

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. září 2008**

**Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Režábek, vrchní ředitel V. Tomšík.**

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy**

**Viceguvernér Hampl** (v diskuzi o dlouhodobé reálné apreciaci): Velmi se mu líbila příloha o dlouhodobé reálné apreciaci a ekonomické konvergenci. SMS správně popisuje nesprávnost názoru, který zastává například J. Stark při aplikaci kurzových zkušeností vyspělých zemí na země konvergující. Nesouhlasí, že deregulace cen je autonomním zdrojem cenové konvergence. Domnívá se naopak, že jde o přirozený proces konvergence, který je u některých cen ze strany státu uměle zadržován. Změny regulovaných cen jsou spíše zpožděným odrazem konvergence, než jejich příčinou.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS souhlasí, že deregulace jsou z velké části zpožděným projevem autonomního procesu konvergence. Některé aspekty však závisí na politickém rozhodnutí, například zavedení zdravotnických poplatků nebo změny nepřímých daní z důvodu harmonizace s právem EU. Jde tedy o mix ekonomických a politických aspektů.*

**Viceguvernér Singer** (v diskuzi o dlouhodobé reálné apreciaci): Navazuje na stanovisko poradce a táže se na průměrné roční tempo reálné apreciacie. V příloze není uvedeno celkové zhodnocení, jsou jen uvedeny hodnoty 5 %, 1,6 % a potom odkaz na model g3, který není kvantifikován. Co si má vybrat? Dodává, že kurz může oslabit, protože byl přehodnocen rovnovážný trend posilování měny směrem nahoru a prognózy kurzu se pravidelně nevyplňují.

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o dlouhodobé reálné apreciaci): Dotazuje se na přílohu o dlouhodobé reálné apreciaci. Pomocí QPM je nejprve odhadováno, že do roku 2010 bude roční tempo rovnovážné reálné apreciacie 4-5 %, dále je na základě některých výzkumných prací uveden odhad 1,3 % ročně v období 2009–2013. Poukazuje na to, že jde o nerealistický skok dolů. Dále uvádí, že kapitola 5 přílohy o reálné apreciaci SMS popisuje, že rozklad reálné apreciacie mezi inflační diferenciál a posilování kurzu závisí na volbě měnověpolitického režimu. Příloha jen teoreticky říká, co všichni víme, ale nemá žádné vyznění. Výstupem by měl být názor na očekávané tempo reálné apreciacie. Domnívá se SMS, že ceny obchodovatelných statků jsou v České republice srovnatelné se světem a že konvergence cenové hladiny bude probíhat u neobchodovatelných statků a regulovaných cen? Takové vyznění mu v příloze chybí.

*Odpověď SMS: K různým odhadům očekávané budoucí míry rovnovážné reálné apreciacie SMS uvádí, že je přirozené, že různé metody dávají různé výsledky. Metody založené na filtraci do dalšího období extrapolují aktuálně pozorovanou vysokou reálnou apreciaci. Další metody, které dávají naopak nízké odhady, jsou vedeny konvergenční logikou, která předpokládá koncový stav konvergence. Čím rychlejší tempo apreciacie je dosud pozorováno, tím více se zužuje prostor pro další konvergenci. Proto je v Analýzách sladění odhad rovnovážné reálné apreciacie v dalším období nižší. Naše cenová hladina je ve vztahu k eurozóně již zhruba na 70 %, zatímco výchozí*

*stav byl okolo 40 %. V oblasti obchodovatelných statků jsou cenové hladiny do značné míry vyrovnané, některé statky mohou být dokonce dražší než v eurozóně. Prostor pro cenovou konvergenci se do určité míry tímto omezuje do sektoru neobchodovatelných statků. Alternativní nízký odhad tempa rovnovážné apreciaci vychází z modelu, který v konvergenci zohledňuje i zvyšování kvality výrobků a přejímání technologií.*

**Viceguvernér Hampl** (v diskuzi o dlouhodobé reálné apreciaci): Shodli jsme se již dříve, že tempo rovnovážné reálné apreciacie bude zpomalovat. V jakém rozsahu to zpomalení nastane? Model Brůhy a Podpiery používá jiný přístup, který nemá exogenně stanovený podíl obchodovatelných statků. S jakými předpoklady SMS pracuje v Analýzách sladění ohledně rovnovážné reálné apreciacie v období 2009–2013?

*Odpoověď SMS: Tempo průměrné roční rovnovážné reálné apreciacie je v intervalu 1,6–2,4 % s tím, že začíná spíše na horní hranici a pak se postupně snižuje. Tento odhad je nižší, než před rokem, kde byla horní hranice asi o jeden procentní bod vyšší. S ohledem na letošní prudké posílení kurzu je možné, že v nejbližších dvou až třech letech bude tempo reálné apreciacie nízké, takže může být dosažen pětiletý průměr okolo 2,5 %.*

**Viceguvernér Hampl** (v diskuzi o dlouhodobé reálné apreciaci): Pokud bude ekonomika dlouhodobě vytvářet nárůsty produktivity, nelze vyloučit, že může v dlouhém období dojít k překonání průměru srovnatelné cenové hladiny relevantních zemí. Tento fakt zřejmě v úvahách SMS není zahrnut.

*Odpoověď SMS: S touto možností úvahy skutečně nepočítají. Například Irsko překonalo výrazně průměrnou úroveň EU z hlediska HDP, ale nikoli z hlediska průměrné cenové hladiny. HDP je v Irsku do značné míry taženo zahraničním kapitálem, takže domácí národní produkt je mnohem nižší než hrubý domácí produkt. Vztah mezi HDP a cenovou hladinou není na uváděném vzorku zemí přesně jedna ku jedné.*

**Viceguvernér Singer** (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): V situační zprávě je uvedeno, že pozorované nižší zásoby ve druhém čtvrtletí se odrazí v nižší produktivitě práce. Chtěl by se ujistit, že to tak není. V komentáři je k tomu uvedeno, že v g3 je problematický rozklad hrubé tvorby kapitálu na fixní investice a zásoby. Neumí to SMS dělat lépe? Tuto otázku řešíme opakovaně. Zásoby jsou přece velmi volatilní a nepřesný ukazatel.

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): Překvapily ho nízké zásoby ve druhém čtvrtletí, zatímco fixní investice se vyvíjejí v souladu s prognózou. V některé z předchozích situačních zpráv bylo uvedeno, že nízký růst fixních investic kolem 4 % může být revidován na hodnoty kolem 5–6 %. Zdrojem takové revize by mohly být vysoké zásoby, které odrážejí vývoj ve stavebnictví, kde například rozestavěné domy jsou uváděny jako zásoby a po dokončení jde o investice. Ve druhém čtvrtletí jsou však zásoby nízké, proto nemůžeme očekávat zvýšení fixních investic při budoucích revizích údajů. Obává se, že nízké zásoby se odrazí v nízkých investicích a nižším růstu HDP v příštím roce. Navazuje na GRIP, kde je v komentáři k poklesu hrubé tvorby kapitálu uvedeno, že SMS zde nevidí riziko a očekává spíše růst úrokových sazeb. Požaduje vysvětlení.

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): Dotazuje se na změnu stavu zásob. Domnívá se, že dochází k cyklickému poklesu zásob. Považuje za neintuitivní, že model g3 transformuje pokles stavu zásob do snížení produktivity práce a do zvýšení jednotkových mzdových nákladů, což je v této logice proinflační vliv. Myslí si, že pokles zásob souvisí s nižší očekávanou poptávkou, takže by mělo jít o protiinflační faktor. Je možné v g3 odlišit v rámci hrubé tvorby kapitálu změny stavu zásob a změny fixního kapitálu?

*Odpoověď SMS: Je velmi obtížné hodnotit, do jaké míry dojde k přehodnocení údajů a zda mohou být fixní investice revidovány směrem dolů. Pokud by k tomu došlo, SMS by přehodnotila produktivitu a byl by to proinflační faktor.*

*GRIP vyhodnocuje parciální efekty nových údajů za jinak stejných podmínek a bez expertních úprav. Zároveň při vyhodnocení nedochází ke změnám v modelu. Kdyby SMS například ve filtraci expertně změnila váhu pro pozorovaný pokles hrubé tvorby kapitálu, byla by to již modelová změna vůči základnímu scénáři prognózy. Jiná váha by mohla zohlednit pozorované rozložení hrubé tvorby kapitálu mezi fixní investice a zásoby, protože SMS nechce, aby nadměrné výkyvy v zásobách vychylovaly produktivitu práce. Model nicméně pracuje s celkovou hrubou tvorbou kapitálu, takže rozklad do složek lze provádět expertně úpravou filtrace. To je lepší postup, než rozdělovat zásoby a fixní investice v modelu. Jinými slovy, bude-li SMS věřit tomu, že nedojde ke snížení produktivity práce, SMS promítne nižší zásoby do jiného sektoru.*

**Viceguvernér Singer:** Dotazuje se na různé možnosti fixování v g3. Domníval se, že při vyhodnocení vlivu určitého faktoru jsou endogenní jen inflace a sazby. Je nutné v g3 předpokládat působení konkrétního šoku při interpretaci vlivu určitého faktoru? Tomu neporozuměl.

*Odpoověď SMS: Při zpracování GRIPu nejsou známy údaje například o HDP v aktuálním čtvrtletí, takže nevíme, jakým faktorem bychom mohli vysvětlit vývoj kurzu. Proto se musíme rozhodnout a v tomto případě vysvětlujeme vývoj kurzu pomocí šoku do rizikové premie. Při zpracování nové prognózy budeme tyto údaje již znát a budeme hledat ekonomický příběh. Pak bychom mohli vývoj kurzu vysvětlit například zvýšením exportní produktivity, případně něčím jiným. Fixace spočívá v tom, že při vyhodnocování GRIPu v aktuálním čtvrtletí neznáme ostatní údaje.*

**Viceguvernér Singer:** V GRIPu jsou všechny body zobrazeny blízko středu os. Nad tím vyjadřuje pochyby s ohledem na vývoj ve vnějším prostředí. Není to spíše tím, že má g3 ještě více než QPM tendenci vyhodnocovat rizika prognózy blízko středu? Jako příklad uvádí, že odchylku na sazbách SMS vyhodnotila jako jednorázové riziko, jak je velmi správně konstatováno ve stanovisku poradce, což zobrazuje příslušný bod v GRIPu blízko středu os.

*Odpoověď SMS: Kdyby například došlo k zásadně jinému výhledu zahraničních úrokových sazeb, do domácích sazeb by se taková trajektorie promítla podobně jako v QPM v poměru téměř jedna ku jedné. Na druhou stranu některé rigidity v g3 jsou méně významné než v QPM, takže je možné si představit, že rizika mohou být v GRIPu zobrazena blíže středu os.*

**Viceguvernér Singer:** Jinými slovy, g3 má přece jen tendenci vyhodnocovat rizika v GRIPu blíže středu os.

*Odpoověď SMS: V modelovém rámci je návrat do ustáleného stavu v modelu G3 rychlejší.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Dotazuje se na GRIP, kde se bod inflace nachází na straně nižší inflace při mírně vyšší hodnotě úrokových sazeb. V komentáři je k tomu v situační zprávě napsáno, že nižší pozorovaná inflace vede zpočátku k poklesu sazeb. S tím souhlasí, ale dále je v situační zprávě uvedeno, že v delším horizontu sazby překmitnou do kladných hodnot a převáží počáteční mírné snížení. Co je za tím překmitnutím? V prezentaci zaznělo, že i v roce 2009 SMS očekává nižší růst HDP ve srovnání s prognózou.

*Odpověď SMS: V modelu g3 je návrat do ustáleného stavu rychlejší. Po určitém vyhodnocení, jak bude fungovat GRIP, zřejmě SMS navrhne změny. Možná navrhneme jiné měřítko os nebo navrhneme u sazeb uvádět průměr za kratší období než 6 čtvrtletí. Dříve jsme měli velmi perzistentní verzi QPM, kdy sazby reagovaly pomalu, a proto jsme volili průměrování odchylky v sazbách v delším období, aby byly dopady šoků v GRIPu vidět. To teď působí kontraproduktivně, když sazby reagují rychle a mohou se relativně rychle vracet zpět k původní hodnotě.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Měnověpolitické doporučení SMS tedy znamená opravdu riziko nižší inflace a nižších sazeb. Nikoli tedy vyšších sazeb, jak je uvedeno, protože je to dáno tím průměrem za 6 čtvrtletí.

*Odpověď SMS: Ano. U inflace to vyhodnocení paradoxně odráží i fázi, kdy se sazby vracejí zpět. Správně bychom měli vyhodnocovat, kam nové informace posouvají sazby v nejbližším období.*

**Viceguvernér Singer:** Má bankovní rada i nadále komunikovat, že je možné, že inflace překoná hranici 7 %?

*Odpověď SMS: Inflace by neměla překonat hranici 7 %, pokud nás nepřekvapí něco mimořádného. V prognóze očekáváme v říjnu zvyšování cen zemního plynu o 11,5 %, tento růst bude podle dostupných informací mírně nižší, kolem 10 %. Inflace by se mohla v říjnu zvýšit zhruba na 6,7 %, ale v každém případě by měla být nižší než 7 %.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Jak vysoký růst SMS očekává?

*Odpověď SMS: Ve třetím čtvrtletí prognóza očekává inflaci 6,9 %, zatímco očekávaná skutečnost bude nižší. Ve čtvrtém čtvrtletí bude inflace podle prognózy 6,2 %.*

**Viceguvernér Singer** (v diskuzi o vývoji ve stavebnictví): Jak SMS vysvětluje relativně příznivý vývoj ve stavebnictví? Připouští, že poměrně vysoký růst průměrné mzdy může být ovlivněn fondem pracovní doby. Jde ale o předstihový ukazatel, kde by čekal snížení dynamiky. Připomíná, že finanční ukazatele podniků se na úrovni likvidity výrazně zhoršily.

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o vývoji ve stavebnictví): Ptá se na vývoj ve stavebnictví. Do jaké míry je vysoký růst stavební produkce dán prostředky z evropských fondů a výstavbou dálnic? Může být růst stavební produkce vysvětlen i jiným faktorem?

*Odpověď SMS: V červenci výrazně rostlo zejména inženýrské stavitelství, především jde o infrastrukturní investice. Ve stejném období před rokem nějakou dobu stálo tendrování infrastrukturních zakázek ze strany státu z důvodu personálních změn ve Státním fondu dopravní infrastruktury, takže podniky teď dohánějí skluz. Inženýrské stavitelství roste i díky přílivu prostředků z evropských fondů, jejich čerpání se však rozbíhá pomalu. Stavebnictví táhne i počet*

*nových stavebních zakázek. Stavební produkce se naopak snižuje v oblasti pozemního stavitelství. Celkově je vývoj ve stavebnictví diferencovaný a je tažen inženýrským stavitelstvím.*

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o vývoji ve stavebnictví): Dotazuje se, zda by bylo možné tento příspěvek příště kvantifikovat. Myslí na historii, protože je hodnocen stávající stav.

*Odpověď SMS: Na historii určitě.*

**Viceguvernér Singer:** Do jaké míry je příliv přímých zahraničních investic ve druhém čtvrtletí tažen automobilkou v Nošovicích?

*Odpověď SMS: Nošovice přímo kvantifikovat neumíme. Ve druhém čtvrtletí je příliv přímých zahraničních investic oproti prvnímu čtvrtletí dvojnásobný. Ve dvou částech přímých investic, reinvestovaný zisk a základní kapitál, je příliv ve druhém čtvrtletí stejný. Rozdíl je zaznamenán u ostatního kapitálu, kde jde o akceleraci úvěrových vztahů mezi matkou a dcerou. Úvěrové vztahy se v prvním čtvrtletí snížily o 13 miliard Kč, zatímco ve druhém čtvrtletí se zvýšily o 17 miliard Kč.*

**Viceguvernér Singer:** Očekává SMS, že se bude v cenovém koši zvyšovat podíl neobchodovatelných položek?

*Odpověď SMS: Na základě přepočtených vah se podíl neobchodovatelných položek zvyšuje automaticky. Když je vyšší inflace v neobchodovatelných položkách, tak do té doby, než dojde ke změně koše, se předpokládají stále reálné váhy, zatímco se mění nominální váhy. Například deregulace nájemného bude mít v příštím roce větší dopad do inflace i díky tomu, že jejich přepočtená váha v koši se zvyšuje. Kromě deregulace nájemného jde i o ceny služeb, které rostou výrazně rychleji, než ceny obchodovatelných položek, které se naopak snižují. Tím se ten podíl neobchodovatelných položek zvyšuje.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Vyjadřuje názor, že vyjednávání o mzdách nebudou dramatická. Odboráři vědí, že daňové úpravy v letošním roce se netýkaly jen nepřímých, ale i přímých daní. Proto je v letošním roce velký rozdíl mezi růstem hrubé a čisté mzdy. Konstatuje, že v médiích otevřel téma srovnání růstu reálné mzdy v České republice a EU15, kde v posledních pěti až osmi letech je ten rozdíl mezi Českou republikou a EU15 osm a půl ku jedné. Po zohlednění nižších přímých daní je růst reálné mzdy podobný, jako před rokem. Neobává se významných problémů při mzdových vyjednáváních.

*Odpověď SMS: S tímto SMS souhlasí. Základním scénář prognózy předpokládá zpomalení růstu mezd. SMS však připouští proinflační riziko ze mzdových vyjednávání.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Připomíná, že i při minulých jednáních vyjadřoval pesimistické názory o vývoji zahraniční ekonomiky. Pokud jde o hlavního obchodního partnera České republiky, v Německu zřejmě dojde k většímu zpomalení růstu, než se dosud předpokládalo, přičemž přehodnocování stále pokračují. To se již projevuje v České republice, jak je vidět v některých podnicích. O to více ho překvapily příznivé údaje z reálné ekonomiky, především růst průmyslové produkce o 6,7 %. Například Škoda Auto ohlásila, že v letošním roce omezí výrobu. V meziročním srovnání však jde o stále významný růst jejich produkce. Domnívá se SMS, že se v růstu průmyslové produkce brzy odrazí zpomalení zahraniční poptávky?

*Odpověď SMS: Růst průmyslové produkce je ovlivněn vyšším počtem pracovních dnů v červenci. Po očištění o rozdíly ve fondu pracovní doby je růst průmyslové produkce okolo nuly. Proto hodnotíme vývoj v červenci jako slabý. Podobně růst tržeb v maloobchodě byl po očištění o fond pracovní doby zhruba nulový, velmi nízký byl i růst stavební výroby. V průmyslu je již několik měsíců nízký i vývoj zakázek. Jde sice o tzv. měkké ukazatele, ale zpomalení růstu se projevuje zřetelně. Souhlasíme i s hodnocením situace ve Škodě Auto, že půjde jen o zpomalení růstu, nikoli o absolutní pokles. Předpoklad SMS o růstu potenciálního produktu ve výši okolo 5 % však znamená, že podniky musí poměrně rychle zvyšovat výrobu. Bude-li růst výroby nižší, ekonomický růst zpomalí. SMS neočekává snížení HDP, ale jen výrazné zpomalení růstu, které je v souladu s anekdotickou evidencí ze Škody Auto.*

**Viceguvernér Singer:** Má ještě jednu připomínku v souvislosti s produktivitou. Ve stanovisku poradce nebo v situační zprávě je konstatováno, že podniky investují do zahraničí. Pokud to není jen ČEZ, očekává zvyšování produktivity, protože podniky z důvodu snižování nákladů mohou přesouvat do zahraničí výroby s nižší přidanou hodnotou. O tomto jevu má evidenci z podnikové sféry.

*Odpověď SMS: Škoda Auto nepochybně expanduje v zahraničí, tím dochází ke zvyšování produktivity.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Bude-li z toho příliv dividend do České republiky, bude to jen dobře.

**Viceguvernér Singer:** Měl na mysli především outsourcing.

*Odpověď SMS: Odliv je v přímých zahraničních investicích zřejmě stále dominován firmou ČEZ.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Na minulém jednání se vyjadřoval ke státnímu rozpočtu. Nakolik jsou podle SMS reálné parametry, na základě kterých byl rozpočet sestaven? Ministr financí prohlásil, že je připraven podle vývoje růstu HDP případně upravit příjmy a výdaje státního rozpočtu.

*Odpověď SMS: Prognóza SMS v oblasti fiskálu je zcela nezávislá na ministerstvu financí. V části příjmů je to jednoznačné, v části výdajů jsme podobně jako ministerstvo financí vázáni velkým podílem mandatorních výdajů. Jsme schopni spočítat, o kolik by se snížily daňové příjmy, kdyby HDP v příštím roce rostl o jeden procentní bod nižším tempem, než očekává prognóza ministerstva financí, to znamená nikoli 4,8 %, ale 3,8 %. Pokud ministerstvo financí pracuje se stejnými elasticitami jako SMS, tak výpadek v daňových příjmech je 18,2 miliardy korun, což je asi 0,6 procentního bodu celkových daňových příjmů. Ministerstvo financí může reagovat snížením výdajů. Největší prostor pro škrty je v neinvestičních nákupech vlády, mimo mandatorní výdaje a mzdy, a v některých investičních nákupech. Schodek veřejných financí bude podle prognózy SMS v příštím roce o 0,3 procentního bodu nižší, než očekává ministerstvo financí.*

**Viceguvernér Singer:** Znamená to, že ministerstvo financí v zásadě pokračuje ve své tradiční a osvědčené politice vytváření skrytých rezerv ve státním rozpočtu?

**Viceguvernér Hampl:** Ministerstvo financí naopak bude muset snížit výdaje, pokud bude chtít dodržet výdajové limity.

*Odpověď SMS: Ministerstvo financí bude muset snížit výdaje o 18 miliard korun.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Některé výdaje mohou přesunout do rezervních fondů a z nich čerpat. Je to možné?

*Odpověď SMS: Je to jedna z možných reakcí, ale v metodice ESA znamená čerpání rezervních fondů deficit.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Je překvapen, že v ročním horizontu je poměrně velký rozdíl, více než 50 bodů, mezi FRA a Priborem. Tak velký rozdíl nikdy neviděl. Znamená to, že by FRA více věřily prognóze SMS než tržní sazby? Táže se, zda tam není prostor pro arbitráž. Díval se do starších situačních zpráv a takto velký rozdíl nikde nenašel.

*Odpověď Sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Data vycházejí z období 10 dnů před 17.9., a proto mohou být zkreslena nebo ovlivněna vývojem na globálních finančních trzích. Kromě toho Pribor má na rozdíl od FRA kreditní složku, v tom je kvalitativní rozdíl.*

**Viceguvernér Singer:** Je ten dlouhý Pribor vůbec relevantní?

*Odpověď SBO: Již minule jsme odpovídali, že jen krátké mezibankovní sazby dávají smysl, protože na delších sazbách se velmi málo obchoduje.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Jinými slovy, podstatné jsou pro nás FRA a ne Pribor.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Dotazuje se na zpomalení růstu v eurozóně a Německu. Situační zpráva uvádí, že růst v Německu je oproti prognóze nižší. Je to pravda? SMS uvádí, že růst v eurozóně se ve druhém čtvrtletí propadl do záporných hodnot. Souhlasí s tím, že snížení růstu v eurozóně je větší, než SMS očekávala, a že je to protiinflační riziko. Zároveň však SMS uvádí, že mezičtvrtletní hospodářský růst v Německu ve druhém čtvrtletí dosáhl půl procentního růstu. Za celý rok to znamená více než dvouprocentní růst, což je na Německo velmi slušný růst. Vývoj v Německu by v takovém případě nebylo nutné považovat za významné riziko pro vývoz z České republiky.

*Odpověď SMS: Eurozónu táhnou dolů země jako Francie a Itálie. Růst v Německu se také snižuje, ale pomaleji.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Tomu rozumí a neočekává výrazné snížení růstu v Německu. Neočekává proto ani velký propad našeho vývozu, který je ve velké míře orientován na Německo. Mezičtvrtletní růst v Německu o 0,5 % představuje roční růst o dvě procenta.

*Odpověď SMS: Hodnocení aktuální situace v Německu je sice v konjunkturních šetřeních stále nadprůměrné, ale výhled do dalšího období se výrazně zhoršuje. V dalších dvou čtvrtletích se očekává mezičtvrtletní růst shodně o 0,1 %, takže za celý rok to znamená růst 1,5 %.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Má dotaz k Beveridgeově křivce. V prezentaci bylo uvedeno, že od ledna letošního roku dochází v Beveridgeově křivce k otočení a pohybu jihozápadním směrem. To SMS interpretuje jako cyklický vývoj. V období 2004–2008 ale byl pohyb severozápadním směrem, což byl jasně cyklický vývoj, kdy se snižuje počet nezaměstnaných a roste počet volných míst. Nedá se vývoj v posledních osmi měsících interpretovat spíš jako strukturální změna? Není tady konečně posun lepším směrem?

*Odpověď SMS: Souhlasíme se stanoviskem poradce, že dochází ke strukturálnímu zlepšení na trhu práce. Stanovisko jsme zároveň vnímali tak, že se obecně zlepšuje nabídková strana ekonomiky. Příliv zahraniční pracovní síly tak spíše tlumí inflační tlaky z trhu práce.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Připouští SMS, že toto není jen cyklický vliv, ale že jde i o strukturální změnu?

*Odpověď SMS: Ano. Jde zřejmě o mix cyklického a strukturálního, tyto složky se z mírného nárůstu obrátu obtížně odlišují. Zároveň určitou známku cyklického obrátu vidíme v počtech vyřazených nezaměstnaných umístěním na pracovní místo a v konjunkturálních očekáváních podniků ohledně budoucího vývoje zaměstnanosti. Již dříve jsme ukazovali, že trh práce reaguje na vývoj cyklu se zpožděním.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Ptá se na korigovanou inflaci bez pohonných hmot. SMS předpokládá, že ceny potravin a ceny pohonných hmot se sníží a že je riziko spíše na protiinflační straně. Opakovaně se nenaplnuje prognóza korigované inflace, která je stále o desetinu procentního bodu vyšší oproti prognóze. Přitom kurz je oproti prognóze silnější. SMS opakovaně spoléhá, že kurz a dovozní ceny povedou ke snížení korigované inflace. Domnívá se, že inflace by mohla být vyšší ve srovnání s prognózou.

*Odpověď SMS: Při tvorbě poslední prognózy tým krátkodobých prognóz upozorňoval, že korigovaná inflace by mohla být vyšší a růst cen potravin nižší. Nakonec SMS usoudila, že se v inflaci musí projevit průsak kurzu. Nyní je zřejmé, že korigovaná inflace je mírně vyšší. SMS neinterpretuje odchylku v korigované inflaci jako proinflační riziko.*

*Zároveň SMS vytvořila nový nástroj pro rozložení prognózy celkové čisté inflace do cen potravin a do korigované inflace bez pohonných hmot. Tento nový nástroj využívá relativně velký počet krátkodobých indikátorů a je to určitá forma Kalmanova filtru pro rozložení celkové inflace do složek. Využívá se toho, jaký je podíl obchodovatelných a neobchodovatelných položek v jednotlivých indexech.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Znamená tento nový nástroj úpravu do g3?

*Odpověď SMS: Nový nástroj je mimo g3. Je konzistentní s celkovým modelovým rámcem, ale budeme s ním pracovat jako se satelitním modelem.*

**Vrchní ředitel Holman:** Pracuje SMS v g3 správně s kurzem? Silnější kurz oproti prognóze ve třetím čtvrtletí SMS vysvětluje jednorázovým šokem do rizikové prémie s tím, že dojde k rychlé korekci směrem ke slabším hodnotám. S tím polemizuje. Táže se, co způsobuje tento šok do rizikové prémie. Domnívá se, že nemusí dojít ke korekci, protože možná nejde o šok do rizikové prémie. Česká republika a střední Evropa jsou stále „bezpečné přístavy“ a investoři se vzhledem k současné situaci na světových burzách obracejí na měny jako koruna. Jakmile se budou spekulativní toky vracet zpět, k určité korekci samozřejmě dojde, ale nelze předvídat, kdy to bude.

*Odpověď SMS: Jestliže investoři začnou vnímat českou korunu jako „bezpečný přístav“, tak to je právě ten šok do rizikové prémie. Riziková prémie se dočasně snižuje, a tím dochází k apreciaci. Vysoká volatilita kurzu souvisela s vývojem v zahraničí. Model g3 nemá jinou možnost než tyto faktory interpretovat jako změny v rizikové prémii. Můžeme se samozřejmě ptát, nakolik jsou tyto šoky perzistentní. To můžeme diskutovat a zohlednit při tvorbě prognózy. GRIP je však*



*mechanický nástroj, u kterého není spuštěn celý prognostický proces, proto kurzový vývoj vysvětlujeme arbitrárně jako jednorázový šok.*

*Odpověď SBO: Interpretace vývoje koruny jako „bezpečného přístavu“ se potvrzovala ve druhé dekádě září, kdy vypukla krize na světových finančních trzích. Možná bylo posilování koruny spuštěno již dříve vyhlášením polského premiéra o relativně brzkém přijetí eura, když v této souvislosti posílily všechny měny v regionu. Účastníci finančních trhů, se kterými mluvíme, tuto interpretaci o koruně jako „bezpečném přístavu“ potvrzují. Je pravděpodobné, že po odeznění finanční krize bude koruna oslabovat k hranici 25 korun za euro. Tento trend možná bude rychlejší, dojde-li ke snížení sazeb. Hladinu 25 korun za euro se nepodařilo v minulosti překonat a počítá se s tím, že by byla výrazněji proražena v blízké budoucnosti.*

**Viceguvernér Hampl:** O kolik posílil zlotý v reakci na prohlášení polského premiéra o tom, že Polsko plánuje přijmout euro v roce 2011?

*Odpověď SBO: Během jedné obchodní seance zlotý posílil asi o 4 %. Byl to jeden z velmi výrazných pohybů. Pak došlo k částečné korekci, protože se finančním trhům uvedený termín zdál příliš ambiciózní.*

**Vrchní ředitel Holman:** Má dotaz na ceny ropy a potravin. Některé názory SMS jsou spekulativní, ohledně cen ropy je SMS příliš optimistická. Existují fundamentální faktory pro snižování cen potravin a ropy, například lepší úroda v případě potravin a zpomalení hospodářského růstu v USA v případě cen ropy. Na druhou stranu tyto ceny ovlivňují spekulativní vlivy, které pořád vedou investory k investování do komodit. Zdá se mu, že SMS málo rozlišuje fundamentální faktory a spekulativní vlivy. Možná to není možné, ale domnívá se, že prognózovat v současné situaci ceny potravin a ropy je velmi obtížné nebo téměř nemožné.

*Odpověď SMS: SMS připouští, že existuje riziko, že investoři začnou opět více investovat na globálních trzích do ropy nebo potravin. Na to můžeme vytvořit citlivostní scénář. Vývoj na burzách agrárních komodit a lepší úroda však potvrzují v poslední době výrazné snižování cen. Zaznamenali jsme rovněž zajímavou úvahu jednoho analytika, že aktuální vývoj na finančních trzích dlouhodobě povede k omezení likvidity těchto trhů. Proto okrajové trhy, kam likvidita také směřovala, například trhy komodit a podobně, budou méně vystaveny spekulativním vlivům. Sníží se množství investic a ceny nebudou natolik volatilní.*

**Guvernér Tůma:** To znamená, že Consensus Forecast je v souladu s anekdotickou evidencí SMS, že dojde ke snižování cen potravin a ropy?

*Odpověď SMS: Ano. V situační zprávě je rovněž uvedeno, že regulované ceny mohou v důsledku toho růst ve srovnání s prognózou na horizontu prognózy pomaleji.*

**Vrchní ředitel Holman:** Rozlišuje SMS ve výhledu růstu vnější poptávky hospodářský růst USA a západní Evropy? Ztotožňuje se SMS s názorem, že americká ekonomika může zažít ostrý pokles, rychlé zotavení a návrat k růstu, zatímco západní Evropa může zažít mírný pokles a dlouhé zotavení? Západoevropské trhy jsou méně pružné než americký.

*Odpověď SMS: SMS nevěří ve všemoc flexibility v USA. V současné době se ukazuje, že krize je velmi hluboká, mluví se o tom, že z 8500 bank v USA krizi přežijí 4000. Způsob, jakým ke konsolidaci dojde, může způsobit dlouhotrvající problémy ve finančním sektoru s dopady do reálné ekonomiky. SMS očekává, že tento proces bude trvat několik let a že obrat nebude rychlý.*

*Problémy se přelijí i do Evropy. SMS neočekává rychlý obrat v Americe, v Evropě lze očekávat obrat v době, kdy se situace v Americe bude zlepšovat. Zlepšení v Americe SMS odhaduje v horizontu 5-10 let. Situace je komplikovanější i tím, že v posledních 10-15 letech docházelo v Americe k odklonu od obchodovatelných k neobchodovatelným statkům, například jde o trh s bydlením a podobně. To nemůže znamenat rychlý obrat, navzdory tomu, že trhy v USA jsou flexibilní.*

**Viceguvernér Singer:** Poznamenává, že vytvoření konsolidační agentury znamenalo ve všech zemích, které to zažily, minimálně rok, než došlo k obratu. Takže i z historického hlediska je rychlý obrat v Americe velmi nepravděpodobný.

**Viceguvernér Hampl:** Záleželo i na tom, za jaké ceny se vykupovalo.

**Viceguvernér Singer:** Samozřejmě, ale trhy čekaly nejméně rok, proto by ho rychlý obrat velmi překvapil.

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

**Guvernér Tůma:** Z pohledu na GRIP a na měnověpolitické doporučení se zdá, že rozhodování by dnes mělo být jednoduché. Riziko chyby by dnes mělo být menší, než při některých měnověpolitických rozhodováních v minulých měsících, kdy byla rizika v GRIPu výrazná oběma směry. Prognóza se naplňuje, rizika jsou obousměrná při vysoké volatilitě posledních dat. Rozhodování bude zřejmě o tom, zda sazby snížíme nebo zda počkáme na další prognózu.

**Viceguvernér Hampl:** Určitě je možné postupovat, jak navrhuje SMS. Na druhou stranu se domnívá, že existují argumenty, proč se snížením sazeb počkat. Na horizontu měnové politiky prognóza stále ukazuje, že se inflace bude nacházet nad středem nového inflačního cíle. Kromě toho podle alternativního scénáře poslední prognózy, zpracovaného pomocí modelu QPM, by měly být sazby v současnosti výše a klesat by měly začít později. Nemá velmi silný názor, ale raději by počkal na novou prognózu. Zároveň by v komunikaci varoval před neoprávněnými mzdovými požadavky při mzdových vyjednáváních, což již částečně komunikujeme, a dále by zmínil zhoršený výhled vnější i domácí poptávky. Doporučuje zopakovat, že inflace se bude vracet k inflačnímu cíli.

**Viceguvernér Singer:** Tři šoky, které se v minulosti vyvíjely protisměrně, nákladový, kurzový a poptávkový, v současné době vyznívají jinak. Vliv ceny ropy je z nich méně významný, protože cena ropy je zatím negativně korelovaná s vývojem kurzu dolaru, což zmírňuje její výkyvy. Domnívá se naopak, že ceny potravin, na které však může být uplatněn institut výjimek, mohou mít větší vliv na inflaci, než předpokládá prognóza. V České republice byla v letošním roce výrazně nadprůměrná sklizeň a v ostatních zemích ještě příznivější, než naznačovala původní optimistická očekávání. Vezme-li se v úvahu i snižování poptávky, představují ceny potravin protiinflační faktor. Pokud jde o kurzový šok, tak i kdyby koruna oslabil na 25 korun za euro, budeme mít koncem roku stále meziroční apreciaci kolem 5 %. V nejbližším období jsou

očekávání prognózy ohledně kurzu realistická. Pokud jde o poptávkový šok, naplňují se pro svět nejhorsí očekávání. Situace bude ještě horší, než očekává Consensus Forecast, protože během posledních týdnů jsme se dozvěděli velmi špatné zprávy o stavu americké ekonomiky. Na otevřeném jednání byla zmíněna možnost rychlého obratu. Tuto možnost nevidí realisticky s ohledem na zkušenosti s průběhem a důsledky dřívějších finančních krizí, jako příklad uvádí „loans and savings crisis“ v USA. Upozorňuje, že reakce USA na finanční krizi neadresuje problémy finančního sektoru vyspělých evropských zemí, kde také nemusí být všechno v pořádku. Jeho pocit byl zesílen včera v Bruselu, kde prezident ECB působil dojmem, že je připraven na nejhorsí. Proto si umí představit, že růst naší ekonomiky bude ještě nižší, než očekáváme.

Celkově se přiklání k doporučení SMS. Upozorňuje však, že případné snížení sazeb by mohly trhy vyhodnotit tak, že jednáme pod tlakem negativních zpráv, které nechceme zveřejnit. Toto je jediné riziko, které vidí v souvislosti se snížením sazeb. Jinak je přesvědčen, že snížení je v této chvíli oprávněné a domnívá se, že to je rozumný krok.

**Vrchní ředitel Tomšík:** (Tlumočí názor vrchní ředitelky Zamrazilové. S ohledem na velké množství nejistot by počkala na nové údaje. V této chvíli by byla pro ponechání sazeb.)

Rozumí prezentaci i GRIPu, ale není tak jednoznačně rozhodnutý, jako byl při minulém měnověpolitickém rozhodování. Snížení sazeb by bylo konzistentní s prognózou a tím, co se děje ve světě. Na druhou stranu vidí faktory, které mohou znamenat určitý proinflační impuls. První vidí u kurzu. Pokud platí, že koruna již nebude „bezpečným přístavem“, může se dostat k 25 korunám za euro. Dále vidí riziko ve finančním účtu platební bilance, kde celý přebytek portfoliových investic je tvořen pouze emisí vládních eurobondů ve druhém čtvrtletí. Velký problém vidí i u bilance výnosů, kde jsme ve druhém čtvrtletí měli historicky nejhlubší schodek, který se dále prohlubuje. SMS uvedla, že to není v reinvesticích, ale v dividendách. Až si toho trh všimne, třeba za půl roku nebo za rok, koruna již nebude mít tendenci rychle posilovat, může i oslabit. Třetím důvodem proti snížení sazeb je úrokový diferenciál, kde roční tržní sazby mají největší záporný diferenciál mezi Českou republikou a eurozónou v historii.

**Guvernér Tůma:** Vysoký úrokový diferenciál byl i u repo sazeb.

**Vrchní ředitel Tomšík:** U tržních jednoročních sazeb je ten rozdíl téměř dva procentní body, to tady ještě nebylo. Obává se negativního dopadu do kurzu. Dále uvádí, že korigovaná inflace je stále vyšší než očekává prognóza a to může mít dopad do inflačních očekávání. Navrhuje počkat, jak se budou vyvíjet inflační očekávání u mzdových vyjednávání. Nakonec uvádí, že je rád, že SMS pracuje s novým modelem, nicméně některé z jeho částí stále považuje za „černou skříňku.“ Přes jeho propracovanost se v něm nerozlišuje mezi fixními investicemi a změnou stavu zásob. Považoval by také za vhodné, aby byly nově používané pojmy jako implikovaná agregátní technologie a implikovaná agregátní produktivita dány do jasnější souvislosti se standardní terminologií. Model g3 nepracuje se souhrnnou produktivitou faktorů, ale produktivita je v g3 uváděna jen v sektorech. Celkově se přiklání k ponechání sazeb.

**Vrchní ředitel Holman:** Situační zpráva z jeho pohledu vyzněla neutrálně. Z domácího prostředí nejsou nové zásadní informace. Bilance rizik je neutrální a základní scénář se víceméně naplňuje. Protiinflačně stále působí kurz, ale u kurzu máme takové nejistoty, že ho nevidí jako silně

protiinflační faktor. Stejně tak velké nejistoty vidí u cen ropy a cen potravin. Vývoj světové ekonomiky je velmi nejistý, proto je těžké rozhodovat o sazbách. Zřejmě je bankovní rada snížila ještě jednou do konce roku, ale doporučuje počkat na další prognózu. Dále nevěří očekávanému výraznému zpomalování inflace, protože aktuálně vysoká inflace se podle jeho názoru již odrazila v inflačních očekáváním. Není jasné, zda je možné vývoj mezd a mzdových nákladů považovat za proinflační nebo protiinflační faktor. Souvislost produktivity práce s pohyby zásob mu připadá velmi obskurní.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Situační zpráva má protiinflační vyznění, které ale není příliš výrazné, protože odchylky od středu os nejsou v GRIPu příliš velké žádným směrem. Z technického pohledu by bankovní rada měla sazby snížit. Můžeme však stejně jako měnověpolitické doporučení SMS zohlednit dodatečné signály. Jako příklad uvádí vývoj v Americe, především jde o výkyvy kurzu dolaru vyvolané přicházejícími zprávami o přípravě záchranného plánu na vykupování problematických pohledávek. Ptá se, kam až by situace musela dojít, abychom zažili oslabení koruny. Je obtížné vyhodnotit, jaký dopad na růst americké a světové ekonomiky bude mít současná situace. Prezident ECB se vyjadřuje v tom smyslu, že ECB sazby v nejbližších měsících nesníží. Jak připomíná vrchní ředitel Tomšík, snížením sazeb by došlo k prohloubení úrokového diferenciálu.

Sazby byly sníženy na minulém měnověpolitickém jednání. Jestliže budou sníženy i dnes, jak budou reagovat trhy? Dojde ke zklidnění situace nebo se naopak na trzích zvýší nervozita? Trhy by mohly snížení sazeb interpretovat tím způsobem, že bankovní rada jedná pod tlakem negativních zpráv. Dále se táže, zda budou měnověpolitické rozhodnutí domácí analytici vnímat stejně jako zahraniční. Pokud by kurz oslabil k úrovni 25 korun za euro, nepovažoval by to za hrozbu pro ekonomiku.

Z technického hlediska by mohl být pro snížení sazeb, ale když zohlední dodatečné signály, nemá jistotu, že je třeba sazby snížit na tomto měnověpolitickém jednání. Mohli bychom zvolit silnější komunikaci a zmínit, že rizika se výrazně nachylují směrem ke snížení sazeb a že máme obavy z nadměrných mzdových požadavků při mzdových vyjednáváních. Pak je otázka, zda by trh částečně nezareagoval, aniž bychom sazby nyní snížili. Mohlo by přitom následovat i částečné oslabení koruny.

**Guvernér Tůma:** Dále se vyjadřuje k námitkám taktické povahy. Uvádí, že pokud bankovní rada dospěje k názoru, že by mělo dojít ke změně sazeb, bylo by lepší tuto změnu provést hned. Dosavadní zkušenosti ukazují, že není účelné změnu odkládat z taktických důvodů a trhy na ni připravovat. Jinými slovy, není příznivcem politiky vyhlašování tzv. „biasu“, kterou používají některé jiné centrální banky. Nicméně, umí si představit, že na dnešním jednání budou sazby ponechány beze změny s ohledem na velkou volatilitu mnoha veličin a nejistotu o jejich budoucím vývoji. To je možné komunikovat, jakož i to, že bankovní rada diskutovala, zda sazby snížit nebo ponechat. Tyto informace by měly být na trzích adekvátně promítnuty do cen, aniž by ČNB vytvářela nějaký formální „bias“.

Za relevantní považuje odkaz viceguvernéra Hampla na inflační cíl v roce 2010, protože horizont měnové politiky se již dostává do prvního čtvrtletí 2010. Z tohoto pohledu by nevedilo, kdybychom v příštím roce mírně podstřelovali tříprocentní inflační cíl, protože bychom měli být na cestě ke dvěma procentům. Shrnuje, že obě možná rozhodnutí se dají velmi dobře komunikovat. K uvolnění tržních sazeb může dojít i díky komunikaci průběhu dnešní debaty.

**Viceguvernér Hampl:** Souhlasí s tvrzením viceguvernéra Singera, že snížení sazeb by mohlo znamenat, že tajíme informace o stavu české ekonomiky. Pochopil to tak, že by se trhy mohly domnívat, že skrýváme nějaké informace o stavu finančního sektoru. Kdybychom tím naznačovali trhu, že zpomalení růstu ekonomiky bude výraznější, tak to by mu nevadilo. Jestli si dobře pamatuje, ČNB vycházela velmi dobře při hodnocení schopnosti předvídat obraty v cyklu. Kdybychom toto tím snížením říkali, byla by to správná informace.

**Viceguvernér Singer:** Ano, to byla jeho obava. Minulý týden velmi jasně komunikoval, že nevidíme žádný bezprostřední průsak finanční krize. Vyjadřuje přesvědčení, že česká ekonomika a přes ní i finanční sektor budou zasazeny mnohem více, než si dnes připouštíme.

Uvádí, že některé informace nebo argumenty, které zde zazněly, mu při hlubší analýze nepřipadají závažné. Netrápí ho, jestliže si někdo všimne údajů v platební bilanci a co se s kurzem stane za rok. Kurz je natolik neurčitá veličina, že to pro něho není argument. Považuje za podstatné, že kurz bude do příštího měnověpolitického jednání oproti prognóze silnější. Situační zpráva i názor poradce komentují mzdová vyjednávání. Mzdová vyjednávání podle jeho názoru rozhodně nesignalizují neblahá překvapení. Dále se domnívá, že kdyby model správně vyhodnotil změnu zásob, byl by to protiinflační faktor. Souhlasí s vrchním ředitelem Holmanem, že vývoj cen ropy je nejistý, ale nedomnívá se, že je nejistý vývoj cen potravin. Víme, jak dopadla sklizeň a ropa celkovou inflaci příliš neovlivní. Nesouhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem, že doporučení čerpá z dodatečných signálů. Doporučení čerpá ze situační zprávy, přičemž dodatečné signály ho dále potvrzují.

**Guvernér Tůma:** Připomíná, že s prognózou je konzistentní klesající trajektorie sazeb.

**Viceguvernér Singer:** Pokud jde o kurz, komentujeme možné oslabení k úrovni 25 korun za euro, ale on by naopak nechtěl zažít návrat k hodnotě 23 korun za euro. Umí si ho však představit s ohledem na stav finančního sektoru některých západoevropských zemí. Podle jeho názoru je třeba učinit rozhodnutí a přesvědčit o něm trh. Jak říká guvernér Tůma, volatilita nových údajů je velká. Volatilita je však výrazná oběma směry a může nás překvapit i v tom, že snížení poptávky bude ještě dramatičtější, než očekáváme. Konečně i debata na téma záchranného plánu v americkém finančním sektoru může probíhat o tom, že je nedostatečný. Ještě si nikdo neuvědomil, že americký daňový poplatník a americký ministr financí určitě nebudou zachraňovat finanční skupiny jiných zemí, které jsou v tom namočeny taky. Na základě historických zkušeností mu nevadí, že počátkem roku 2010 bude inflace o 0,3 procentního bodu nad inflačním cílem.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Reaguje na GRIP. Souhlasí, že nevíme, jaký bude kurz za půl roku nebo za rok. Když se ale podívá na aktuální údaje o platební bilanci a vezme v úvahu, že po skončení finanční krize by koruna již nemusela být „bezpečným přístavem“, kurz koruny by mohl být slabší. Kurz se sice může dostat na úroveň 23 korun za euro, ale spíš vidí prostor pro oslabení směrem k 25 korunám za euro.

**Viceguvernér Singer:** Stále to ale bude na konci roku posílení meziročně o pět procent.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Odvolává se na měnověpolitický experiment, který byl prezentován v minulé situační zprávě. Z jeho výsledků bylo zřejmé, že snižování sazeb by se mělo zastavit, když se kurz dostane k 25 korunám za euro.

**Reakce ředitele SMS:** Přesněji to bylo 25,40 korun za euro.

**Guvernér Tůma:** Vývoj v zahraničí je pro něho argumentem pro snížení sazeb. Domnívá se také, že finanční krize a její následky budou ovlivňovat ekonomiky spíše delší, než kratší dobu. Zároveň sdílí obavy, že Evropa může být finanční krizí zasažena. Budeme rádi, když se situace nebude zhoršovat, ale domnívá se, že zdaleka není konec.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Kdyby se ukázalo, že růst v Evropě i ve světě bude i nadále výrazně zpomalovat, jak budeme reagovat? Najdeme odvahu urychleně opakovaně snižovat sazby?

**Guvernér Tůma:** Budeme reagovat přiměřeně dané situaci. Vždy jde o více faktorů. Když bude ekonomika zpomalovat a ostatní podmínky se nezmění, budeme snižovat sazby. Již jsme byli se sazbami výrazně níže, než dnes. Jediným limitem je nulová hranice sazeb. Je připraven reagovat. Jednání máme osmkrát za rok. Pokud to bude situace vyžadovat, můžeme snížit o 0,5 procentního bodu i více.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 3,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Hampl, vrchní ředitel Holman a vrchní ředitel Tomšík. Dva členové hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu: viceguvernér Singer a vrchní ředitel Řežábek.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady