

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 25. 11. 1999

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

I.1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Ve srovnání s předchozí situační zprávou nedochází ke změně inflační prognózy. Referenční scénář pro vývoj nominálního kursu byl modifikován na základě diskuse bankovní rady s experty a odráží konsensuální pohled na očekávaný vývoj. Vychází přitom z předpokladu, že případné apreciační tlaky na kurs koruny vyvolají měnově-politickou reakci ČNB. K výrazným změnám dochází ve vnější oblasti. V eurozóně, v USA, ve Velké Británii, ale také v Polsku dochází ke zvyšování krátkodobých úrokových sazeb a další zpřísnění lze očekávat začátkem příštího roku. Očekává se další výrazný růst dovozních cen. Akceleruje předstih růstu peněžní zásoby před dynamikou HDP. Odhad meziroční dynamiky M2 v říjnu se zvýšil z 9.2 na 9.8 %. Tento vývoj je doprovázen výraznými posuny v sektorové a časové struktuře M2. Dochází k dynamizaci transakčních peněz, především oběživa. Úvěrová aktivita v říjnu signalizuje nárůst o 11.6 mld. Kč. Informace z trhu naznačují, že tento nárůst byl částečně způsoben krátkodobými úvěry poskytnutými některými zahraničními bankami ke konci měsíce. Odhad na listopad vycházející z operativního hlášení bank - který může být ovlivněn odebráním licence bance Moravia - naznačuje mírný pokles příp. stagnaci úvěrové emise. Pokračuje oživení ve většině segmentů ekonomiky. Vývoj nezaměstnanosti a nárůst počtu nových pracovních míst podporuje hypotézu postupného ekonomického oživení. Jedná se ovšem o velice pozvolnou, neakcelerující dynamiku ekonomické aktivity. Navzdory zrychlení ekonomického růstu u svých hlavních obchodních partnerů meziroční růst průmyslové výroby ČR stále výrazně zaostává ve srovnání s Maďarskem (10.7 %) a s Polskem (8.9 %). Do konce roku 2000 měnová sekce nadále předpovídá velice mírné zvýšení HDP. Nákladové faktory jsou považovány nadále za jeden z hlavních budoucích inflačních zdrojů. Současně je ovšem nutné poznamenat, že jejich promítnutí do čisté inflace bylo doposud málo výrazné. Tato skutečnost může být zprostředkovaným potvrzením hypotézy o existenci významnější pozitivní mezery výstupu.

Na základě předchozího popisu hlavních tendencí v makroekonomickém vývoji, v souladu s návrhem doporučení, lze vyslovit následující argumenty pro a proti snížení úrokových sazeb.

Argumenty pro snížení úrokových sazeb:

1. Střed inflační prognózy se stále pohybuje pod dolní hranicí inflačního cíle pro rok 2000.
2. Opětovně zesilují tendence k nominální apreciaci kursu koruny. Tržní informace naznačují, že nelze očekávat obrat v tomto vývoji.

Argumenty proti snížení úrokových sazeb:

1. Reálné úrokové sazby ex-ante (ve srovnání s jejich výší ex-post) jsou již na relativně nízké úrovni. V této souvislosti je nutné poznamenat, že obchodní banky v posledním období nepromítly snížení repo sazby do svých klientských sazeb.

2. Výnosová křivka má mírně pozitivní sklon, i když ve svém předchozím vystoupení pan v.ř. Niedermayer upozornil na určitý pokles úrokových sazeb s delšími splatnostmi. Vzniká tedy otázka, zda vliv příp. dalšího snížení úrokových sazeb by nebyl eliminován zvýšením úrokových měr s delšími splatnostmi.

Po určité sérii snížení úrokových sazeb by bylo pravděpodobně žádoucí vyčkat na míru promítnutí cen průmyslových výrobců do čisté inflace, vyhodnotit výsledky HDP za 3. čtvrtletí letošního roku, posoudit vliv náprav regulovaných cen začátkem roku 2000 a ověřit relativní stabilitu nízkých inflačních očekávání. Z těchto důvodů měnová sekce předložila návrh na ponechání výše repo sazby na stávající úrovni.

Navzdory tomuto návrhu existuje nadále několik významných argumentů pro snížení úrokových sazeb. Dojde-li ke srovnání úrokových sazeb se zahraničím, úrokové sazby v Eurozóně jsou stále pod úrovní ČR. Navzdory nižší - ale ne výrazně nižší - průměrné inflaci v Evropě existuje výrazný rozdíl v dosažené fázi ekonomického cyklu ve srovnání s Českou republikou. Podobně je tomu při srovnání úrokových sazeb s Polskem. V posledním období v Polsku došlo k výraznému zvýšení sazeb, a to za předpokladu ekonomického růstu kolem 5 %, deficitu BÚ 7 % a při výhledu výrazného nesplnění inflačního cíle ke konci letošního roku. Druhý směr argumentů zdůrazňuje nutnost správného načasování případného snížení úrokových sazeb. Z několika důvodů se lze domnívat, že za předpokladu makroekonomického vývoje bez významnějších exogenních šoků nedojde ke změně úrokových sazeb do února příštího roku. Jejich nastavení vycházející ze dnešního zasedání by mělo být v tomto časovém horizontu konzistentní s inflačním cílem.

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

Viceguvernér Dědek: V jakém rozsahu by byla ovlivněna inflační prognóza případným zvýšením ceny benzínu na 30 Kč/litr?

Vrchní ředitel Racoča:

1. Od prvního čtvrtletí příštího roku by mělo dojít podle situační zprávy k výrazně rozdílnému vývoji cen potravin a cen zemědělských výrobců (str. 33). Jaké jsou hlavní důvody pro tento rozdílný vývoj?
2. Na čem je založen odhad osmiprocentního zvýšení regulovaných cen v příštím roce? Jaké jsou nově dostupné informace z této oblasti?

Vrchní ředitel Niedermayer:

1. Přírůstek vkladů se odehrává hlavně v sektoru podnikové sféry. Jaký je hlavní zdroj nárůstu podnikových vkladů? Roste ziskovost nebo se zlepšuje cash-flow podnikové sféry?
2. Zachycuje měnová sekce v nějaké části situační zprávy hypotetický odliv soukromých úspor prostřednictvím nákupu zahraničních cenných papírů?

Vrchní ředitel Štěpánek: Z výsledků platební bilance za 2. a 3. čtvrtletí letošního roku vyplývá, že odliv krátkodobého kapitálu masově narůstá. Materiál analyzující implikace přílivu zahraničního kapitálu také upozorňuje na tuto skutečnost. O jaký fenomén se přesně jedná a jak to souvisí s hypotézou odlivu části soukromých domácích úspor?

Guvernér Tošovský: Nenachází se ČNB v situaci, kdy bez ohrožení inflačního cíle může dojít k podpoře hospodářské politiky?

Vrchní ředitel Niedermayer: Na čem je založen předpoklad pana vrchního ředitele Hrnčíře, že změna úrokových sazeb do února příštího roku bude více problémová než v následujících měsících?

Vrchní ředitel Hrnčíř: S ohledem na nejistoty spojené s koncem letošního a začátkem příštího roku a očekávaný růst cen v lednu (lednové přečeňování a změna regulovaných cen) může být snížení úrokových sazeb obtížně komunikovatelné a může působit nekredibilně.

Vrchní ředitel Niedermayer: V minulém roce v prosinci došlo dvakrát ke snížení úrokových sazeb. Za předpokladu, že dojde k jasnému odůvodnění rozhodnutí o snížení úrokových sazeb v prosinci letošního nebo v lednu příštího roku, takové rozhodnutí nebude působit nekredibilně.

K vystoupení pana ředitele Matalíka pan vrchní ředitel Niedermayer poznamenává, že nárůst úvěrů poskytnutých nerezidentům byl doposud interpretován jako způsob financování zahraničních investic. Za předpokladu, že dochází k přílivu „greenfield“ investic, mohou tyto zdroje působit krátkodobě na nárůst podnikových vkladů. Má-li ovšem příliv kapitálu charakter portfoliových investic, dojde k nárůstu zdrojů bank a investičních společností, které tyto akcie prodávají, což evidence nepotvrzuje. Z těchto důvodů se pan vrchní ředitel domnívá, že pravděpodobnějším scénářem pro vysvětlení nárůstu podnikových vkladů je zvýšení ziskovosti podnikové sféry.

Guvernér Tošovský: Do jaké míry se mění prognóza měnové sekce ve světle nově dostupných informací o vývoji cen ropy? Jedná se totiž o exogenní faktor, který nemá měnovou relevanci v krátkém horizontu, v delším období je ovšem nutné počítat s určitým multiplikačním vlivem. Jakou váhu má tato nová informace při dnešním rozhodování?

Viceguvernér Tůma:

1. Je již zapracován do inflační prognózy nový tříletý vládní scénář na uvolnění regulovaných cen? Jaký může mít vliv na inflační očekávání příp. přes sekundární vlivy na čistou inflaci?
2. Do jaké míry je robustní ve světle oboustranných rizik inflační prognóza? Jedná se o posouzení, zda nové informace nevyžadují razantnější reakci měnové politiky k dosažení inflačního cíle v příštím roce, nebo alternativně by se mělo uvažovat o změně inflačního cíle.
3. Příloha č. 3 situační zprávy obsahuje velice užitečné informace.
4. Do jaké míry je zohledněn v inflační prognóze vyšší očekávaný růst v eurozóně?

Vrchní ředitel Štěpánek: Ve srovnání s předchozí situační zprávou došlo k podstatné metodologické změně u předpokladu budoucího kursového vývoje. V minulé situační zprávě případná budoucí reakce ČNB nebyla zapracována do hlavního kursového scénáře, 11. situační zpráva předpokládá reakci centrální banky na zabránění nadměrné apreciaci kursu koruny. Tím se posouvá predikce ve směru žádoucího vývoje. Je v ní zabudován prvek politiky, která ještě nebyla formulována. V důsledku toho se posouvá inflační cíl sám o sobě. Vzniká tedy otázka, zda predikce, která se do určité míry stává cílem, je správná. Nejedná se o určitou rezignaci na splnění inflačního cíle v důsledku obavy o destabilizaci měnového vývoje?

Guvernér Tošovský: Souhlasí s předchozím vystoupením vrchního ředitele Štěpánka. Nový kursový scénář implicitně předpokládá provádění devizových intervencí Českou národní bankou. Z referenčního scénáře kursu se stává cílovaná veličina.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Měnová sekce prezentuje v situační zprávě konsensuální pohled na očekávaný vývoj kursu vyplývající z jednání bankovní rady s experty. Nejedná se o žádnou změnu cíle, ten zůstává neměnný. Nový scénář zohledňuje pouze skutečnost, že ČNB bude korigovat vývoj kursu za předpokladu nadměrné apreciacie. V tomto ohledu je skutečně posun ve srovnání s minulou situační zprávou.

Vrchní ředitel Štěpánek: Jeden z poradců ve svém stanovisku spočítal možnost splnění inflačního cíle v roce 2000 s úrovní kursu 39 Kč/euro. Proč nepočítá situační zpráva např. s touto úrovní, proč se stala referenčním scénářem úroveň 36.5 Kč/euro?

Vrchní ředitel Niedermayer: Kurs na úrovni 36.5 Kč za euro je střed pravděpodobnostního rozložení budoucího vývoje kursu. V okamžiku, kdy dojde k podstatnému odchýlení od této hodnoty, zváží se možnost změny referenčního scénáře nebo se přijme měnově-politické opatření s cílem korigovat tento vývoj. Kurs na úrovni 36.5 není tedy cílem, je to scénář nejpravděpodobnějšího kursového vývoje.

Guvernér Tošovský: Renomované zahraniční investiční banky předpovídají kurs na úrovni 34 Kč/euro. Odhad měnové sekce se původně pohyboval na úrovni 35 Kč/euro. Referenční scénář kursu by měl být postaven tak, aby zohlednil pravděpodobný kursový vývoj vyplývající z analýzy běžného a finančního účtu platební bilance. Odvození reakce měnové politiky a způsobu využití kombinace měnově-politických nástrojů by měl být až následným krokem.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Při diskusi expertů se uvažovalo o vzniku 2 scénářů: první by zachycoval očekávaný vývoj bez změny makroekonomických politik (referenční scénář), druhý by zahrnoval vliv případných změn měnově-politických nástrojů (pravděpodobný scénář). Současný kursový scénář je kompromisem mezi různými názory. Pan vrchní ředitel Hrnčíř je přesvědčen o tom, že za předpokladu pochopení podstaty změny ve srovnání s minulou situační zprávou je zřejmé, že se nejedná o věcnou změnu.

I.3. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Tůma: Předpokládejme, že inflační prognóza je správná a při současném nastavení měnové politiky ke konci příštího roku dojde k mírnému podstřelení inflačního cíle. Existuje shoda v tom, že mírné podstřelení inflačního cíle v příštím roce je přípustné. Pokud by ovšem mělo dojít v příštím roce k významnějšímu podstřelení inflačního cíle, existují 3 alternativní možnosti reakce ČNB:

- Změnit inflační cíl.
- Razantně změnit nastavení měnové politiky.
- Nechat inflační cíl opět výrazně podstřelit.

Pan viceguvernér Tůma doporučil bankovní radě zvážit jednotlivé varianty.

Vrchní ředitel Niedermayer: K výraznému podstřelení inflačního cíle v příštím roce by mohlo dojít za předpokladu, že dojde ke kumulaci faktorů, které nejsou zahrnuty do hlavního scénáře inflační prognózy. Pokud by se potvrdily předpoklady o růstu cen ropy, obratu ve vývoji cen potravin a pokud poptávková situace ve skutečnosti bude mírně příznivější než to vyplývá ze současných prognóz, je vysoce pravděpodobné, že čistá inflace v příštím roce bude mířit ke spodní hraně inflačního cíle. Pokud bude naopak makroekonomické prostředí velmi nízkoinflační a měnová politika se bude snažit o splnění inflačního cíle - pokud je to vůbec možné v tomto časovém horizontu - může dojít k akceleraci inflace v roce 2001 a k následnému opětovnému zvýšení úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Hrnčír: Současná inflační prognóza míří ke spodní hranici inflačního cíle. Pan vrchní ředitel Hrnčír nevidí spor mezi snahou udržet nízkoinflační prostředí a mezi tím, aby se inflace ke konci příštího roku pohybovala blízko ke spodní hraně inflačního cíle. Hlavní otázkou pro dnešní rozhodnutí je, zda má dojít k dalšímu mírnému snížení úrokových sazeb s ohledem na obtížnější provedení takového kroku v následujících 2-3 měsících. Podle názoru pana vrchního ředitele k nějaké korekci nastavení měnové politiky by mělo dojít: buď pomocí snížení úrokových sazeb nebo provedením, pravděpodobně skrytých, devizových intervencí.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pan vrchní ředitel Štěpánek se dotazuje především pana vrchního ředitele Niedermayera, jak posuzují současné mezinárodní trhy českou ekonomiku. Do jaké míry je či není ČR součástí skupin transformujících se ekonomik a jaké jsou implikace tohoto posouzení do výše rizikové premie. V konečném důsledku, do jaké míry může v současnosti výše úrokového diferenciálu vůči vyspělým ekonomikám ovlivnit kursový vývoj?

Vrchní ředitel Niedermayer: Krátkodobé pohyby v horizontu do konce roku je velice obtížné interpretovat. Faktické obchodování na devizovém trhu začíná v lednu, proto je překvapující, že k apreačním tlakům dochází. Pan vrchní ředitel Niedermayer se proto přiklání k názoru vrchního ředitele Hrnčíře, že pokud by mělo dojít k ovlivňování devizového kursu, měla by to být skrytá forma intervence. Devizový trh je v současnosti pravděpodobně dominovaný krátkodobými hráči, kteří nejsou citliví na rizikovou premii. Co se týká konvergenční hry, základní informací je, že diferenciál mezi krátkým a dlouhým koncem výnosové křivky je přibližně 200 bazických bodů. Z toho vyplývá, že trh nezabudoval předpoklad rychlé konvergence do sklonu výnosové křivky. Převažujícím názorem je pravděpodobně relativně rychlé připojení k EU, ale pomalejší přiblížení

k měnové unii. Jediným zřetelným signálem posledních měsíců je, že ve světle pozitivního výhledu ekonomického oživení a přílivu kapitálu by mělo dojít k postupnému zlepšení obrazu české ekonomiky ve světě.

Vrchní ředitel Štěpánek: V minulých měsících často zazněl argument, že snížení úrokového diferenciálu na americký dolar může vést k nestabilitě. V současnosti je úrokový diferenciál na USD negativní a zdá se, že se nic ekonomicky významného nestalo.

Vrchní ředitel Niedermayer: Nedalo se očekávat, že se stane něco významného v krátkodobém horizontu, protože existují určité transakční náklady. S postupem času ovšem může dojít ke změně portfolií. Krátkodobé spekulace proti jakékoli měně, pokud úrokový diferenciál není nadměrně vysoký, jsou finančně nenákladné a závisí na volatilitě devizového trhu. Úrokový diferenciál, který je proti USD v současnosti záporný, má následující význam. Break even pro spekulanty – za předpokladu nulových transakčních nákladů – je stabilita kursu. Tato hranice se stále posouvá, ale k tomu, aby vznikl nějaký tlak na depreciaci musí dojít k nějakému destabilizujícímu signálu, který může ale nemusí přijít. V našich podmínkách při nízkém či záporném diferenciálu a nestabilitě ekonomiky však toto riziko roste.

Guvernér Tošovský: K vystoupení pana viceguvernéra Tůmy pan guvernér poznamenává, že změna inflačního cíle v roce 2000 by poté, co došlo k podstřelení inflačního cíle v minulém roce a dojde k jeho opětovnému podstřelení letos, nebyla kredibilní. Z těchto důvodů se pan guvernér nepřiklání ke změně inflačního cíle v roce 2000.

Situační zpráva přehledně uvádí jednotlivé argumenty pro ponechání a snížení úrokových sazeb. Váha těchto dvou skupin argumentů není rovnocenná. Zatímco argumenty pro snížení úrokových sazeb jsou blíž k realitě, důvody pro jejich ponechání na stávající úrovni jsou více spekulativní. K realitě současného ekonomického vývoje lze zařadit argument, že výše reálných úrokových sazeb zůstává nad průměrnou rentabilitou v ekonomice. Další nezpochybnitelnou skutečností je přetrvávající tendence k nominální apreciaci kursu koruny, kterou nelze interpretovat jako krátkodobý jev.

Proti tomu stojí argumenty zdůrazňující rizika v oblasti odlivu kapitálu vyplývající ze snížení úrokového diferenciálu vůči USD a GBP, nadměrná dynamika M2 přesahující růst nominálního HDP a akcelerující růst dovozních cen. Tyto argumenty se pohybují ve spekulativní rovině. Navzdory tomu, že úrokový diferenciál vůči USD se stal negativní, nic z pesimistických předpovědí z projednávání minulých situačních zpráv se nenaplnilo. Růst M2 má z měnově-politického hlediska důležité implikace pouze v dlouhém horizontu. K tomu, aby došlo k ekonomickému oživení pravděpodobně nějakou dobu dynamika peněžní zásoby musí být nad růstem nominálního HDP. Při posouzení inflačního vlivu dovozních cen situační zpráva uvádí, že po počáteční akceleraci ke konci letošního a v první polovině příštího roku lze očekávat obrat a jejich následné protiinflační působení. Lze tedy shrnout, že jediným silným argumentem je dlouhodobější apreciační tendence nominálního kursu koruny.

Mezi dalšími argumenty analyzující současný ekonomický stav pan guvernér uvedl doposud velice pomalé oživení ekonomiky, pravděpodobnou existenci mezery výstupu a z toho vyplývající pomalejší promítnutí nákladových inflačních impulsů do čisté inflace, restriktivní působení deregulací začátkem příštího roku z důvodu působení důchodového efektu, vysokou pravděpodobnost podhodnocení apreciačních tlaků a pozitivní výsledky z jednání s odbory o

výhledu mzdového vyjednávání a z toho vyplývající snížení mzdově-inflačních impulsů v příštím roce. Za těchto předpokladů pan guvernér není přesvědčen o správnosti ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

K otázce načasování snížení úrokových sazeb pan guvernér poznamenal, že pokud by došlo ke snížení úrokových sazeb na dnešním zasedání BR, s ohledem na očekávané zvýšení čisté inflace v následujících měsících toto rozhodnutí může působit ex-post nekredibilně.

V současné době neexistují tlaky od žádného vnějšího subjektu na změnu úrokových sazeb. Proto existuje prostor pro diskusi a navíc dnešní rozhodnutí o případném snížení úrokových sazeb může být poslední v horizontu několika následujících měsíců. Bylo by žádoucí najít takovou "parkovací" úroveň krátkodobých úrokových sazeb, která nějakou dobu - ideálním horizontem je přibližně období šesti měsíců - by byla konzistentní s inflačním cílem.

V závěru svého vystoupení pan guvernér upozorňuje na význam i relativně mírného snížení úrokových sazeb na dluhovou službu podnikové sféry a na snížení fiskálních a kvazifiskálních nákladů v ekonomice.

Viceguvernér Tůma: Lze souhlasit s tím, že poptávka je slabá a ekonomické oživení mdlé. Hlavním problémem české ekonomiky ovšem zůstává existence přetrvávajících rigidit na nabídkové straně. Problémy, které se prohlubovaly před rokem 1997 a vedly k měnové krizi nebyly zatím odstraněny. Z těchto důvodů řešení problémů na nabídkové straně pomocí stimulací poptávky nemusí být účinná.

S ohledem na očekávaný ekonomický vývoj v US a v eurozóně lze počítat s dalším snížením úrokového diferenciálu. Úroveň ex-ante reálných úrokových sazeb měřených indexem cen průmyslových výrobců pohybujících se na úrovni 2-2,5 % není nadměrná. Z těchto důvodů pan viceguvernér Tůma nevidí prostor pro snížení úrokových sazeb a neví co se dá od takového snížení očekávat.

Novou informací je změna struktury M2. Interpretace této změny není prozatím jednoznačná. Peněžní zásoba roste poměrně rychle. Lze ovšem souhlasit s názorem, že v období ekonomického oživení vyšší dynamika M2 může signalizovat růst transakčních peněz vyplývající ze zvýšené dynamiky HDP.

Viceguvernér Dědek: Prognóza inflace ke konci příštího roku je do značné míry závislá na provedené změně referenčního scénáře vývoje kursu. Pan viceguvernér Dědek nepovažuje tento scénář za vysoce pravděpodobný. Upozorňuje na riziko podmíněnosti tohoto kursového předpokladu na provádění devizových intervencí, jejichž účinnost s odstupem času klesá.

Dojde-li k podstřelení inflačního cíle v roce 2000, musí být důvody nesplnění inflačního cíle kredibilně vysvětleny. Inflační cílení bylo zavedeno v okamžiku velkého šoku, ke kterému se ještě přidaly externí faktory. Z tohoto důvodu by se centrální banka neměla křečovitě snažit o splnění inflačního cíle ke konci roku 2000, na druhé straně ČNB musí udělat maximum pro jeho splnění za předpokladu zachování stabilního inflačního vývoje po roce 2000. Skutečnost, že střed inflační prognózy míří ke spodní hraně inflačního cíle není v rozporu se splněním inflačního cíle. Pan viceguvernér Dědek souhlasí s předchozí analýzou pana guvernéra, obzvlášť upozorňuje na riziko působení silného důchodového efektu vyplývajícího z uvolnění regulovaných cen v příštím roce.

V podmínkách uzavřené ekonomiky s ohledem na současnou charakteristiku ekonomického vývoje tuzemské ekonomiky by snížení úrokových sazeb neznamenal žádný problém. ČR je ovšem velice otevřenou ekonomikou, a proto se bude muset překonat psychologická bariéra vyplývající z negativního úrokového diferenciálu vůči některým vyspělým ekonomikám. Pan viceguvernér je toho názoru, že v současnosti existují vhodné podmínky pro překonání této bariéry, což by znamenalo důležitý signál většího propojení ČR s evropským ekonomickým prostorem. Pan viceguvernér Dědek podporuje návrh na snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

Vrchní ředitel Racocha: V předchozí diskusi s různou vahou zazněly všechny významné argumenty pro a proti snížení úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že příp. snížení repo sazby za současného chování bank nemusí být plně promítnuto do klientských úrokových sazeb a nepovede k významnému zvýšení úvěrové emise, vzniká otázka, zda by nebylo účinnější, kdyby byl poptávkový impuls generovaný fiskální politikou. Centrální banka má v současnosti pro zvýšení poptávky omezený prostor. Lze souhlasit s názorem, že ekonomika se pravděpodobně nachází pod svým potenciálem a současně přetrvávají rigidity na nabídkové straně.

Vrchní ředitel Racocha nebyl s výsledky jednání s odbory podrobně seznámen, ale doporučuje zacházet s odhady výsledků kolektivního vyjednávání prozatím velice opatrně. K diskusi o kursu poznamenává, že referenční scénář 36.5 Kč/euro považuje za konsensuální výsledek porady expertů s bankovní radou.

Vrchní ředitel Niedermayer: Výchozí předpoklady pro splnění inflačního cíle v příštím roce jsou příznivé, v tomto ohledu cíl v roce 2000 není v zásadním konfliktu s nastavením měnové politiky. Mělo by dojít k jasné komunikaci hlavních důvodů, které vedou ČNB k cílení dolní hrany inflačního cíle.

Tříletý scénář vlády na uvolňování regulovaných cen nutí k zamyšlení o možnosti přechodu na cílování indexu spotřebitelských cen. Takový přechod by mohl znamenat zvýšení transparency a možnost explicitnějšího působení na inflační očekávání. V této souvislosti pan vrchní ředitel Niedermayer poznamenal, že hodnotit českou ekonomiku jako nízkoinflační ve smyslu vyspělých ekonomik není pravděpodobně správné, zkušenosti ostatních středoevropských ekonomik (např. Polsko, Maďarsko) ukazují, že k obratu může dojít relativně rychle.

Neúplné promítnutí snížení repo sazby do klientských sazeb do značné míry vyplývá ze struktury bilance bank a z preferencí vkladatelů. Český bankovní systém má přebytek likvidity, kterou ukládá do cenných papírů ČNB. Jedná se prakticky o jediný obchod, u kterého repo sazba je určující. Vkladatelé investují v horizontu 3-6 měsíců a z tohoto důvodu se nejtvrďší konkurence odehrává u těchto krátkých maturit. Výsledkem je relativní rigidita krátkodobých klientských sazeb a z toho vyplývající negativní implikace pro ziskovost bank. Příjmová strana bank je totiž určena repo sazbou, nákladová strana určena úrokovou sazbou na primární vklady (s rozdílem přibližně 50 bazických bodů). Snížení úrokových sazeb z těchto důvodů může mít kontraproduktivní vliv na bankovní sektor.

K závěru svého vystoupení pan vrchní ředitel Niedermayer připomněl, že před rokem dal k dispozici svoje stanovisko zdůrazňující klíčovou roli směnného kursu a fiskální politiky v procesu ekonomického oživení. Dnes považuje toto svoje stanovisko pro případ, že ekonomika

nepotvrdí náznaky zjevného oživení, za nejméně tak aktuální jako vloni. ČNB by se neměla bránit tomu, aby fiskální či mzdový stimul vygeneroval dostatečný poptávkový impuls konzistentní se splněním inflačního cíle.

Guvernér Tošovský: O působení fiskální politiky lze vést diskusi, ale jedná se o nástroj který je mimo kontrolu centrální banky. Na mzdový vývoj již centrální banka řekla svůj názor.

K diskusi o nabídkové straně ekonomiky pan guvernér podotknul, že odstranění rigidit bude postupným procesem. Kladl otázku, do jaké míry jsou podmínky v oblasti vymahatelnosti práva, atd. lepší v Polsku nebo v Maďarsku? Ekonomický růst v těchto zemích je přitom vysoce nad růstem v ČR.

Viceguvernér Tůma: Rozdíly mezi ČR a Maďarskem jsou mimo jiné v institucionální rovině. V Maďarsku došlo k velkému počtu bankrotů a zvýšení nezaměstnanosti, zatímco v tuzemské ekonomice velké, málo produktivní podniky nadále existují.

Vrchní ředitel Niedermayer: Ze srovnání kumulativního růstu těchto středoevropských ekonomik od začátku 90-tých let vyplývá, že česká ekonomika na tom není hůře než Polsko nebo Maďarsko. Rozdíl je pouze v časovém průběhu ekonomických cyklů v jednotlivých zemích.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Možný efekt ze snížení úrokových sazeb lze očekávat s ohledem na snížení úrokového zatížení podnikové sféry, který by mohl vyvolat zlepšení na nabídkové straně. Vzhledem k tomu, že apreciační tendence ve vývoji kursu mohou ohrozit ekonomický růst, pan vrchní ředitel Hrnčíř navrhuje zvážení skrytých devizových intervencí.

Guvernér Tošovský: Pan guvernér konstatuje, že pan viceguvernér Dědek a vrchní ředitel Hrnčíř navrhli snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Jeho návrh je totožný a svoje rozhodnutí zdůvodňuje následovně:

- Rizika vyplývající ze snížení úrokových sazeb popsaná v situační zprávě jsou rozložena v čase.
- Střed inflační prognózy ke konci roku 2000 se pohybuje pod dolní hranicí inflačního cíle.
- Pravděpodobná existence mezery výstupu může brzdit promítnutí nákladových inflačních tlaků.
- Přetrvávají apreciační tendence kursu koruny.
- Výsledky jednání s odbory naznačují zmírnění mzdově inflačních tlaků a určité ukotvení inflačních očekávání.

Viceguvernér Tůma: Poptávkový impuls, který je nutný k dosažení inflačního cíle v příštím roce bude zajištěn fiskální politikou, částečně pomocí mimorozpočtových položek s využitím příjmů z privatizace. Měnová politika v tomto kontextu není nadměrně restriktivní. Úrokový diferenciál vůči vyspělým ekonomikám se bude zužovat. Dojde-li k nadměrné apreciaci kursu, ČNB může intervenovat na devizovém trhu, bez snahy o cílení nějaké úrovně kursu. Viceguvernér Tůma je pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Tento návrh považuje za konzistentní se současným stavem nabídkové strany ekonomiky a s existencí oboustranných rizik cenového vývoje na trhu potravin.

Vrchní ředitel Niedermayer: Ekonomickou situaci lze charakterizovat nikoliv jako stagnaci ale jako pokračující, pozvolné ekonomické oživení. Statistické údaje vysílají různé signály, a to ze dvou důvodů:

- Situaci nelze správně vyhodnotit na základě měsíčních údajů, podstatné informace jsou v trendech.
- Ve srovnání s obdobím před pěti lety se ekonomika pohybuje v jiných nominálních hladinách a je vyspělejší. Z těchto důvodů se nedají očekávat v jednotlivých oblastech (např. průmyslová výroba) tak významné změny jako tomu bylo v minulosti.

Je reálné očekávat, že v následujících měsících dynamika cen průmyslových výrobců bude předstihovat růst spotřebitelských cen. Inflační rizika existují v oblasti růstu cen ropy, a to ne z důvodu vyššího nárůstu cen v následujících několika měsících, ale s ohledem na problematičnost návratu cen ropy k referenčnímu scénáři na úrovni 18.5 USD za barel. Hypotézu o slabé, neudržitelné povaze ekonomického oživení nelze odmítnout. Na druhé straně celá řada indikátorů naznačuje, že ekonomika se dostala na růstovou dráhu. Vyšší dynamika peněžní zásoby není fenoménem posledních několika měsíců ale téměř celého letošního roku. Mzdy v letošním roce přispěly k poptávce a určitý krátkodobý poptávkový stimul by pravděpodobně byl žádoucí i v příštím roce. Nezaměstnanost již několik měsíců stagnuje, i když se jedná se o ukazatel, ze kterého nelze vyvodit rychlé závěry. Příliv kapitálu určitě vygeneruje nějaký poptávkový, ale také nabídkový stimul.

Velmi obtížně se posuzuje velikost poptávkového vlivu snížení úrokových sazeb a zpoždění, s jakým se to může projevit. V případě, že by se potvrdila hypotéza o křehkosti ekonomického oživení, mělo by dojít k aktivnějšímu využití fiskální politiky a kursovního kanálu. V tomto ohledu je nutné do budoucna počítat s využitím devizových intervencí. K závěru svého vystoupení se pan vrchní ředitel Niedermayer vyjádřil k ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Racoča: Situace není jednoznačnější než tomu bylo v předchozích měsících. K diskusi o „zaparkování“ úrokových sazeb pan vrchní ředitel Racoča poznamenal, že bankovní rada by neměla zúžit prostor pro budoucí rozhodování veřejným prohlášením o neutrálním nastavení měnové politiky. Konstatuje, že v letošním roce poprvé došlo ke shodě měnové sekce a měnových poradců ohledně návrhu rozhodnutí. Na druhou stranu, bude-li možné ponechat úroveň repo sazby delší dobu na neměnné úrovni a její snížení nehrozí zvýšenou kursovou volatilitou nebo ohrožením budoucího inflačního vývoje, existuje méně důvodů pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Cíl na rok 2000 by měl zůstat neměnný a důvody pro cílení spodní hrany inflačního cíle by měly být komunikovány s veřejností. Pan vrchní ředitel Racoča navrhuje snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Souhlasí s možným prováděním skrytých devizových intervencí v budoucnu, nikoliv jako doprovodným opatřením dnešního snížení úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Štěpánek: Vnitřní faktory vývoje tuzemské ekonomiky naznačují stagnaci nebo mírný ekonomický růst. Pro nejbližší období je určující stav tuzemské poptávky. V letošním roce došlo k určitému poptávkovému stimulu a navzdory tomu ekonomika stále vykazuje slabé známky ekonomického oživení. V příštím roce lze předpokládat oslabení některých poptávkových tlaků. V horizontu následujících 2-4 čtvrtletí bude působit fiskální politika neutrálně příp. mírně restriktivně. K uvolnění v hospodaření veřejných financí dojde až ke konci

příštího roku. Jedinou dynamizující složkou domácí poptávky v příštím roce jsou podle situační zprávy investice. Ze strukturálního hlediska by se jednalo o žádoucí jev. Ekonomický vývoj bude tradičně do značné míry záviset na zahraniční poptávce po českém vývozu. Jedna z důležitých následků slabé poptávkové situace může být slabé promítnutí nákladových tlaků, zejména ropy, do inflace. Lze také souhlasit s restriktivním vlivem deregulací z důvodů působení důchodového efektu. Interpretace růstu peněžní zásoby je obtížná, vzhledem k nedostatečnému pochopení tohoto jevu nelze ho použít jako silný argument. Apreciační tendence v oblasti kursu působí směrem k zpřísnění měnových podmínek. Z předchozích úvah vyplývá, že z hlediska vnitřních faktorů je změna v nastavení měnové politiky žádoucí.

Při analýze vnějších faktorů je zřejmé, že úrokový diferenciál se bude nadále zužovat z důvodu očekávaného růstu zahraničních úrokových sazeb. Všechno svědčí o tom, že česká ekonomika je dostatečně stabilní, aby rozhodnutí o dalším snížení úrokových sazeb nedestabilizovalo makroekonomický vývoj. V tomto směru je lekce ze snížení úrokového diferenciálu na USD poučná. Při existenci tak nízkého úrokového diferenciálu je ovšem udržení celkové makroekonomické rovnováhy nutnou podmínkou k zabránění kursovým turbulencím.

V závěru svého vystoupení pan vrchní ředitel Štěpánek podpořil návrh na snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

I.4. Úkoly z jednání BR

Má být zpracován materiál analyzující strukturální pohyby v oblasti platební bilance. Svým zaměřením by se měl koncentrovat na vysvětlení hlavních determinant jednotlivých položek běžného a finančního účtu a podat ucelenou interpretaci kapitálových pohybů, včetně souvislostí s vývojem národních úspor.

I.5. Rozhodnutí BR

Bankovní rada České národní banky na svém dnešním zasedání většinou hlasů rozhodla snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB z 5,50% na 5,25%, tj. snížení o 0,25 procentního bodu s platností od 26. 11. 1999.

I.6. Závěrečná prohlášení

Guvernér Tošovský: Pan guvernér navrhuje snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Jeho rozhodnutí vychází z přetrvávající apreciační tendence kursu koruny a z pozitivních výsledků jednání s odbory naznačujících zmírnění mzdově inflačních tlaků a určité ukotvení inflačních očekávání.

Viceguvernér Dědek: Vzhledem k velice pozvolnému ekonomickému oživení a přetrvávajícím apreciačním tlakům na kurs koruny snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů je opodstatněné. Riziko působení silného důchodového efektu vyplývající z uvolnění regulovaných cen v příštím roce dále snižuje pravděpodobnost vzniku nadměrných poptávkových tlaků.

Viceguvernér Tůma: Poptávkový impuls, který je nutný k dosažení inflačního cíle v příštím roce, bude zajištěn fiskální politikou. Měnová politika v tomto kontextu není nadměrně restriktivní. Viceguvernér Tůma je pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Tento návrh považuje za konsistentní se současným stavem nabídkové strany.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Současná inflační prognóza míří ke spodní hranici inflačního cíle. Efekt ze snížení úrokových sazeb lze očekávat s ohledem na snížení úvěrového zatížení podnikové sféry, který by mohl vyvolat zlepšení na nabídkové straně. Vzhledem k tomu, že apreciační tendence ve vývoji kursu mohou ohrozit ekonomický růst, pan vrchní ředitel Hrnčíř navrhuje snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

Vrchní ředitel Niedermayer: Inflační rizika existují v oblasti růstu cen s ohledem na vysokou pravděpodobnost nedostatečné korekce po skokovém cenovém růstu. Řada indikátorů naznačuje, že ekonomika se dostala na růstovou dráhu. Pan vrchní ředitel Niedermayer se vyjádřil k ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Racoča: Ekonomika se pravděpodobně nachází pod svým potenciálem a současně přetrvávají rigidity na nabídkové straně. Snížení úrokových sazeb nehrozí zvýšenou kursovou volatilitou nebo ohrožením budoucího inflačního vývoje. Pan vrchní ředitel Racoča proto navrhuje snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

Vrchní ředitel Štěpánek: V příštím roce lze předpokládat oslabení některých poptávkových tlaků. V horizontu následujících 2-4 čtvrtletí lze předpokládat, že fiskální politika bude působit neutrálně příp. mírně restriktivně. Jedna z důležitých následků slabé poptávkové situace může být slabé promítnutí nákladových tlaků, zejména ropy, do inflace. Pan vrchní ředitel Štěpánek navrhuje snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

Zpracoval: RNDr. Tibor Hlédik, MA, Tým měnových poradců Bankovní rady ČNB