

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 17. prosince 2008

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

Guvernér Tůma: Konstatuje, že v současné situaci, kdy přichází velké množství nových a nečekaných informací, je prognóza slabším vodítkem než jindy. Zahajuje diskusi.

Viceguvernér Hampl: Konstatuje, že měnověpolitické doporučení (dále jen MPD) je velmi varovné. Táže se poradce, který doporučil ve svém stanovisku menší snížení sazeb, zda by při znalosti MPD a na základě prezentace upravit svůj návrh. Pokud ne, tak proč.

Viceguvernér Singer: Připojuje se k dotazu viceguvernéra Hampla.

Odpoověď poradce: Svoje doporučení napsal se znalostí posledních velmi špatných čísel například o průmyslové produkci atp., takže prezentované informace jeho názor neovlivnily. Za důležité však považuje to, co v prezentaci nebylo, totiž diskusi o povaze šoku a jeho modelovém zachycení. Nejde jen o to, zda šok do rizikové premie je dočasný nebo déle trvající, ale například i o to, zda skokový pokles poptávky po automobilech a produkci zpracovatelského průmyslu by nebylo vhodné promítnout i do střednědobé změny tempa rovnovážné reálné apreciacie. Vyjadřuje přesvědčení, že poměrně malá změna ve střednědobém vývoji rovnovážných veličin může mít kvantitativně významný vliv na postavení jednotlivých bodů GRIPu.

Nepřekvapuje ho současný velmi rychlý pokles inflace. Náhlé snížení poptávky znamená více konkurenční prostředí, což v důsledku může vést k tomu, že se v cenách teprve nyní plně projevuje předcházející silná apreciacie, která se dosud zcela nemusela promítnout.

S ohledem na velkou nejistotu ohledně budoucího kurzového vývoje doporučuje měnit sazby jen postupně. Domnívá se, že pro reálnou ekonomiku rozdíl v hladině sazeb několika málo desítek bazických bodů, který by přetrvával po poměrně krátkou dobu, nehraje příliš velkou roli. Ani větší okamžité snížení sazeb poptávku nenastartuje.

Naopak se obává další rychlé depreciace, kterou považuje za možnou, kdyby došlo ke změně vnímání politiky na straně účastníků finančního trhu. Kdyby byla reakce měnové politiky vnímána jako panická a příliš zaměřená na bezprostřední podporu hospodářského růstu na úkor podpory dlouhodobého nízkoinflačního prostředí, mohlo by to znamenat vyšší rizikovou premii pro korunu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Žádá zdůvodnění toho, co vede k prognóze zhodnocení kurzu v horizontu jednoho roku až na hladinu 23,60 korun za euro. Odkazuje se na stanovisko poradce a táže se, zda je vhodnější považovat šok do rizikové premie za krátkodobý nebo déletrvající. Tuto volbu považuje za klíčovou pro vyznění celé bilance rizik, a proto by měla být lépe zdůvodněna.

Guvernér Tůma: Konstatuje, že otázka, zda pozorované oslabení kurzu lze v modelovém popisu lépe vystihnout krátkodobým nebo permanentějším šokem do rizikové premie, je součástí širší debaty o fungování modelu v současné situaci. Ekonomické vztahy, které model popisuje, mohou zůstat platné. Nicméně je možné, že kvantitativní předpoklady o fundamentálních nepozorovaných modelových veličinách, které ovlivňují nejen dynamiku kurzu, by bylo vhodné znovu ověřit. Jedná se například o to, jaká je současná *policy neutral rate*, atp. Bez této diskuze je model nyní jen chabým vodítkem.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Na obhajobu svého měnověpolitického doporučení uvádí, že není na co čekat. Inflace i ekonomika padá prudce dolů. Při tom efekt měnové politiky má svá zpoždění. Aby bylo možné nějak tlumit současný propad, je třeba jednat rychle. Ekonomika se chová zlomově a proto není vhodné rozkládat opatření do řady čtvrtletí, tak jak je to vhodné v normální situaci.

Aktuální kurz a to, že zůstane na slabších hodnotách, je vnímáno jako proinflační riziko. Provedené simulace ukazují, že k tomu, aby kurz převážil všechna protiinflační rizika, musel by oslabit přibližně na úroveň 28 korun za euro. Teprve pak by bylo nutné revidovat doporučení sekce.

Poloha kurzového bodu v GRIPu blízko počátku souvisí nejen s tím, že šok do kurzu se modeluje jako krátkodobý, ale i s tím, že se do simulací vkládá dosavadní průměrná čtvrtletní hodnota, která je cca 25 korun za euro, tj. pouze o 20 hal. slabší, než byla predikce. Pokud by byl zapracován i výhled slabšího kurzu do konce čtvrtletí, byl by proinflační dopad významně silnější. Ostatní nové informace jsou však naopak výrazně protiinflační. Takže by i další oslabení kurzu spíše pomáhalo protiinflační šok kompenzovat.

Kurz nyní může působit jako tlumič šoků, nyní se jedná evidentně o nejrychlejší a nejúčinnější transmisní mechanismus měnové politiky. Naopak úrokové sazby budou na ekonomiku působit velice omezeně.

Viceguvernér Singer: Táže se na to, jaký vliv na prognózu kurzu by mělo zapracování případného blízkého významného snížení sazeb ECB. Vyjadřuje pochybnost o tom, že by kurz mohl, po dosavadním výrazném oslabení a případném obnovení úrokového diferenciálu například na úroveň 1,5 procentního bodu, dále oslabovat. Jak se SMS domnívá, že ECB změní sazby na jejím nejbližším měnovém zasedání?

Odpověď SMS: Očekává, že hospodářský propad v roce 2009 bude přibližně takový, jaký indikuje Consensus Forecast. Nicméně zpochybňuje rychlé oživení indikované pro rok 2010 nejen CF, ale dosud i ECB. Čeká však, že tento názor ECB bude revidován a že dojde k výraznějšímu snížení sazeb. Očekává, že se sazby ECB budou v roce 2009 pohybovat mezi 1 a 1,5 %. Snižování sazeb ECB je pravděpodobné i s ohledem na aktuální měnovou politiku FEDu.

Viceguvernér Hampl: Táže se, zda zjevné snižování poptávky po našich exportech a zhoršování indikátorů reálné ekonomiky (průmyslová výroba, obchodní bilance) je primárně způsobeno vlivem snižování poptávky v zahraničí nebo jedná o zpožděný vliv předchozí silné aprecie koruny z první poloviny roku. Lze kvantifikovat podíly těchto dvou faktorů? Předpokládá, že zahraniční poptávka má výrazně větší váhu. Podotýká, že odpověď na tuto otázku je značně relevantní i pro komunikaci ČNB vzhledem k některým zájmovým skupinám.

Odpověď SMS: Jednoznačně převažující vliv má zahraniční poptávka. Kvantifikovat to je možné přibližně poměrem 5:1 v neprospěch vlivu kurzu.

Viceguvernér Hampl: Požaduje interpretaci vývoje na trhu práce prizmatem Beveridgeovy křivky. Konkrétně se táže, zda došlo v minulých letech ke zvýšení flexibility na trhu práce. Nyní pozorovaný cyklický pokles počtu volných pracovních míst bez současného výraznějšího zvyšování nezaměstnanosti by to mohl naznačovat. Nebo nedošlo ke žádoucím strukturálním změnám a můžeme očekávat situaci, kdy bude opět vysoká nezaměstnanost jako v letech 1999 nebo 2000 a při tom bude existovat mnoho volných pracovních míst?

Odpověď SMS: Ohledně strukturálního vývoje lze říci, že dochází k dílčímu postupnému zlepšování. Křivka vykazuje určitou anti-hysterezi. Kdyby se strukturálně nestalo nic, aktuální bod by se posouval zpět na JV po své stopě. Avšak ve skutečnosti se nachází blíže počátku.

To odráží i prognóza, která při přibližně 3% růstu čekala růst nezaměstnanosti přibližně na 7 %, což je méně než 9-10 %, které byly pozorovány ve zmiňovaných letech 1999-2002. To znamená, že NAIRU se v prognóze snížila.

Cyklicky lze však očekávat poměrně velký posun zhruba směrem na JV. V letech 2009-2010 lze čekat zvýšení cyklické nezaměstnanosti nejméně o 1,5-2 p.b., spíše však o více.

Viceguvernér Hampl: Poznamenává, že šetření o očekáváních na trhu, které je z 8. listopadu, je v těchto vypjatých časech již velmi zastaralé. Táže se, zda by bylo možné získat aktuálnější údaje. Dává ke zvážení možnost využít očekávání finančních trhů, které sbírá Reuters v období brzy před projednáváním situační zprávy (dále jen SZ).

Odpověď SMS: Šetření IOFT zajišťuje sekce bankovních obchodů (dále jen SBO). Termíny většinou potřebám SMS vyhovují. Nicméně pro příští prosinec, kdy se SZ opět zpracovává dříve, bude vhodné hledat ve spolupráci SMS a SBO lepší termín, aby čísla v SZ byla co nejaktuálnější. SBO souhlasí.

Reuters lze využít a případně iniciovat změnu šetření. Reuters zjišťuje odhady očekávání vývoje sazeb, mohou se možná dotazovat i na inflaci.

Viceguvernér Hampl: Chválí zajímavou přílohu SZ o struktuře maloobchodního trhu, bylo by škoda, kdyby zapadla. Nicméně uvádí, že odhadovaný vliv rostoucí koncentrace maloobchodního trhu na budoucí inflaci se mu zdá příliš silný s ohledem na to, že protiinflační dopad nízké koncentrace v minulosti byl méně významný. Nejsou tedy závěry studie příliš silné? Pokud se bude studie dopracovávat, doporučil by rozšíření o srovnání se situací v západní Evropě, které by dobře doplnilo pěkně zpracovaný přehled retailu ve východní Evropě. Benchmarkem je spíše právě stav na Západě, kde je koncentrace mnohem větší než u nás.

Viceguvernér Singer: Připojuje se k dotazům na přílohu SZ a táže se, zda závěry této analýzy jsou aplikovatelné i v současné nestandardní situaci. Tento text považuje za velmi informativní a dobře zpracovaný.

Odpověď SMS: V příloze je prezentován odhad průměrného vlivu růstu koncentrace do inflace za předpokladu ceteris paribus. Avšak konsolidace neprobíhá v čase rovnoměrně. Většinou ke slučování dochází na vrcholu cyklu, kdy je cena aktiv nejvyšší. To také zesiluje procykličnost cen. Poměrně velký očekávaný vliv na inflaci v budoucnu ve srovnání s minulým vývojem vyplývá z toho, že budeme pravděpodobně pozorovat hlavně efekt z konsolidace. Již méně budou výrazné protiinflační efekty boje o podíl na trhu při budování nových prodejen, k čemuž v minulosti zřejmě docházelo.

Viceguvernér Hampl: Táže se, co se tedy očekává v oblasti retailu v příštím roce s ohledem na to, že při útlumu může cena řetězců klesat, a s ohledem na možnost vynucených prodejů.

Odpověď SMS: Standardním očekávaným efektem je, že konsolidace nebude za útlumu probíhat, protože není výhodné prodávat při nízkých cenách. Vliv případných fire-sales je ale možný a je to také relevantní konsolidační mechanismus. To není ale v této analýze bráno v úvahu.

Viceguvernér Singer: Proto přirozeným rozšířením by mohla být empirická analýza konsolidace na trzích, na kterých docházelo k poklesu.

Viceguvernér Hampl: Táže se zástupce referátu finanční stability, jaké důsledky pro stabilitu finančního sektoru a pro kvalitu úvěrových portfolií bank by měl ještě více negativní vývoj, než zachycuje alternativní scénář.

Odpověď Referátu finanční stability (dále jen RFS): Při posuzování vlivu aktuálního poklesu lze pracovat se scénářem „ekonomický propad“, který byl součástí materiálu, jenž bankovní rada projednala 6. listopadu. Nyní se zdá, že tento alternativní scénář by se mohl stát příštím baselinem. Předpokládá se v něm, že HDP v eurozóně poklesne o 2 %, že v ČR bude jen slabý růst a že se budou snižovat sazby. Výsledky simulací, které na něm jsou založeny, naznačují zvýšení agregátní

míry defaultu zhruba na dvojnásobek, tj. na cca 8 %. Rizika i tohoto scénáře jsou směrem dolů pro růst a směrem nahoru pro default rate, protože růst HDP bude zřejmě nižší než se předpokládá, reálné sazby deflované cenami výrobců budou vyšší a podmínky financování budou pravděpodobně horší. RFS pro účely únorové SZ zpracuje aktualizované simulace.

Viceguvernér Singer: Konstatuje, že z prezentace vyplývá, že za současné situace se k analýze ekonomiky model využívá mnohem méně a větší váha se přikládá intuici. V přelomovém období to ale lze očekávat, nechce tím kritizovat model. Táže se však, které části modelu si i v současné situaci zachovávají vypovídací schopnost. Například pro predikci kurzu považuje nyní model za téměř bezcenný. Proto by uvítal diskuzi, která by mohla proběhnout příště na toto téma a obecně o modelovém zachycení vztahů mezi českou ekonomikou a vývojem v eurozóně.

Odpověď SMS: Na rozdíl od QPM je v G3 vazba mezi rizikovou premií a vývojem běžného účtu. Proto nižší zahraniční poptávka vede k oslabení kurzu. V GRIPu je tento efekt zachycen ne bodem, který reprezentuje šok do kurzu, ale bodem, který odráží horší vývoj zahraniční poptávky. Kdyby tam tento efekt nebyl, působilo by zahraničí mnohem více protiinflačně a více ve směru nižších úrokových sazeb.

Odpověď SBO: Vztah mezi poklesem zahraniční poptávky a vývojem kurzu ilustruje i anekdotická evidence o předčasném uzavírání kurzového zajištění některými exportéry. Exportéři se zajišťovali i s výhledem na několik let dopředu. Ačkoliv nezajišťovali celý očekávaný tok hotovosti, dostávají se nyní do stavu přezajištění, protože registrují například pouze 10 % očekávaných objednávek ze zahraničí. Tyto pozice se tak mění na spekulativní, které jsou uzavírány se ztrátou. Existují prý i příklady podniků, které nemají dostatek prostředků na to, aby tuto ztrátu realizovali.

Viceguvernér Singer: Požaduje komentář k proinflačnímu působení mezd v roce 2009. Konkrétně by chtěl odhad příspěvku nižší produktivity práce, nižšího hospodářského růstu a vyšších nominálních mzdových nákladů z toho plynoucích a také vysvětlení jak velkou roli hrají kalibrace modelu, expertní odhady a intuice.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Požaduje komentář k revizi dat HDP a k tomu jak tato změna ovlivňuje předpoklady prognózy o dynamice hospodářského cyklu a projektovanou trajektorii úrokových sazeb.

Odpověď SMS: Vzhledem k přehodnocení dat o HDP byly v minulosti mzdy více proinflační, ale protože inflace nebyla přehodnocena, znamená to, že se realizovaly nižší marže.

Ve srovnání se stávající prognózou nebude pravděpodobně v nové prognóze vliv mezd více proinflační. Lze očekávat, že mzdy porostou pomaleji. Důvodem pro to je, že ekonomika poroste pomaleji a současně bude zachován předpoklad o dlouhodobě konstantním podílu práce na HDP. To je také důvod, proč není třeba se bát oslabení kurzu. Něco musí inflaci vygenerovat a mzdy to zřejmě nebudou více než dosud. Určitý proinflační tlak tam kvůli rigiditám zůstane. Na nové prognóze bude pravděpodobně odstraněn proinflační šok do mezd, který je v platné prognóze motivován vyšší letošní inflací a příslušnými second-round efekty. Naopak zůstane předpoklad o pomalejším růstu produktivity. V souhrnu budou tedy mzdy stále působit proinflačně, ale nedojde k revizi směrem nahoru.

Vrchní ředitel Tomšík: Požaduje komentář k aktuálnímu vývoji národohospodářské produktivity jakož i k nastavení dlouhodobých trendů v modelu, které jí reprezentují. Konkrétně jde o nižší pozorovaný růst produktivity v důsledku revize HDP směrem dolů a to, že aktuální růst produktivity je odhadován kolem 2-3 %. Současně je však dlouhodobá hodnota růstu v modelu nastavena na 5 %. Táže se, zda je toto nastavení adekvátní. Po úpravě *steady-statu* by vyznění prognózy bylo evidentně více proinflační.

Odpoověď SMS: Předpoklad o vývoji steady statu není příliš omezující. Na horizontu prognózy lze postupovat technicky i jinak, je možné upravit střednědobě trend v práci-zhodnocující technologii. Nižší hodnoty trendů pro nejbližší období vyjdou i díky filtraci aktuálních dat. Diskreční však bude nastavení rychlosti návratu k ustálenému stavu. To může trvat i poměrně dlouho.

Viceguvernér Singer: Táže se jakou SMS, nikoliv Consensus Forecast, odhaduje pokles eurozóny. Táže se, zda SMS souhlasí s výhledem cen ropy, který obsahuje stanovisko poradce. Situace na trhu je na jedné straně charakterizovaná contangem, plnými zásobníky a současně očekáváním, že OPEC bude redukovat produkci. Jaká je pravděpodobnost toho, že ceny ropy budou dále klesat?

Odpoověď SMS: Spíše se také přiklání k nižšímu odhadu cen budoucích cen ropy, možná i kolem 30 dolarů za barel.

Viceguvernér Singer: Dotazuje se na působení fiskální politiky na inflaci.

Vrchní ředitel Tomšík: Vyjadřuje pochybnosti o prognóze deficitu veřejných financí. Zatímco v předchozí situační zprávě byl prognózován deficit -1,3 % HDP, aktuální odhad je pouze o 0,1 pb. horší. Mezitím došlo k revizi HDP i k podstatné změně prognózy HDP. Opravdu je SMS přesvědčena, že deficit bude tak malý ?

Odpoověď SMS: Působení automatických fiskálních stabilizátorů povede k růstu veřejných výdajů a poklesu příjmů veřejných rozpočtů, v důsledku lze čekat zhoršení prognózy vývoje schodku. Nicméně lze počítat s tím – podle vyhlášení ministra financí – že přibližně o 10-15 mld. Kč je bez větších problémů možno snížit výdaje v případě zhoršení příjmové stránky rozpočtu.

Snížení sazby ze sociálního pojištění je zahrnuto i v aktuální prognóze.

Prognóza je zpracována na základě schváleného rozpočtu. V případě schválení vládního stimulačního balíčku je možno připravit alternativní scénář. Tyto návrhy připravovány aparátem předsedy vlády však zatím nebyly konzultovány s vedením ministerstva financí.

Na základě posledních informací se zdá, že bude změněna prognóza struktury vládních výdajů. Budou sníženy vládní investice a zvýšena spotřeba vlády.

Viceguvernér Singer: Ohledně údajného negativního vlivu změn ve zdravotním pojištění na státní rozpočet se zajímá o to, zda je to důsledkem rozhodnutí Ústavního soudu o nemocenské nebo se jedná o autonomní proces.

Odpoověď SMS: Ve výdajích za zdravotní péči dochází údajně k úsporám, zejména díky poplatkům. Nicméně vyšší spotřeba vlády ve 3Q 2008 je vysvětlována vyššími výdaji na ústavní péči. Do toho spadají platby za léky, odměny lékařům. Naopak nemocenská je součástí sociálních transferů, takže situace není úplně přehledná a mezi rozhodnutím ÚS a vývojem rozpočtu není zatím zřetelný vztah.

Viceguvernér Singer: Táže se jak SMS, jakou inflaci očekává pro leden 2009.

Odpoověď SMS: Nová krátkodobá prognóza (NTF) není zatím známa. Aktuálně se čeká celková meziroční inflace v lednu kolem 2 % , čistá inflace přibližně kolem nuly. To znamená, že většina z cenového růstu půjde na konto regulovaných cen.

Viceguvernér Singer: Táže se, zda si SMS dokáže představit pro rok 2009 deflací jako základní scénář.

Odpoověď SMS: Ano. Tato možnost se stává aktuálním tématem. Pojmy jako deflace, quantitative easing, nulová hranice sazeb jsou často zmiňovány na různých fórech. SMS si dovede představit záporné hodnoty inflace v roce 2009. Pouze regulované ceny budou téměř jistě růst.

To, že lze čekat inflaci výrazně pod cílem, je důležité také z komunikačního hlediska. Přestřelení v roce 2008 bylo komunikováno jako dočasný důsledek několika šoků proto, aby se příliš nepromítlo do inflačních očekávání. Podobně je důležité vysvětlit, že případně také příliš nízká

inflace v roce 2009 bude jen dočasným jevem, aby se zbránilo destabilizaci očekávání opačným směrem.

Viceguvernér Singer: Dotazuje se, jak se mohou projevit v HDP za rok 2009 očekávané výpadky automobilového průmyslu. Jak asymetrický je tento šok ve vztahu k eurozóně.

Odpověď SMS: Plánovaná produkce Hyundai v roce 2009, která má být přibližně 185 tisíc vozů, by reprezentovala necelý 1 % HDP. Odstávky ve Škodovce mohou znamenat výpadek produkce kolem 130 tisíc aut, pokud by trvaly celý plánovaný půlrok. To by reprezentovalo velmi zhruba 0,5 % HDP. Celková produkce Škodovky v roce 2008 by měla být přibližně 690 tisíc vozů.

Dopad snížení poptávky po automobilech je symetrický z hlediska časování, nicméně váha automobilového a souvisejícího průmyslu na HDP je v ČR zhruba o 2 p.b. vyšší než je tomu v eurozóně, proto dopad bude relativně silnější.

Vrchní ředitel Tomšík: Požaduje interpretaci bodu v grafu GRIP, který reprezentuje nastavení úrokových sazeb v kontextu vysoké rizikové přírážky. Zpochybňuje, zda lze skutečně kreditní prémii interpretovat jako měnověpolitický šok. Graf by byl obtížně interpretovatelný, pokud by naznačoval vyšší měnověpolitické sazby kvůli kreditní prémii.

Odpověď SMS: Bod v GRIPu zatím reprezentuje sazby PRIBOR a jako takový je třeba jej interpretovat. Je to dobrý námět pro budoucí verze tohoto grafu, aby byla premie mezi PRIBORem a měnověpolitickou sazbou nějak zobrazena a aby měl tento graf vyšší vypovídací schopnost.

Vrchní ředitel Tomšík: Klade otázku ohledně regulovaných cen, které se zdají být dalším dosud nezmiňovaným proinflačním faktorem. Regulované ceny by měly vzrůst více než se čekalo, zejména se bude jednat o elektřinu.

Odpověď SMS: Nyní se přepokládá 12% růst cen elektřiny. Tyto ceny jsou v podstatě již zřejmě dány současným vyjednáváním. Je důležité, že cena elektřiny má dvě složky, jednak je to cena energie jako takové a jednak cena její distribuce. Pro rok 2010 se čeká přibližně stabilita cen. Ve srovnání s prognózou se jedná o určitý posun, prognóza pro rok 2009 očekává růst cen o 10 % a pro rok 2010 růst cen o 7 %. To znamená mírné proinflační riziko pro rok 2009 a protiinflační riziko pro rok 2010. Váha cen elektřiny je pouze 3,5 %, proto je tento vliv jen velmi malý.

U zemního plynu došlo ke změně předpokladu z -11,8 % na -24,2 % meziroční změny cen pro rok 2009. Pro rok 2010 se předpoklad mění ze stability na +7,2 %. To znamená výrazné protiinflační riziko pro 2009. Ceny plynu jako obvykle v čase silně zaostávají za vývojem cen ropy, v lednu lze proto čekat ještě nulovou změnu, pak ale začnou regulační úřady upravovat ceny směrem dolů.

V sumě tedy v rámci regulovaných cen v roce 2009 poroste výrazně pouze elektřina a nájemné.

Vrchní ředitel Holman: Táže se na aktuální stav úvěrového kanálu, který zřejmě funguje hůře než v normálním období. Otázkou je proč a jaká jsou ta hlavní úzká místa. Konstatuje, že tomu podle jeho názoru není v situační zprávě věnována dostatečná pozornost. Konkrétně se zajímá o kreditní prémii mezi sazbami na mezibankovním trhu a repo-sazbou. Dále se táže, jak důležitý je nyní mezibankovní trh pro dodávání likvidity a jakou roli hraje nově zavedená dodávací facilitata ČNB. Pokud se dodávací facilitata nepoužívá, může tomu být i z reputačních důvodů.

Odpověď SMS: Dosud je třeba se spokojit se střípkami anekdotické evidence o fungování trhu. Na základě krátké časové řady, která je k dispozici z období krize, je obtížné provést hlubší ekonometrickou analýzu vztahu mezi sazbami peněžního trhu a sazbami z úvěrů a vkladů. Na jaro je plánována série boxů, které se budou věnovat zadlužení domácností a vlivu podmínek na mezibankovním trhu na čerpání úvěrů.

Guvernér Tůma: Zpochybňuje informační hodnotu rozpětí mezi sazbami mezibankovního trhu PRIBOR a repo sazbou. Za PRIBOR údajně téměř žádné transakce neprobíhají. Táže se, zda je

tomu skutečně tak. Navíc PRIBOR možná ani není referenční sazbou pro úvěrování, údajně se nyní využívá místo toho interní cost of funds.

Odpověď SBO: PRIBOR hraje roli i v navazujících trzích, na kterých se stále ještě obchoduje. Například na trhu IRS ještě existuje určitá likvidita i když údajně nynější objemy obchodů jsou přibližně na 20 % objemů, které se realizovaly v září. Trh IRS je dále relevantní pro trh se státními dluhopisy.

Guvernér Tůma: Dochází k přechodu na cost of funds u pouze nových smluv nebo se znovu vyjednávají i stávající kontrakty?

Odpověď SBO: Údajně dochází k přechodu na costs of funds i u některých existujících kontraktů. Rozsah však není znám.

Vrchní ředitel Holman: Dotazuje se na aktuální fungování trhu klientských úvěrů. Má indikace, že dochází ke credit rationingu. To by znamenalo, že banky by poskytovaly úvěry pouze klientům, se kterými mají dlouhodobé vztahy a velkým firmám. Je tomu skutečně tak?

Odpověď SMS: Credit rationing by se projevoval tak, že by více rizikové firmy byly z trhu vytlačovány a zůstávaly pouze méně rizikové firmy, které i v normálních dobách platí nižší úrok. Anekdotická evidence je však taková, že i takové bonitní firmy jako je ČEZ, platí vyšší kreditní prémii.

Vrchní ředitel Holman: Požaduje komentář k vývoji reálných úrokových sazeb v situaci klesající inflace na jedné straně a nedokonalé transmise měnověpolitických sazeb do sazeb mezibankovního trhu i do sazeb podnikových úvěrů na straně druhé. Pravděpodobně dochází ke zvyšování reálných úrokových sazeb. Jaký vliv bude mít tento jev na hospodářský růst a na trajektorii sazeb?

Odpověď SMS: Souhlasí s tímto hodnocením. Dochází ke změně struktury měnových podmínek směrem k přísnějším úrokovým a kreditním podmínkám a současně uvolněnějším podmínkám kurzovým. V souhrnu je však implikován nižší růst a nižší trajektorie měnověpolitických sazeb.

Vrchní ředitel Holman: Táže se, zda hypotézy o tom, že finanční krize dopadne silněji na emerging economies včetně ČR než na vyspělé země, jsou opodstatněné. Pokud ano, jaký vliv by to mělo na kurz koruny?

Odpověď SMS: Hypotéza o větší zranitelnosti EM může být opodstatněná, oslabující kurzy to naznačují. Investoři se obávají, že náš region bude výrazně zasažen výpadkem zahraniční poptávky. Při tom sem bylo značně nainvestováno za účelem exportu. Nyní dochází k repatriaci prostředků.

Ve skupině emerging markets, které jsou závislé na exportu surovin, je situace ještě horší. Tyto země často naplánovaly své rozpočty při očekávání podstatně vyšších cen komodit, než jaké se nyní realizují, a proto pro ně bude obtížné omezovat svou produkci. Proto lze očekávat, že ceny surovin budou i nadále nízké a finanční situace exportujících zemí napjatá, což může přispívat ke zvýšení vnímaného rizika zemí emerging markets.

ČR sice neexportuje suroviny, ale je závislá na výrazně cyklických odvětvích, jakými jsou například automobilový průmysl a elektrotechnika.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Dotazuje se zda je pozorováno odlišné chování podniků pod zahraniční kontrolou. Ty jsou totiž zřejmě těsněji navázány na své mateřské firmy, což znamená, že v lepších časech mohou mít lépe zajištěné financování i odbyty. Otázkou je, jak je ovlivňuje současná krize.

Odpověď SMS: Až 90 % exportu je zajišťováno firmami pod zahraniční kontrolou, kde mateřské firmy jsou ve svých zemích také často v problémech, což potenciální potíže lokálních dcer zvětšuje. V říjnových datech byl u podniků pod zahraniční kontrolou zaznamenán stejně velký pokles produkce jako u průmyslu celkem, což je v souladu se zmíněnou intuicí.

Vrchní ředitel Holman: Vyjadřuje názor, že situační zpráva je málo analytická a naopak analýza, že se přesunula do textu Měnověpolitického doporučení, které nabylo i rozsahu. Zpochybňuje, že to je posun správným směrem.

Odpoověď SMS: V prosinci bývá jednání o týden dříve a problém je v tom, že důležitá data jsou publikována až po uzavěrce SZ, která pak na ně nemůže reagovat. Část analýzy se nutně přesouvá do přípravy MPD a prezentace. Proto varianta předpokládající stejné načasování všech malých SZ nebyla doporučena pro harmonogram roku 2009.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Táže se na pravděpodobný vývoj dovozních a vývozních cen, protože předpokládá, že směnné relace výrazně ovlivní vývoj čistého vývozu. V SZ je dokumentována u cen v zahraničním obchodě velká diskrepance mezi očekáváními a realitou. Požaduje komentář k tomuto vývoji.

Odpoověď SMS: V základním scénáři bylo již určité zhoršení čistého exportu predikováno, v alternativě to bylo výraznější. Proto lze očekávat, že revize půjde tímto směrem. V nominální obchodní bilanci je možné, že snížení exportu bude částečně kompenzováno nižšími cenami surovin, směnné relace se budou zlepšovat. Nicméně vývoj reálného čistého exportu bude podstatně horší.

Guvernér Tůma: Požaduje komentář k aktuálnímu rozhodnutí Fedu, který snížil úrokové sazby téměř na nulu. Táže se, jaké to může mít implikace pro politiku ČNB a zahraniční prostředí vůbec.

Odpoověď SMS: Snížení sazeb prakticky na nulu znamená potvrzení toho, že FED bude i nadále provádět tzv. quantitative easing. Také to indikuje obavy tvůrců měnové politiky v USA, že hospodářský pokles bude velmi výrazný a že oživení nebude rychlé. Potvrzuje se, že USA a na ní navázaná Evropa jsou v recesi, a lze čekat, že tam budou nejméně dva roky.

Guvernér Tůma: Poukazuje na chybu v SZ, v části Peníze a úvěry, kde na grafu zobrazujícím poměr stavu úvěrů a HDP je zřejmě chybné škálování.

Odpoověď SMS: Děkuje za připomenutí, bude opraveno.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Zahajuje jednání. Konstatuje, že tentokrát byla vypovídací schopnost prognózy poněkud zpochybněna samotnou SMS. Ani MPD ani prezentace se o prognózu příliš neopíraly. Přichází neobvykle velké množství nových informací. Doporučení pro měnovou politiku se pohybují od snížení o 25 ke snížení o 75 bazických bodů.

Viceguvernér Hampl: Konstatuje, že bylo předloženo velmi chmurné MPD. I když také sleduje nové informace o ekonomickém vývoji, byl překvapen tak negativním vyzněním. Zdá se být zřejmé, že jsme svědky překvapivě silného negativního asymetrického šoku. Pozorujeme kumulaci špatných událostí a velmi pesimistických očekávání. Měnová politika by měla rozhodně fungovat jako tlumič, měla by ekonomiku stabilizovat. Otázkou pro něj zůstává, jaká je optimální míra tohoto tlumení. Konstatuje, že aktuální vývoj kurzu významně přispívá ke stabilizaci. Nepříznivým jevem je přetrvávající odchylka tržních sazeb od měnověpolitické sazby. Pokud by peněžní trh byl málo citlivý na změnu repo-sazby, i razantní opatření by mohlo mít jen omezený dopad na ekonomický vývoj.

Viceguvernér Singer: Současnou situaci charakterizuje jako až učebnicovou krizi z nadměrných kapacit. Nepříznivé je, že tyto nadměrné kapacity jsou koncentrovány zejména v automobilovém průmyslu. Lze si snadno představit, že fiskální a kvazifiskální opatření na podporu růstu nebudou

fungovat nebo budou mít jen omezený účinek. A to nejen kvůli typickému crowding-out, ale i kvůli porušení vazeb v ekonomice. Příkladem může být, že spotřebitelé odmítnou spotřebovávat. Také měnová politika má jen omezený vliv, ale to by nemělo být důvodem pro to, abychom se jí vzdali. Naopak je při rozhodování třeba vzít v úvahu, že převodní mechanismy fungují pouze částečně.

Zaznamenal, že diskuze se také stále vede o protiinflační důvěryhodnosti centrální banky, která mohla být v ohrožení v období rychlého růstu cen surovin. To je však minulá válka, nyní je situace jiná, ceny surovin klesají a zažíváme krizi z nadměrných kapacit, ne surovinovou krizi vyvolanou OPECem nebo izraelskou válkou. Podle vyjádření SMS lze od ledna čekat, že inflace bude na dolní hraně tolerančního pásma a čistá inflace, která je relevantnější pro měnovou politiku, bude na hraně deflace.

Očekává, že zpomalení hospodářského růstu i růstu cen budou velmi výrazná a zvažuje proto navrhnout i rozsáhlejší snížení sazeb, než je doporučení sekce.

Vrchní ředitel Holman: Bilance rizik je výrazně protiinflační, kromě kurzu a reálných mezd vše působí tímto směrem. Očekává tedy, že inflace bude v příštím roce velmi nízká. Vše mluví pro poměrně razantní snížení sazeb. Otázkou je účinnost a mechanismus působení měnové politiky, zejména ohledně její schopnosti ovlivňovat klientské sazby, která je nyní zřejmě omezená. Zdá se, že měnová politika bude ekonomiku ovlivňovat především přes kurzový kanál. Avšak kurz oslabuje, takže není jasné, jestli je účelné přidávat ještě další impuls k oslabování koruny. Přiklání se ke snížení sazeb ale ne k tak razantnímu, jak navrhuje SMS.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: V posledním měsíci přicházejí nepříznivé signály z reálné ekonomiky, pozorujeme zhoršování v průmyslu, prognózy poptávky v eurozóně jsou postupně nižší a nižší. Jaký vliv toto bude mít na domácí exportéry? Jak na to budou reagovat a do jaké míry se s poklesem zahraniční poptávky budou schopni vyrovnat? Nicméně transmisní mechanismus je oslaben a dnešní rozhodnutí bude mít pravděpodobně jen velmi omezený dopad na hospodářskou aktivitu. Pochybuje o tom, zda je možné zasáhnout tak rychle a tak razantně, aby bylo možné ještě ovlivnit hospodářský pokles očekávaný v roce 2009. Přiklání se ke snížení sazeb, ale menšímu než navrhuje SMS.

Vrchní ředitel Tomšík: Bezprecedentní propad vnějšího prostředí se rychle přenáší do naší malé otevřené ekonomiky. Takže považuje za vhodné reagovat uvolněním měnové politiky. S ohledem na zmiňovanou možnost deflace je podstatným argumentem pro razantní krok směrem dolů i potřeba stabilizovat inflační očekávání na inflačním cíli.

Podpurným argumentem pro větší snížení sazeb je i možnost významného rozšíření úrokového diferenciálu koruny vůči euru i dolaru. Byl překvapen dnešním rozhodnutím FEDu snížit sazby téměř k nule. Podle všech informací lze čekat, že i ECB brzy sníží významně úrokové sazby. Úrokový diferenciál by mohl znamenat stabilizaci kurzu nebo by se kurz mohl vydat i opačným směrem. Při tom považuje za důležitou informaci o kurzovém měnověpolitickém experimentu, ze kterého vyplývá, že teprve oslabení kurzu k přibližně 28 Kč za euro by SMS vedlo k přehodnocení jejich doporučení. To znamená, že zde existuje velký kurzový polštář.

Vývoj regulovaných cen, zejména elektřiny a nájemného, je proinflačním faktorem prognózy, ovšem po vysvětlení SMS na otevřené části jednání mu nyní přikládá nižší váhu. Významně protiinflačně působí ceny ropy. Citlivostní analýza SMS ukazuje, že pokles cen ropy o 25 dolarů za barel vede na prognóze ke snížení úrokových sazeb o přibližně 80 bazických bodů. Z tohoto pohledu je doporučení sekce konzistentní.

Za proinflační faktor naopak považuje vývoj produktivity. Pokud by byla produktivita měřena z odpracovaných hodin a ne na základě zaměstnanosti, byl by její růst ve 3Q 2008 téměř nulový.

Po zvážení všech informací včetně toho, že je málo funkční transmise měnové politiky, si dovede představit razantní snížení sazeb v takovém rozsahu, jak je doporučuje SMS.

Guvernér Tůma: To, že bude potřeba výrazně snížit sazby, považoval od začátku za zřejmé. Ovšem stanovit správnou míru je obtížné, zejména v situaci, kdy prognostický aparát je tentokrát velmi malou oporou pro rozhodování. Rozumí i argumentům, které by mohly vést i k většímu snížení sazeb než o navrhovaných 75 bazických bodů, představitelná je pro něj tedy změna v rozsahu 50-100 bodů. Nakonec se však přiklání spíše k opatrnějšímu postupu. Ohledně transmise měnověpolitických sazeb uvádí, že sice probíhá podstatně hůře než dříve, nicméně poslední snížení měnověpolitických sazeb se po určitém čase z větší části do sazeb peněžního trhu promítlo. Takže argument, že je nutné měnit sazby ČNB výrazněji, aby bylo dosaženo žádoucí reakce peněžního trhu, platí jen v omezené míře. Nedomnívá se, že je velké riziko z prodlení, protože do konce roku na peněžním trhu nedojde k velkým změnám, transmise je před uzávěrkami zřejmě zcela zamrzlá, nějaký pohyb je možné čekat až v lednu. Proto může být vhodné provést pouze menší změnu a počkat na nové informace po novém roce. Považuje za možné, že oslabování kurzu bude ještě nějakou dobu pokračovat a nemyslí si, že úrokový diferenciál hraje v současné době velkou roli pro determinaci kurzu, proto by se příliš neobával ani většího snížení sazeb ECB.

Viceguvernér Hampl: Za velkou a klíčovou nejistotu považuje chování bank v roce 2009 a 2010. Jak již uváděl v minulosti, poměrně dobré kapitálové vybavení domácích bank by mohlo přispět k jejich standardnímu chování a fungování finančního zprostředkování. Nicméně je otázka, zda se budou banky skutečně snažit obchodovat, vytvářet zisk a poskytovat úvěry, nebo zda převáží obavy z velmi nejistého vývoje a banky budou omezovat jakékoliv rizikové operace. Je možné, že fundamentální síla sektoru nebude stačit k tomu, aby převážila vliv velmi negativních a sebenaplňujících se očekávání. Je v tomto ohledu méně optimistický než dříve. Ohledně vlivu oslabujícího kurzu na stimulaci poptávky uvádí, že může být spíše poměrně slabý. Jak potvrdila SMS, za současným domácím zpomalením stojí zejména propad v zahraničí, předchozí apreciace hrála jen podružnou úlohu. Proto by ani oslabení nemělo být tak stimulační.

Guvernér Tůma: Nicméně kurzový kanál transmise bude do určité míry působit a bude rychlejší než vliv sazeb.

Viceguvernér Hampl: Transmise měnověpolitických sazeb do tržních sazeb funguje omezeně. Proto inklinuje k tomu spíše akceptovat doporučení sekce provést razantnější změnu, aby se alespoň její část do tržních sazeb promítla. Nastoluje otázku jak intenzivně komunikovat možný výrazný pokles inflace pod cíl. Znamenalo by to totiž, že by se komunicovala v čase rostoucí volatilita inflace.

Guvernér Tůma: Pokud by se inflace v budoucnu skutečně dostala hluboko pod cíl, stejně by bylo nutné to komunikovat. Připouštíme-li možnost velmi nízké inflace, měli bychom v tom být transparentní.

Viceguvernér Hampl: Ano, je zřejmě vhodné komunikovat riziko nízké inflace v budoucnu jako důsledek souběhu negativních šoků, nicméně doporučuje se vyhnout systematické kampani, podobné té, která doprovázela letošní přestřelení.

Viceguvernér Singer: Souhlasí s tím, že komunikační strategii je třeba prodiskutovat podrobně, tempo jakým se objevují nové informace je podstatně vyšší než minulý podzim. Obrací se k řediteli SMS a vyjadřuje spokojenost s diskuzí na otevřené části jednání. Oceňuje schopnost ekonomů SMS vést debatu bez opory modelu.

Vyjadřuje přesvědčení, že kurz má stabilizující vliv na naši malou, otevřenou a rozvíjející se ekonomiku, která se potýká s masivním propadem poptávky vyvolaným krizí z nadvýroby a která si při tom si potřebuje zachovat schopnost se financovat. V tom oslabování kurzu pomáhá přes učebnicovou podporu bilance běžného účtu. Při případné nutnosti pouze vnitřního financování státu bez pomoci bankovního sektoru by bylo možné se v poslední instanci spolehnout na přímý prodej dluhopisů obyvatelstvu. Postupné a spořádané oslabování kurzu také snižuje pravděpodobnost, že by došlo k náhlé ztrátě konkurenceschopnosti a překotnému vývoji kurzu.

Připomíná, že šok do zahraniční poptávky je zcela bezprecedentní, což ilustruje například změna v prognóze ekonomického růstu v eurozóně na 2Q 2009. Zatímco v březnu t.r. se očekával růst cca 1,8 %, v prosinci je to již pokles o stejnou hodnotu. Co se týká míry reakce měnové politiky na takový šok, domnívá se, že bylo možné uvažovat i o snížení větším než o 100 bazických bodů.

Pokles produktivity práce nepovažuje za inflační, protože je dán poklesem poptávky. Podniky dosud zaměstnávají lidi, pro které nemají práci, což se projevuje poklesem produktivity. Po jejich propuštění, případně likvidaci výroby, tento převis přestane být vykazován.

Ačkoliv zvětšení spreadu mezi měnověpolitickou sazbou a sazbami na mezibankovním trhu zhoršuje transmisní mechanismus, má i kladnou stránku, neboť se díky němu částečně financuje bankovní sektor.

Náklady způsobené chybným rozhodnutím vnímá asymetricky. Příliš pomalá reakce měnové politiky by mohla vést k deflaci a nutnosti v budoucnu zavádět kvantitativní uvolňování a další exotická opatření, což osobně považuje za velice nežádoucí.

Souhlasí s tím, že nyní úrokový diferenciál nehraje pro kurz příliš velkou roli, jenže příští zasedání bankovní rady bude až v únoru a v mezičase může dojít k celkové změně situace, včetně zahraničních sazeb.

Guvernér Tůma: Poznamenává, že v tomto případě, který ale nepovažuje za příliš pravděpodobný, by mohla bankovní rada rozhodnout i na mimořádném jednání. Riziko pro vývoj kurzu považuje za asymetrické. Mnohem větší váhu přikládá možnosti, že kurz bude při příštím jednání 28 Kč za euro než 24 Kč za euro. Kurz již nyní oslabil o dost a ačkoliv je transmise do cen nyní částečně omezena, další větší pokles koruny by již mohl vyvolat nežádoucí inflační tlaky.

Viceguvernér Singer: Také nyní považuje další oslabování za více pravděpodobné než obrát ve vývoji kurzu. Nicméně ekonomické důsledky obou krajních scénářů považuje za nesymetrické. Návrat kurzu k 24 Kč za euro by nyní považoval za velmi nákladný pro celou domácí ekonomiku a mimořádné zasedání za nevhodný signál paniky na naší straně. Z dostupných fakt plyne, že nynější situace je robustně protiinflační.

Vrchní ředitel Holman: Připojuje se k názoru, že v současnosti úrokový diferenciál není pro vývoj kurzu klíčový. Kurz je zřejmě ovlivňován sentimentem investorů ve vztahu nejen k ČR, ale i celému okolnímu regionu. Tento sentiment lze těžko odhadnout a může se snadno změnit. Velmi razantní snížení sazeb by mohlo pro investory znamenat, že dochází k nějaké větší změně, a kurz by mohl oslabit i více, třeba až k 30 Kč za euro.

Souhlasí s názorem, že vykázaný pokles produktivity není třeba považovat za zdroj inflačního tlaku.

Uvádí, že nepřítomný vrchní ředitel Řežábek by doporučoval snížení sazeb o 100 bazických bodů.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Uvádí, že kurz nyní není zdaleka tak důležitým cenotvorným faktorem jako za standardních podmínek. Změny poptávkových poměrů jsou v současnosti pro determinaci inflace relativně mnohem důležitější.

K intenzitě reakce měnové politiky uvádí, že aktuální vývoj lze vidět nejen jako negativní šok, ale i jako korekci předchozích nerovnovážných procesů. Pokud by tomu tak bylo, doporučuje zvažovat, do jaké míry by se takové korekci mělo bránit.

Připomíná, že takovým tempem snižování sazeb, jaký doporučuje SMS, je možné se brzy dostat se sazbami blízko nule, čímž se zredukuje prostor pro měnovou politiku v budoucnosti

Vyjadřuje spokojenost s tím, jak bylo zpracováno stanovisko poradce.

Stále se přiklání ke snížení sazeb o 50 bodů.

Viceguvernér Singer: Pokud by se měnověpolitické sazby dostaly na nulu a inflace by se stále snižovala, mohla by být ČNB v krajním případě nucena přistoupit k direktivnímu zvyšování objemu peněz poskytnutých bankám.

Vrchní ředitel Tomšík: Hlavním problémem je propad vnější poptávky. Z pohledu domácích podniků je rozdíl mezi snížením o 50 nebo 75 bodů jen velmi malý.

Viceguvernér Singer: Úkolem měnové politiky není pomáhat českému průmyslu, ale zajistit, aby v 1Q 2010 byla inflace co nejbližší 2 %. A se současnou znalostí považuje za velmi nepravděpodobné, že by se v tomto období inflace dostala nad svůj cíl. V té souvislosti uvádí, že nyní jde o klasickou a nikoliv stagflační krizi. V minulosti nedocházelo k nadměrnému utrácení a nadměrnému růstu cen.

Viceguvernér Hampl: Zdůrazňuje, že by se rozhodování mělo soustředit na horizont měnové politiky a nesnažit se stabilizovat vývoj v první polovině roku 2009, na to by asi nestačilo ani snížení o 150 bodů.

Doporučuje, aby se rozhodování řídilo vývojem sazby, která skutečně ovlivňuje ekonomiku, tou zřejmě není repo sazba ČNB, ta je pouze nástrojem.

Táže se přítomného ředitele SMS, zda kurzový vývoj je nyní determinován fundamentálně, nebo je pod vlivem sentimentu. Když většina z produktů, které tato ekonomika světa nabízí, je méně poptávána, znamená to, že pohyb kurzu má zdroj spíše ve změně fundamentálních charakteristik.

Ředitel SMS Holub: Také se přiklání spíše k tomu, že zdůvodnění je fundamentální. Za dobrou ilustraci považuje chování exportérů zmiňované na otevřené části jednání, z nichž někteří jsou nuceni nyní uzavírat své pozice z nadměrného zajištění.

Viceguvernér Singer: Většina tržních analýz počítá s tím, že koruna bude pokračovat v oslabování. Je to fundamentální a především stabilizační proces. Proto není třeba se tím příliš znepokojovat. Navíc s ohledem na nízkou zadluženost v cizí měně není pro ČR měnový kurz téměř problémem z hlediska finanční stability.

Guvernér Tůma: Poznává, že současná krize nevznikla v ČR a bude nakonec na hlavních světových hráčích, jak se k ní postaví. Neznámá to, že by měnová politika neměla reagovat, ale lze těžko očekávat, že bude schopna důsledky krize plně kompenzovat.

Viceguvernér Hampl: Souhlasí, měnová politika nemůže hospodářství znovu rozběhnout, ale může trochu přispět k tlumení důsledků tohoto šoku.

III. Úkoly

Nebyly uloženy.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,5 procentního bodu na úroveň 2,25 % s účinností od 18. prosince 2008. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 1,25 %, respektive 3,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Viceguvernér Hampl hlasoval pro snížení sazeb o 0,75 procentního bodu a viceguvernér Singer hlasoval pro snížení sazeb o 1 procentní bod.

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady.