

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. března 2009

**Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová.**

### I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

**Viceguvernér Hampl** (v diskusi o úrokové větě v MPD): V měnověpolitickém doporučení (MPD) je na straně 1 uvedeno, že „S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb“. Z následného textu se potom zdá, že je tomu právě naopak. Pokud jsme nyní se sazbami na 2,5 % a máme se dostat na 2,7 %, pak to znamená, že s nimi máme jít výše. Žádá o vysvětlení.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Tato formulace je rekapitulací prognózy, byla standardně použita i v minulé situační zprávě při komunikaci trajektorie úrokových sazeb formou úrokové větě. Pokles úrokových sazeb znamená sestup 3M PRIBORU z hodnot 4,1 % ve 4.Q 2008 na 3,1 % pro 1.Q 2009. Pak se v prognóze předpokládá po delší dobu stabilita, ale globálně SMS tuto trajektorii popsala jako pokles tržních sazeb. Diskuse, kde se vůči prognóze nacházejí aktuální sazby, následuje na dalších řádkách MPD. Zde SMS připouští, že se úrokové sazby pro 1.Q 2009 dostaly o 3-4 desetiny procentního bodu pod prognózu, přičemž jsou zhruba na hodnotách, které prognóza předpokládá pro 2.Q 2009.*

**Viceguvernér Hampl** (v diskusi o úrokové větě v MPD): Tedy báze, se kterou se zde porovnáváme, není současnost, ale konec loňského roku. Pokud bychom se dnes chtěli dostat zpět na trajektorii předpokládanou prognózou, pak by tržní sazby měly jít výše.

*Odpověď SMS: Ano. SMS drží formulaci z prognózy, nevymýšlí novou úrokovou větičku, ale samozřejmě prognóza už byla do značné míry naplněna tím, že sazby poklesly tam, kde je prognóza zhruba viděla.*

**Viceguvernér Hampl** (v diskusi o Beveridgeově křivce): Táže se na Beveridgeovu křivku uvedenou v situační zprávě (dále jen SZ) na straně 14. Asi je brzo dělat nějaké silné závěry, ale pohled na současný tvar této křivky by mohl naznačovat, že je oproti roku 1999 v současnosti trh práce méně pružný. Je komplikovanější spárovat volná pracovní místa a nezaměstnané, zdá se, že budeme mít stejnou nezaměstnanost a přitom vyšší počet volných pracovních míst, než v roce 1999. Mohla by to SMS nějak okomentovat?

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o Beveridgeově křivce): Přidává se k viceguvernérovi Hamplovi. Z tvaru Beveridgeovy křivky by bylo možno učinit epitař, že se povedlo vrátit trh práce do stavu po prvních opatřeních premiéra Špidly.

*Odpověď SMS: V tomto okamžiku je obtížné posoudit, do jaké míry se zde jedná o strukturální posun, protože v současnosti je typ šoku jiný, než jsme zažívali během minulých krizí. Nyní se jedná o vnější šok, vůči kterému se firmy obtížně brání. Na základě krátkého období SMS neumí říci, zda se zde skutečně jedná o strukturální posun, ani nevidí důvod, proč by nyní měla rigidita na trhu práce růst. SMS se domnívá, že se zde jedná o krátkodobý jev a že reakce nabídky a poptávky po práci musí přijít. Do jaké míry bude reagovat nabídka na poptávku nebo poptávka na nabídku však zatím nelze určit.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o Beveridgeově křivce): Tato odpověď ho příliš neuspokojuje. Nerozumí tomu, proč by měl typ šoku, který ekonomika zažívá, ovlivňovat matching funkci na trhu práce. Toto je hypotéza, kterou právě SMS zformulovala, i když si není jistý, zda si to uvědomuje.

*Odpověď SMS: Srovnání se situací z konce 90tých let možná není úplně správné. V tomto období byl trh práce charakteristický velmi rychlým růstem nezaměstnanosti, současně byl po celá 90tá léta poměrně malý počet volných pracovních míst. Pokud se navíc podíváme na současný tvar Beveridgeovy křivky, pak mílovými kroky směřujeme k velmi nízkému počtu pracovních míst. SMS tak nevyklučuje, že se trh práce dostane k počtům kolem 40-50 tisíc volných míst, což odpovídá situaci z konce 90tých let. Směrnice Beveridgeovy křivky se však v současnosti velmi špatně určuje. Nejdříve dva měsíce rychle padal počet volných pracovních míst, přičemž nezaměstnanost rostla pouze pomalu, nyní byly zase dva měsíce, kdy se volná místa tolik neměnila a pouze rostla nezaměstnanost. Úvaha o možném strukturálním posunu je určitě relevantní, ale SMS ji není schopna v tuto chvíli ani potvrdit, ani vyvrátit. Je možné se k tomuto tématu vrátit po skončení stávající krize.*

**Guvernér Tůma** (v diskusi o Beveridgeově křivce): Ke konci 90tých let byly ale míry nezaměstnanosti dvouciferné kolem 10-12 %.

*Odpověď SMS: Vrchol nezaměstnanosti byl kolem 9-10 %.*

**Viceguvernér Hampl:** Zajímavým závěrem ze strany 25 situační zprávy je, že oběživo i v lednu stále poměrně rychle rostlo, a to dvakrát rychleji než vklady na požádání či než M2. To by ze striktně monetaristického pohledu znamenalo, že zde probíhá určitá demultiplikace či tezaurace. Údaje o takto rychlém růstu oběživa však nejsou plně v souladu s údaji o reálné poptávce po oběživu od Sekce peněžní a platebního styku. Co se zde děje, jedná se o standardní reakci ekonomických agentů v krizi, nebo jde o nějakou jednorázovou záležitost?

*Odpověď SMS: Nárůst oběživa SMS pozorovala již od 4.Q loňského roku, kdy toto mohlo souviset s vlnkou paniky, která zachvátila české vkladatele. Od té doby se dle dílčích zpráv peníze do ČNB a do bank opět vracely, měnová statistika však vykazuje pokračování růstu oběživa. Čím to je, SMS nedokáže odpovědět. Struktura M1 je obecně velmi volatilní. To, že by tento růst oběživa znamenal impuls ve směru podpory spotřeby nebo naopak signál tezaurace a demultiplikace depozit, opět vzhledem ke krátké časové řadě nelze ani potvrdit, ani vyvrátit.*

**Viceguvernér Hampl:** Ve 4.Q 2008 došlo k neobvyklému nárůstu zaměstnanosti v terciálním sektoru. Může tento vývoj znamenat nějaký signál pro trh práce, například že se hodně propuštěných lidí rozhodlo pro podnikání ve službách či v poradenství, nebo se jedná o nevysvětlitelný krátkodobý efekt, který pomine?

*Odpověď SMS: Z rychlé informace ČSÚ, která byla k tomuto číslu poskytnuta, vyplývá nárůst zaměstnanosti především u finančního zprostředkování, což nedává logiku. SMS se domnívá, že ekonomika začala zpomalovat primárně v průmyslu, ve kterém je pokles zaměstnanosti identifikován. Terciální sektor má zřejmě určitou setrvačnost, jedná se u něj nejspíše o dozvuk předchozího ekonomického růstu a ke zpomalení růstu zaměstnanosti zde zřejmě dojde o něco později. V situační zprávě je nicméně uveden box, který ukazuje, že různá data z trhu práce dávají různé výsledky. Přitom rozdělení na služby a průmysl ve výběrovém šetření zaměstnanosti není*

*příliš robustní vzhledem k tomu, že respondenti často nejsou schopni dobře uvést, do jakého odvětví jejich podnik spadá.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o exogenních faktorech prognózy): Zajímá se o názor SMS na budoucí vývoj kurzu dolaru ve světle toho, co se v USA děje. Tato argumentace mu v situační zprávě chybí, samotný Concensus Forecast jej v tomto směru neuspokojuje.

*Odpoověď SMS: SMS pro tento rok očekává, že dolar zůstane s velkou volatilitou na hodnotách kolem 1,3 USD/EUR, v dalších letech bude dolar vůči euru apreciovat. Důvody jsou spjaty především s ozdravnými programy americké administrativy. Ekonomika USA sice nezažije tak velkou recesi jako například Evropa, nicméně jen za cenu velkého objemu peněz uvolněných v rámci těchto ozdravných programů. Kdyby americká administrativa do své ekonomiky tyto peníze kolem 5 % HDP „nepumpovala“, pak by USA zažily recesi již v roce 2008 s poklesy HDP kolem -7 %. To by odpovídalo tomu, že recese přichází z USA. Ozdravné programy přitahují kapitál, který jde za výnosem a za USD jako rezervní měnou. Včera SMS zaznamenala prohlášení, dle kterého by se mohlo začít diskutovat o tom, jakým způsobem pracovat se Special Drawing Rights. Dolar okamžitě začal oslabovat, poté zase posílil, když byla tato informace dementována. Předpokládaný budoucí vývoj dolaru je podmíněn důvěrou v úspěšnost ozdravných programů. V jejich rámci se očekává také ozdravení amerických bank a vykoupení jejich špatných, toxických aktiv. Dokud toto nenastane, pak by neměl být důvod pro posilování dolaru vůči euru. SMS se ale domnívá, že k tomuto očištění ke konci roku dojde, a že by v dalším roce měly US banky fungovat lépe, což by mohlo vyvést ekonomiku z recese. Pokud toto nenastane, pak dolar může vůči euru oslabovat.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskusi o exogenních faktorech prognózy): Co si SMS myslí o růstovém potenciálu ekonomiky USA. Mohou opatření FEDu a Treasury otočit ekonomiku USA do kladného růstu na přelomu let 2009/ 2010? Domnívá se SMS, že je tento vývoj americké ekonomiky pravděpodobný? Zafungují ozdravné balíčky u bank?

*Odpoověď SMS: Předchozí odpověď SMS reagovala částečně i na tento dotaz. SMS se domnívá, že tato opatření mohou být úspěšná, musí být ale dotažena až do konce, kdy budou banky skutečně ozdraveny. Toto je samozřejmě předpoklad, který SMS neumí přesně potvrdit. SMS se však kloní k tomu, že bude splněno to, co slibuje prezident Obama, tedy že se ekonomika USA ve 4. Q 2009 pomalu obrátí směrem k růstu. K tomuto ale zřejmě dojde pomocí prorůstových stimulů HDP. Otázkou je, zda je tento kanál obnovení růstu trvale udržitelný. Růst HDP zde bude samozřejmě pouze mezikvartální, meziročně tam budou vykázány stále ještě poklesy.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o exogenních faktorech prognózy): Je překvapený výrazným zhoršováním výhledu vývoje nejen v eurozóně, ale zejména pak v Německu, kde se dnes již hovoří o poklesu o 5 %. Zajímá jej názor SMS na to, zda zde recese bude opravdu natolik hlubší a déletrvajíc než v USA, pro které se očekává pokles pouze o 2 %. Přitom krize přichází z USA. Co za tímto stojí?

*Odpoověď SMS: Opět již bylo částečně odpovězeno. Je to tím, že Evropa není tak proaktivní ve stimulech poptávky oproti USA.*

**Viceguvernér Singer:** V souvislosti s údaji z trhu práce se táže na možné zkreslení průměrné mzdy omezením pracovní doby, kdy je řada lidí nucena pracovat na částečný úvazek či pracovat pouze 4 dny v týdnu. Je toto zohledněno v datech o průměrné mzdě?

*Odpověď SMS: Zkreslení na trhu existuje více, jsou zde například zkreslení související s daňovou optimalizací. Ve 4.Q 2007 byl zaznamenán pokles dynamiky mezd, což ale bylo kvůli odloženým odměnám, které potom byly vyplaceny na začátku roku 2008. Efekt základny se pak projevil ve vyšším meziročním růstu mezd ve 4.Q 2008. Pokud by se růst mezd od tohoto vlivu očistil, pak by ve 4.Q 2008 víceméně odpovídal předpokladům SMS z 1.SZ. Aktuální údaje o mzdách v průmyslu a ve stavebnictví ukazují oproti prognóze ještě nižší růst. Je samozřejmé, že část z tohoto nižšího růstu souvisí s omezováním počtu pracovních hodin, protože se zde jedná o průměrnou měsíční mzdu. Nicméně zde existuje určitá nekonzistence. V tomto případě by se dalo očekávat, že průměrné mzdy z tohoto důvodu porostou pomaleji než mzdy hodinové, nicméně SMS identifikuje odchylku přesně v opačném gardu. Každopádně v prognóze se předpokládá poměrně rychlé zbrzdění růstu mezd, přičemž jedním z diskutovaných kanálů bylo i zmíněné omezení odpracovaných hodin.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o revizích HDP): Ve světle poměrně dramatických revizí a debaty o HDP by jej zajímalo, zda toto mění pohled SMS na interpretaci minulého vývoje ekonomiky. Do jaké míry je SMS schopna korigovat zkreslování údajů o HDP v době poklesu cyklu?

*Odpověď SMS: SMS prezentuje graf naznačující směr a velikost minulých revizí HDP, který ilustruje míru datové nejistoty. Z tohoto grafu je vidět, že v rostoucí fázi cyklu směřovaly revize HDP spíše směrem vzhůru, naopak v poslední době směřují spíše k nižšímu růstu HDP. Z grafu je také vidět, že předběžné údaje většinou dobře nezachycují zlomy ve vývoji HDP, které jsou zřejmé z revidovaných dat. SMS by se tak v budoucnu mohla pokusit z této autokorelace čerpat a odhadovat konečný růst HDP po všech revizích. SMS zatím tuto úpravu explicitně neprováděla, ale například Bank of England uveřejňuje vějířové grafy pro HDP i za již zveřejněnou minulost. Tyto vějířové grafy jsou asymetrické, takže obsahují i odhad směru a rozsahu revize HDP. Prezentovaný graf naznačuje, že toto může mít určitou přidanou hodnotu i pro ČNB.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o revizích HDP): Je to tak, že nám ČSÚ změnu metodiky u sezónního očišťování neohlásil dopředu?

*Odpověď SMS: Ano.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o revizích HDP): Na straně 5 situační zprávy je v přehledové tabulce nově publikovaných údajů pro meziroční růst výdajů vlády na konečnou spotřebu uvedena skutečnost -0,5 % oproti naší predikci +1,7 %. Chyba je zde tedy více než 2 p.b., přitom podle jeho názoru vláda ve 4.Q 2008 žádnou restrikcí nedělala. Táže se, co za touto dost velkou odchylkou je. Lze toto číst skutečně jako vládní restrikcí?

*Odpověď SMS: V nominálním vyjádření byla vládní spotřeba blízko prognóze, ale došlo k výrazné změně deflátoru. SMS nemá podrobnější informaci, proč byl deflátor takto výrazně přehodnocen, ani není schopna vládní spotřebu rozkládat do jednotlivých složek, aby bylo možno přesně říci, v jaké složce nastala největší odchylka. Vládní spotřeba je tak pro SMS tak trochu černou skříňkou. Dopad do chyby predikce HDP je naštěstí u této odchylky dosti malý.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o revizích HDP): Jak si SMS vysvětluje toto přehodnocení deflátoru?

*Odpověď SMS: Reálná spotřeba vlády není pozorovatelnou kategorií v tom smyslu, že by si bylo možno představit konkrétní hmotné statky, které vláda nakupuje. ČSÚ má dobře pokrytou její*

*nominální část, tedy mzdy a platy, naturální sociální transfery, zdravotní péči, úroky a další neinvestiční výdaje. Přejít k reálným veličinám vzniká pomocí deflování. Deflátor je pro nás poněkud zamlženou kategorií, určitou roli u něj hraje růst pozorované cenové hladiny a dynamika nominálních mezd a platů. SMS tímto způsobem v minulosti deflátor vládní spotřeby modelovala, ovšem revize tohoto deflátoru přicházejí dost nečekaně a nejsou ze strany ČSÚ předem avizovány ani ex post příliš vysvětlovány. Jedná se tak o další reziduální položku národních účtů.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o revizích HDP): Jde o další reziduální položku vedle tvorby zásob. Procykličnost revizí HDP vnímá jako dobrý postřeh, sama si ji intuitivně uvědomovala. Je ale dobré, že SMS ji podchytila v systematické podobě. Je potřeba se ČSÚ zeptat, proč k této procykličnosti dochází.

*Odpoověď SMS: SMS konzultovala změnu v sezónním očišťování s panem Hellerem z ČSÚ, který nabízel seminář, na kterém bude tato revize ex post vysvětlena.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o revizích HDP): Byla zde zmíněna i procykličnost revizí HDP?

*Odpoověď SMS: Ta nikoli. ČSÚ je ve svých odhadech HDP vždy konzervativní.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o revizích HDP): ČSÚ je zde spíše setrvačný, tato setrvačnost se ukazuje především v prvotních odhadech HDP, amplituda cyklu se pak plně projeví až v definitivním čísle. Není si také jistá, zda je nejšťastnější pracovat se sezónně očištěnými údaji, některé instituce s nimi nepracují vůbec, protože metoda sezónního očišťování není v různých zemích jednotná.

*Odpoověď SMS: Co se týče změny metody sezónního očišťování, SMS je z ní zatím uživatelsky spíše rozpačitá. ČSÚ tuto revizi vysvětloval lepším zohledněním různého počtu pracovních dní. Toto by bylo možné akceptovat, pokud by výsledná řada po tomto očištění byla hladší, nový odhad sezóně očištěného růstu HDP je však výrazně volatilnější než ten starý. SMS sice do modelu vkládá údaje s vlastním sezónním očištěním, takže prognózu změna metodiky sezónního očišťování ze strany ČSÚ příliš neovlivní, tato nejistota však dělá problémy při odpočtu prognózy od sezónně očištěného růstu HDP, uveřejněného ČSÚ.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o přílohách SZ): Chválí část situační zprávy věnovanou směrodatným odchylkám úrokových sazeb z nových úvěrů. Naopak přílohu situační zprávy „Krátkodobá predikce HDP“ tentokrát nebyl schopen aplikovat, i její srozumitelnost a relevance byla nízká. Bez tohoto typu příloh by se docela obešel.

**Viceguvernér Hampl** (v diskusi o přílohách SZ): Obecně vůbec bez příloh malých situačních zpráv, nebo jen bez této konkrétní přílohy?

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o přílohách SZ): Bez této konkrétní přílohy, která podle něj není k situační zprávě v ničem relevantní. Je to jistě zajímavá zpráva, ale ne v kontextu situační zprávy.

*Odpoověď SMS: Cílem SMS bylo uvedením této přílohy zvýšit transparentnost krátkodobé prognózy vůči bankovní radě a ukázat, že SMS je schopna vyhodnotit větší objem dat a vygenerovat krátkodobou prognózu pomocí nových metod, které se dříve nepoužívaly. SMS nyní vyčerpala zásobárnu témat pro tematické přílohy, kterou původně vygenerovala bankovní rada,*

*pokouší se sama najít nová témata. Příštím tématem přílohy by měl být životní cyklus přímých zahraničních investic, což je měnověpoliticky relativně relevantní téma. Obecně u tematických příloh SMS uvítá náměty bankovní rady.*

**Guvernér Tůma** (v diskusi o přílohách SZ): Do tematických příloh malých situačních zpráv se není třeba nutit, pokud zrovna není nápad.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o přílohách SZ): Poznává, že příloha o životním cyklu PZI je zajímavá. Měl by se v ní zohlednit rovněž vliv finanční krize na tento cyklus, odpovědět na otázku, zda se v krizi urychluje odliv dividend.

*Odpověď SMS: SMS děkuje za námět.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o transmisi zahraničního růstu): SMS v shrnutí pod grafem GRIP uvádí, že „Pokles zahraničních sazeb působí přes nepokrytou úrokovou paritu na pokles domácích sazeb“. Toto je standardní transmisní mechanismus, kdy nižší růst HDP v zahraničí prostřednictvím poklesu zahraničních úrokových sazeb obvykle znamená nižší úrokové sazby v ČR. V textu se ale objevuje, a SMS to zdůrazňuje poprvé, že pokles výhledu zahraniční poptávky vede naopak přes depreciaci k růstu domácích úrokových sazeb. Táže se, zda zde SMS nezměnila kalibraci modelu, neboť v minulosti byl zmiňován pouze první kanál, druhý byl vždy potlačován. Jak se bude s v růstem zahraničí pracovat do budoucna?

*Odpověď SMS: Ke změně kalibrace modelu nedošlo, nadále platí, co platilo dosud. Rozdíl vznikl v tom, že ve shrnutí SMS hodnotila zahraničí jako celek, přičemž se zde projevoval nejen vliv zahraniční poptávky, ale také vliv cen a úrokových sazeb. Tyto vlivy dohromady působí protiinflačně. Pokud bychom uvažovali pouze parciální vliv přehodnocení zahraniční poptávky směrem dolů, pak toto ceteris paribus přes pokles vývozu generuje tlak na depreciaci kurzu a tlačí to na nárůst úrokových sazeb. Jedná se o mechanismus, který nebyl přítomen v modelu QPM, ale objevuje se ale v modelu G3, ve kterém je riziková prémie navázaná na vývoj zahraničního obchodu. Pokles vývozu v reakci na propad zahraniční poptávky jsme přitom pozorovali v posledním půl roce. Z tohoto pohledu je G3 bohatší než QPM. Vlastní kalibrace G3 však nebyla změněna.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o transmisi zahraničního růstu): Z tohoto se mu jeví nepokrytá úroková parita stále jako silnější. Pokud tedy poptávka v zahraničí poklesla a zároveň poklesly zahraniční úrokové sazby, pak by celkově mělo dojít ke snížení sazeb. Druhý kanál přes depreciaci je slabší.

*Odpověď SMS: Vliv zahraničních úrokových sazeb je velmi silný, zde dojde k výraznému přehodnocení prognózy.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o NJMN): Situační zpráva indikuje výrazný nárůst nominálních jednotkových mzdových nákladů (dále jen NJMN) v průmyslu a i ve stavebnictví. Růst NJMN se zde pohybuje okolo 20 %, což je historicky bezprecedentní. Vysvětluje SMS tento fakt tím, že při nepružném trhu práce nejsou firmy schopny rychle propustit zaměstnance a NJMN se zvýší v reakci na pokles produkce? Pokud ano, kam NJMN poklesnou? Nebo se jedná o velký inflační tlak do budoucna?

*Odpověď SMS: V průmyslu i ve stavebnictví došlo k výraznému poklesu produktivity. Nárůst NJMN je dán tím, že se mzdy přizpůsobují mnohem pomaleji, než je pokles HDP. Nárůst NJMN*

*bude pouze krátkodobý, k jejich poklesu přispěje především predikovaný prudký pokles dynamiky mezd.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskusi o NJMN): Lze očekávat, že při návratu NJMN na jejich původní hodnoty bude v průmyslu a ve stavebnictví docházet také k propouštění. Dojde spíše k úpravě přes počet pracovních sil nebo přes mzdy?

*Odpoověď SMS: K úpravě NJMN dojde oběma kanály, jednak dojde ke snížení mezd, jednak k výraznému nárůstu nezaměstnanosti. Poslední konjunkturální průzkum ČSÚ ukazuje na to, že zhruba polovina průmyslových firem počítá s dalším propouštěním.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** V boxu „Zatížení domácností úvěry a jejich splácení“ na str. 28 jej zaujal graf 1, ve kterém jsou uvedeny podíly domácností se spotřebitelskými úvěry pro různé příjmové skupiny. V minulosti jsme vždy říkali, že nejvíce zadluženy jsou domácnosti s nejnižšími příjmy (první dva až tři decily). Graf ale ukazuje, že sice s příjmem nejprve zadlužení spotřebitelskými úvěry klesá, ale posléze u nejvíce příjmových skupin (9.-10. decil) podíl domácností se spotřebitelskými úvěry opět narůstá na přibližně stejnou úroveň kolem 25 %. Jak je to možné?

*Odpoověď SMS: Šetření samo o sobě odpoví na tento dotaz neposkytuje. SMS ale pracuje s hypotézou, že v případě nižších příjmových kategorií se jedná o drobné spotřebitelské půjčky a o splátkové prodeje, zatímco v případě vyšších příjmových kategorií se jedná o leasingy, kontokorentní úvěry a úvěry z kreditních karet. Jak v případě spotřebitelských úvěrů, tak v případě úvěrů na bydlení má při procentuelním vyjádření křivka tvar písmen U. Při objemovém vyjádření či při vyjádření v podílech na celkově čerpaných úvěrech je pak podíl vysokopříjmových kategorií vyšší, protože je u nich vyšší průměrná výše úvěru.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o různých cenových indexech v zahraničním obchodě): Táže se na otázku ze stanoviska poradce na běžný účet platební bilance.

*Odpoověď SMS: Poradce se ve svém stanovisku ptal, jak je možné, že byl schodek běžného účtu na prognóze, když byl netto export oproti prognóze výrazně horší, zda zde došlo k nějakým kompenzujícím odchylkám, nebo se jedná o cenový vliv. Poradce se opřel o výrok ze situační zprávy, dle kterého byl cenový vliv zanedbatelný. SMS ale cenový vliv měří jako ceny zahraničního obchodu, kdy byly směnné relace skutečně mírně kladné (+0,3), nicméně směnné relace založené na deflátoru vývozu a dovozu byly -1,9 %. Rozdíl je v tom, že data za příspěvek netto exportu pro HDP na prognóze jsou počítána pomocí deflátoru, zatímco v obchodní bilanci jsou použity cenové indexy zahraničního obchodu. Druhý index je Laspeyersův, první je Paascheho index, který se navíc ještě několikrát přehodnocuje. Obecně se SMS snaží, aby prognózy v běžných cenách seděly na ty v reálných cenách.*

**Viceguvernér Singer** (v diskusi o různých cenových indexech v zahraničním obchodě): Nebylo by lepší psát věty psát tak, aby jim bylo rozumět?

**Vrchní ředitel Holman** (v diskusi o struktuře fixních investic): Táže se, jak se SMS dívá na strukturu poklesu fixních investic. Ze situační zprávy (strana 16) vyplývá, že největší pokles byl zaznamenán u investic do budov a staveb. Pro něj je překvapující to, že opačným směrem působily investice do strojů a do dopravních prostředků. Má k tomuto SMS nějakou hypotézu?

*Odpověď SMS: Tento vývoj je překvapením i pro SMS. U investic do budov je zřejmé, že nadále pokračuje pokles investic do bydlení, jediná část těchto investic, která roste, jsou infrastrukturní projekty. Toto není překvapivé. Proč vzrostly investice do strojů a dopravních prostředků SMS ale neví.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskusi o struktuře fixních investic): Zřejmě se nejedná o investice do nových výrobních kapacit.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o struktuře fixních investic): ČSÚ s těmito čísly často „kouzlí“. Celá tvorba kapitálu je často revidovaná, definitivní údaje se ještě mohou změnit.

*Odpověď SMS: Údaje o růstu investic do dopravních prostředků příliš nesedí na vývoj maloobchodních tržeb, v rámci kterých naopak prodeje automobilů nejvíce klesají. Naposledy poklesly o -14 %, což je sice ve srovnání s Evropou ještě slušné číslo, ale každopádně je to výrazný pokles. SMS se přitom domnívá, že k poklesu tržeb dochází zejména u investic podniků a živnostníků.*

**Vrchní ředitel Holman:** Klientské úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům klesají, z úvěrů na bydlení stagnují a ze spotřebitelských úvěrů rostou. Klientské sazby na úvěry podnikům se snížily více u velkých než u malých úvěrů. Co nám toto říká o rizikové averzi bank? Jsou banky ochotny více půjčovat podnikům, zejména velkým, než například domácnostem? Domnívá se, že část situační zprávy věnovaná úvěrům a jejich struktuře by snesla analytičtější přístup.

*Odpověď SMS: U vývoje klientských sazeb SMS odkazuje také na to, že bankovní rada v rámci pravidelných týdenních informací dostává i čerstvější data než ta, která je možné zachytit v situační zprávě. Situace není příliš přehledná. Celkově sazby na nově poskytnuté úvěry podnikům mírně klesají, sazby hypoték zhruba stagnují a sazby na spotřebitelské úvěry mírně rostou. Dochází ale k velké diferenciaci mezi klienty a mezi bankami, což SMS v situační zprávě dokumentovala propočtem směrodatných odchylek. Po uzavření situační zprávy SMS spolu se sekci bankovních obchodů absolvovala schůzku se zástupci treasury jedné velké banky, která se týkala současné situace na mezibankovním trhu a transmise do klientských úrokových sazeb. Dle pohledu těchto expertů dochází k vyčerpávání ziskové marže, kterou mají banky na vkladech. Další snižování mezibankovních úrokových sazeb tuto marži ohrožuje, banky ji pak přesouvají na aktivní obchody, tedy na úvěry, u kterých je benchmarkem výnos státních dluhopisů. Tento přesun pak podle nich tlačí na nárůst klientských sazeb. Dochází zde také k diferenciaci a k vyčišťování klientských knih, některé velké solidní podniky tak mohou dostávat menší sazby, u hypoték a spotřebních úvěrů však dochází k jakési „penalizaci“ klientů z tohoto titulu. Určitý vliv zde má i hodnota vnitroskupinového financování od matek. Kanál „cross border lending“ a zapojení domácích institucí do nadnárodních skupin je jedním z faktorů, kterým se krize rozlila i do tuzemského úvěrového trhu.*

**Vrchní ředitel Holman:** S situační zprávě je na straně 29 uveden graf, dle kterého je na našem mezibankovním trhu nyní vyšší rozpětí mezibankovní sazby a měnověpolitické sazby než na mezibankovním trhu eurozóny. Jaké má SMS pro tuto odlišnou likviditní prémii vysvětlení?

*Odpověď SMS: Porovnání likviditní premie v ČR a v eurozóně závisí na jejich konkrétním vyjádření. V situační zprávě SZ je uvedeno srovnání úrokového rozpětí mezi 2W REPO sazbou a 3M PRIBORem oproti stejnému ukazateli pro eurozónu. Toto srovnání je samozřejmě*



*kontaminováno tím, že se očekává další pokles úrokových sazeb ECB, narozdíl od předpokládané stability u nás. Rozpětí vyjádřené jako rozdíl mezi 3M EURIBORem a 3M EONIA SWAP indexem v sobě již obsahuje stejnou maturitu a mělo by vyjadřovat čistou likviditní prémii. Pro ČR nelze přímo použít 3M CZEONIA sazby, protože pro ně trh prakticky neexistuje. Vývoj rozpětí mezi 3M PRIBORem a 3M CZEONIA indexem propočteným na základě experimentální řady je však velmi podobný vývoji podobného rozpětí pro eurozónu. V aktuálním čtvrtletí jsou obě rozpětí na hodnotách poblíž jednoho procenta a jsou si relativně blízko. Předpoklad prognózy, dle kterého jsou likviditní premie u nás a v zahraničí silně korelované, tak zřejmě platí. Toto bylo potvrzeno i při již zmíněné schůzce s představiteli jedné velké banky, kteří víceméně potvrdili, že při určování likviditní premie vycházejí z vývoje premie u mateřské banky.*

**Vrchní ředitel Holman:** Má SMS nějaké vysvětlení pro březnový růst cen ropy ze 40 na 50 USD/barel?

*Odpoověď SMS: Zde je těžké cokoli říci. Posun ze 40 na 50 USD/barel není až tak dramatický, zároveň opět koreloval s oslabením dolaru. Žádný fundamentální důvod nárůstu cen ropy tam ale není, protože všechny instituce přehodnocují své odhady poptávky po ropě pro tento rok směrem dolů a ani OPEC ve svých kvótách nijak nezasáhl. Celkově má zahraničí „našlápnuto“ směrem k alternativnímu scénáři z minulé situační zprávy, ovšem s výjimkou cen ropy, pro které alternativní scénář předpokládal nižší úroveň. Ceny energií jsou tak jedinou oblastí zahraničního vývoje, kde jsou aktuálně spíše proinflační rizika.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o tabulce „Klíčové makroekonomické indikátory“): V příloze situační zprávy v tabulce „Klíčové makroekonomické indikátory“ existují podle jejího názoru značné nekonzistence v některých částech prognózy HDP pro jednotlivá čtvrtletí. V reakci na špatný výsledek čistého vývozu ve 4.Q 2008 se zde vytvořilo značné přehodnocení predikce čistého vývozu pro 4.Q 2009 a 4.Q 2010. Ve 4.Q 2009 došlo k přehodnocení z původních 43,3 mld. Kč, které byly uvedeny v 1. situační zprávě, na současných 23,3 mld. Kč, ve 4.Q 2010 k přehodnocení z 47,4 mld. Kč na 26 mld. Kč. K tomuto přehodnocení o cca 20 mld. Kč došlo kvůli tomu, že zde zůstala tempa růstu dovozu a vývozu pro jednotlivá čtvrtletí z předchozí predikce. Stávající tabulka ale podle ní nedává konzistentní obrázek vývoje zahraničního obchodu pro konec roku 2009 a pro rok 2010, pro které se již předpokládá oživení zahraniční ekonomické aktivity. V reakci na záměr SMS detailně se zabývat změnou stavu zásob uvádí, že by se raději podívala na oblast vývoje zahraničního obchodu. U zásob předpovídá spíše zmarněné úsilí, neboť se jedná o nejvolatilnější položku národních účtů, která se nejčastěji reviduje a která de facto nemá vůbec žádný vysvětlitelný fundament.

*Odpoověď SMS: Možná to vyplývá z toho, že SMS má v této tabulce stále ještě starou prognózu z 1. situační zprávy, která bude aktualizována včetně zapracování nových údajů. Jinak ale SMS tuto tabulku neměnila.*

**Guvernér Tůma** (v diskusi o tabulce „Klíčové makroekonomické indikátory“): Nemůže tato odchylka souviset s již diskutovaným rozdílem cen vývozu a deflátory?

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskusi o tabulce „Klíčové makroekonomické indikátory“): Tabulka „Klíčové makroekonomické indikátory“ se opravdu změnila, pro čtvrtletní čisté vývozy tam nejsou stejná čísla jako v 1. situační zprávě. Je to zřejmě tím, že zde zůstala očekávaná tempa růstu dovozu a vývozu pro jednotlivá čtvrtletí a byla přehodnocena základna (4.Q 2008). Nejedná se ale o klíčovou záležitost, tabulku je možné probrat separátně.

*Odpověď SMS: SMS tabulku ověří.*

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**Guvernér Tůma:** Zahajuje jednání. Ze strany SMS zazněla argumentace ve směru mírně proinflačních rizik, stanovisko poradce hájí spíše protiinflační rizika. Vyzývá tak členy BR k diskusi.

**Viceguvernér Hampl:** V prvním kole bude velmi stručný. Podporuje návrh SMS.

**Viceguvernér Singer:** Domnívá se, že debata na veřejné části jednání ukázala, že čísla v tuto chvíli nedávají žádný jasný a konzistentní obrázek. Nevíme, do jaké míry budou údaje upraveny, nevíme, kolik lidí bude propuštěno, netušíme tudíž, zda nám nárůst NJMN signalizuje, že ceny půjdou nahoru nebo naopak, že příjmy lidí půjdou dolů a že inflační tlaky budou opačné. Tato nejistota je logickým důsledkem toho, že se ekonomika někam rychle pohybuje bezprecedentním tempem, obává se, že směrem dolů. I na prognóze je přitom taková korekce tempa růstu, že to logicky generuje nekonzistentní údaje, protože se všechno hodně rychle mění. Obává se, že se situace neuklidní a že žádná vodítka v mlze nebudou ani na příštím měnovém zasedání. Nicméně v tuto chvíli se mu nezdá, že by bankovní rada měla silný důvod k tomu, aby parafrázoval frazeologii viceguvernéra Hampla, „vylézt ze zemljanky, kterou jsme si vykopali, a zatopili jsme si v ní kamínka v 3 500 m.n.m“. V tuto chvíli by měl problém používat přirovnání k výstupu nahoru, čeká nás spíše cesta ze srázu dolů. Celkově se mu ale nezdá, že je zde důvod k akci. Jako již téměř všichni nevěří tomu, že dojde k nějakému rychlému oživení, domnívá se, že ECB bude snižovat sazby, a to možná i dramatičtěji, než si sama myslí. Přes to všechno si myslí, že není důvod ke změně měnověpolitických nástrojů.

**Vrchní ředitel Holman:** Zhoršil se výhled hospodářského růstu, což je protiinflační faktor, zřejmě silnější, než jsme původně očekávali. Zároveň se zastavil pokles koruny. Celkově tedy vidí rizika jako protiinflační. Případné snížení úrokových sazeb s sebou ale nese nejistoty ohledně jejich signálního efektu pro kurz koruny. Obává se, aby se poté koruna nevrátila k nekontrolovatelné depreciaci. Z tohoto důvodu by nyní sazby nesnižoval. Navrhuje počkat na snížení sazeb ECB. Pokud toto snížení bude mít vliv na kurz, pak bude možné zareagovat.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Z čísel na ni vystrkuje „růžky“ ošklivé slovo stagflace. Jako podstatnou věc vidí poměr mezi relativní vahou poptávkové desinflace vůči faktorům nákladové inflace, která samozřejmě souvisí s kurzem. Přiklání s k tomu, že i při extrémní kurzové nejistotě převáží restriktivní poptávkové dopady. Ráda by řekla pár slov k transmisnímu mechanismu. První část tohoto pomyslného potrubí je podle jejího názoru relativně funkční, ale transmise od mezibankovních sazeb ke klientským zprůchodněna zatím plně není. Poslední část, která by měla stimulovat poptávku po úvěrech, je podle jejího názoru rovněž nefunkční. Případné úvahy o snižování sazeb podle jejího názoru narážejí na to, že nemá cenu do tohoto „potrubí“ nalévat další čistící prostředky, protože je v něm někde úplně dole kámen. Je také pro to se sazbami nehýbat.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Vzhledem k platné prognóze je možné identifikovat minimálně dvě proinflační rizika, kterými je skutečná publikovaná inflace, která je výše, než jsme čekali, a aktuální kurz, který je oproti průměru za 1.Q 2009 více depreciovaný. Na druhou stranu jsou i protiinflační rizika poměrně silná. Osobně jej překvapují stávající prognózy poklesu v Německu

až o 5 %, ještě před půl rokem pro něj přitom prognózy připouštěly kladný růst. Jak zmínila SMS během své prezentace, překvapivé je i protiinflační působení cen energií, přičemž jsme se zde posunuli k alternativnímu scénáři z I.SZ, který jsme doposud poněkud opomíjeli a nezveřejnili jsme jej. Celkově tak vidí rizika jako vyrovnaná, dokázal by podpořit návrh SMS na ponechání sazeb. Spíše si klade otázku, zda je vhodné komunikovat celkově mírně proinflační rizika, jak navrhuje SMS.

Nejistotu také vidí jako velkou, zejména ho překvapují revize HDP a předem neavizované posuny v hodnocení jeho sezónnosti. Významné jsou také nejistoty ohledně nezaměstnanosti, růstu NJMN, který takto nemůže růst dále a firmy tak budou určitě propouštět, či nejistoty ohledně produktivity. Rovněž ho překvapilo, jak je rozkmitaná naše riziková prémie. Ta nejdříve spadla dolů pod naši prognózu, poté vyletěla vzhůru a v současnosti je oproti prognóze vyšší. Jedná se o další faktor nejistoty, který jej inklinuje k tomu ponechat sazby na stávající úrovni a počkat, co bude za šest týdnů.

**Guvernér Tůma:** Změny jsou tak rychlé, že opravdu mnoho vidět není. Potvrzení dopadů v číslech uvidíme asi až v druhém pololetí a potom v příštím roce. Přesto se přiklání spíše k názoru sekce, že jsou rizika mírně proinflační. Nejistota je samozřejmě velká, jak ale bylo řečeno, je velká oběma směry.

Vůbec by nepodceňoval kurz. V této souvislosti nesouhlasí příliš s argumentací ze stanoviska poradce, kterou možná dobře nepochopil. Uvítal by tedy, kdyby toto poradce vysvětlil. Poradce ve svém stanovisku tvrdí, že volatilita kurzu je tak velká, že jeho depreciace nebude mít vliv na zvýšení konkurenceschopnosti vývozců. Je zde také úvaha, že se při takto vysoké volatilitě budou vývozci méně zajišťovat. Zde zřejmě poradce odkazuje na nějaký behaviorální model, který ale nedává logické závěry. Při vysoké nejistotě by naopak očekával, že se firmy budou právě proto zajišťovat více. To, že se vývozci v daném okamžiku přezajistili, je otázka několika měsíců. Až tento vliv vyprchá, podniky se budou přezajisťovat na nových úrovních vůči objemu zakázek, který budou schopny odhadnout lépe. Objem zajištění tak bude nejspíše nižší. Neumí si ale představit, proč by kurz neměl fungovat a proč by neměl konkurenceschopnosti pomoci. Pokud koruna zůstane na stávající úrovni, bylo by to velmi komfortní. Zároveň však znehodnocený kurz bude tlačit inflaci vzhůru, podobně jako tomu bylo ve Velké Británii. Záměrně provokativně zde formuluje tezi, že výrazná depreciace přebije jakoukoli recesi z hlediska jejího dopadu na inflaci. Naše situace je přitom oproti Bank of England lepší v tom, že nejsme nuceni ve velkém dodávat likviditu do bankovního sektoru.

Kurz podle jeho názoru tak v současné době funguje jak z hlediska výkonu a konkurenceschopnosti ekonomiky, tak z hlediska dopadu na inflaci. Z tohoto hlediska se dívá i na pozici měnové politiky. Výhled úrokových sazeb ve světě je spíše nižší, což může znamenat, že za nás prostřednictvím úrokového diferenciálu mohou leccos odpracovat zahraniční centrální banky. I s vědomím zmiňovaných nejistot vidí i pozitivní známky ve srovnání s podzimem, kdy došlo k totálnímu zamrznutí peněžního trhu. Nyní si situace s likviditou sedá, začíná fungovat vyrovnávání strukturální likvidity. Klientské sazby reagují směrem, který dává smysl, přičemž na podzim nereagovaly vůbec. Sazby reagují ve struktuře, přijde mu jako racionální, že banky reagují na riziko jednotlivých klientů. Je také vidět, že situace jednotlivých bank je jiná. Dalším možným proinflačním rizikem je růst peněžní zásoby. Ten sice neumíme dobře vysvětlit, přičemž jsou s ním spojeny již diskutované nekonzistence související se strukturou M1, tempo růstu

peněžní zásoby je však vysoké. Je dalek tomu argumentovat, že toto bude tlačit na spotřebu, ale rozhodně to není nic, co by bylo možno vnímat jako protiinflační efekt.

Není pochyb o tom, že přizpůsobení ekonomiky bude probíhat, propad poptávky je veliký, nejsme schopni dohlédnout jak bude reagovat trh práce, kam se vyšplhá nezaměstnanost a co to udělá s poptávkou domácností. Celkově ale převáží proinflační rizika, která zmiňoval.

**Viceguvernér Hampl:** Žijeme v době, kdy mají modelové výsledky menší relevanci, neboť modely jsou založeny na normálním chování ekonomiky. Ve světle tohoto základního faktu mu nepřipadne odchylka cílované veličiny od prognózy jako fatální. Na rozdíl od spousty jiných centrálních bank v Evropě i ve světě máme tu výhodu, že nemusíme být a nejsme utopeni jen v řešení krátkodobých problémů s velkou nejistotou, co tato krátkodobá řešení budou znamenat v dlouhém období. Možná že se jedná pouze o dočasnou výhodu a že nás „utopení se“ v krátkém období stejně čeká. V tuto chvíli ale chápe jako naši komparativní výhodu to, že se stále můžeme bavit o tom, jakou veličinu cílujeme a že ji cílujeme ve středním a dlouhém období.

Z toho pohledu přemýšlí o tom, jak může být vnímáno, pokud dnes sazby nezměníme. Jednou možnou interpretací může být to, že období hektického přizpůsobování měnové politiky v reakci na vývoj reálné ekonomiky buď skončilo nebo je dočasně přerušeno. Druhá interpretace je triviální mediální ve smyslu „oslabil kurz, tak ČNB nebude hýbat se sazbami“. Třetí interpretací může být to, že ČNB neví, co aktuálně činit. Případně se může jednat o kombinaci všech těchto tří způsobů interpretace najednou. Připadá mu ale, že se bude jednat primárně o první možnou interpretaci, dle které nastávají klidnější časy, respektive dle které je období hektické měnové politiky přerušeno v čekání na to, co přijde dál. Určitě pokládá za důležité snažit se i v dnešní situaci dlouhodobě ukotvovat inflační očekávání kolem našeho cíle a argumentovat, že jsme i v této turbulentní době zatím neztratili schopnost tuto stabilizaci ekonomice přinést.

Rizika chápe jako mírně proinflační. To lze dokumentovat i tím, že jsou nyní tržní sazby oproti prognóze mírně nižší. Tato proinflační rizika dávají ČNB do budoucna větší možnost manévrovat, než by bylo v situaci neřiditelných deflačních rizik. Co by za takovátou proinflační rizika některé centrální banky daly! Situace mu nepřipadá jako úplně zoufalá, což je ale možná jenom nedostatek představivosti, co se může dít za dva kvartály.

**Viceguvernér Singer:** Nesouhlasí s poznámkou vrchní ředitelky Zamrazilové, dle které je zamrzlá převodní páka od bank na úvěry. Týdenní údaje ukazují, že za poslední týden poskytly banky téměř o 2 mld. Kč úvěrů navíc, což je hodně, zvláště v porovnání s vývojem reálné ekonomiky. I klientské úrokové sazby se podle jeho názoru chovají logicky, snižují se tam, kde by čekal, že se budou snižovat. Nárůst sazeb ze spotřebitelských úvěrů je podle něj naprosto logickou reakcí na vzrůstající riziko. Dovede si představit spíše to, že za nějakou dobu budeme řešit, že se nějaká banka utopí ve svých klientech, protože bude mít špatně poskládané své úvěrové portfolio. Nemá ale pocit, že je nyní něco k řešení na převodních pákách. Pokud budeme chtít komunikovat jejich zamrznutí, pak bychom k tomu měli mít důvody, které však v číslech nevidí. Reaguje na poznámky guvernéra Tůmy ke kurzu. Pokud správně pochopil, tak pan guvernér říká, že nám kurz přinese inflační tlaky, a že bude slabší. O tom není moc přesvědčený.

**Guvernér Tůma:** To, že kurz bude slabší, neříkal. Argumentoval v tom smyslu, že oslabení kurzu je funkční.

**Viceguvernér Singer:** Právě oslabení kurzu nerozuměl v kontextu vzrůstajícího diferenciálu mezi sazbami ČNB a ECB. Pakliže nepříjdu další šokové zprávy, přičemž se domnívá, že v politice se již vyčerpaly, neumí si představit, že by kurz oslabil. Naopak si umí dobře představit jeho posilování na prognózované hodnoty pro druhou polovinu roku i nad ně. Z tohoto důvodu by se obával signalizovat bias proinflačním směrem. Jako mnohem lepší se mu zdá zdůrazňovat dlouhodobý pohled. Žádná velká proinflační rizika přitom není schopen identifikovat. Krátkodobá inflace je sice vyšší, pokud ale lidé odejdou do nezaměstnanosti, jak všichni očekávají, pak to nebude s inflací tak výrazný ráj.

**Guvernér Tůma:** Hlavní myšlenka jeho vystoupení byla ta, že kurz funguje. Přesně jak uvedl viceguvernér Singer, umí si představit scénář, dle kterého za nás uvedené mírné proinflační riziko odpracují zahraniční centrální banky tím, že sníží svoje sazby čímž posílí kurz koruny. Vyzývá poradce Hlaváčka k reakci na svůj dotaz k jeho stanovisku.

*Poradce Hlaváček:* Ve svém stanovisku se snažil zpochybnit tu část kurzové transmise, dle které by znehodnocení kurzu mělo nějak výrazně pomoci našim exportérům. To, že se exportéři budou při zvýšené volatilitě méně zajišťovat, bylo myšleno spíše v tom smyslu, že zvýšená volatilita bude pro exportéry znamenat výrazně vyšší náklady na zajišťování. Například u opčního zajišťování implikovaná volatilita přímo váže na náklady zajištění. Pokud bude zajištění pro podniky dražší, tak se budou méně zajišťovat nikoli proto, že by vyšší zajištění nepoptávaly, ale kvůli tomu, že bude při daných cenách zajištění nižší nabídka. Samozřejmě poptávková interpretace použitá guvernérem Tůmou je také relevantní.

**Viceguvernér Hampl:** Toto je zajímavá úvaha, není si však jistý, zda u forwardového zajišťování funguje zrovna tak jako u opčního. Asi by bylo dobré zeptat se nějakého experta z finančního trhu nebo ze sekce bankovních obchodů. V době kdy byla velká pravděpodobnost trendového posilování koruny toto zdražovalo kurzové zajištění pro exportní odvětví právě z toho důvodu, že existovalo obecné očekávání o tomto trendu. V současnosti je volatilita na trhu hodně velká a směřuje na obě strany. Někteří exportéři tak mohou se zajištěním vyčkávat na lepší kurz. Potom by rozuměl i tomu, co se tvrdí ve stanovisku poradce, že může být menší chuť se zajišťovat nejen z cenových důvodů, ale i z důvodů očekávání toho, co se bude dál dít. Cenový vliv volatility je jistě relevantní u opcí, není si s ním jistý u forwardů.

*Ředitel SMS Holub:* Domnívá se, že opravdu není relevantní. Cena forwardu je dána čistě úrokovým diferenciálem. Volatilita kurzu zde nehraje roli, protože protistrana nebere riziko na sebe na rozdíl od opce.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Jde zde pouze o matematický výpočet, do kterého vstupuje spotový kurz a úrokový diferenciál.

*Poradce Hlaváček:* Propočítání ceny forwardu je skutečně jednoduché, počítá se ze spotového kurzu a z bidových a askových sazeb na obě měny. Domnívá se ale, že se zde volatilita kurzu projevit může, ale že zde není tak dobře vidět, jako u opcí. Křížový Bid/Ask spread se může roztáhnout v reakci na velkou volatilitu kurzu. Zvětšení tohoto spreadu však může být ovlivněno také změnami kreditního rizika či očekávanými vývoji sazeb v budoucnu doma i v zahraničí.

**Guvernér Tůma:** Evidentně žijeme ve „šťastné době“, kdy je možné formulovat nejružnější hypotézy, které nejdou vyvrátit.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Reaguje na argumentaci pana guvernéra a viceguvernéra Singera ohledně zlepšování návazných částí transmisního kanálu. Dostupná čísla ji o tomto nepřesvědčila. Úrokové sazby některých typů úvěru se sice snižují, ovšem mezera mezi mezibankovní a klientskou sazbou nijak výrazně neklesá. Nicméně v zápise necítí potřebu se k tomuto vyjadřovat.

**Viceguvernér Singer:** Buď jsme žili v období, které bylo nezdravě zaplaveno likviditou, přičemž mnohé jevy, které můžeme pozorovat v reálné ekonomice, tomu nasvědčují. Pak musíme očekávat, že klientské sazby nebudou reagovat na naše snížení plně, protože se znovu započítává riziková prémie. Nebo jsme přesvědčeni, že před dvěma lety bylo všechno všude dobře, což je pro něj hypotéza, se kterou se neztotožňuje.

**Guvernér Tůma:** Pro něj v současnosti nejsou tyto spready zásadní. Je velmi pravděpodobné, že vyšší spready přetrvávají i poté, co se likvidita stabilizuje. Klientské sazby podle něj reagují způsobem, který by očekával. Banky půjčují, což je pozitivní překvapení. Zatím jsme ve srovnání s jinými centrálními bankami v relativně komfortní pozici když máme manévrovací prostor oběma směry.

**Viceguvernér Hampl:** To je to co chtěl říci.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Co se týká komunikace, rizika prognózy vidí jako vyrovnaná.

**Guvernér Tůma:** Z hlediska interpretace celkových inflačních rizik jako vyrovnaných souhlasí s vrchní ředitelkou Zamrazilovou, i proinflační dikce SMS zde byla velmi mírná. SMS dále argumentuje riziky růstu HDP směrem dolů, jeho intuice je také taková. Z hlediska kvantifikace je třeba počkat na další čísla, je to hodně determinováno vnějším prostředím.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali guvernér Tůma, viceguvernér Hampl, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová.

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady