

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 6. listopadu 2008**

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

### **I. Diskuse navazující na prezentaci 7. situační zprávy**

**Viceguvernér Singer:** Na úvod podotýká, že jeho poradce ve svém reportu k situační zprávě cituje z Božské komedie Dante Alighieriho, z části Peklo, doba je dramatická. Dnešní rozhodnutí bude podle něj hodně ovlivněno nejen metodikami a modely, ale i intuicí a možná i psychologii hráčů na trhu. Doporučení SMS naznačuje, že je vedeno i intuicí, nicméně jakmile si do modelu promítne jen revizi mezi standardně používanými daty z Consensu Forecast a tím, co by považoval za dnešní pravděpodobný stav Consensu Forecast, tak už by se dostal na 75 b.b., aniž by začal korigovat pomocí intuice. Rád by slyšel, zda v tom s ním SMS souhlasí.

*Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Z rozkladového grafu prezentovaného v odpočtu prognózy byl vidět velký tlak na úrokové sazby směrem dolů ze zahraničí. V prognóze to částečně kompenzuje pokles produktivity a depreciovanější kurz oproti výchozím hodnotám. Pokud by se nedělo nic kolem, tak by asi doporučení SMS bylo snížení o 50 b.b. a ne o 75 b.b. Nicméně prognóza ukazuje, že sazby musejí jít rychle dolů. Úvaha o 75 b.b. by ale byla legitimní. SMS by k ní zřejmě nenašla odvahu a zřejmě by doporučovala nyní 50 b.b. a 25 b.b. na příštím jednání. Dnešní doporučení snížit o 75 b.b. zohledňuje aktuální situaci na finančních trzích.*

**Viceguvernér Singer:** Táže se v obecné rovině, proč se podle SMS většina analytiků domnívá, že v roce 2010 nastane hospodářské oživení. Příkladem je i využitý Consensus Forecast. Zdá se mu, že přenos finanční krize do reálného sektoru ušetří další ránu bankovnímu sektoru a že si daňoví poplatníci v mnoha zemích vyzkouší, co je to nekapitalizovat podruhé. Pro ty, co o tom rozhodují, to bude mnohem větší problém než nekapitalizovat poprvé. Na brzké oživení v zahraničí ani na mírné oživení v ČR v roce 2010 nevěří, neboť se mu zdá, že jsou ignorovány závěry některých studií. Čerstvá studie MMF citovaná ve Financial Times např. říká, že recese spojené s bankovními krizemi trvají dvakrát tak dlouho oproti recesím bez krizí a kumulativní ztráty při tomto typu krizí jsou čtyřikrát vyšší. Recese s bankovní krizí bývají hlubší než recese spojené s kolapsem akciových trhů nebo s kurzovými krizemi. Nejtvrději dopadají takové krize na země s arm's length finančním systémem, tedy anglosaským. Takže se táže, na základě čeho je založena víra v brzké oživení.

*Odpoověď SMS: SMS je hodně omezena procedurální stránkou, kdy přebírá Consensus Forecast. I z pohledu SMS je předpoklad, že v roce 2010 se ekonomiky začnou postupně oživovat a úrokové sazby se začnou vracet k vyšším hodnotám ekonomiky, hodně optimistický. V prognóze se to pak projevuje oživením domácí ekonomiky, nárůstem investic, kdy investoři začínající očekávat nárůst exportní poptávky začnou připravovat kapacity. Na to pak musí reagovat růstem i domácí úrokové sazby. Ale SMS samozřejmě určité pochybnosti o tomto scénáři má. Doporučuje se nyní dívat v prognóze na rok 2009, kdy je tam pokles směrem dolů a nepřikládat tak velkou váhu vývoji, který následuje poté.*

**Viceguvernér Singer:** I když připouští značnou míru zjednodušení, tak konstatuje, že když poptávka na řadě trhů klesá o polovinu, což se týká třeba automobilek, které vyrábí víceméně pořád stejnou produkci, tak se nedá vyloučit, že si mohou vyrobit zásobu na rok dopředu. Obává se, že v době tak prudkého propadu je vytvořena zásoba, u těch, kteří to finančně ustojí, i na rok 2010.

*Odpoověď SMS:* Odbor vnějších ekonomických vztahů SMS danému předpokladu v Consensus Forecast moc nevěří a reagoval sestavením alternativního scénáře, což částečně požadovala i bankovní rada. Souhlasí s tím, že současná debata a měnověpolitické doporučení se týká primárně roku 2009. V příštím čtvrtletí bude již prognóza reagovat na nový Consensus Forecast a věci se mohou posunout.

**Viceguvernér Singer:** Rád by slyšel názor na oživení i od poradce, který je autorem stanoviska.

*Poradce Frait:* Souhlasí s názory, že v eurozóně a tím pádem ani v ČR nepůjde o běžnou recesi ve smyslu konjunkturálního pohybu. Nepůjde o V-shape vývoj, dojde k výraznému poklesu ekonomické aktivity a oživení se dostaví až za delší dobu. Určitě k oživení nezačne docházet na počátku r. 2010. Důvodem je zejména to, že finanční sektor je ve velmi špatném stavu a bude reagovat jinak než v předcházejících cyklických poklesech.

**Viceguvernér Singer:** Další otázkou je, proč se v roce 2010 obnoví růst spotřeby a investic. Zdá se mu, že kauzální svět v modelu nemusí v tuto chvíli v modelu fungovat. Umí si představit, že po delším období klesající míry úspor a poklesu cen aktiv i v ČR, kdy má obyvatelstvo nemovitosti a najednou uvidí, že se prodávají hůře, a když aquaparky v Čestlicích už také nejsou tím, čím měly být, obyvatelstvo začne vytvářet jako klasický národ drobných střadatelů úspory bez ohledu na to, co se stane s inflací. Táže se na názor SMS.

*Odpoověď SMS:* Prognóza na to do jisté míry reaguje, neboť spotřeba se oživuje pozvolněji než reálné příjmy. Kdyby se použil mechanicky přístup krátkodobé prognózy, která reaguje hodně na aktuální příjmy, byla by spotřeba v prognóze ještě výše. SMS si ale není jista, zda jde o typický nárůst nejistoty, která vede k nárůstu míry úspor. To by měl být spíše případ klasického hospodářského cyklu, v němž lidé očekávají zpomalení ekonomiky a bojí se ztráty zaměstnání a začnou zvyšovat úspory, aby se zajistili proti riziku. V situaci, kdy se lidé zároveň bojí, že přijdou o své úspory a částečně o ně kvůli poklesu cen aktiv přišli, tak si někteří mohou říci, že si koupí auto, které jim nikdo nevezme. Tato úvaha není triviální.

**Viceguvernér Singer:** Táže se, jak moc věří SMS své historce o technologiích a produktivitě. Případá mu čistě modelově tažená, nevidí za ní příliš logiku reálné ekonomiky.

*Odpoověď SMS:* Pokud jde o historiku o produktivitě a technologiích, tak jde o nepozorované veličiny. SMS zvažovala, zda nesnížit růst technologie více. Bylo to provedeno jen u alternativního scénáře. Jedním z důvodů, proč by se technologie i v dalším období mohla vyvíjet dobře, je očekávaný nástup výroby v automobilce Hyundai. Podle hodně konzervativního odhadu ohledně ceny produkce a rozsahu zde vyráběných komponent SMS očekává pozitivní efekt na HDP v rozsahu 0,8-1 p.b. v příštím roce. To může částečně tlumit výpadek ve zbytku ekonomiky. SMS byla hodně pesimistická v minulosti, kdy např. analytici České spořitelny odhadovali relativně vysoký dopad nástupu výroby v automobilce v Kolíně, a ex post se výrazný vliv na HDP potvrdil.

**Viceguvernér Singer:** Jak zohlednila SMS vývoj finanční situace podniků – pokles likvidity a růstu úvěrů je evidentní – a jaká jsou očekávání SMS v této oblasti?

*Odpověď SMS: Ke zhoršování finanční situace podniků přispívají dle dosud nezveřejněných údajů z platební bilance také zahraniční matky, přístup k úvěrům je problematický a vlastní zdroje podniků se snižují. I z tohoto důvodu byly investice drženy na nízké úrovni, je pouze otázkou, zda dostatečně.*

**Viceguvernér Singer:** Jak SMS vyhodnocuje výsledky konjunkturálních šetření cen u těžařů a zpracovatelů, což je kolem 40 % celé ekonomiky, v nichž očekávané ceny prakticky nerostou?

*Odpověď SMS: Na očekávání cenového vývoje u těchto odvětví působí v poslední době dva hlavní faktory. Jednak je tam vliv kurzu koruny, který byl před rokem úplně jinde, a druhou věcí je výhled cen energetických komodit, kde došlo k velkému poklesu ceny u ropy a nepřímo pak na to reagují i ceny elektrické energie nebo uhlí.*

**Viceguvernér Singer:** Promítla SMS tato očekávání do odhadu vývoje cen průmyslových výrobců?

*Odpověď SMS: Ano, promítla.*

**Viceguvernér Singer:** Situační zpráva předpokládá relativní strnulost dovozních i spotřebitelských cen v kurzové transmisi. Zdá se mu, že se objevilo množství slev, které se nemohou nepřelít do základního cenového indexu. Zajímá jej názor SMS. Je nějaká možnost, že ČSÚ bude slevové akce systematicky sledovat?

*Odpověď SMS: Zatím dopad zhodnocení kurzu do spotřebitelských cen byl spíš trochu pomalejší, než bychom čekali. Slevy jsou dobrá zpráva, že transmise snad funguje tak, jak s ní počítáme. My jsme nedávno záležitost zachycení slev zkoumali na ČSÚ, ptali jsme se jich, jak postupují a odpověď byla taková, že pokud ta položka, která vchází do spotřebitelského koše, je ve slevě, tak berou právě tu slevovou cenu. Původně ČSÚ nechtěl slevy vůbec brát. Ale zhruba před třemi lety to začal normálně kalkulovat pod vlivem tlaku z EUROSTATu.*

**Viceguvernér Hampl:** Poznámává, že to platí jen tehdy, pokud je daná sleva zrovna v místě, kde ČSÚ sbírá údaje.

*Odpověď SMS: Ano, navíc se teď ČSÚ v rámci úspor chystá snížit počet míst, kde ceny šetří, takže pravděpodobnost, že nějakou náhodnou slevu zachytí, se tím asi hodně zmenší.*

**Viceguvernér Hampl:** A při tom výběr míst asi není dán tím, že by ČSÚ dopředu zkoumal, jak velký objem toho daného zboží se prodá v těch jednotlivých prodejnách a bylo to váženo tím, že v dané prodejně se toho prodá víc a tím pádem se to dostane do vzorku. Není to tak trochu náhodný výběr?

*Odpověď SMS: Náhodný výběr to úplně není. V tom daném okolí volí místo, kde se dá očekávat největší obrat.*

**Viceguvernér Singer:** Domnívá se, že scénář senzitivity kurzu by měl začít pracovat se 4% změnou kurzu namísto 3%, aby to po zhodnocení v posledních čtvrtletích stále odráželo intuitivní posun kurzu o 1 korunu. Má pocit, že tak byla původně nastavena logika tohoto experimentu.

*Odpověď SMS: Scénář sensitivity kurzu můžeme dělat klidně na 4 %. Bude to řešeno na schůzce k příští prognóze. Každopádně je model lineární, takže dopad 4% šoku je 4/3krát to, co vychází u 3% šoku.*

**Viceguvernér Hampl:** Vznese pouze několik technických dotazů. Jak pracuje prognóza s regulovanými nájmami? SMS při schůzkách k prognóze uváděla, že žádné z úvah o změně růstu regulovaného nájemného nejsou schváleny a neprobíhá legislativní proces. V prognóze se ale pracuje s úvahou o nižším růstu regulovaného nájemného. Je to tedy tak, že nebude využit stávající maximální prostor nebo počítá SMS s tím, že se budou snižovat samotné stropy pro růst?

*Odpověď SMS: Sekce zohledňuje úvahy, že nyní v situaci potenciálně rostoucí nezaměstnanosti a při blížícím se volebním roce 2010 nevyužijí municipality plně prostor pro zvýšení regulovaného nájemného. Není to ale opřeno o novou legislativu. Tyto návrhy zatím neprošly ani první fázi legislativního procesu.*

**Viceguvernér Hampl:** Znamená to tedy, že pokud by taková legislativa byla schválena, vytvoří to dodatečné protiinflační riziko proti současnému stavu?

*Odpověď SMS: V prognóze ČNB se počítá se zvýšením regulovaných nájmů o 28,5 %. Návrhy z ministerstva by vedly k růstu kolem 20 %, což je poměrně významné snížení.*

**Viceguvernér Hampl:** Nerozumí v měnověpolitickém doporučení poznámce pod čarou 8 na str. 7, která obsahuje doporučení zpřístupnění schválené facility všem účastníkům trhu státních dluhopisů a doporučení ohledně devizových swapů. Má za to, že bankovní rada již tyto věci odsouhlasila.

*Odpověď SMS: Tato opatření byla již skutečně schválena, SMS je si toho vědoma.*

**Viceguvernér Hampl:** Další dotaz směřuje na sekci bankovních obchodů (dále jen SBO). Jaká je pravděpodobnost, že razantní snížení repo sazby nepovede jen k rozevření nůžek mezi repo sazbou a Priborem? Je podle SBO vhodné dělat všechna tři navržená opatření najednou nebo je dávkovat trhu postupně? Nebude vhodnější přijmout standardní měnověpolitické opatření a přijímat opatření týkající se trhu způsobem, který byl aplikován doposud?

*Odpověď SBO: Tato záležitost byla podrobně diskutována na jednání k měnověpolitickému doporučení. Odpověď bude do značné míry spekulativní, neboť ČNB s tím nemá zkušenosti. Idea je taková, že pokud je zamrzlý přenos měnověpolitické sazby do reálné ekonomiky, tak razantní změna měnověpolitické sazby může tento stav možná změnit. SBO si není příliš jista efektem výrazného opatření. Riziko, že efekt bude zanedbatelný, že se pouze otevřou nůžky a PRIBOR se nezmění, určitě existuje. Do poloviny října klesaly FRA sazby a rostly sazby PRIBOR. V derivátech se projevovala očekávání ohledně uvolňování měnové politiky, ale na trhu peněz to převážil nárůst kreditního rizika, v důsledku čehož vznikla neochota reálně kótovat sazby. SBO se proto domnívá, že situaci by spíše změnilo opatření s 3měsíčními facilitami.*

*Odpověď SMS: Ze zkušeností v eurozóně je zřejmé, že může dojít k tomu, že bezrizikové úrokové sazby zamíří dolů k sazbám měnověpolitickým, ale sazby na mezibankovním trhu se nezmění a rozdíl se naopak zvětší. Případně mezibankovní sazby v určité mírné proporcii zareagují a klesnou také, ale nedostatečně. Není to ale odraz nedůvěry v politiku ECB, spíše obav z hlubších ekonomických problémů. Trh opatření ECB přijal pozitivně a nálada se trošku zklidnila. Ale*

*přesto tam spready narostly. Proces lze stěží interpretovat tak, že centrální banka udělá něco nečekaného a trhy zpanikaří, v důsledku čehož se spready roztáhnou.*

**Guvernér Tůma:** Má rovněž dotaz k návrhu 3měsíční facility s full allotmentem. Tržní účastníci naznačují, že by to možná pomohlo, nicméně jeho samotného by zajímalo, zda se SMS a SBO domnívají, že by to pomohlo a proč.

*Odpověď SMS: Pokud jde o 3měsíční facilitu, tak SMS má skepsi v tom smyslu, že pomocí nynějších operací na 2 týdnech držíme relativně slušně výnosovou křivku do dvou týdnů a pak následuje skok nahoru. Pokud dojde k prodloužení operací na 3 měsíce, tak se skok směrem nahoru posune pouze trochu dále.*

**Viceguvernér Hampl:** Podotýká, že pak to dopadne tak, že sice bude vazba mezi repo sazbou a tříměsíční tržní sazbou, ale transmise dál do ekonomiky stejně nebude fungovat.

**Viceguvernér Singer:** Podotýká, že tříměsíční sazba je referenční sazbou pro řadu produktů, které není možné přepsat bez souhlasu obou stran. Takže se to přeneso do té ekonomiky hůře než normálně, ale přeneso.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Poznává, že je důležité, na jak dlouho bude ČNB danou facilitu nabízet. Pokud ji bude nabízet do pololetí příštího roku, tak to moc nevyřeší. Pokud ji bude nabízet do konce příštího roku, tak ani to podle jeho názoru nebude ještě ideální. Nyní banky prodloužují smlouvy, jde hlavně o krátkodobé úvěry na oběžné prostředky, a je důležité, aby banky měly jistotu, že když prodlouží smlouvu opět o rok, tak si na danou facilitu budou moci kdykoliv sáhnout.

*Odpověď SBO: Sekce reaguje na otázku guvernéra Tůmy k 3měsíční facilitě. Nedomnívá se, že by ČNB oživila mezibankovní trh jako takový. ČNB by však na něj mohla dodat jistotu, která by bankám umožnila chovat se racionálněji vůči svým klientům. Jinými slovy, banky by nepřenesly nejistotu z peněžního trhu dál do reálné ekonomiky.*

**Guvernér Tůma:** Táže se, co je podle SBO důvodem toho, že trh nefunguje. Pokud neznáme důvod, je těžké najít řešení. Domnívá se, že SBO problém otáčí tak, že říká, že možná se něco změní, když ČNB něco udělá. Pokud ale nevíme, proč trh nefunguje, tak si nelze příliš klást otázku, zda to nějaké opatření změní.

*Odpověď SBO: Důvodem je nedůvěra mezi bankami. Právě proto má SBO pochybnosti o efektivnosti navrhovaných opatření. Ale díky těmto opatřením může nejistota do značné míry zůstat mezi bankami a nepřeneset se dále. Uznává, že jde o do značné míry spekulativní odpovědi.*

*Odpověď SMS: Sekce je vedena záměrem navrhnout maximum toho, co není radikálním řešením typu kompletní garance na obchody na mezibankovním trhu atd. Existuje samozřejmě skepse ve 100% účinnost těchto kroků, mohou ale mít nějaké signální efekty, což může trochu pomoci. Avšak právě s ohledem na to, že SMS nevěří ve 100% účinnost, tak doporučuje snížení repo sazby o 75 b.b., aby bylo částečně zabráněno autonomnímu zpřísnění měnové politiky.*

**Guvernér Tůma:** Uvádí, že dotaz viceguvernéra Hampla pochopil jinak. Ne zda ta opatření budou mít 100% účinnost, ale zda naopak nevyvolají spíše paniku.

*Odpověď SBO: Je otázkou, zda není postupné přijímání těchto opatření z hlediska možnosti vyvolat paniku horší. Je to hodně o pocitech.*

**Viceguvernér Hampl:** Když bylo SMS doporučeno dodat kromě klasického měnověpolitického doporučení i návrh jiných typů opatření, tak osobně vycházel z toho, že návrh klasického opatření bude standardní. Návrh je ale trochu méně standardní a proto si klade otázku, zda v okamžiku, kdy banka komunikuje stabilitu ve finančním systému, je vhodné jít ven s kumulací opatření.

*Odpověď SBO: Vychází z toho, že když jeden týden ČNB přijde s jedním opatřením a další týden se druhým, tak to může vypadat tak, že to první nefunguje a proto je nutno zkoušet něco jiného.*

*Odpověď SMS: Ředitel SMS uvádí, že jeho vlastní preference je udělat snížení repo sazby o 75 b.b. bez dalších opatření než volit menší snížení repo sazby a k tomu přidat opatření u lombardní sazby. Myslí si, že snížení repo sazby má nejvyšší šanci na úspěch, to ostatní jsou spíše doplňkové signální věci.*

**Viceguvernér Singer:** A pokud by se volilo mezi snížením o 25 b.b. s ostatními opatřeními a snížením o 50 b.b. bez dalších opatření?

*Odpověď SMS: Ředitel SMS by volil druhou variantu, neboť repo sazba má to kouzlo, že od ní ČNB odvozuje náklady, za které dodává likviditu na trh a zároveň se domnívá, že pokles repo sazby nějaký vliv na PRIBOR mít bude.*

**Viceguvernér Singer:** Vůbec mu není jasné, proč je jedním z návrhů snížení rozpětí u lombardu, po čemž nikdo nevolá. ČNB se při koordinovaném snížení zahraničních centrálních bank rozhodla správně nekomunikovat trhu žádné nečekané kroky, což by mělo být uplatňováno nadále. A když trh toto opatření ani nechce, tak nemá smysl takovým krokem vyvolávat pocit, že ČNB tuší nějaký problém. 3měsíční facilitu alespoň někdo z trhu poptává, ale nevzpomíná si, že by někdo chtěl opatření na lombardu. Evidovala Sekce bankovních obchodů nějaký takový požadavek? Měl by o to trh skutečně zájem?

*Odpověď SBO: Poptávka po tomto opatření se objevila spíše u šéfů bank než u lidí z treasury. SBO to zvažovala spíše jako signál toho, že ČNB hledá všechny možnosti, jak zlepšit fungování trhu.*

**Viceguvernér Hampl:** Stanovisko poradce je napsáno provokativně a to se vždy dobře čte. V jeho stanovisku se uvádí, že zřejmě dojde ke změně v relaci mezi úsporami a investicemi. Není to ale dobře? Není nesoulad mezi úsporami a investicemi důvodem toho, proč krize tak eskalovala a proč má tak velké následky? Není dobře, že se to vrátí k rovnováze? Má za to, že se svět snaží udržet letadlo ve stávajícím kurzu, stávající výšce a rychlosti a neptá se, zda pád poté, co dojde palivo, nebude mnohem větší. Není vhodnější přejít na nějakou nižší letovou hladinu, nižší rychlost a navádět letadlo na bezpečné přistání? Nesměřuje k tomu i to doporučení? A kdyby nedošlo k tak velkému snížení sazeb, jak poradce navrhuje, jaký by podle něj byl vývoj inflace za rok a půl ve srovnání s prognózou SMS?

*Poradce Frait: Ve svém stanovisku říká, že dojde k poklesu střednědobé reálné úrokové sazby kvůli relativní změně úspor a investic. Neříká přitom, co by si přál, aby bylo, ale to, co nastane. Teoreticky ideální situace by nastala tehdy, pokud by kromě toho, že bude udržována určitá globální míra úspor, výrazně poklesla globální nabídka. Zlikvidovaly by se kapacity, které byly v tom předcházejícím boomu vybudovány a uvolnil by se prostor pro nové a výnosnější investice. Nicméně toto řešení není dostupné. Vlady to z přirozených důvodů neumožní a tím pádem řada*

*těch původních kapacit bude udržována, v důsledku čehož bude samozřejmě udržována v průměru nízká očekávaná míra výnosu. A díky tomu celá řada projektů, které jsou potenciálně výnosné, nebude realizována. V souhrnu se to promítne do nízké poptávky po investicích. Takže bude bohužel částečně pokračovat to, co jsme tu viděli v poslední dekádě. ČR je příjemcem cen z globálního prostředí, takže z toho nemůže nějakým způsobem utéct.*

**Viceguvernér Hampl:** Namítá, že ani vlády nemají nekonečné rozpočtové omezení, jak se ukazuje zvláště dnes. Toho, co budou vlády schopny udržet při životě, bude asi mnohem méně, než si doposud myslely. Zadlužování vlád prostě způsobuje problémy těm finančním institucím, které jejich obligace drží a pak není jednoduché vládní dluh prodat. Proto by neřekl, že vlády jsou schopny financovat cokoli v jakémkoli objemu jakkoli dlouho.

*Poradce Frait: Několik let to ale vlády brzdit mohou a proto označuje změnu rovnovážné reálné úrokové sazby za střednědobou.*

**Viceguvernér Singer:** Poznamenává, že ČNB míří měnovou politikou na rok a půl dopředu a na tuto dobu to vlády financují.

*Poradce Frait: Dluží ještě odpověď ohledně svého názoru na inflaci. Musí konstatovat, že žádnou lepší prognózu k dispozici nemá. Ve svém stanovisku ale naznačují, že vlivem poklesu cen komodit a některých dalších faktorů může být dočasně velmi nízká. Ale to je pouze krátkodobý fenomén, kdy bude předchozí období velmi vysoké inflace korigováno protisměrným pohybem. V delším horizontu se od SMS jeho pohled neliší.*

**Viceguvernér Hampl:** Další dotaz směřuje na všechny útvary, i když již dopředu očekává argumentaci vývojem v Japonsku. Skutečně může zůstat úvěrový kanál zamrznutý i v domácích podmínkách velmi dlouho? Domnívá se, že v užitkových funkcích bankéřů je i něco více, než sedět na hromadě hotovosti a nedělat výnosy. A domnívá se také, že i zvenčí bude na ně vyvíjen tlak dělat výnosy. Nezafunguje motivace, že ten první, který začne přetahovat klienty, tak získá tržní podíly a bude v dlouhém období vítězem?

*Odpověď SMS: Motivace vytvářet výnosy samozřejmě existuje, ale momentálně je užitková funkce u všech dominovaná snahou neudělat ztrátu, nikoli udělat výnos. Je samozřejmě otázkou, kdy se to přepne do normálu. Ale i v návaznosti na tom, co zaznělo, tedy že bankovní krize prostě trvají dost dlouho, než se překonají, tak je otázkou, zda se to může během začátku příštího roku zlomit.*

**Viceguvernér Hampl:** Upozorňuje na to, že netvrdil, že by to mělo být začátkem příštího roku. Ale pořád platí uvedená základní úvaha. Pokud platí, že z hlediska kapitálové vybavenosti jsou na tom české banky lépe než ve zbytku světa, tak není jasné, proč by po konci 90. let, kdy zde izolovaně probíhal credit crunch, to symetricky nemělo fungovat i naopak. Pokud tedy bude u bank relativní kapitálová síla, tj. schopnost úvěrovat, bez kapitálových injekcí větší než v okolním světě, tak by neochota úvěrovat měla být menší než v okolním světě. Proč by česká ekonomika měla inkasovat jen negativní šoky?

**Viceguvernér Singer:** Problém je v tom, že matky vnucují svým dcerám modely, které vycházejí z rizikově vážených aktiv, přičemž váhy jsou stanovené za skupinu jako celek. Tím se špatná zkušenost přenáší do českého bankovníctví přes risk management. V tom vidí velký problém.

**Viceguvernér Hampl:** Ale na druhou stranu matky stanovují dcerám rozpočty a chtějí po nich i tak lepší relativní výkon, než který mají doma. Pokud je domácí bankovní sektor v lepším stavu, tak by měl být problém s credit crunchem menší.

**Vrchní ředitel Řežábek:** V situační zprávě je hodnocen fiskál. Překvapilo jej v současnosti medializované vyjádření z MPO, že není příliš velká ochota k fiskálním stimulům. V prezentaci bylo naopak uvedeno, že fiskál může být lehce expanzivní. Ve srovnání s předcházejícím obdobím zatím až tak velkou expanzi neviduje. Takže prosí o upřesnění.

*Odpověď SMS: Sekce žádný diskreční prorůstový fiskální impuls v prognóze zpracovaný nemá a očekává stabilitu strukturálního salda na hladině 1,5 %, z čehož vyplývá zhruba nulová fiskální pozice. SMS samozřejmě očekává působení vestavěných stabilizátorů vedoucích ke snížení příjmů a ke zvýšení výdajů, což povede k prognózovanému zhoršování deficitu veřejných rozpočtů v roce 2009 na 1,4 % z té současné hladiny 0,8 %.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Rozumí tomu, ale jde mu o spolufinancování. Vznikne zájem získat více peněz z fondů EU nebo ne? Saldo letos bude činit 24 až 28 mld. Kč, což není žádný zázrak z hlediska přílivu zdrojů do ekonomiky. Zdrojů pro ČR je tam relativně hodně, takže jde o to, jestli se někdo vzbudí nebo nevzbudí a pak to bude nebo nebude mít dopad. Nebo to nemůže mít dopad?

*Odpověď SMS: V analýzách sladění mimo jiné jsme formovali názor, že dramatické zlepšení absorpční kapacity se čekat nedá, ať už z důvodů spolufinancování nebo z důvodu realizace projektů. Současně platí nová legislativní úprava, která víceméně zakazuje čerpat peníze z vytvořených rezervních fondů a tím zhoršovat výsledky v metodologii ESA95. Bude nahrazena tzv. přísliby, což je systém, se kterým nejsou zkušenosti a nedá se odhadnout, jak bude fungovat. SMS se z tohoto titulu nějaké fiskální expanze neobává.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Očekává SMS z fiskálních opatření v západní Evropě spíše pozitivní vliv na český export nebo ne? Budou činěna opatření pro vnitřní stabilizaci v západních ekonomikách a tato opatření vyvolají určitou poptávku, ale zřejmě spíše po tuzemské produkci v daných zemích. Budou naše exporty vystaveny spíše větší konkurenci nebo bude dopad neutrální?

*Odpověď SMS: Teoreticky bude spíš proexportní, protože domácí firmy jsou v pozici subdodavatele řady zahraničních firem. Český vývoz do eurozóny je hodně korelovaný s vývozem z eurozóny dál do světa. Samozřejmě u některých věcí, jakými jsou např. hotová auta, jsou domácí firmy spíše v pozici konkurentů, ale v řadě případů jde spíše o komplementaritu. Určitou evidenci ale může nabídnout jedna statistika, která se moc nepoužívá. Je to dovoz zboží podle užití. A tady došlo ve 3. čtvrtletí 2008 k propadu o 3,3 %. To je pokles dovozu pro mezispotřebu firem. Je otázkou, co to znamená. Jedna z hypotéz je, že podniky nyní jedou ze zásob. Bud' čekají skutečně velký propad zahraniční poptávky, neschopnost dál udržet výrobu, nebo nemají finanční prostředky na to, aby nakoupily nové zásoby. Zřejmě to bude kombinace obou možností. Nicméně je to důkaz toho, že podniky se začínají chovat způsobem, kdy čekají výrazný propad odbytu. Zdá se, že kroky, které se dělají v západní Evropě na udržení zaměstnanosti, představují snahu o pouhé zpomalení letadla než o jeho udržení v původní rychlosti. Proto tato opatření asi nebudou implikovat nějaké výrazné efekty do poptávky po domácích výrobcích.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** S jakým vývojem mezd počítá SMS v závěru letošního roku a na začátku příštího? V této době se běžně vyplácejí bonusy a nedomnívá se, že v letošním roce



budou ve finančních i nefinančních podnicích bonusy tak štědré jako loni. Zabývala se SMS takovým odhadem?

*Odpoověď SMS: Prognóza obsahuje výrazné zpomalení růstu mezd, což je založeno na úvaze, že právě při zpomalení ekonomiky a zhoršující se finanční situaci prostě firmy nebudou mít z čeho mzdy platit. Samozřejmě bonusy jsou nejflexibilnější částí, na kterou podniky můžou sáhnout bez nějakých nových mzdových smluv atd. Takže určitě to je oblast, přes kterou zpomalení mezd půjde. Na druhou stranu SMS samozřejmě vnímá i to, co říkal guvernér, že tam přece jenom nějaký dopad může být ve smyslu snahy o kompenzaci předcházejícího nárůstu inflace. SMS stále má v prognóze určité proinflační mzdové šoky stejně jako v předchozích prognózách. To znamená, že model sám o sobě by naznačoval ještě výraznější zpomalení mezd, než s jakým nakonec prognóza pracuje. V čem se pohled SMS mění, je to, že v minulosti SMS vycházela z úvahy: „přidali jsme nějaké sekundární efekty do mezd, ale máme obavu, že ve výsledku by to mohlo být ještě výraznější“. Nyní už SMS tuto úvahu opustila, neboť podniky nebudou mít z čeho zvýšené mzdy platit.*

**Guvernér Tůma:** Navazuje na dotaz vrchního ředitele Řežábka ke mzdám. SMS předpokládá v situační zprávě poměrně velké zpomalení dynamiky mezd a v analýzách sladění říkáme, že trh práce zůstává stále hodně nepružný. Rozumí tomu, že tyto dvě věci nelze zcela slučovat, nicméně pokud se předpokládá výraznější pokles mezd v situaci, kdy v letošním roce byla inflace vyšší než očekávaná, tak by osobně předpokládal, že odbory a zaměstnanci obecně budou požadovat nějakou kompenzaci, zejména pokud existuje strnulost trhu práce.

*Odpoověď SMS: SMS se v návaznosti na diskusi ohledně analýz sladění dívala na proticyklický, případně procyklický vývoj mezd. Zkusila k tomu víceméně opět využít model a analyzovat, jak se reálné mzdy vyvíjejí podle toho, zda jsou deflovány indexem spotřebitelských cen, čistou inflací nebo nějakou cenou domácích mezispotřebních statků. Důležité je zjištění, že při použití cen domácích mezispotřebních statků, což je proxy pro deflátor HDP, se mzdy vyvíjejí relativně procyklicky. SMS byla až překvapena, jak pružně mzdy reagují na cyklický vývoj.*

**Viceguvernér Singer:** Dá se to vysvětlit snahou odborů o udržení pracovních míst.

*Odpoověď SMS: Ano, když se podíváme na vývoj za poslední dva tři roky, tak se jeví, že mzdy zareagovaly pružněji, než SMS očekávala. Obtížně jsme si dovedli představit, že v minulém roce zrychlí tak, jak nakonec zrychlily. Teď naopak SMS očekává, že poměrně výrazně propadnou. Zřejmě názor SMS na základě těchto analýz vyznívá pozitivněji, než je uvedeno v analýzách sladění, kde text vychází hodně z dotazníku zpracovaného v rámci „ECB wage dynamics network“. Dalo se již koneckonců zaznamenat, že odbory již avizují, že jejich požadavky na rok 2009 nebudou nadměrné a zdůrazňují, že raději by viděly zachovanou zaměstnanost na stávající úrovni.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Analyzoval historii sazeb Fedu, ECB a ČNB od roku 2000 a pokles v návaznosti na září r.2001 trval více než čtyři roky. Dopad současné krize bude více negativní než dopad 11. září r.2001. Pokud v prvním případě přetrvaly nízké sazby (včetně inflace) čtyři roky, tak by pokles úrokových sazeb v současnosti neměl až tak velké riziko vytvářet.

*Odpoověď SMS: Sekce je hodně omezena procedurální stránkou, kdy přebírá Consensus Forecast. I z pohledu SMS je předpoklad, že v roce 2010 se ekonomiky začnou postupně oživovat a úrokové sazby se začnou vracet k vyšším hodnotám ekonomiky, hodně optimistický. V prognóze se to pak projevuje oživením domácí ekonomiky, nárůstem investic, kdy investoři začínají očekávat nárůst*

*exportní poptávky začnou připravovat kapacity. Na to pak musí reagovat růstem i domácí úrokové sazby. Ale SMS samozřejmě určité pochybnosti o tomto scénáři má. Doporučuje se nyní dívat v prognóze na rok 2009, kdy je tam pokles směrem dolů a nepřikládá by tak velkou váhu vývoji, který následuje poté.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Na závěr poznamenává, že ředitel SMS konstatoval, že cena potravinářských komodit již meziročně klesla. Ve skutečnosti se vrátila cena potravinářské pšenice na úroveň, která existovala před dvěma lety.

*Odpoověď SMS: V jedné z příloh situační zprávy je vidět, že SMS očekává zhruba 20% meziroční pokles cen zemědělských výrobců. Ten propad je skutečně výrazný. V loňském roce došlo k růstu kolem 30 %. Takže se očekává meziroční pokles v příštím roce zhruba v rozsahu předchozího nárůstu. Domácí úroda je druhá největší za posledních 15 let. A působí i zpomalení ekonomiky. Takže SMS souhlasí s tím, že poklesy jsou výrazné.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Vyjadřuje spokojenost se situační zprávou a bude poměrně stručný. Je zajímavé, co základní scénář a alternativa implikují pro HDP v ČR. V základním scénáři klesá tempo růstu HDP mírně pod 3 %, ale v alternativním scénáři padá až na nulu. V obou scénářích je však vývoj inflace a úrokových sazeb podobný. Na str. 5 je to vysvětlováno zhoršením dluhové pozice a přes běžný účet a rizikovou prémii dochází k výrazné depreciaci koruny. Je otázkou, zda je to realistické. Na schůzkách k přípravě prognózy bylo opakovaně řečeno, že riziková premie je něco jako zbytkový koš. Má pochybnosti o síle transmise mezi rizikovou premií a kurzem. Při naplnění předpokladů alternativního scénáře by se obával, že budou implikovány mnohem nižší úrokové sazby. Takže se táže, zda si SMS stojí za vazbou dluhová pozice, běžný účet, riziková premie, kurz.

*Odpoověď SMS: Skutečnost, že riziková premie je reziduum, platila v QPM, ale v g3 to úplně neplatí. V g3 platí, že pokud dojde ke zhoršení běžného účtu, tak to má negativní vliv na rizikovou premii endogenně a tím pádem dojde ke znehodnocení kurzu. SMS tlumila tento vliv v maximální možné míře. Zároveň se ale SMS domnívá, že právě v aktuální situaci by tento mechanismus měl začít fungovat. Protože pokud skutečně dojde na horizontu prognózy k většímu propadu exportu a bude se zhoršovat běžný účet, tak vzhledem k finanční krizi koruna možná bude mít větší tendenci reagovat, než jakou měla v minulosti.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Na jakou úroveň kurz v alternativním scénáři deprecioval?

*Odpoověď SMS: Není tam absolutní depreciace, spíše depreciace vůči baselinu, kdy kurz zůstává stabilní někde těsně pod hranicí 24 CZK/EUR. Je tam tedy depreciční tlak, ceteris paribus, vůči baselinu, který předpokládá postupné posilování kurzu. V minulosti se koruna chovala celkem procyklicky v tom smyslu, že když růst zpomalil, tak koruna minimálně v období r.2003 až začátek r.2004 poté, co se projevil dopad na ekonomiku v plném rozsahu, rok a půl poměrně výrazně depreciovala. Takže SMS souhlasí s tím, že mechanismus, který funguje v alternativě, je diskutabilní, ale není nereálný. A je tam i pomalejší růst technologií, za nimž může stát implicitně to, že se sníží příliv přímých zahraničních investic, což by nepochybně také byla pro kurz zpráva ve směru depreciace.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Druhou otázkou je relace investic a úspor. Bylo prezentováno, že byla provedena expertní úprava a že sekce neočekává, že by se investice vrátily poměrně rychle k úrovni ve stálém stavu. Naopak SMS nepředpokládá, že by veřejnost prudce snížila spotřebu. Na

základě čeho byly tyto úpravy provedeny? A pokud by ty úpravy nebyly provedeny, jak velký by to mělo vliv na inflaci a úrokové sazby?

*Odpoď SMS: SMS se vždy dívá na historický vývoj šoků a analyzovala, jak se vyvíjely spotřeba a investice na přelomu let 2001 a 2002. Zbytek je pak kalibrace. Tyto proměnné posunul směrem dolů i alternativní scénář s výrazně nižším výhledem zahraničního růstu, kde investice klesají ještě více než v základním scénáři. V souhrnu se tedy prognóza nachází na realistické hladině.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Upravovala takto SMS investice a spotřebu již dříve?

*Odpoď SMS: V modelu g3 byly tyto úpravy použity poprvé. Informace mimo modely byly vždy zpracovávány na úrovni krátkodobé prognózy. Z hlediska financování investic SMS vidí situaci jako hodně nepříznivou. Na základě nezveřejněných, ale již zpracovávaných dat platební bilance je vidět, že zahraniční matky v nefinančním sektoru vysávají zdroje ze svých dcer. Pokud jde o vývoj úvěrů nefinančním podnikům, tak ty stále rostou poměrně rychle, ale změnila se jejich struktura. Rostou zejména krátkodobé úvěry.*

**Viceguvernér Singer:** Umí SMS v tomto typu analýzy identifikovat, jak se vůči klientům chovají zvlášť malé a velké banky? Malé banky, které jsou více řízeny ze zahraničí, zavírají úvěrové linky podle svých matek. Velké banky pak nejsou často schopny tyto klienty přebírat, neboť neznají jejich historii.

*Odpoď SMS: Pokusí se analýzou dat zjistit, do jaké míry se z tohoto typu statistiky dá taková informace odvodit. U statistiky nových úvěrů je členění do 30 mil. Kč a nad 30 mil. Kč u jednotlivých půjček.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Další otázka se týká citlivostní analýzy u ropy. Byl překvapen analýzou dopadu  $\pm 25$  dolarů za barel, která za 3 kvartály vedla ke změně úrokové sazby o 80 b.b. Tak prudkou reakcí úrokových sazeb na vývoj cen ropy byl skutečně překvapen, neboť zhruba před rokem byl prezentován závěr nějakého přehledu ECB, že česká měnová autorita na vývoj cen ropy příliš nereaguje. V 7. situační zprávě (dále jen SZ) to je vysvětleno tím, že šlo o simulaci prostřednictvím modelu NIGEM. Nicméně si klade otázku, zda je korektní nyní odhadovat prudkou reakci sazeb na cenu ropy, když před rokem bylo doporučováno na ceny ropy příliš nereagovat. Přitom předmětem simulace je změna ceny o 25 dolarů za barel, zatímco od léta došlo k poklesu ceny o 70 dolarů za barel. Je tomu tak, že nyní SMS doporučuje snížení o 50-75 b.b. a z alternativy vyplývá navíc dalších 80 b.b.? To by bylo pro něj téměř nepředstavitelné.

*Odpoď SMS: Hlavní rozdíl je v tom, že SMS šok v ceně ropy vygenerovala jednak na dva roky a jednak ho promítla nejen v cenách pohonných hmot, ale také do regulovaných cen. Na základě tohoto propočtu je vliv nyní výraznější. Dopad do sazeb je ale také dán tím, že se mění celý výhled zahraniční ekonomiky. Simulace byla provedena tak, že se snížila cena ropy o 25 dolarů za barel a všechno ostatní se pak endogenně vyvíjelo. Nejprve se provedla simulace v modelu NIGEM a pak to prošlo přes g3. Výrazně tam dopadá pokles zahraničních sazeb, které jdou dolů asi o 0,7 p.b., což samo o sobě udělá tlak na pokles domácích sazeb o 0,5 - 0,6 p.b. Zbytek pak připadá na nižší inflaci přes regulované ceny, pohonné hmoty apod.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Citlivost modelu ho překvapuje. V předminulé situační zprávě se pracovalo s cenou ropy 140 dolarů za barel, nyní je na úrovni 70 dolarů za barel. Aktuální baseline prognóza dnes doporučuje snížení sazeb o 75 b.b. a pokud by došlo k dalšímu snížení

ceny ropy jen o 25 dolarů za barel, tak podle simulace z NIGEMu bychom měli snižovat sazby o dalších 80 b.b. To by v souhrnu bylo snížení sazeb až o 150 b.b.

*Odpověď SMS: Je tam skutečně silný vliv jdoucí přes zahraniční úrokové sazby. Zároveň je evidentní, že poté, co ceny ropy spadly, tak zahraniční centrální banky hodně pružně otočily směr úrokových sazeb a přenos do domácích sazeb minimálně v modelu musí logicky být hodně silný.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Nedávno v souladu s SMS prezentoval, že ČNB pracuje s novým modelem g3 a s přechodem na tento model zmizela mezera výstupu. V situační zprávě na str. 14 se však uvádí, že mezera výstupu míří k hodnotě -1. Odkud je tato hodnota získána?

*Odpověď SMS: Co se týče mezery výstupu v grafu, tak skutečně v modelu G3 není. Nicméně pro grafickou ilustraci cyklického průběhu některých veličin jsou získávány mezery čistě HP filtrem. Takže jde o mezeru výstupu získanou použitím HP filtru. Pokud ale jde o nabídkovou cenu ekonomiky, u ní je použita mezera výstupu z metodiky QPM modelu, kde se dává do vztahu reálná ekonomická aktivita a inflace za účelem získání dodatečné evidence o aktuálních fázích hospodářského cyklu.*

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

**Guvernér Tůma:** Zahajuje rozpravu.

**Viceguvernér Singer:** Nejprve se vrací k hodnocení tří šoků, které byly diskutovány na předcházejícím měnovém jednání. Jedná se o nákladový, poptávkový a kurzový šok. Pokud jde o ten nákladový, tak cena barelu ropy je ve stávajícím referenčním scénáři o 55-65 USD níže než v minulém, aktuální ceny jsou ještě o 15-25 USD nižší oproti aktuálnímu scénáři pro 4. čtvrtletí. Pokud jde o jiné komodity, kolega Řežábek v první části jednání zmiňoval obilí, on by dále uvedl rýži, která je na 50 % ceny před půl rokem. Jinými slovy, nákladový šok u cen energií nebo potravin nyní může vytvářet tlak na inflaci pouze směrem dolů. Pokud jde o kurzový šok, zdá se být oslabování koruny pomalejší, než předpokládaly předcházející situační zprávy. Kurz je stále o 10 % meziročně silnější, což se mu nezdá ve stávající situaci a při exportní závislosti české ekonomiky být zrovna málo. Aby kurz působil neutrálně, musel by se nacházet na hodnotě 26,70 CZK/EUR. Domnívá se, že předpoklad nějakého prudkého oslabení koruny není, pokud vyloučí dopad nějakých nečekaných opatření samotné ČNB, příliš realistický. Pokud jde o poptávku, tak již nyní jsou vidět v některých tržních segmentech řádově kolem deseti procent. Takové signály vysílá např. zářijový meziroční pokles průmyslové výroby ve Velké Británii o 2,3 % v září nebo meziroční pokles maloobchodních tržeb v eurozóně o 1,6 %.

V souhrnu lze konstatovat, že nákladový šok začal exogenně působit v posledním čtvrtletí minulého roku a jeho dopad od poloviny letošního roku postupně mizí. ČNB se soustředila výlučně na jeho sekundární dopady a úměrně zvýšila úrokové sazby. Kurzový šok pak přišel do jisté míry endogenně v reakci na zvyšování sazeb ČNB a dosud trvá. Sazby ČNB jsou přitom oproti některým jiným centrálním bankám stále relativně vysoko. Poptávkový šok začal kolem poloviny letošního roku a sílí. V současné době dané tři šoky produkují silné protiinflační tlaky, které se z přechodných postupně transformují do trvalejších. Těžiště se přitom posunuje k šoku poptávkovému, což je podle něj to, co měnová politika dominantně ovlivňuje.

Bilanci rizik považoval již v 6. SZ ne protiinflační, ale výrazně protiinflační. Navíc v 6. SZ vygenerovala SMS mzdové průsaky, které nyní odvolává. Ponořil se trochu do svých vzpomínek ze studia materiálů za poslední tři roky a musí konstatovat, že obecně takovou bilanci rizik ještě neviděl. Tak drastická bilance rizik byla možná naposled v roce 1998, kdy inflace klesla pro připomenutí z 13,4 % v únoru a březnu na 1,9 % v polovině roku 1999. Je pro něj varovné i to, že rok 1998 byl v řadě aspektů překvapivě podobný: klesly ceny potravin a ropy, ceny rostly nejprve v důsledku regulačních opatření, docházelo k přechodu do recese. Tentokrát však šok nezastihuje pouze domácí ekonomiku, ale celý svět. Nedá se tedy čekat, že by nám v případě domácí přehnané reakce pomohly nějaké zahraniční zdroje, které by sem jako v minulosti přišly hledat vysoké výnosy na právě se rodícím trhu nemovitostí apod. nebo které by kúpowały aktiva z Konsolidační agentury. Zdá se mu, že to bude horší, než se ČNB dosud domnívala a než si myslí většina analytiků. Je mu sympatický přístup analytiků Deutsche Bank, kteří již 17.10. t.r. prognózovali jednoprocenní pokles americké ekonomiky, pro Japonsko -1,2 % a pro eurozónu -1,4 %.

Na závěr konstatuje, že samostatná měnová politika a existence vlastní měny má smysl tehdy, pokud jsou její tvůrci odhodláni a myšlenkově připraveni ji v případě potřeby používat a reagovat dostatečně na prudké změny ve vývoji ekonomických fundamentů. Rizika podle něj míří výrazně směrem dolů a největší riziko podle něj představuje možnost credit crunch. Obává se také toho, že by si při daném poklesu poptávky mohli někteří investoři myslet, že ekonomika další zhodnocení kurzu snese. Koneckonců je možné, že nedávno pozorované oslabení kurzu nebylo ani tak o sentimentu investorů, ale o přesunu zdrojů v podnikovém sektoru z dcer na matky, který již skončil. Pak by nás mohlo čekat další posílení kurzu. Toho by se nerad dožil, neboť vzhledem ke stavu, v jakém se podniková sféra nyní nachází, by to bylo paralyzující, a to i z hlediska dosahování inflačního cíle.

Dále se obává toho, co naznačuje řada teoretických studií, že v případě výrazně negativního vývoje dojde ke ztrátě možnosti ovlivňovat ekonomiku klasickými nástroji. K takové ztrátě může docházet v situaci, kdy ještě ceny rostou, pokud jsou rozvahy subjektů dostatečně narušeny. To by v důsledku šoků zvýšilo preferenci k úsporám, klíčoví hráči na finančním trhu by začali očekávat propad cen aktiv a kolaterálů. Mnohokrát zde slyšel úvahy o konzervativní opatrnosti či umírněné jestřábovosti jako základních principech centrálního bankéře. Osobně je nikdy moc nesdílel a podle jeho názoru přestávají platit v okamžiku, kdy hrozí ztráta účinnosti standardních měnových nástrojů při ovlivňování ekonomiky. Pokud by došlo k oslabení kurzu koruny, tak by ČNB byla schopna ho restriktivními kroky ovlivňovat, ale problém s ovlivňováním měnových agregátů změnami dvoutýdenní sazby by ČNB opravovala mnohem obtížněji a déle. Tudíž podporuje návrh SMS na snížení sazeb o 0,75 p.b.

Dále se vyjádřil k dalším návrhům, které SMS prezentovala v měnověpolitickém doporučení. Prvním bylo dočasně „oživit“ repo facilitu se splatností 3 měsíce a používat ji na dodávání likvidity na principu full allotment. Druhým pak snížit rozpětí mezi repo sazbou a lombardní sazbou na 0,5 procentního bodu. za účelem více zatraktivnit bankám marginální zápůjční facilitu při řešení jejich likviditních potřeb. Kromě toho odkázal na další opatření diskutovaná se Sekcí bankovních obchodů. S výjimkou snížení rozpětí u lombardní sazby je možno všechna doporučená opatření včetně dodávací 3měsíční facility označit za technické úpravy, které jsou pokračováním předcházejících kroků. Snížení rozpětí u lombardu by mělo zanedbatelný dopad a signalizovalo by ochotu ČNB demonstrovat obavy z budoucího vývoje. On sám ve stávající situaci potřebu takto demonstrovat nějaké obavy necítí. Dokáže si představit, čímž zřejmě

předbíhá projednávání dalších záležitostí, že na úrovni technických opatření by bylo možné zveřejnit i další opatření, např. v oblasti umožnění účtování cenných papírů na principu držby do splatnosti (dále držení do splatnosti).

**Viceguvernér Hampl:** Je zjevné, že prognóza indikuje potřebu snížit úrokové sazby. Je rovněž zjevné, že vývoj v zahraničí tuto potřebu prohlubuje více, než si někteří z členů bankovní rady mysleli před časem. Popis situace z hlediska existujících šoků, který prezentoval viceguvernér Singer je popisem, který de facto kopíruje obsah prognózy. Jedinou zbývající zásadní věcí je komunikace přijatého měnověpolitického rozhodnutí. V tomto smyslu není přesvědčený o vhodnosti tak radikálního kroku, jakým je snížením o 75 b.b. Může to způsobit kombinaci dvou nevhodných efektů. Za prvé, dopad na trhu, který by tímto rozhodnutím měl být ovlivněn, bude slabý. ČNB zároveň trochu vyděsí ty, kteří se na tomto trhu pohybují. A za druhé, tímto rozhodnutím může ČNB podpořit to, čemu chce zabránit – tedy obnovení důvěry na trhu. Z tohoto úhlu pohledu není připraven na snížení sazeb o 75 b.b., po přečtení prognózy se smířil se snížením o 50 b.b. a umí si představit, že takové rozhodnutí by mohlo být doprovázeno indikací, že budoucí pohyb sazeb bude pravděpodobně směrem dolů. Připouští, že k měnovému jednání by se bankovní rada mohla scházet častěji, neboť v této době má režim osmi jednání v roce určité limity. Souhlasí s pravidlem, že pokud má novou informaci z aktuální prognózy a na základě této informace je nutno něco učinit, tak má na základě této prognózy reagovat a neodkládat reakci do budoucna. Nicméně na základě aktuální prognózy není dnes připraven ke snížení sazeb o 75 b.b., neboť nevěří v efektivnost takového kroku. I snížení sazeb o 50 b.b. doporučuje komunikovat jako zprostředkovaný dopad situace v externím prostředí. Nikoli jako reakci na to, co se endogenně podle názoru ČNB odehrává ve finančním sektoru a zprostředkovaně v reálné ekonomice, ale jako reakci na exogenní šok, jehož původcem není tato ekonomika, která je spíše jeho obětí.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Upozorňuje na to, že jakékoli velké šoky, které se ve světě přihodily, trvaly vždy déle než jeden rok a i nyní je nutno uvažovat v delším horizontu. Reakce na tento šok byla zpočátku mírná, nicméně postupně centrální banky začaly ve stále větší míře reagovat ostřejšími zásahy do úrokových sazeb. Vyznění prognózy je podle něj jednoznačné – sestup z vrcholu je evidentní, doznívají inflační tlaky tuzemské i ty ze zahraničí. Přiklání se k popisu situace, který prezentoval viceguvernér Singer. Považuje za důležité vzít v úvahu propady cen u téměř všech komodit včetně výkupních cen zemědělských výrobců, projeví se to určitě i v cenách masa apod. Je třeba si uvědomit, že ČNB v současnosti neřeší důvěru finančního trhu, ale stojí před nutností reagovat na ekonomickou situaci, v čemž se liší jeho názor od viceguvernéra Hampla. Výhled inflace je výrazně nižší, dochází k propadu ekonomické aktivity, k prudkému poklesu cen komodit. V ČR začíná být velkým rizikem otázka provozního financování, které bude klíčové. Pokud by banky zvýšily výrazně sazby na financování oběžných prostředků a zásob, které probíhá převážně pomocí jednoletých úvěrů, které se nyní budou obnovovat, tak to bude mít na podniky významný dopad. Ten se pak může zpětnou vazbou vrátit do bank, může dojít k uzavírání úvěrových linek, dalšímu růstu sazeb z úvěrů a pak by mohlo dojít až k překvapivě významnému negativnímu vývoji.

Každá významnější krize se ČR dotkne, neboť je významně exportně orientovanou ekonomikou. Nelze se domnívat, že externí problémy se ČR vyhnou, to by musela být ekonomikou typu Velké Británie, v níž je významnější výroba pro vnitřní spotřebu a méně významná výroba pro export. Podle něj je otázkou času, a ten se krátí, kdy dojde k plnému dopadu finanční krize do reálné

ekonomiky ČR. Ty dopady mohou být velké a následně mohou výrazně ovlivnit poptávkovou stranu ekonomiky a inflaci. Proto se domnívá, že reakce snížením o 25 b.b. je absolutně o ničem, tedy nějaký lehký fine-tuning, 50 b.b. je určitým signálem, ale reálný dopad může mít jen snížení o minimálně 75 b.b. Komunikace takového snížení by podle něj neměla být velkým problémem. Osobně by přivítal i snížení rozpětí u lombardní sazby, což by mohlo být komunikováno jako další snížení jedné ze sazeb, která může být příležitostně využita pro krátkodobé refinancování bank.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Nejprve informoval o stanovisku nepřítomné vrchní ředitelky Zamrazilové. Původně váhala mezi ponecháním sazeb a snížením o 25 b.b. Poté, co se seznámila se situační zprávou, přiklonila se jednoznačně ke snížení o 25 b.b., naopak 50 b.b. by podle jejího názoru bylo příliš velkým signálem.

On osobně rozumí argumentům pro poměrně výraznější snížení. Souhlasí s řadou důvodů, které již byly vysloveny, zejména těm z reálné ekonomiky typu průmyslová výroba nebo maloobchodní obrat a samozřejmě měnový kurz. To vše míří směrem dolů. Osobně jej překvapily výsledky alternativního scénáře, kdy vnější okolí jde hodně dolů, růst české ekonomiky dokonce k nule. Za důležitý považuje způsob, jakým ČNB prošla proinflační vlnou, zejména s ohledem na skutečnost, že už nyní je inflace o 0,3 p.b. pod prognózou. Významné je to, že 7% inflaci se podařilo ustát s průměrnou repo sazbou 3,50 % a že odeznělo působení inflačního rizika do inflačních očekávání. To je skutečně velký úspěch a může tak začít perioda snižování sazeb.

Na otevřeném jednání však zazněly tři argumenty, které u něj vyvolávají pochybnosti o vhodnosti výrazného snížení sazeb. Prvním je vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů, které rostou meziročně o 4,3 % a jsou tak stále proinflačním faktorem. Vrací se k práci zhodnocující technologii, u níž se nadále předpokládá růst ve stálém stavu o 5 %. Je otázkou, zda je to reálné nebo ne. Díval se na vývoj národohospodářské produktivity za období 1995-2007, tedy za delší období, v němž se ekonomika nacházela v post-transformačním stádiu – průměr činí 3,5 %. Klade si otázku, zda je nastavení nového modelu v tomto ohledu adekvátní. Třetím podstatným bodem je měnověpolitický experiment, který říká, že když zůstane 3měsíční PRIBOR na úrovni 4,2 %, tak to neimplikuje pro budoucí trajektorii úrokových sazeb dodatečný významnější pokles směrem dolů. To je jedna z významných věcí, které zazněly v rámci prezentace. Nicméně je připraven podpořit snížení repo sazby o 50 b.b. a nevyklučuje ani 75 b.b. Z hlediska dopadu rozhodnutí je důležitý i poměr hlasování. Za optimální by nepovažoval poměr 3:2. Ale skutečně jeho výchozím stanoviskem je nyní 50 b.b. s tím, že o stejném snížení by se dalo uvažovat i v prosinci. Dva kroky po 50 b.b. by měly určité přednosti.

**Guvernér Tůma:** Situaci při projednávání nové situační zprávy hodnotím jako trochu neobvyklou situaci, neboť kromě standardní prognózy v situační zprávě je ve stanovisku poradce nabízen alternativní pohled na podstatu aktuálního vývoje. Obě se do jisté míry liší v interpretaci toho, co se děje. Situační zpráva uplatňuje tradiční modelový aparát a hodně se dívá na současný vývoj jako na cyklus. V expertním posouzení pak nabízí i další úvahy. Poradce ve stanovisku považuje aktuální šok za natolik dlouhodobý, že to podle něj povede ke změně rovnovážných trajektorií.

Oba přístupy vedou k doporučení razantně snížit úrokové sazby. V současné době je obtížné říci, který z pohledů je správný. Jde o skutečně velký šok, který může trvat poměrně dlouho. Rovněž má velký otazník ohledně toho, jak rychle se ekonomika odrazí ode dna a rozumí pochybnostem o tom, zda k oživení předpokládanému v situační zprávě, které je ale velmi mírné, dojde skutečně

již v roce 2010. Není si tedy ani jist, zda skutečně ke změně rovnovážných trajektorií dojde. Ke změně může dojít nejen v trajektorii rovnovážných reálných úrokových sazeb, ale i v trajektorii technologií. Oba názory jsou však poměrně přesvědčivé a volání po výrazném snížení sazeb je proto možno považovat za relevantní. Druhou věcí je možnost chyby. Zde souhlasí s viceguvernérem Singerem v tom, že bilance rizik je neobvyklá, neboť vše v tomto okamžiku vše míří jedním směrem. Těžko si lze představit, že větší reakce za dané situace může být výraznější chybou. To koneckonců dokládají jak situační zpráva, tak stanovisko poradce.

Souhlasí s názorem ředitele SMS vysloveným v průběhu prezentace, že klíčovým rozhodnutím je nastavení repo sazby. Stále věří tomu, že je to zásadní pro nastavení měnové politiky. Není si jist, zda ke zlepšení transmise měnové politiky může přispět nějaké opatření ohledně 3měsíčních facility. Doporučuje proto o jednotlivých návrzích hlasovat zvlášť a ne jako o balíčku. Má velkou pochybnost o navrhovaných doprovodných opatřeních, jejich efekt bude podle jeho názoru zanedbatelný. Kdyby se k nim nakonec přiklonil, tak jen z toho důvodu, že by podle něj neměla ani žádný negativní dopad. Očekává, že k nim v pokračující diskusi zazní ještě další argumenty. Pokud jde o úpravu rozpětí u lombardu, tak si to umí představit více než 3měsíční facilitu, nicméně ani zde by neočekával významný pozitivní dopad. V okamžiku, kdy je již zavedena dodávací facilitu oproti státním dluhopisům, může sloužit lombard jen k pouhému doladování. Koneckonců na krátkém konci, zejména na overnight splatnosti, trh docela dobře funguje. Proto by objem obchodů na lombardu byl asi zanedbatelný. Návrh na obě opatření vnímá jako snahu o signální vyjádření toho, že ČNB je ve stávající situaci aktivní.

**Viceguvernér Singer:** Připomíná, že kromě návrhů obsažených v měnověpolitickém doporučení existují i další související návrhy. Pro něj však jediným ze všech těch návrhů, který může mít významný efekt, je „držení do splatnosti“, i když je obecně příznivcem uplatňování tržních cen. Toto opatření má potenciál vyvolat téměř okamžitě poptávku po státních dluhopisech v řádu desítek miliard korun, což může být zcela zásadní. Za jediné riziko příliš velkého snížení sazeb považuje ztrátu elementární důvěryhodnosti na zahraničních finančních trzích, která je o měnovém kurzu a o financování veřejného dluhu. A kurz je ČNB schopna ovlivňovat krátkodobými úrokovými sazbami, pakliže zahraničí nezačne mít pochybnosti o tom, že země je schopna financovat svůj dluh. Přiznává se, že takový scénář je podle něj velmi extrémní, protože rozpočtová situace je velmi vyrovnaná, resp. existuje zde tradice vyrovnaného rozpočtového hospodaření bez ohledu na to, kdo v dané době vládl. Právě proto by toto opatření mohlo eliminovat významnější riziko situace, k níž finanční trhy míří.

**Viceguvernér Hampl:** Odkazuje na Zprávu o finanční stabilitě publikovanou na jaře, v níž byl publikován scénář „bezpečný přístav“. Když se nyní dívá na to, jak se vyvíjí naše nejbližší okolí, což je dnes hodně důležitý a zajímavý úhel pohledu, tak považuje za velmi zajímavé to, že česká koruna se jako jediná po maďarském šoku vrátila ke svým původním úrovním. To možná naznačuje, že určitý „decoupling“ z hlediska vnímání regionu a rozvíjejících se ekonomik možná existuje a že investoři jsou schopni rozlišovat země s potenciálně většími nestabilitami a také s potenciálně menšími. To je zase jeden z argumentů proč snížit sazby více, neboť koruna by se mohla delší dobu držet na poměrně silných úrovních. Tedy pokud by to takto fungovalo a ekonomika se vyvíjela podle daného scénáře ze Zprávy o finanční stabilitě.

Na druhou stranu však by za této situace probíhající „deleveraging“ a ztráta intermediace nemusely mít v ČR až tak silné dopady jako v jiných ekonomikách. Je to samozřejmě hypotéza, kterou lze stěží podpořit daty. Ale je to určitá logika systému. I když ten je velmi brutálně



ovlivněn zahraničím, tak se stále chová do jisté míry autonomně. To také oprávněně komunikujeme a proto se nedomnívá, že bychom měli plně inkasovat negativní šoky a nevyužít žádný z existujících pozitivních efektů. Proto nemusí být situace tak katastrofická jako v jiných zemích.

Další diskutovaná opatření v prvním kole nekomentoval, neboť se mu jeví, že některá z nich jsou možná důležitější, než ta která jsou navržena. Ta budou předmětem diskuze u dalších bodů jednání bankovní rady. Osobně doporučuje opatrný přístup. Kombinace snížení o 75 b.b. a dalších opatření v jednom balíčku by na něj jako na interního pozorovatele, a o to více na externí pozorovatele, mohla působit jako reakce na nějaké zásadní nové informace o zhoršení stavu českého finančního sektoru, které doposud nebyly komunikovány. Tak to na něj působilo již po přečtení měnověpolitického doporučení, i když se každodenně s těmito úvahami setkává.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Vysvětluje, že svou podporu změně nastavení lombardu vnímá jako signál částečného zastropování nákladů refinancování pro banky, které by věděly, že existuje hranice nepřiliš vzdálená od 2týdenního repa, za kterou si mohou vždy půjčit. To by jim poskytlo určitou jistotu.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Doposud se vyjadřoval pouze k nastavení repo sazby. Nicméně probíhá i diskuze o opatřeních na finančních trzích. Proto uvádí, že si dokáže představit zvýšení o 50 b.b. a simultánní schválení obou opatření, která podporovala i Sekce bankovních obchodů. I když by se opatření asi příliš nevyužívala, snížení rozpětí u lombardu by mohlo být určitým signálem. Plně také podporuje názor, že 3M PRIBOR do reálné ekonomiky vstupuje, i když si banky na trhu za tuto sazbu vzájemně nepůjčují. Na tuto sazbu jsou ale navázány klientské úvěry. Proto určitý dopad do ekonomiky nastane. Nicméně vzhledem k tomu, jak se diskuze vyvinula, dal by přednost snížení o 75 b.b. a podobně jako viceguvernér Hampl by to již dalšími opatřeními nedoprovázel. Pak by to mohlo vyvolat paniku. K opatřením ve smyslu 3 měsíční dodávací facility se dá přistoupit později.

**Viceguvernér Singer:** Potvrzuje, že opatření týkající se 3 měsíční dodávací facility se dá udělat jako technické opatření v příštím týdnu. Lze to komunikovat jako rozšíření dvoutýdenní facility. V této chvíli nemusí bankovní rada práskat do stolu, neboť takové opatření může dostatečně komunikovat Sekce bankovních obchodů.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Právě z tohoto důvodu silně doporučuje diskuzi oddělit.

**Guvernér Tůma:** Vzhledem k tomu, že zaznělo hodně technických poznámek, tak také jednu přidává. V současné době je pro něj velkou otázkou, kde začíná a končí měnová politika. To, zda je či není rozhodnutí o lombardu měnovou politikou, je nyní netriviální otázkou.

**Viceguvernér Hampl:** Souhlasí s tím, že 3M PRIBOR je důležitý benchmark. Ale z analýzy situace ne zcela fungujícího trhu se zdá, že benchmarkem se stává výnos 3M vládní poukázky a ne 3M PRIBOR. A to už je zase jiná diskuze, kterou budeme vést u dalších bodů jednání bankovní rady. Proto by nepřeceňoval úlohu 3M PRIBORu na takto uzavřeném trhu. S vládními poukázkami aukce probíhají a poslední nedopadla dobře, což může být podstatnější než diskuze o PRIBORu.

**Guvernér Tůma:** Táže se bankovní rady, zda souhlasí s tím, že se bude hlasovat jen o návrhu ohledně repo sazby s tím, že další opatření budou diskutována později.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Připomíná, že kromě repo sazby je vždy součástí rozhodnutí i nastavení lombardu a diskontu, takže návrh na změnu nastavení lombardu by měl být součástí hlasování na tomto jednání.

**Guvernér Tůma:** Souhlasí s tím, že pokud tento návrh padl, tak je nutno o něm hlasovat.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,75 procentního bodu na úroveň 2,75 % s účinností od 7. listopadu 2008. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Řežábek a vrchní ředitel Tomšík. Viceguvernér Hampl hlasoval pro snížení repo sazby o 0,50 procentního bodu.

Zároveň bankovní rada rozhodla většinou hlasů zachovat rozpětí mezi dvoutýdenní repo sazbou a lombardní sazbou na úrovni 1 procentního bodu. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Singer, viceguvernér Hampl a vrchní ředitel Tomšík. Vrchní ředitel Řežábek hlasoval pro snížení rozpětí mezi dvoutýdenní repo sazbou a lombardní sazbou na úroveň 0,50 procentního bodu. Tímto hlasováním bankovní rada rozhodla většinou hlasů snížit diskontní a lombardní sazbu o 0,75 procentních bodů na úroveň 1,75 %, respektive 3,75 %.

Zapsal:

Jan Frait, náměstek ředitelky Samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability