky je takový, že snížení o 0,25 se jeví jako problematický krok. Problém je zejména v tom, že snížení musí být spojeno se snížením dolní hranice koridoru. I úroveň diskontu 5,5% může být pochopena jako signál pro budoucí změnu. Při pohledu na zpětný vývoj je zřejmé, že domácí poptávka se mění skoky, a i z tohoto důvodu nelze zaručovat dlouhodobější stabilitu sazeb. Napsat, že podmínky pro budoucí vývoj sazeb jsou neutrální, je sice korektní, ale znamená zavádět do naší terminologie nové prvky (bias). Také je třeba rozlišovat obsah sdělení, že úrokové sazby budou stabilnější, a sdělení, že je stejná pravděpodobnost jejich pohybu nahoru či dolů.

Vrch. řed. Racoča: Nová bankovní rada letos pokračovala ve strategii drobných a častých kroků, přijímaných někdy i na mimořádném jednání. Jestli se sníží diskont, pak nám opět nemusí nikdo věřit, že dnešní rozhodnutí je konečné a že nebudeme v dosavadní strategii pokračovat. Pro kredibilitu je pak lepší snížení neprovést, navíc když se přihlédne ke zde velmi dobře prezentovanému výkladu rizik.

Vrch. řed. Hrnčíř: Důvody svého stanoviska (snížit o 0,25 reposazbu, diskont o 0,5 a lombard o 2 procentní body) sdělil v úvodním slově. Snížení diskontu o půl bodu je řádově jiné než jsme provedli minule. Dnes tím jasně říkáme, že prostor pro další pokles reposazby je malý.

Guv. Tošovský: Při souběhu opačného trendu ve vývoji vnějšího i vnitřního prostředí a našeho dnešního rozhodnutí o snížení sazeb je nutné nacházet kredibilní vysvětlení. Pravda je, že nás dosud události spíše předbíhaly. Po snížení reposazby o 0,25 lze považovat dosaženou reálnou sazbu za žádoucí. Pro domo: nyní to považujeme za poslední krok, ale není žádoucí toto sdělit veřejnosti. Problém pro zaručení dlouhodobější stability či neměnnosti sazeb je totiž v tom, že nedokážeme dost dobře odhadnout důsledky výkyvů poptávky na ceny v obou směrech. Souhlas

s doporučením měnové sekce (vrch. řed. Hrnčíře). Ve vztahu k veřejnosti (připravovaná vystoupení členů bankovní rady) je nutné argumentovat, proč jsme tento krok uskutečnili, i když se prostředí změnilo a sdělit předpoklad budoucí větší neměnnosti sazeb. Úmysl delší dobu setrvat na dosažené úrovni by měl být zřejmý z nastavení mantinelů pro pohyb sazeb. Bylo by nezvyklé ho ve standardním komuniké zvláště zdůrazňovat. Konstatuje, že doporučení měnové sekce je přijato většinou hlasů.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- Pokračovat ve sjednocení datového zázemí a metodiky pro výpočet efektivních kursů a následné hodnocení jejich vývoje (sekce statistiky a měnová sekce)
- V příštích situačních zprávách pravidelně používat hodnocení vývoje měnových podmínek (MCI)
- Zorganizovat poradu členů bankovní rady s experty na téma analytického zdůvodnění předpokladů pro pohyb měnového kursu
- Připravovat zpětné zhodnocení účinnosti strategie častého a po malých krocích prováděného snižování úrokových sazeb.
- Připravit se na expertní projednání materiálu „Strategie hospodářských politik v období zvýšeného přílivu kapitálu“ s odborníky Ministerstva financí

I. 5. Rozhodnutí BR

Po projednání 8. situační zprávy bankovní rada ČNB většinou hlasů rozhodla snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB ze 6,25 % na 6 % (o 0,25 procentního bodu), diskontní sazbu ze 6 % na 5,5 % (o 0,50 procentního bodu) a lombardní sazbu z 10 % na 8 % (o 2 procentní body) s účinností od 3. září 1999.

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

Vrchní ředitel Hrnčíř: Predikce čisté inflace 2000 ukazuje na prostor pro další snížení sazeb. Je třeba, aby nedošlo ke zpřísnění měnových podmínek, což je při předpokládané apreciaci kursu aktuální problém. Na druhé straně nákladové podmínky (JMN, rozpočet) a rovněž zřetelné oživení poptávky nedovolují, aby sestup byl výraznější než 0,25 bodu. Posun diskontní sazby doporučuje na 5,5 %, lombardu na 8 %.

Vrchní ředitel Niedermayer: Vývoj v ekonomice je nyní takový, že i snížení o 0,25 bodu se jeví problematické; navíc v situaci, kdy musí být spojeno se snížením diskontní sazby. Právě to může být pochopeno jako signál pro další změnu. K relativně dlouhodobější neměnnosti sazeb se nelze zavazovat zejména proto, že poměry v poptávce se mění obvykle skokem. Reposazbu ČNB doporučuje ponechat beze změny.

Vrchní ředitel Racoča: Po jakémkoli snížení diskontní sazby budou subjekty trhu předpokládat, že bude následováno dalším poklesem reposazby. S přihlédnutím k růstu rizik doporučuje ponechat úrokové sazby beze změny. Je třeba zhodnotit účinnost již rok realizované

strategie častých a drobných změn úrokových sazeb, to, zda radikálnější a méně časté kroky nebyly v konkrétní situaci vhodnější.

Vrchní ředitel Štěpánek: Předložené prognózy inflace a očekávání trhu vedou k podpoře návrhu měnové sekce na snížení sazeb. Přiklání se k názoru, že v minulosti mělo jít při snižování sazeb o včasnější a radikálnější kroky. Závažným aktuálním problémem je pravděpodobné zhoršení vztahů s vládou, která velký rozpočtový deficit bude prezentovat jako důsledek měnové restrikce ČNB.

Viceguvernér Dědek: Úroveň reálných úrokových sazeb (zvláště po akceptovatelném snížení reposazby na 6 %) lze považovat za rozumnou, za takovou, která by měla vydržet po relativně delší období. I když lze velké zúžení úrokového diferenciálu proti dolaru zpochybňovat, nelze přehlížet bariéru sazeb v evropských zemích, které nejsou součástí EMU (zejm. Velké Británie).

Viceguvernér Tůma: Souhlasí se snížením reposazby o 25 bazických bodů a půlprocentním snížením diskontu za předpokladu, že toto bude doprovázeno explicitním vyjádřením o neutrální měnové politice v příštích několika měsících. Pro možnost takového prohlášení mluví současné ekonomické podmínky, potřeba posílit kredibilitu ČNB i ovlivnit expektace trhu. Obezřetnost ve snižování sazeb roste i proto, že transakce do cizoměnových instrumentů už probíhají.

Guvernér Tošovský: Jediné kredibilní vysvětlení, proč v době oživení nákladových i poptávkových proinflačních faktorů ještě snižujeme sazby je, že se stále jedná o určitou zpětnou korekci. Sice lze toto snížení považovat na delší dobu za poslední krok, ale protože neumíme dost dobře odhadovat vliv změn v poptávce na inflaci, nelze se takto zavázat vůči veřejnosti. Úmysl ČNB zachovat úroveň sazeb po relativně delší období bude zřejmý z nastavení nových mantinelů pro pohyb reposazby. Souhlasí s návrhem měnové sekce.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, poradce