

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. června 2009**

**Přítomni: guvernér Z. Tůma, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová**

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy**

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o struktuře HDP): Ekonomika prožívá období značného poklesu HDP, ale sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) tvrdí, že ze struktury tohoto poklesu v souvislosti se zásobami plyne určitý proinflační tlak. SMS odvozuje z modelu g3, že budou pomaleji růst technologie a produktivita práce a z toho vyplývají proinflační tlaky. S tím polemizuje. Domnívá se, že zásoby jsou reziduální veličina, která je velmi volatilní a často dochází k jejím revizím.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o struktuře HDP): Pokud jde o HDP, největší odchylku od prognózy měla hrubá tvorba kapitálu kvůli propadu zásob. SMS nicméně interpretuje propad hrubé tvorby kapitálu v logice modelu jako pokles technologií. S tímto vysvětlením nesouhlasí. V situační zprávě je tato strukturální odchylka HDP od prognózy dominujícím rizikem v proinflačním směru.

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o struktuře HDP): HDP se snížilo více oproti prognóze. SMS říká, že není jisté, zda se to týká investic nebo změny stavu zásob, protože změna zásob se týká i staveb a do investic budou tyto zásoby (dokončené a zkolaudované stavby) přerazeny později. Podle SMS tedy nedojde bezprostředně k rozšíření kapacit, ale naopak se sníží potenciál a to je pak proinflační riziko. Vyjadřuje přesvědčení, že nelze v logice ekonomické teorie obhájit tvrzení, že kvůli propadu HDP a investic je třeba zvyšovat sazby, protože tento propad znamená proinflační faktor. SMS je v tomto v zajetí modelu.

***Odpoověď SMS:** SMS nemodeluje zvlášť zásoby a nepřistoupí k tomu ani v budoucnu, protože zásoby jsou reziduální položka. Zároveň si SMS uvědomuje, že jde o první odhad a že časem část těchto zásob se po revizích obvykle změní ve fixní investice. Je ale také možné, že po několika revizích údajů může být růst HDP přehodnocen směrem dolů a investice mohou padat ještě rychleji.*

*Když dojde k rychlému poklesu růstu HDP, náklady v ekonomice se tomu nemohou rychle přizpůsobit a krátkodobě v počátečních podmínkách toto může mít proinflační vliv. SMS upozorňuje, že jednotkové mzdové náklady se v posledních čtvrtletích výrazně zvýšily.*

*Na druhé straně je zřejmé, že růst HDP bude na horizontu prognózy nižší a zřejmě budou během predikčního procesu při přípravě nové prognózy přehodnoceny i technologie, takže tato část bude protiinflační. Bude to tedy otázka pro predikční proces, do jaké míry se tyto dva vlivy vykompenzují nebo který z nich bude dominovat. Momentálně je tato nejistota vyřešena šipkou v GRIPu, protože se SMS domnívá, že ten proinflační vliv domácích podmínek nebude tak výrazný.*

*Z hlediska komunikace je důležité, že kromě propadu celkových investic je zaznamenán i překvapivě vysoký růst spotřeby domácností. Když se vezme v úvahu i rychlejší růst jednotkových mzdových nákladů vůči prognóze, určitý proinflační vliv zde může být.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Ve shrnutí situační zprávy je uvedeno, že nelze vyloučit další přehodnocení zahraniční ekonomické aktivity směrem dolů, což bude implikovat méně protiinflační působení vlivu zahraničí. S tímto tvrzením polemizuje.

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Má dotaz k otázce vnějšího oživení. V situační zprávě je uvedeno, že sice došlo k většímu propadu HDP v zahraničí, ale že zároveň SMS očekává rychlejší odpoutání se ode dna a že toto rychlejší oživení bude mít výrazný protiinflační impuls. SMS to dobře popisuje v logice modelu, když koruna bude více apreciovat přes kurzový kanál. Z pohledu standardní ekonomické teorie však toto vysvětlení nesedí. SMS doporučuje zvyšovat sazby, když dochází k propadu zahraničního HDP? Není SMS příliš svázaná modelem?

*Odpověď SMS: Je zde několik parciálních vlivů. Když bude SMS předpokládat rychlejší oživení na horizontu prognózy, povede to k vyššímu čistému vývozu a rychleji se budou zvyšovat čistá zahraniční aktiva. Úroková prémie pak bude nižší a to bude mít pozitivní vliv na kurz a bude to znamenat nižší úrokové sazby. Pokud ale k rychlejšímu oživení v zahraničí nedojde, lze očekávat slabší kurz a to může parciálně tlačit na zvýšení úrokových sazeb.*

*Na druhé straně přehodnocení zahraničního ekonomického růstu směrem dolů, ke kterému může dojít v prognóze, může vést k nižšímu růstu HDP, mezd atd. To může znamenat nižší úrokové sazby a celkový vliv nemusí být tak silný, jak je momentálně vidět na základě parciální analýzy. V GRIPu tuto nejistotu vyjadřuje šipka u bodu vyjadřující vliv zahraničí, protože simulace v GRIPu nejsou plnohodnotnou prognózou.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Ten kurzový kanál je podle SMS hodně silný. Když ale v lednu koruna depreciovala, „pass through“ kurzu do inflace byl velmi slabý. Obává se, že kurzový kanál není tak silný.

*Odpověď SMS: Pokud jde o „pass through“, nejde jen o kurz, ale i o ceny energií a ceny dováženého zboží, jak je uvedeno v situační zprávě. U těchto položek došlo k většímu poklesu oproti prognóze. Také jde o to, že v posledním období modelový mechanismus dobře zachytil vývoj kurzu. Když došlo k propadu zahraniční poptávky, kurz oslabil na úroveň, kterou SMS v prognóze zhruba očekávala.*

*Na výhledech exogenních faktorů prognózy je specifické to, že došlo k přehodnocení výhledu zahraničního HDP a inflace směrem dolů, ale zahraniční úrokové sazby směrem dolů přehodnoceny nebyly, spíše se zvýšily. Přitom standardně by poptávkový šok ze zahraničí, kdy ekonomika více propadne, byl spojován s nižšími úrokovými sazbami, které by přes nepokrytou úrokovou paritu tlačily domácí sazby směrem dolů a nižší úrokové sazby by tak kompenzovaly vliv kurzového kanálu.*

*Nová prognóza zapracuje ještě jeden Consensus Forecasts, který zřejmě zohlední negativní překvapení z propadu ekonomik v prvním čtvrtletí. SMS tak bude vědět, zda z Consensus Forecasts vyplývají náznaky zlepšování v dalších čtvrtletích nebo zda z důvodu setrvačnosti informací v Consensus Forecasts dojde k přehodnocení celoročních výhledů směrem dolů z důvodu propadu v prvním čtvrtletí.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Jak moc SMS věří tomu, že skutečně dojde k rychlejšímu odpoutání se ode dna ekonomického poklesu v souvislosti s ekonomickým vývojem v zahraničí? Je to uvedeno ve shrnutí situační zprávy. Vychází SMS z pozitivní nálady na akciových trzích? Z čeho SMS vychází?

*Odpoověď SMS: Rychlejší odpoutání se zahraničního ekonomického růstu ode dna může být do určité míry technické. SMS se domnívá, že Consensus Forecasts zatím plně nevstřebal nepříznivá data za první čtvrtletí, nicméně jsou pozorovány určité „měkké“ indikátory obratu, například index Ifo institutu. Kromě toho i některé mezinárodní organizace vidí známky oživení.*

*V prognózách SMS používá výhled zahraničního ekonomického růstu z Consensus Forecasts, který se dále expertně neupravuje. V příští prognóze bude zpracován nový Consensus Forecasts, který by měl plně zohlednit „tvrdá“ pozorovaná data.*

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Je pravda, že mezinárodní instituce vidí známky odpoutání se zahraničního ekonomického růstu ode dna. Vrchní ředitel Holman se ale ptal na fundamentální faktory. Tam je evidence slabá. Větší optimismus se týká pouze „měkké“ evidence.

*Odpoověď SMS: Na větší optimismus poukazuje i značně zvýšené vydávání korporátních dluhopisů, což ukazuje, že podnikový sektor je do určité míry schopen obejít zamrznutí úvěrového kanálu přes finanční trhy. Zatím jde spíše jen o zlepšení nálady, které není vidět v „tvrdých“ datech.*

*SMS pobavil komentář společnosti Dresdner Kleinwort, který hodnotí jako lehce „dovish“ výroky hlavního ekonoma Bank of England Spencera Dalea, který prohlásil o „tvrdých“ datech z britské ekonomiky, že jsou „clearly awful“, což by za normální situace bylo vnímáno jako nezvykle silné prohlášení centrální banky. To jen ilustruje, že přicházející „tvrdá“ data jsou opravdu velmi špatná a že všichni si na tyto negativní zprávy zvykli. Nicméně očekávání do budoucna a sentiment se přece jen trochu zlepšily.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o zahraniční ekonomické aktivitě): Při prezentaci nového hospodářského výhledu OECD bylo zdůrazňováno, že poprvé po dvou letech OECD změnilo prognózu americké ekonomiky směrem nahoru, zatímco poslední dva roky ji vždy snižovali. Určité známky zlepšení jsou zde znát.

*Odpoověď SMS: Včera zveřejněná prognóza OECD je poměrně pesimistická. Hlavní zpráva je ale v tom, že je tato prognóza nepatrně lepší než ta předchozí.*

*Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Obecně se považuje za nejlepší předstihový indikátor HDP eurozóny index „PMI Composite“, což je kombinace „PMI Manufacturing“ a „PMI Non-manufacturing“. Ten dosáhl dna zhruba v březnu na hodnotě kolem 40, zatímco momentálně se nachází na hodnotě zhruba 45. Došlo zde sice k nárůstu, ale pořád se tento indikátor nachází pod hranicí 50, která značí rozdíl mezi růstem a poklesem.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o rizikové prémii): Čím SMS vysvětluje pomalejší než prognózovaný pokles rizikové premie na našem mezibankovním trhu?

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o rizikové prémii): SMS předpokládá ve třetím čtvrtletí výrazný pokles rizikové premie. Jaké fundamentální faktory jsou za tímto předpokladem?

*Odpověď SMS: Předpoklad o vývoji domácí rizikové prémie SMS odvozuje na základě expertního úsudku o vývoji zahraniční rizikové prémie, která je aproximována jako rozpětí mezi zahraničním EONIA index swapem a sazbami 3M EURIBOR. V případě zahraniční rizikové prémie se prognóza téměř naplňuje. U nás se riziková prémie ustálila na vyšších hodnotách, než by odpovídalo tomu, kam má riziková prémie podle prognózy sestoupit ve třetím čtvrtletí.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o rizikové prémii): Měnověpolitické doporučení dnes navrhuje ponechat sazby na stávající úrovni. Shodla by se SMS na tomto doporučení, kdyby opustila předpoklad ze třetí situační zprávy, že riziková prémie se sníží? V prezentaci situační zprávy zaznělo, že podle předpokladu prognózy by prémie měla být ve výši 0,3 p.b., ale nachází se na úrovni 0,65 p.b.

*Odpověď SMS: Kdyby prémie zůstala na současných hodnotách a zároveň by repo sazba zůstala na hodnotě 1,50 %, sazba 3M PRIBOR by se dostala na hodnotu 2,1 %, což odpovídá základnímu scénáři prognózy. Kdyby se naplnil předpoklad základního scénáře a riziková prémie klesla na 0,3 p.b., sazba 3M PRIBOR by byla 1,8 %, což je 0,3 p.b. pod základním scénářem prognózy. To nelze interpretovat fundamentálně, ale SMS se domnívá, že se měnová autorita nachází na „bezpečné straně“. To znamená, že v případě rychlejšího poklesu rizikové prémie, tj. poklesu v souladu s prognózou, by bylo možné měnové podmínky lehce uvolnit. V případě nenaplnění tohoto předpokladu a setrvání rizikové prémie na vyšších hodnotách budou tržní sazby odpovídat prognóze.*

*Při minulém měnověpolitickém rozhodování bankovní rada nespolehala na pokles rizikové prémie a snížila sazby. Proto se dvoutýdenní repo sazba nachází níže ve srovnání s prognózou. Stávající nižší hodnota repo sazby tak kompenzuje možné setrvání rizikové prémie na mírně vyšší úrovni.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o trajektorii sazeb): Graf v situační zprávě srovnávající implikované sazby s trajektorií sazeb konzistentní s prognózou se mu zdá výjimečný. Trajektorie implikovaných sazeb jde na horizontu prognózy nahoru, zatímco trajektorie sazeb konzistentních s prognózou jde dolů. Vypadá to, že trhy jdou úplně jinak.

*Odpověď SMS: Uvedený graf je sestavený k 17.6. Od té doby došlo k poklesu tříměsíčních implikovaných sazeb ze sazeb PRIBOR, což odráží očekávání části trhu na snížení sazeb na dnešním měnověpolitickém jednání. Toto očekávání na snížení sazeb posunulo výhled sazeb FRA na třetí čtvrtletí pod aktuální prognózu. V delším horizontu však výhled sazeb zůstává nad prognózou. To se dá interpretovat i tak, že výhled dvoutýdenní repo sazby v horizontu jednoho roku mají trhy stejný jako SMS, ale trhy nejsou tak optimistické ohledně poklesu rizikové prémie na hodnoty kolem 0,2-0,3 p.b. v závěru roku 2010.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o trajektorii sazeb): V situační zprávě je uvedeno, že tříměsíční implikované sazby jsou odvozeny ze sazeb PRIBOR očištěné o standardní termínovou prémii ve výši 10 b.b. Víme, že termínová prémie je dnes jiná. Nebyly by trajektorie těchto implikovaných sazeb a sazeb konzistentních s prognózou alespoň trochu podobné, kdyby byla termínovaná prémie o 10 b.b. vyšší?

*Odpověď SMS: Termínová riziková prémie ve výši 10 b.b. není totožná s premií mezi dvoutýdenním repem a sazbami 3M PRIBOR. Je to prémie na delším konci výnosové křivky a ta není příliš dotčená. Na delším konci je výnosová křivka docela plochá.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o trajektorii sazeb): Není ta termínová prémie ve výši 10 b.b. přece jen podceněná?

*Odpoověď SMS: SMS se nad tím zamyslí a v příští situační zprávě tento předpoklad případně upraví.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o penězích a úvěrech): V situační zprávě je uvedeno, že v dlouhodobém horizontu může v důsledku naakumulované likvidity dojít k růstu inflačních tlaků. Jak SMS měří naakumulovanou likviditou a jak ji definuje?

*Odpoověď SMS: SMS hodnotí naakumulované inflační tlaky v krátkém období jako sterilní, protože aktuální vývoj reálné ekonomiky nedovoluje jejich promítání do cen. Až se situace zlepší, naakumulovaná likvidita může zhruba v horizontu 24 měsíců přispívat ke zvyšování tlaku na inflaci. Stejně hodnocení na základě podobných propočtů formulovala i ECB. Také v jejich hodnocení převažuje krátkodobý ekonomický pohled, ale dlouhodobě naakumulovaná likvidita může zvyšovat inflaci.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o penězích a úvěrech): Podle situační zprávy dochází ke zmírňování inflačních tlaků z měnového vývoje. Z grafů k vývoji peněz a úvěrů v tabulkové a grafické příloze ale vyplývá, že pokračuje kladný peněžní převis a že se otevírá nominální i reálná peněžní mezera. Jaká je interpretace těchto grafů? Domnívá se, tyto grafy již delší dobu poukazují na inflační tlaky v dlouhém horizontu plynoucí z měnového vývoje.

*Odpoověď SMS: SMS se omlouvá za nejasné věty v textu situační zprávy, kterých si všiml i autor stanoviska. Píše se tam o zmírňujících se inflačních tlacích a hned poté následuje komentář k peněžním převisům a mezerám. Jedná se ale o různá časová období. Peněžní mezery jsou spočítány na základě aktuální prognózy pro první čtvrtletí, zatímco zmírňující se inflační tlaky již odpovídají očekávané skutečnosti pro druhé čtvrtletí, kdy růst peněžní zásoby je nižší než v prognóze a kdy zpomaluje růst peněžního agregátu M1. Proto SMS očekává, že aktualizovaný propočet peněžních mezer bude v nové prognóze signalizovat určité zmírnění inflačních tlaků, přestože se tyto mezery budou stále nacházet v kladných hodnotách.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o penězích a úvěrech): Dále je v situační zprávě uvedeno, že tempo růstu úvěrů se u nás snížilo rychleji než v eurozóně. Jaká ekonomická úvaha za tím stojí? V eurozóně klesá rychleji HDP, zatímco finanční sektor je u nás zdravější.

*Odpoověď SMS: U nás zpomalovalo tempo růstu úvěrů z vyšší základny než v eurozóně, protože naše ekonomika byla více na vrcholu cyklu ve srovnání s eurozónou a také u nás lépe fungovala úvěrová emise. Tempo růst úvěrů zpomalilo u nás i v eurozóně na hodnoty kolem 5 %. Nyní jsme tedy zhruba ve stejné situaci jako eurozóna.*

*Z vyšší základny než v eurozóně u nás zpomalovalo i tempo růstu nově poskytnutých úvěrů a na přelomu let 2008 a 2009 dosáhl tento růst u nás i v eurozóně záporných hodnot. Tempo růstu čistých měsíčních toků, tj. nové úvěry mínus splátky úvěrů, u nás zpomalilo ze 7 % na -3 %, tj. o 10 p.b., zatímco v eurozóně došlo ke zpomalení z hodnot 2-3 % na -4 %. V eurozóně tedy došlo k méně výraznému zpomalení tempa růstu nově poskytnutých úvěrů.*

**Vrchní ředitel Holman** (v diskuzi o „exit strategy“): Do jaké míry SMS vnímá hrozbu, že po odeznění krize čeká svět vyšší inflace? Toto téma by si zasloužilo analýzu nebo box v příští

situační zprávě, protože z růstu širších peněžních agregátů se k tomu zřejmě zatím nic nedá vyčíst.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o „exit strategy“): Navrhuje do příští situační zprávy zařadit okruh otázek na téma „exit strategy“, které dnes zaznívá ve světě, zda v této souvislosti hrozí inflační rizika a jak na to může měnová politika reagovat.

*Odpověď SMS: Toto téma lze otevřít příští týden na poradě bankovní rady s experty na téma kvantitativní uvolňování měnové politiky. Tímto tématem se tam sice SMS explicitně nebude zabývat, ale SMS se nevyhne diskuzi rizika „exit strategy“ a uvede i zkušenosti Japonska.*

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o „exit strategy“): Po té poradě příští týden možná dostane SMS úkol do příští situační zprávy. Bude ale možná lepší se tomuto tématu věnovat zvlášť.

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o světových cenách potravin): Dotazuje se na výhled světových cen potravin. Ten je podle jeho názoru důležitější než domácí ceny potravin, které SMS komentovala.

*Odpověď SMS: Sucho v Kanadě a v Evropě zpočátku zvyšovalo výhled vývoje světových cen potravin, ale v poslední době dochází opět k obratu vlivem srážek. Světové zásoby potravin se výrazně zvyšují a odhady ukazují, že budou zhruba o 50 % vyšší než před rokem. To znamená, že dlouhodobé inflační tlaky ze světových cen potravin nehrozí. Na druhou stranu trhy očekávají v letošním roce zhruba 5% růst světových cen potravinářských komodit. Tyto výhledy se za posledního půlroku téměř nemění, pouze poslední odhady zohledňují pozorované snížení cen.*

*V České republice zatím poslední odhady naznačují nižší úrodu zhruba o 7-10 %, ale stále by úroda měla být lepší než dlouhodobý průměr. SMS se proto domnívá, že lze očekávat spíše stagnaci cen zemědělských výrobců, zejména vzhledem k tomu, že rentabilita je velmi nízká. Poslední informace za posledních zhruba deset dnů naznačují, že díky srážkám by úroda mohla být vyšší, zatímco před dvěma měsíci tomu bylo jinak z důvodu sucha. Informace o intenzitě srážek jsou krátkodobé informace zatížené velkou nejistotou. ČSÚ zveřejní odhady slizně 14.7.*

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o světových cenách potravin): Dotazoval se exaktně na světové ceny potravin.

*Odpověď SMS: Očekává se, že světové ceny potravin porostou zhruba o 5%.*

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o fiskálních opatřeních): Spotřeba vlády nebyla jasně komentována. Jaké implikace do prognózy mohou mít připravované kroky vlády? V případě škrťů by zůstaly mandatorní výdaje na původní výši a snížily by se investiční a další výdajové položky.

*Odpověď SMS: Riziko pro prognózu veřejných financí v letech 2009 i 2010 SMS vnímá jako malé, protože prognóza již se škrty v rozsahu 5 miliard korun počítá. Prognóza zahrnuje vládní protikrizová opatření včetně dodatku opozice, které byly přijaty Poslaneckou sněmovnou. Oznámené škrty v nemandatorních výdajích, které vstupují do spotřeby vlády jako investiční a neinvestiční nákupy a které jsou silně medializovány, se vztahují vůči autonomním scénářům, které formulují jednotlivé výdajové resorty a Ministerstvo financí. Tyto scénáře SMS považuje za krajně nepravděpodobné s ohledem na neschopnost v uplynulém období čerpat jednak výdajové rámce, ale i realizovat projekty EU s příslušným spolufinancováním. Dosud nebylo čerpáno 17 %*

*prostředků fondů EU z minulého programovacího období, které končí rokem 2007, a stejně tak se velice pomalu rozjíždí čerpání za aktuální programovací období.*

*Veřejné finance jako celek se zatím vyvíjejí v souladu s prognózou. Propad daňového inkasa v uplynulých měsících odpovídá pozorovanému zpomalení ekonomiky. Vyplyvá to z vývoje státního rozpočtu i místních rozpočtů, které jsou stále v přebytku, i když o 5 miliard korun menším než před rokem touto dobou.*

*SMS upozorňuje, že údaje o vývoji státního rozpočtu jsou zamlžené tím, že byly odpuštěny zálohy na daně z příjmů podnikajících fyzických osob, které v aktuálním vyjádření budou zpětně zahrnuty do letošního roku. Dále jsou tyto údaje ovlivněny i předzásobením v minulém období z důvodu úpravy spotřební daně.*

*Jak je uvedeno v situační zprávě, rizikem prognózy veřejných financí je nižší růst domácí ekonomické aktivity a vyšší nezaměstnanost. Pokud se toto riziko naplní, působením automatických stabilizátorů dojde ke zhoršení stavu veřejných financí.*

**Vrchní ředitel Řežábek** (v diskuzi o fiskálních opatřeních): Nebudou mít škrty ve výdajích Státního fondu dopravní infrastruktury vliv na prognózu?

*Odpověď SMS: Situaci ve fondech SMS sleduje velmi podrobně, protože státní fondy nepodléhají přímému řízení vlády, resp. Ministerstva financí. SMS se domnívá, že Státní fond dopravní infrastruktury spustil mediální obranu, že jsou ohroženy některé klíčové infrastrukturní projekty. Podle dostupných informací ale tento fond dostane na příští rok o 7 miliard korun více než v roce 2008, který byl vůbec nejúspěšnější v případě infrastrukturních investic. Jde tedy spíše o relativní škrty vůči jejich plánům, které SMS považuje za nerealistické s ohledem na technickou a finanční kapacitu státní správy a dodávajících firem.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o spotřebě domácností): Co stojí za neočekávaně vysokým růstem spotřeby domácností?

*Odpověď SMS: Růst spotřeby domácností byl překvapivě vysoký. SMS očekávala nižší růst, protože mzdový vývoj zhruba odpovídá předpokladu prognózy a nezaměstnanost se rychle zvyšuje. Z pohledu disponibilního důchodu se zdá, že zřejmě došlo k poklesu míry úspor, což SMS v prognóze neočekávala. Zatím nebyly zveřejněny podrobnější údaje o struktuře disponibilního důchodu, které by mohly napovědět, zda například v ostatních příjmech nebo jinde se objeví vysvětlení pro vysoký růst spotřeby domácností.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o spotřebě domácností): Má vyšší než očekávaná dynamika spotřeby domácností dopady na oblast vkladů? Spotřebu musí domácnosti z něčeho financovat.

*Odpověď SMS: SMS i někteří analytici formulují zatím neověřenou hypotézu, že v souvislosti se zpomalením trhu nemovitostí klesá poptávka domácností po bytech a domech. Neodtékají tak prostředky na investice domácností, ale zůstávají na účtech. To by normálně vedlo ke zvýšení míry úspor, ale domácnosti zřejmě do určité míry tyto prostředky využívají pro pokrývání spotřebních výdajů. Tato hypotéza tak vysvětluje zdánlivý paradox, že rostou vklady a zároveň spotřeba domácností, zatímco v současných nepříznivých podmínkách na trhu práce by míra úspor měla spíše růst.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o spotřebě domácností): Kdy budou zveřejněny národní účty domácností?

*Odpoověď SMS: Není zde pevný termín, ale měly by být k dispozici koncem příštího týdne. Budou zapracovány do nové prognózy.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová** (v diskuzi o kurzu): Co stojí za posílením kurzu koruny, který je v posledních dnech téměř skokový a velmi překvapující? Je za ním úrokový diferenciál nebo má SMS jiné vysvětlení?

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o kurzu): Jaké má sekce bankovních obchodů vysvětlení pro vývoj kurzu koruny?

*Odpoověď SBO: Vývoj kurzu v posledních několika dnech je způsobený spíše technickými než fundamentálními faktory. Prvotní impulz podle informací z bank souvisel se zavíráním pozic polského zlotého proti české koruně. Tím jak se kurz dostal přes určitou technickou úroveň, došlo k „samoživení“ tohoto pohybu přes stoplossy, opce a podobné tendence. Kurz přestřelil zhruba na 25,80-25,90 korun za euro. Následná korekce bývá v takových případech obvyklá a také byla podpořena velmi negativními názory na situaci zejména v Lotyšsku. Ted' se kurz nejspíše stabilizuje na úrovni mezi 26-26,20 korun za euro.*

*Odpoověď SMS: Jakkoli je poslední vývoj kurzu překvapivý, z hlediska prognózy aktuální hodnota kurzu neznamena protiinflační riziko. Prognóza počítá s korekcí kurzu na úroveň zhruba 26 korun za euro a následně stabilitu po zbytek predikčního horizontu.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o kurzu): Včerejší dodávací tendr ECB je podle jeho názoru velká změna, když ECB již není v deficitu likvidity, ale v přebytku. Lze očekávat tlak na oslabení eura a tím na posílení koruny? To může být relevantní pro měnověpolitické rozhodování.

*Odpoověď SBO: Nelze říct, že by ECB „přepnula“ z režimu dodávání do režimu stahování likvidity. Systém má jisté rovnovážné množství, které ECB musí dodávat tak, aby krátkodobé sazby byly na úrovni repo sazby, která je 1 %. Po včerejším tendru aktuálně přebývá zhruba 250 nebo 270 miliard eur, tj. jednodenní sazby by měly klesat k dolní hranici koridoru 25 b.b. Banky z nějakých důvodů, zřejmě opatrnostních, potřebovaly likviditu a platí za to 75 b.b., protože si tuto likviditu půjčují za 1 % a tyto peníze se vracejí do ECB za 25 b.b. Byl to také první tendr, který dosáhne přes konec roku, takže to mohl být důvod pro poptávku ze strany bank, protože na konci roku bývají problémy s likviditou a banky se chtěly dopředu zajistit.*

*Je otázka, jak dlouho ten přebytek likvidity oproti rovnovážnému množství v systému bude. ECB může kdykoli zorganizovat opačný krátkodobý tendr a stahovat likviditu za určitou sazbu, například i 1 %. Přebytek se může ze systému dostat zpět i jiným kanálem, až budou maturovat další repo tendry, tj. sedmidenní, měsíční a tříměsíční.*

*Ten systém přebytku likvidity oproti rovnovážnému množství je zde od té doby, kdy byly zavedeny nelimitované dodávací operace, takže EONIA sazby jsou níže než repo sazba již nejméně půl roku.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o kurzu): Lze z toho očekávat dopad do vývoje kurzu eura?

*Odpoověď SBO: Žádný výrazný dopad SBO nevidí. Dnes je jiná situace než před dvěma roky, kdy byla situace pozitivní pro „carry trades“, tj. období nízké volatility kurzu a kdy obchodníci brali ohled primárně na úrokový diferenciál. Sazba EONIA byla před včerejším tendrem na úrovni*



85 b.b., nyní SBO očekává pokles na 25 b.b. SBO se nedomnívá, že by rozdíl 60 b.b. mohl mít vliv na kurz eura.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Požaduje, aby v příští situační zprávě byly přehlednější grafy zobrazující klientské úrokové sazby, aby bylo možné z nich odečítat jednotlivé měsíce.

*Odpoověď SMS: Grafy budou přehlednější.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o národohospodářské produktivitě práce): Celková zaměstnanost podle Výběrového šetření pracovních sil (dále jen VŠPS) se v prvním čtvrtletí snížila o 0,2 %. Zároveň situační zpráva uvádí, že národohospodářská produktivita práce se snížila o 2,7 %. Součet dává 2,9 %, ale to neodpovídá poklesu HDP o 3,4 %. Je to velký rozdíl a riziko pro měnověpolitické rozhodování. Je problém ve statistikách ČSÚ?

*Odpoověď SMS: Jde o vliv metodiky. Národohospodářská produktivita práce se počítá přes zaměstnanost podle národních účtů, která je trochu jiná než ve VŠPS. Zaměstnanost podle národních účtů se snížila o 0,7 %, takže to odpovídá poklesu HDP o 3,4 %.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o národohospodářské produktivitě práce): SMS to nezaráží? Ten rozdíl je vidět dlouhodobě.

*Odpoověď SMS: SMS odkazuje na box v minulé situační zprávě, který popisoval jednotlivé metodiky. VŠPS je šetření domácností. V situaci, kdy část zaměstnanců ztrácí zaměstnání a má současně živnostenský list, začínají tyto osoby podnikat. To vysvětluje změnu struktury ve VŠPS ve smyslu nárůstu počtu podnikatelů, k čemuž dochází vždy při nárůstu nezaměstnanosti a poklesu zaměstnanosti. Jde o rozdílnost metodik a je to v souladu se statistikami Ministerstva práce a sociálních věcí.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o zaměstnanosti ve službách): V prvním čtvrtletí se meziročně zvýšila zaměstnanost ve službách o 50 tisíc osob. To je nepochopitelné, když padá HDP.

*Odpoověď SMS: VŠPS je šetření domácností a respondenti často nevědí, v jakém odvětví pracují. Nedá se vyloučit, že původně pracovali v průmyslu a v okamžiku, kdy začali pracovat na živnostenský list, zařadili se do služeb. Druhé vysvětlení je v tom, že zpracovatelský průmysl byl zpomalením ekonomiky velmi výrazně zasažen. Současně je vidět, že situace a sentiment se nejvíce zhoršují ve zpracovatelském průmyslu a ve stavebnictví, zatímco ve službách a maloobchodě se sentiment podnikatelů tak dramaticky nezhoršil. V těchto odvětvích došlo podle národních účtů ke zvýšení zaměstnanosti v počtu odpracovaných hodin, zejména ve zdravotnictví, pohostinství a v ostatních službách pro podniky.*

*Dochází tedy částečně k přesunu zaměstnanosti do terciárního sektoru vlivem toho, jak je to vykazováno, ale také vlivem toho, že ekonomika byla v minulosti přehřátá a podniky ve službách doplňují pracovníky, které nemohly v loňském roce sehnat.*

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o zaměstnanosti ve službách): Připomíná, že v situační zprávě je poznámka, že řada lidí pracuje v zaměstnaneckém poměru a zároveň má živnostenský list. V okamžiku, kdy jim skončí zaměstnanecký poměr, stává se jejich hlavním zaměstnáním, které sleduje VŠPS, podnikání na základě živnostenského listu, který může být ve službách. Jde tedy jednak o základní přesun zaměstnanosti do služeb a k tomu se přidává i tento efekt, kdy se

původně vedlejší zaměstnání na živnostenský list ve službách stává hlavním, které je vykazováno ve VŠPS.

*Odpoověď SMS: Tito zaměstnání mohou být i v evidenci úřadu práce a mohou legálně pracovat na dohodu o provedení práce. Jelikož pak odpracují týdně více než jednu hodinu, jsou vedeni ve statistice VŠPS jako zaměstnání.*

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o mezeře produktu): Jaký má SMS odhad mezery produktu? Mezeru produktu model g3 negeneruje, ale SMS potřebuje mezeru produktu k výpočtu strukturálního deficitu veřejných financí.

*Odpoověď SMS: V příští velké situační zprávě bude odhad mezery produktu uveden všemi metodami, které SMS používá. Mezeru produktu nicméně již teď SMS odhadla pro účely výpočtu strukturálního salda a deficitu veřejných financí metodikou podle Evropské komise. Výsledky vypadají velmi nepříznivě, zhruba mezi -5 % až -7 %. V období 2001-2002 byl propad zhruba o 3 %. Nyní je ten opatrnější odhad kolem -5 %.*

**Guvernér Tůma** (v diskuzi o mezeře produktu): S ohledem na tak velkou mezeru produktu není strukturální deficit veřejných financí příliš velký.

*Odpoověď SMS: Diskuze na toto téma byla již na minulém měnověpolitickém jednání. Bankovní rada si vyžádala zpracování informace, kterou SMS zašle začátkem července.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o mezeře produktu): Z těchto informací usuzuje, že došlo ke snížení růstu potenciálního produktu. Na jaké úrovni se podle SMS nachází růst potenciálního produktu? SMS vždy říkala, že dlouhodobé tempo růstu implikované agregátní technologie je 5 %.

*Odpoověď SMS: SMS připomíná, že používané metody mají výrazný „end-point bias“. Aby nedošlo k tak výraznému propadu růstu potenciálního produktu, který SMS ani neočekává, jsou použity úpravy zvyšující odhad růstu potenciálního produktu na úroveň kolem 3 %.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o mezeře produktu): To je výrazné snížení.

*Odpoověď SMS: Ano. Aby prognóza odpovídala odhadu mezery produktu, je možné na horizontu prognózy předpokládat pomalejší růst produktivních technologií.*

**Vrchní ředitel Tomšík** (v diskuzi o příloze „Životní cyklus výnosnosti přímých zahraničních investic a jeho vliv na prognózu bilance výnosů“): Děkuje za přílohu, která je pěkná. Uvedenou problematiku SMS posunula o kus dále.

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

**Vrchní ředitel Tomšík:** (Tlumočí stanovisko viceguvernéra Hampla, který by hlasoval pro stabilitu sazeb v souladu s doporučením SMS.)

Sděluje informaci ze SBO, že Ministerstvo financí bylo asi před 14 dny nebo v průběhu minulých 14 dnů částečně aktivní na devizovém trhu. Prodali jeden „ticket“ v hodnotě 10 milionu eur, což v té chvíli vyvolalo tlak na posílení koruny.

Připomíná, že požadoval po panu Janotovi při jeho návštěvě ČNB strukturu zajištění. Tato žádost byla v souladu s požadavkem ČNB na kolateralizaci všech obchodů s bankami. Pan Janota to tehdy odmítl. Ministerstvo financí nicméně vyslyšelo argument, že ČNB potřebuje znát strukturu zajištění a pan Schmidt ji nyní od ministerstva získal, za což ho chválí. Nezáskal ale strukturu za aktuální emise, ale jen za předešlé emise.

Při spárování tohoto „ticketu“ se ukázalo, že zmiňovaný prodej vychází z emise eurobondu minulého roku. SBO ale nedokáže říct, nakolik je tato informace závažná. Částka 10 milionů eur je malá, ČNB denně prodává na trhu 4 miliony eur. Je ale potvrzeno, že Ministerstvo financí bylo na devizovém trhu aktivní. Věří, že to měli loni zajištěné. Struktura ale byla taková, že po vypršení přebývalo 10 milionů eur a tuto částku prodali na trhu. Kdyby to bylo po celou dobu a v plné výši zajištěné, nemohlo by se stát, že by přebývalo 10 milionů eur.

Tuto informaci SBO zachytilo z komerčních bank, kde ta transakce proběhla. Vyrovnání transakce proběhlo naštěstí přes ČNB. Je ale teoretická možnost, že by Ministerstvo financí mohlo provést takovou transakci bez vědomí ČNB. Tato informace není klíčová z pohledu dnešního měnověpolitického rozhodování ani z pohledu komunikace. Pro ČNB je ale klíčové, aby dohoda o sterilizaci příjmů z privatizace zůstala nadále v platnosti, protože se chystají další privatizace, například ČSA a dalších subjektů. Půjde o miliardové částky a je potřeba, aby tyto částky nešly přes trh, ale přes ČNB. Podrobnější informaci připraví SBO do pravidelné měsíční informace, kterou předkládá pan Rozumek a kterou bankovní rada dostane příští týden.

Vrací se k dnešnímu měnověpolitickému jednání. Vidí hodně nejistot a má jedny z největších otazníků v poslední době. Nemí plně rozhodnut, zda sazby ponechat nebo snížit.

Pokud jde o riziko vnějšího oživení, SMS uvedla obvyklý argument, že zahraniční růst působí na domácí ekonomiku primárně kurzovým kanálem. Neumí přesně posoudit, jak se bude oživení zahraničního růstu projevovat v domácí ekonomice, zda dávat větší důraz na nepokrytou úrokovou paritu nebo na reálnou ekonomiku. Podle jeho názoru je v tom velké riziko. Připomíná rozpor mezi standardní ekonomickou teorií a modelem g3.

Další velký otazník je riziková prémie. Předpoklad prognózy z třetí situační zprávy se ne zcela naplňuje a je otázka, zda se v dohledné době naplní. Nevidí důvod, proč by se měla riziková prémie najednou tak rychle snížit z 0,65 p.b. na předpoklad prognózy ve výši 0,3 p.b. Sazby byly nicméně sníženy na minulém měnověpolitickém jednání, ačkoli SMS doporučovala sazby ponechat na stávající úrovni. Dnes SMS argumentuje, že snížení sazeb na minulém měnověpolitickém jednání do určité míry kompenzuje stále vysokou rizikovou premii, a proto SMS doporučuje sazby ponechat.

Třetí velký otazník je HDP. Je velmi rozpačitý z propadu investic a ještě více z neočekávaného růstu spotřeby domácností. Národní účty domácností budou zveřejněny až příští týden. Podle SMS je možné komunikovat proinflační strukturu HDP tak, že v této chvíli je pozorován velký dopad do jednotkových mzdových nákladů, protože podniky nejsou schopny rychle zareagovat.

Takže toto lze označit jako určité proinflační riziko, ale na druhou stranu v delším horizontu to může být protiinflační riziko, až podniky začnou propouštět. Celkově toto jsou tři velké nejistoty, které vidí.

Na druhé straně má dva silné argumenty pro snížení sazeb. V prezentaci SMS jasně zaznělo, že ceny potravin se snižují a hned tak nevzrostou. Druhý argument pro snížení sazeb je výhled cen ropy a vazba cen ropy na ceny benzínu a na neinflační očekávání. Považuje za zajímavé tvrzení z prezentace SMS, že je zřejmě rozvolněná vazba mezi cenami ropy, cenami benzínu a domácí inflací.

Posledním argumentem, který je v této chvíli paradoxně pro stabilitu sazeb, je korigovaná inflace bez pohonných hmot. Tomu na dnešním jednání nebylo věnováno dost pozornosti. V situační zprávě jsou ve vývoji korigované inflace identifikovány určité jasné inflační tlaky, protože růst korigované inflace byl oproti prognóze vyšší. Korigovanou inflaci by ale SMS měla být schopna velmi dobře prognózovat. SMS uváděla, že lednová depreciace kurzu se neprojevila v cenách. Je ale možné, že se v korigované inflaci projevuje až nyní, ačkoli možný „pass through“ kurzu do inflace v dnešní diskuzi sám oslabil.

Celkově je rozpačitý, ale v této chvíli u něho více převažují argumenty pro stabilitu sazeb.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Prioritou je pro ni inflační cíl, který v tuto chvíli není ohrožen. Rizika vnímá společně se SMS jako vyrovnaná. Důležitá je pro ni finanční stabilita. Provázanost měnové politiky a finanční stability začíná být téma, kterému se ČNB bude muset dlouhodobě zabývat. Toto téma ji vrací k otázce, na kterou stále nemá odpověď, proč jsou sazby směrem dolů tak nepružné. Klade si také otázku, zda budou sazby stejně tak nepružné i směrem nahoru v horizontu řekněme půl roku až dva roky. Obává se, že odpověď nelze nalézt na makroúrovni, ale na mikroúrovni.

Pokud měnověpolitické sazby zůstanou nezměněny, nevnímá v tom žádná velká rizika jakožto chybného rozhodnutí. V případném snížení sazeb vnímá určité riziko z hlediska finanční stability, protože by takové rozhodnutí mělo vliv na vklady. Není tomu věnována velká pozornost, ale zmínka v situační zprávě na toto téma je, že vklady se posouvají směrem ke krátkodobým splatnostem. Domnívá se, že časový nesoulad mezi strukturou vkladů a strukturou úvěrů je faktorem, který může v budoucnu ohrozit finanční stabilitu.

Argumentem pro snížení sazeb pro ni do doby asi před deseti minutami byla obava, že za posilováním kurzu by mohlo být něco dlouhodobějšího a fundamentálnějšího, že by za tím mohl být úrokový diferenciál. Nyní si to tak silně nemyslí a proto je pro ponechání sazeb.

**Vrchní ředitel Holman:** Jako argument pro stabilitu sazeb uvádí růst peněžního převisu a rozevírání peněžní mezery. I když tyto indikátory mohou dále zpomalit růst, zdá se mu, že se zde hromadí potenciální riziko inflace v delším horizontu. Dokud nebudou k dispozici nové informace o vývoji peněžních agregátů a jejich vlivu na inflaci, byl by se snižováním sazeb opatrný. Po odeznění recese by se obával, že při nízkých úrokových sazbách by se mohla obnovit vysoká poptávka po úvěrech a že by v budoucnu mohl být problém s vyšší inflací.

Také vidí riziko pro finanční stabilitu plynoucí z nízkých sazeb. Dále se mu zdá, že v současné situaci snižování měnověpolitických sazeb není příliš účinné přes úrokový kanál. Sazby PRIBOR nebudou reagovat tak rychle na případné snížení sazeb a riziková prémie na mezibankovním trhu bude přetrvávat. I kdyby sazby PRIBOR klesly, bude nadále nejasný vliv na klientské sazby bank, zejména dlouhodobé. To znamená, že případné snížení sazeb by se prosazovalo přes kurzový

kanál a zde vidí možný dopad snížení sazeb na kurz. Má obavu z deprecie kurzu po případném snížení sazeb a z obnovení volatility kurzu.

Doporučuje odložit případné snížení sazeb na příští měnověpolitické jednání, kdy bude více informací o tom, zda recese bude dlouhá nebo krátká. Pokud by recese měla být delší, sazby by mohly být sníženy. Zatím je pro ponechání sazeb.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Rozhodně nevnímá v brzké době žádné inflační tlaky. Očekává, že recese neodezní tak rychle, jak si stále myslí někteří optimisté. Informace, které přicházejí z reálné ekonomiky, hovoří o tom, že domácí ekonomiku a celou Evropu čeká na podzim další propad v některých odvětvích, zejména ve stavebnictví a možná i u výrobců železa.

Jakékoli „narovnávání“ propadu ekonomiky, pokud začne, bude mít relativně velké zpoždění co se týká dopadů do reálných příjmů obyvatelstva, takže z tohoto pohledu také nevidí vznik poptávkových inflačních tlaků.

V současné době dochází k tomu, že stát je v podstatě největším neplatičem v České republice a hodně podniků se díky tomu začíná dostávat do platební neschopností. Podniky v určité části ekonomiky ani nefakturují, protože by musely ještě navíc odvést daň z přidané hodnoty. Tento dopad na ekonomiku začíná být výrazný. Diskuzi o rizikové prémii bank vnímá trochu jinak. Riziková premie podle jeho názoru zpřísňuje nastavené měnové podmínky v oblasti sazeb.

Jelikož nevidí inflační tlaky ani známky rychlého oživení, sazby by snížil dnes a neodkládal by toto rozhodnutí na příští měnověpolitické jednání. Za stávající makroekonomické situace a tvrdých dopadů světové krize na ekonomickou aktivitu by aplikoval pohled viceguvernéra Singera: „co bychom měli učinit, učiníme a nečekejme na dlouhodobé potvrzování a utvrzování se v daném názoru.“

**Guvernér Tůma:** (Sděluje stanovisko viceguvernéra Singera, který doporučuje snížení sazeb.)

Výhoda je v tom, že rozhodnutí pro stabilitu sazeb nebo pro jejich snížení nebude znamenat fatální chybu. Současně říká, že rozhodnutí snížit nebo nesnížit mu připadá při té nejistotě v tomto okamžiku jako jemné ladění („fine tuning“).

Argumenty pro snížení nebo pro stabilitu, které uváděla SMS, mu nepřípadají jako dramatické, je kolem toho hodně nejistoty. Pokud jde o výraznější než očekávaný pokles cen potravin, při prezentaci byla ta odchylka ve výši 5 p.b. hodnocena jako nerelevantní. Kromě toho ceny potravin jsou zdá se hodně nízko a transmise do cen na trhu již není tak bezprostřední. Protiinflační riziko z vývoje cen potravin nevnímá jako silné a rozhodně nechce reagovat měnovou politikou kvůli velmi obtížně predikovatelným cenám potravin. Druhým hlavním argumentem SMS pro snížení sazeb je rychlejší odpoutání se zahraničního ekonomického růstu ode dna. V diskuzi ale panovala shoda, že je v tom velká nejistota.

Pokud jde o argumenty ve prospěch ponechání sazeb, měnová politika zřejmě nebude reagovat na vývoj cen ropy, které se mění jedním nebo druhým směrem. Velká nejistota je spojena i s vývojem spotřeby domácností, jak ukázala dnešní diskuze po prezentaci SMS.

Argumentem pro ponechání sazeb je korigovaná inflace bez pohonných hmot. Tento argument nezazněl na prezentaci SMS, ale zmínil ho vrchní ředitel Tomšík. Korigovaná inflace není vyšší jen u nás, ale i v eurozóně je jádrová inflace vyšší než očekávaná. Na jednání Generální rady ECB Britové zmínili, že mají vyšší inflaci oproti jejich očekávání. Na jeho dotaz potvrdili, že je to do značné míry důsledkem slabšího kurzu libry. Nechce tvrdit, že se jedná o silné argumenty, ale je

zajímavé, že vyšší inflaci mají i v eurozóně, přitom vazba na vývoj v eurozóně je v naší ekonomice hodně silná. Tento argument ho přesvědčuje, že není třeba se snížením sazeb spěchat. Jako podstatné vidí v situační zprávě grafické vyjádření úrokových sazeb v eurozóně a v USA. Klade si otázku, čeho lze snížením sazeb dosáhnout a proč velké centrální banky Fed a ECB tak výrazně snižovaly sazby. Domnívá se, že sazby jsou v těchto velkých ekonomikách blízko nuly spíše kvůli finanční stabilitě a nikoli kvůli jejich přesvědčení, že by tak nízké sazby něco zachránily z pohledu reálné ekonomiky. Z pohledu na vývoj tržních sazeb je patrné, že tříměsíční sazby jsou stažené na nízké úrovni kvůli nízkým sazbám centrální bank. Dlouhodobé sazby jsou ale buď stabilní nebo se dokonce zvýšily. Z hlediska ekonomické aktivity jsou samozřejmě podstatné dlouhodobé sazby a ne tříměsíční. Ve velkých ekonomikách mají problémy se stabilitou finančního sektoru a proto jsou tyto ekonomiky zasypávány penězi. To ale není náš problém, u nás neřešíme problémy s finanční stabilitou.

Připadá mu, že z hlediska dopadu na ekonomickou aktivitu by byl pohyb našich měnověpolitických sazeb nyní spíše jemné ladění („fine tuning“) a hlavním argumentem pro jejich změnu či ponechání je možný dopad do kurzu. Kurz nedávno korigoval na úroveň očekávanou v prognóze. Na jedné straně je relevantní obava, že by případné snížení sazeb vedlo k depreciaci kurzu. Stabilita sazeb by zase mohla znamenat posílení kurzu na mírně silnější úroveň vzhledem k očekávání prognózy. Momentálně je ale kurz zhruba o 20-25 % slabší než v létě minulého roku, což mu připadá jako dostatečný stimul. Slabší kurz by měl domácí ekonomice pomoci dostat se z recese rychleji ve srovnání se zeměmi, které mají fixní kurz.

Celkově argumenty pro ponechání nebo snížení sazeb nejsou podle jeho názoru dramaticky silné. K těm, které zmínila SMS, by přidal argument mírně vyšší korigované inflace bez pohonných hmot. U nás je odchylka od prognózy malá, ale v eurozóně je rozdíl u jádrové inflace trochu větší. Možná příští situační zpráva přinese nové zprávy. Umí si představit snížení sazeb na příštím měnověpolitickém jednání, pokud se budou materializovat rizika, která v tuto chvíli vidí jako poměrně slabá. Opakuje argument, nakolik mohou v daném okamžiku krátkodobé sazby ovlivnit dlouhodobé sazby. Tento argument vidí jako relevantní podnět k zamyšlení.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Souhlasí s guvernérem Tůmou v hodnocení chování centrálních bank velkých ekonomik. K tomu připojuje, že nemá velký smysl, aby malá otevřená ekonomika kopírovala měnovou politiku velké uzavřené ekonomiky.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Nemyslí si, že by ČNB kopírovala měnovou politiku centrálních bank velkých ekonomik. Uvádí příklad, že v minulém roce ECB zvyšovala sazby, zatímco ČNB již sazby snižovala. Také si nemyslí, že měnověpolitické sazby mohou mít za stávající celosvětové krize velký dopad na dlouhodobé sazby. Změnu měnověpolitických sazeb vnímá spíše jako signál a hledá dno snižování sazeb. Snížení o 0,25 p.b. by pro něho již mohlo nejspíše být dostatečné. Je možné zvážit nalezení konsenzu, že další snižování sazeb by již nemělo smysl.

**Guvernér Tůma:** Když byly v minulosti sazby na úrovni 5-6 %, domníval se, že sazby se nemohou dostat pod 5 %. Dnes je ale pro něho jediná hranice snižování sazeb nula. Snížení sazeb o 0,25 p.b. s komentářem, že k dalšímu snižování nedojde, mu proto nedává smysl. Není jasné, jaká situace bude za rok nebo za dva roky nebo jaké bude v budoucnu uvažování měnové autority. Připomíná, že se i zde objevily v minulosti komentáře, že bylo dosaženo dna snižování

sazeb a že sazby zůstanou zřejmě stabilní. S ohledem na vývoj ekonomiky však došlo k dalšímu snižování sazeb a tyto hranice byly překonávány, což bylo svého času nepředstavitelné.

Je možné, že sazby zůstanou stabilní na současné úrovni, mohou být také nižší o 0,25 p.b. nebo o 0,50 p.b. a je také možné, že za několik měsíců budou sazby zvyšovány. Ve shodě se SMS považuje argumenty pro pohyb sazeb oběma směry jako poměrně vyrovnané a nijak dramaticky silné. Jak řekl vrchní ředitel Řežábek, případná změna sazeb by byla určitým signálem. Je ale otázka, nakolik by takový signál mohl ovlivnit vývoj ekonomiky.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 1,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Vrchní ředitel Řežábek hlasoval pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady