

## **Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 21. 12. 1999**

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

### **I.1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře**

Od projednávání poslední situační zprávy kromě pravidelných měsíčních údajů došlo k vyhodnocení nových informací o hrubém domácím produktu za 3. čtvrtletí letošního roku. Tyto nové údaje nevedly ke změně podmíněné inflační prognózy na rok 2000, jejíž střed nadále směřuje pod dolní hranici inflačního cíle. Navzdory tomu, že dochází k určitému překrytí cíleného intervalu a pravděpodobnostního rozložení inflační prognózy, střed prognózy zůstává pod středem inflačního cíle.

Vzniká tedy otázka, zda by mělo dojít k takové změně úrokových sazeb, která zabezpečí totožnost středu inflační prognózy se středem inflačního cíle. Taková změna podle vrchního ředitele Hrnčíře není žádoucí ze dvou důvodů:

- Centrální banka by se měla snažit o stabilizaci nízkoinflačního prostředí, která v konečném důsledku směřuje k dlouhodobému cíli.
- Z hodnocení rizik budoucího inflačního vývoje vyplývá určitá akcelerace cenových indexů z důvodu kumulace růstu dovozních cen a dalšího uvolňování regulovaných cen začátkem příštího roku.

V posledním období došlo k dynamizaci cenových indexů, především dovozních cen, dochází ke zhoršování směnných relací a ke znehodnocení koruny vůči USD (od začátku roku je to řádově 17 %). Z předpokladů měnové sekce vyplývá, že po prvním pololetí příštího roku by mělo dojít ke stabilizaci dovozních cen.

Za nejvýznamnější faktory, které snižují prostor pro snížení úrokových sazeb pan vrchní ředitel označil:

- Očekávané zúžení úrokového diferenciálu vůči euru, USD a GBP.
- Relativně nízkou úroveň ex-ante reálných úrokových sazeb.
- Pokračující tendenci rychlejší meziroční dynamiky peněžní zásoby předstihující očekávaný růst nominálního produktu.
- Skutečnost, že nízkou dynamiku domácí úvěrové emise po zohlednění odpisů, vlivu institucionálních změn a růstu objemu dlouhodobých úvěrů ze zahraničí, nelze jednoznačně hodnotit jako stagnující, protože domácí úvěrová emise není totožná s objemem úvěrových zdrojů přístupných podnikům.

Z hlediska vyhodnocení nových údajů o HDP lze konstatovat, že dochází ke zlepšení netto vývozu a osobní spotřeby. Ekonomický růst je nadále velice pozvolný a neakcelerující, což je potvrzeno sezónně očištěnými mezičtvrtletními hodnotami HDP.

Vzniká tedy otázka, do jaké míry závisí budoucí ekonomické oživení na měnové politice. Pan vrchní ředitel Hrnčíř zastává názor, že ekonomický růst v budoucím roce bude v převážné míře ovlivněn zdokonalováním legislativního rámce, vývojem fiskální politiky, zahraniční poptávky a kursového vývoje. Z těchto důvodů je nutné zabránit nežádoucímu výraznějšímu zhodnocení směnného kursu, aby budoucí prorůstový impuls vycházející z vnější oblasti nebyl eliminován. Z

výše uvedených argumentů vyplývá návrh rozhodnutí, podle kterého by úrokové sazby měly zůstat na stávající úrovni a bankovní rada by měla zvážit provedení devizových intervencí.

Na závěr svého úvodního slova pan vrchní ředitel Hrnčíř upozornil na nově dostupné předběžné informace v oblasti spotřeby domácností vycházející z metodologie národních účtů. Meziroční růst disponibilního důchodu domácností za první tři čtvrtletí letošního roku dosáhl nominálně 0.3 % (reálně se jedná o pokles o 1.7 %). Meziroční růst za třetí čtvrtletí letošního roku je dokonce negativní v nominálním vyjádření (-2.5 %). Výdaje domácností vzrostly nominálně za první 3 čtvrtletí letošního roku o 2.8 %, za 3. čtvrtletí o 2.1 % (ve stálých cenách o 0.7 %). Z předchozích informací vyplývá, že úspory domácností za první tři čtvrtletí letošního roku meziročně poklesly o 14.5 mld. Kč. Poměr hrubých úspor k hrubému disponibilnímu důchodu poklesl z úrovně přibližně 11 % ve třetím čtvrtletí minulého roku na 6.93 % ve stejném období v letošním roce.

## **I.2. Diskuse BR za přítomnosti zástupců měnové sekce a týmu poradců**

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Do jaké míry je konsistentní predikce cen průmyslových výrobců s očekávaným vývojem dovozních cen?

**Guvernér Tošovský:** Tlumočí následující dotazy pana viceguvernéra Tůmy, který ze zdravotních důvodů na dnešním jednání BR nebyl přítomen:

- Do jaké míry je odliv krátkodobého kapitálu primárně odezvou na příliv zahraničního kapitálu?
- Situační zpráva klade velký důraz na růst mezd. Nebylo by správnější z hlediska agregátní poptávky koncentrovat se na celkové příjmy?

**Viceguvernér Dědek:**

- Do jaké míry lze nové údaje o HDP interpretovat jako negativní překvapení? Lze ve světle nových údajů nadále mluvit o ekonomickém oživení?
- Pokračuje tendence poklesu úvěrové emise (credit crunch), především u velkých bank. Do jaké míry je tento závěr robustní?

**Vrchní ředitel Hrnčíř:** V meziročním vyjádření oživení pokračuje, v mezičtvrtletním sezónně očištěném vyjádření ovšem ekonomika nevykazuje výrazné známky oživení. Vzhledem k tomu, že s ohledem na krátkost použitých časových řad metoda sezónního očištění není robustní, hodnocení mezičtvrtletní dynamiky musí být interpretováno opatrně.

Posouzení poklesu úvěrové emise je složitější. Otázkou je, do jaké míry je možné se opírat o vypovídací schopnost peněžní zásoby ve srovnání s domácí úvěrovou emisí. Dochází k celé řadě institucionálních změn, přesunům úvěrů z dříve zkrachovalých bank a k čerpání úvěrů ze zahraničí. Z domácí úvěrové emise z těchto důvodů nelze vyvozovat dalekosáhlé závěry, ta musí být zkonfrontována syntetičtějším pohledem na vývoj M2 a ostatních finančních toků.

**Vrchní ředitel Niedermayer:** Při analýze vlivu přílivu zahraničního kapitálu je nutné zohlednit že:

- V posledním období se zvyšuje zahraniční zadluženost země a v budoucnu bude nutné počítat s určitým odlivem zahraničního kapitálu z titulu repatriace zisku.

- Je žádoucí analyzovat vliv přílivu zahraničního kapitálu z mikroekonomického hlediska. Jestliže se nadnárodní společnosti působící ve České republice financují převážně ze zahraničí, M2 bude pravděpodobně lepším ukazatelem poptávkových tlaků než domácí úvěrová emise.

K závěru pan vrchní ředitel položil otázku, do jaké míry může poslední výrazné zhoršení obchodní bilance – po eliminaci vlivu zvýšení ceny ropy – indikovat nepružnost, slabost nabídkové strany?

### **I.3. Uzavřené jednání bankovní rady**

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Dotazuje se pana vrchního ředitele Hrnčíře, jak robustní je predikce o vzniku inflační vlny v prvním čtvrtletí příštího roku. Další jeho připomínka směřuje k posouzení vlivu uvolňování regulovaných cen. Je toho názoru, že s ohledem na důchodový efekt očekává protiinflační působení zvýšení regulovaných cen, zatímco v předchozí diskusi byl zdůrazněn proinflační vliv tohoto zvýšení na inflační expektace.

**Vrchní ředitel Hrnčíř:** Pokud se jedná o posouzení vlivu regulovaných cen, měnová sekce vychází ze zkušeností roku 1998, kdy navzdory utlumené poptávce zvýšení regulovaných cen působilo v krátkém časovém horizontu proinflačně v ostatních položkách spotřebního koše. Důchodový efekt může působit s určitým časovým zpožděním.

Předpoklad o „inflační vlnce“ považuje pan vrchní ředitel Hrnčíř za vysoce pravděpodobný s ohledem na již zmíněný nárazový lednový vliv zvýšení regulovaných cen na inflační očekávání, zhoršení směnných relací a promítnutí dosud kumulovaných nákladových tlaků v mzdové oblasti do čisté inflace.

**Guvernér Tošovský:** Pan guvernér Tošovský tlumočí stanovisko pana viceguvernéra Tůmy, který souhlasí s návrhem rozhodnutí měnové sekce a nemění svoje stanovisko z projednání minulé situační zprávy.

**Vrchní ředitel Niedermayer:** Předpoklad očekávaného zvýšení čisté inflace v lednu je odůvodněný s ohledem na současné působení lednového sezónního faktoru s kumulací meziročního růstu dovozních cen v prvním a druhém čtvrtletí příštího roku. Protiinflačně naopak může působit důchodový efekt, vyplývající z uvolňování regulovaných cen a snížení nákladových tlaků v případě, že se naplní prognóza měnové sekce o vývoji dovozních cen a kursu koruny vůči USD.

**Guvernér Tošovský:** Při posouzení zkušeností vlivu regulovaných cen na čistou inflaci je nutné si uvědomit, že nárazový vliv jejich zvýšení byl v následujících měsících eliminován působením důchodového vlivu. Z tohoto důvodu zvýšení inflace z titulu uvolňování regulovaných cen nevyžaduje změnu v nastavení měnové politiky.

**Vrchní ředitel Racocha:** Lze pochybovat o robustnosti predikce inflační vlny začátkem příštího roku. Úroveň cen ropy se pohybuje v současnosti na hladině 25 USD/barel, situační zpráva předpokládá 17-18 USD/barel ke konci příštího roku. Pokud ke korekci dojde dříve než v druhé polovině roku 2000, očekávaná inflační vlna začátkem příštího roku bude podstatně menší. Dalším důležitým předpokladem inflační prognózy vycházející z přesvědčení neudržitelnosti současného vývoje je výrazný obrat v meziročním růstu cen zemědělských výrobců a cen potravin v prvním pololetí roku 2000. Případné nenaplnění tohoto předpokladu je dalším potenciálním faktorem snižujícím očekávaný inflační impuls začátkem roku. Naplní-li se tato rizika, může dojít k situaci, že v první polovině příštího roku bude nutné přistoupit k další sérii snižování úrokových sazeb.

**Guvernér Tošovský:** V MMF proběhla vnitřní diskuse o vývoji světové ekonomiky. Pokud jde o cenu ropy, MMF předpokládá pokles její ceny v průběhu příštího roku na hladinu 17-18 USD/barel. Vzhledem k tomu, že země mimo OPEC se snaží profitovat na současné vysoké ceně ropy, již se objevily hlasy uvnitř OPEC navrhuující snížení cen.

**Vrchní ředitel Hrnčír:** Další snížení úrokových sazeb nelze do budoucna vyloučit. Musí dojít k ověření některých hypotéz a v tomto ohledu bude mít vývoj čisté inflace v lednu a v únoru příštího roku velký význam pro další rozhodování.

**Viceguvernér Dědek:** Důležité je, aby centrální banka vstoupila do inflační vlny se správně nastavenou úrovní krátkodobých úrokových sazeb. V tomto ohledu se hladina reálných úrokových sazeb ex-ante (3.7 %) v současnosti přibližuje k odhadované průměrné rentabilitě podniků (4 %). Reálné sazby spočítané na základě operativních sazeb se pohybují na ještě nižší úrovni (podle PPI 2 %, CPI 1.5 %). Tyto hodnoty naznačují, že úrokové sazby jsou správně „zaparkované“.

**Guvernér Tošovský:** Vzhledem k tomu, že inflační prognóza ukazuje na podstřelení inflačního cíle, vzniká otázka, zda by nemělo dojít k měnově-politickému opatření. Argumenty uvedené v situační zprávě pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni nejsou moc přesvědčivé. Hlavní důvody měnové sekce pro ponechání krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni - které ve skutečnosti neposunou inflační prognózu do cíleného intervalu - jsou následující:

- Slabý ekonomický růst ve třetím čtvrtletí letošního roku je výsledkem určité setrvačnosti.
- Snížení úrokových sazeb neovlivní výrazně úvěrovou emisi ani cenu aktiv.
- Lze očekávat další snižování již nízkého úrokového diferenciálu.
- Míra promítnutí nákladových vlivů do cen průmyslových výrobců není jednoznačná.
- Výsledky mzdových vyjednávání nejsou prozatím známé.

Jediným důvodem toho, že pan guvernér nenavrhuje snížení úrokových sazeb na dnešním zasedání bankovní rady je vyšší míra rizik spojená s odhadem inflačního vývoje začátkem příštího roku. Z toho důvodu navrhuje počkat dva měsíce a učinit další rozhodnutí po vyhodnocení nově dostupných údajů.

Hlavním rizikem pro příští období by byla kombinace slabého ekonomického růstu a podstřelení inflačního cíle. Mohlo by dojít ke ztrátě kredibility režimu inflačního cílení. Z tohoto důvodu musí být měnová politika aktivní, viditelná.

Poptávkově-inflační tlaky budou v příštím roce nadále slabé, ekonomika se pravděpodobně bude nacházet pod svým potenciálním výstupem. Uzavírání mezery výstupu lze očekávat v roce 2001.

Pan guvernér z výše uvedených důvodů doporučuje – v souladu s návrhem měnové sekce – provést devizové intervence s cílem korigovat průměrnou hladinu směnného kursu, která se proti průměru předchozího čtvrtletí nachází na silnější úrovni.

**Vrchní ředitel Hrnčíř:** Dosavadní ekonomický vývoj při zpětném zhodnocení ospravedlňuje dřívější sérii snižování úrokových sazeb. Současné nastavení úrokových sazeb v zásadě odpovídá celkové makroekonomické situaci. Problémem zůstává vývoj směnného kursu, který má tendence k posilování navzdory výraznému snížení krátkodobých úrokových sazeb. Z důvodu splnění inflačního cíle ke konci roku 2000 je žádoucí korekce apreciačních tlaků vyplývajících ze zvýšeného zájmu zahraničních subjektů o ČR. Snížení úrokových sazeb v budoucnu nelze vyloučit, takové snížení ovšem musí být kredibilní.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Nelze mluvit o správném nastavení měnové politiky v situaci, kdy střed inflační prognózy směřuje pod dolní koridor inflačního cíle. O další změně úrokových sazeb po dnešním zasedání bankovní rady bude možné uvažovat po vyhodnocení makroekonomického vývoje v lednu a v únoru příštího roku. Vzhledem ke zpožděnému vlivu změny krátkodobých úrokových sazeb se měnová politika může dostat do situace, kdy koncem prvního čtvrtletí roku 2000 nebude schopna – kromě využití přímého kursového kanálu - výrazně ovlivnit splnění inflačního cíle.

Navrhované devizové intervence sice zvyšují pravděpodobnost splnění inflačního cíle, ale bez doprovodných měnově-politických kroků mají pouze dočasný vliv. Z tohoto důvodu pan vrchní ředitel Štěpánek navrhuje bankovní radě zvážit změnu úrokových sazeb. V případě vzniku konsensu o ponechání krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni je ochoten podpořit takové rozhodnutí.

**Viceguvernér Dědek:** Je otázkou, do jaké míry má měnová politika v daném okamžiku reagovat na skutečnost, že střed inflační prognózy směřuje mírně pod dolní koridor inflačního cíle, změnou svých krátkodobých úrokových sazeb. Režim inflačního cílení by měl být chápán jako rámec pro provádění měnové politiky, a ne ve smyslu měnového automatu. Inflační cíl byl určen začátkem roku 1998. Od té doby došlo k několika významným exogenním šokům. Měnová politika má být nastavena tak, aby čistá inflace ke konci příštího roku směřovala do inflačního cíle, ale současně aby nedošlo k akceleraci čisté inflace v roce následujícím.

Pan viceguvernér Dědek doporučuje pro posouzení další změny úrokových sazeb počkat na vyhodnocení lednového inflačního vývoje a považuje za žádoucí vyhodnotit úspěšnost dosavadních devizových intervencí. K závěru svého vystoupení navrhl ponechat krátkodobé úrokové sazby na stávající úrovni.

**Vrchní ředitel Niedermayer:** Poslední údaje o inflaci ukazují, že došlo k obratu v cenovém vývoji. Při posuzování budoucích inflačních tlaků existují rizika v obou směrech. Další zvyšování nezaměstnanosti, působení některých strukturálních problémů, možné desinflační působení

dovozních cen v druhé polovině příštího roku, apreciační tendence nominálního kursu, disciplinovanější fiskální a mzdový vývoj mohou ohrozit splnění inflačního cíle ve směru jeho podstřelení. Ekonomika potřebuje další poptávkový impuls, v tomto směru fiskální politika by měla hrát aktivnější roli. Proinflační rizika naopak naznačují růst peněžní zásoby, vysoká dynamika vysoce likvidních peněz a predikovaný obrat v růstu cen potravin. V případě pomalejšího nebo menšího obratu v růstu cen ropy působení nákladových faktorů může být intenzivnější než se v současnosti očekává. Budoucí vývoj kursu amerického dolaru je dalším rizikovým faktorem.

Z výše uvedených důvodů si pan vrchní ředitel Niedermayer myslí, že inflační rizika jsou vyvážená. Navrhuje ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a nepřipustit výraznou apreciaci kursu.

**Vrchní ředitel Racocha:** Veřejné finance jsou v současnosti nejdůležitějším faktorem působícím ve směru oživení poptávky. V situační zprávě je uveden deficit rozpočtu v rozsahu 40 mld. Kč. Po zahrnutí ztráty KoB, která bude pravděpodobně dvojnásobně vyšší než současné oficiální odhady ve výši 20 mld. Kč, deficit veřejných rozpočtů bude ve skutečnosti podstatně vyšší. Pan vrchní ředitel Racocha souhlasí s návrhem měnové sekce ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a provádět devizové intervence v duchu minulého rozhodnutí bankovní rady.

**Guvernér Tošovský:** Pan guvernér navrhuje ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a provádět devizové intervence. Navrhuje diskusi o velikosti a načasování devizových intervencí.

V následující diskusi se bankovní rada konsensuálně shodla na nutnosti provádět devizové intervence. Lišily se názory na objem a načasování tohoto kroku. Na jedné straně zazněl argument, že v současné době je devizový trh nelikvidní, a proto skryté devizové intervence většího objemu nejsou realizovatelné. Otevřené devizové intervence ve větším rozsahu by mohly být mimo jiné interpretovány jako pokus o manipulaci hospodářského výsledku ČNB a po lednovém obnovení vyšší likvidity trhu by byl jejich výsledek pravděpodobně revertován, čímž by se staly neúspěšnými. Proti tomuto názoru zazněl argument, že s ohledem na makroekonomickou situaci provádění masivnějších devizových intervencí je v současnosti žádoucí, rozhodujícím kritériem pro provádění devizových intervencí není devizový trh, ale fundamentální makroekonomický vývoj. Z hlediska působení silnějšího kursu nelze podcenit ani horizont několika týdnů. V závěru diskuse převážil názor, že apreciační tlaky budou přetrvávat a tedy devizové intervence budou využívány v horizontu následujícího roku až dvou let, proto volba vhodného načasování potenciálně zvyšující efektivnost těchto intervencí by měla být důležitým hlediskem pro jejich provádění. Bankovní rada rozhodla pro provádění skrytých devizových intervencí v rozsahu do maximální limitní hodnoty určené bankovní radou a o odložení masivnějšího intervenčního kroku podle vývoje na leden příštího roku.

#### **I.4. Úkoly z jednání BR**

Má být analyticky popsán rozdíl mezi vykazováním úspor domácností na základě metodologie ČNB a metodologie národních účtů.

## **I.5. Rozhodnutí BR**

Bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni.

## **I.6. Závěrečná prohlášení**

**Guvernér Tošovský:** S ohledem na nejistoty ve vývoji čisté inflace začátkem příštího roku pan guvernér navrhuje ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni. Pokračování apreciační tendence nominálního kursu koruny považuje za nežádoucí z důvodu zvýšení rizika nesplnění inflačního cíle v roce 2000.

**Viceguvernér Dědek:** Vzhledem k tomu, že se hladina ex-ante reálných úrokových sazeb přibližuje v současnosti k odhadované průměrné rentabilitě podniků a reálné sazby spočítané na základě operativních sazeb se pohybují na relativně nízké úrovni, krátkodobé úrokové sazby odpovídají současné ekonomické situaci a jejich změna není nutná. Apreciační pohyb kursu je nežádoucí, je však třeba vždy pečlivě zvažovat efektivnost intervencí.

**Vrchní ředitel Hrnčíř:** Současné nastavení úrokových sazeb odpovídá celkové makroekonomické situaci. Problémem zůstává vývoj směnného kursu, který navzdory výraznému snížení krátkodobých úrokových sazeb má tendence k posilování. Z důvodu splnění inflačního cíle ke konci roku 2000 je žádoucí korekce apreciačních tlaků.

**Vrchní ředitel Niedermayer:** Poslední údaje o inflaci ukazují, že došlo k obratu v cenovém vývoji. Při posuzování budoucích inflačních tlaků existují rizika v obou směrech. Vzhledem k tomu, že není možné nyní kvantifikovat která rizika jsou v současnosti významnější a s přihlédnutím k tomu, že se jeví optimální dosažení inflace u dolní hrany cíle, změna úrokových sazeb není žádoucí.

**Vrchní ředitel Racoča:** Hlavní rizika inflační prognózy zvyšující pravděpodobnost podstřelení inflačního cíle vyplývají z předpokladů o vývoji dovozních cen - především ropy - a cen zemědělských výrobců. Hospodaření veřejných financí je v současnosti nejdůležitějším faktorem působícím ve směru oživení poptávky.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Protiinflační působení důchodového vlivu uvolňování regulovaných cen pravděpodobně převáží nad inflačním impulsem vyplývajícím z možného zvýšení inflačních očekávání. Z tohoto důvodu pan vrchní ředitel Štěpánek vnímá rizika podstřelení inflačního cíle v příštím roce intenzivněji, než někteří ostatní členové bankovní rady.

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