

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. září 2012**

**Přítomni: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Pavel Řežábek, Eva Zamrazilová.**

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

**V. Tomšík:** V rámci logiky cílování inflace a obecně transparence ČNB naprosto rozumí měnověpolitickému doporučení. V poslední prognóze se jasně hovoří o několika sníženích sazeb v následujícím období. Nyní se tedy nabízí udělat silnější krok. Navíc vektorový součet bodů vynesných v GRIPu jednoznačně implikuje další snížení sazeb minimálně o 0,2 p.b. Nicméně na základě historické zkušenosti, která ukazuje jisté zpoždění v následování doporučení SMS, a vezmeme-li v úvahu také včerejší diskuzi na poradě bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice, je otázkou, zda je tento silnější krok průchodný. Trh nyní počítá se snížením o 0,25 p.b., proto si klade otázku, zda neudělat ještě nějaké jiné opatření, které by bylo pro trhy překvapivé. Táže se, zda případné snížení repo sazby o 0,25 p.b. ještě nedoplnit například nesymetrickými změnami lombardní či diskontní sazby. Žádá o názor k situaci, kdy by například bylo snížení repo sazby na 0,25 % doplněno snížením lombardní sazby na 0,75 % a diskontní sazby na 0,1 %, tj. došlo by ke snížení rozpětí měnověpolitických sazeb. Dále žádá o názor na případné rozšíření tohoto hypotetického balíčku opatření o zastavení odprodeje výnosů.

*Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): SBO v případném nesymetrickém snížení lombardní sazby nevidí problém. SBO byla spíše překvapena zachováním asymetrie rozpětí diskontní a lombardní sazby, který byl navržen SMS. Rozpětí diskontní a lombardní sazby obecně určuje pásmo, ve kterém se mají krátkodobé sazby pohybovat. V současné době je toto rozpětí tak široké, že v něm téměř je i roční PRIBOR. Pokud chce ČNB vyslat signál, snížení rozpětí lombardní a repo sazby SBO považuje za rozumný krok. SBO vnímá rozdíl mezi lombardní sazbou a repo sazbou o velikosti 50 bazických bodů jako vhodný.*

*Zastavení odprodeje výnosů SBO vnímá jako krok, který by připravil půdu pro možné další nestandardní kroky měnové politiky tak, jak se o nich hovořilo na včerejší poradě bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice. SBO tento krok vnímá spíše jako otázku komunikační a strategickou. Pokud se ČNB rozhodne využívat nestandardní nástroje, je to nutný krok, protože SBO to vnímá tak, že případné použití nestandardních nástrojů směřuje ke kurzu. Pokud by došlo nyní k zastavení odprodeje výnosů, cestu k nestandardním politikám to připraví.*

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS vnímá nesymetrické snížení lombardní sazby jako placebo opatření, které může mít svůj signalizační účel. Pokud by padlo rozhodnutí o snížení repo sazby o 0,25 p.b., pak výraznější snížení lombardní sazby by mohlo být pro trh určitým překvapivým elementem. SMS vnímá argument SBO k výraznějšímu snížení lombardní sazby jako smysluplný. Podobně SMS vnímá i možné rozhodnutí o zastavení odprodeje výnosů, které by sloužilo jako signál případné ochoty vstoupit na devizový trh. SMS na včerejší schůzce bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice nevnímala v otázce ochoty vstoupit na devizový trh u bankovní rady shodu. SMS by momentálně zastavení odprodeje výnosů nedoporučila, ale vzhledem k neúčasti SMS na včerejší uzavřené části jednání o nekonvenční měnové politice to může být názor postavený na neúplných informacích.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o investicích): Poznnamenává, že největší překvapení vzhledem k hodnotám z poslední prognózy vidí u vývoje investic, kdy sezonně očištěný meziroční růst hrubé tvorby fixního kapitálu byl prognózován na hodnotu -9,4 %, ve skutečnosti byl ovšem růst nulový. Dotazuje se na důvod tohoto rozdílu. Doplnuje, že hrubá tvorba fixního kapitálu je obvykle nejvíce procyklická a že amplitudu cyklu tyto investice zvyšují nejvíce. Dále doplňuje, že při možné revizi investic směrem k nižšímu růstu by pozorovaná recese byla ještě hlubší a museli bychom očekávat ještě horší údaj o celkovém ekonomickém růstu.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o investicích): Žádá vysvětlení výrazného rozdílu mezi prognózou a skutečnou hodnotou u investic. Poznnamenává, že fixní investice mezičtvrtletně vzrostly o 7 %.

**L. Lízal** (v diskuzi o investicích): Žádá vysvětlení výrazného rozdílu mezi prognózou a skutečnou hodnotou u investic.

*Odpověď SMS: SMS vychází z vysoké korelace zahraniční poptávky a investic. Kolem tohoto vztahu je určitá volatilita a SMS se domnívá, že pozorovaný výrazný rozdíl je vysvětlen právě touto volatilitou. V průměru je vztah mezi zahraniční poptávkou a investicemi robustní, takže SMS očekává určitou korekci.*

*V návaznosti na poznámku V. Tomšíka SMS doplňuje, že může dojít k revizi dat, v rámci které dojde k přesunu mezi zásobami a fixními investicemi, což SMS nedokáže předvídat. Fixní investice překvapily směrem nahoru, zatímco zásoby směrem dolů, což může naznačovat v rámci revizi dat možný přesun části zásob do fixních investic. Jedná se ale v současnosti pouze o hypotézu.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o investicích): Doplnuje, že revize u růstu investic, který nás překvapil směrem nahoru, by měla směřovat směrem dolů, což představuje protiinflační riziko.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o investicích): K úvaze V. Tomšíka o protiinflační povaze možné revize růstu investic směrem dolů poznnamenává, že pokud by data za investice nebyla revidována směrem dolů, tj. pokud by byl pozorovaný takto výrazný nárůst investic, jednalo by se o proinflační riziko. Domnívá se, že hypotéza o působení růstu investic na inflaci by měla být tedy brána neutrálně.

*Odpověď SMS: SMS se nedomnívá, že by nečekaný nárůst investic musel představovat proinflační riziko, protože vyšší fixní investice při stejném HDP znamenají posun k většímu tempu růstu produktivity práce a vyššímu tempu možného posílení kurzu. Klesající HDP, výrazný pokles spotřeby a relativně slušně se vyvíjející investice představují spíše protiinflační strukturu ekonomického vývoje.*

**M. Singer** (v diskuzi o investicích): Táže se, zda nelze najít souvislost mezi diskutovaným překvapením u růstu investic a výrazně nižšími výplatami dividend nerezidentům.

*Odpověď SMS: SMS se domnívá, že taková souvislost by představovala popis situace pouze pro jedno čtvrtletí. Během krize poměr výplat dividend vůči reinvesticím narostl. SMS považuje změny v tomto poměru za indikátor transmise mezi zahraniční poptávkou a investicemi. Zahraniční podniky v ČR jsou do velké míry montovny pro trh v západní Evropě. Jejich zahraniční vlastníci nemají v situaci viditelného poklesu poptávky v západní Evropě důvod k reinvesticím. Dochází pak ke stažení zisků ve formě vyšších vyplacených dividend. V druhém čtvrtletí nebylo stažení*

*zisků ve formě dividend tak výrazné, ke stažení peněz však došlo pravděpodobně ve formě úvěrových vztahů, což představuje pouze jiný kanál vztahu mezi zahraničními matkami a domácími dcerami.*

**M. Singer** (v diskuzi o investicích): Poznává, že v textu E. Zamrazilové „Proč neroste česká ekonomika?“, je postulována hypotéza, že ke snížení investic v posledních letech došlo převážně v důsledku změny chování zahraničních vlastníků, kteří repatriovali zisky na úkor reinvestic výrazně více než před krizí. Táže se na hodnocení této hypotézy a doplňuje, zda to nemůže být důsledek chování kurzu, který poslední čtyři roky posiluje výrazně pomaleji, než jak tomu bylo za posledních 10 let.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o investicích): Táže se, zda mezičtvrtletní nárůst fixních investic o 7 % a návrat jejich meziroční změny ke stagnaci může souviset se zpomalením odlivu dividend a návratu poměru reinvestovaného zisku na předkrizovou úroveň.

*Odpověď SMS: SMS tuto úvahu považuje za předčasnou, protože vychází z pozorování pouze jednoho čtvrtletí. Mohlo dojít pouze k přesunu výplaty dividend do jiného čtvrtletí. SMS by tuto situaci vnímala jinak, pokud by byl tento jev pozorován několik čtvrtletí po sobě. Z konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ohledně investičních záměrů firem, kde firmy odpovídají na otázku, jaká bude změna investičních výdajů v následujících dvanácti měsících, vážené saldo zřetelně narostlo (v minulém čtvrtletí bylo saldo 9,6 %, nyní je 16,4 %). Dále se v tomto šetření ukazuje, že v rámci investic do zásob firmy předpokládají nárůst nedokončené výroby a pokles množství hotových výrobků. SMS vnímá tyto údaje tak, že dno pesimismu firem bylo ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku a od té doby dochází ke zlepšení již tři čtvrtletí v řadě. Důvěra firem se stále ovšem nedostala na úroveň počátku roku 2011, ale nachází se v kladném saldu.*

**M. Singer** (v diskuzi o investicích): Poznává, že indikátor důvěry podniků konstruovaný ČSÚ klesá i v porovnání se čtvrtým čtvrtletím loňského roku.

**V. Tomšík** (v diskuzi o investicích): Poznává, že SMS na základě konjunkturního šetření naznačuje růst investičních výdajů do zásob, nikoliv do reálných technologií.

*Odpověď SMS: SMS upřesňuje otázku v příslušném šetření. Otázka se vztahuje na investice, přesněji na hrubou tvorbu fixního kapitálu, u kterého v následujících 12 měsících kladné saldo narostlo. Otázka na zásoby se vztahuje na podskupiny: firmy očekávají nárůst podílu zásob a polotovarů a nedokončené výroby a zároveň pokles hotových výrobků. To by SMS interpretovala tak, že firmy mají zaručený jistý odbyt a mohou si tedy dovolit nakoupit nějaké zásoby.*

**K. Janáček** (v diskuzi o investicích): Poznává, že interpretace SMS o rostoucím výhledu investic firem do zásob díky určitému zaručenému odbytu firem by odpovídala hodnotám ukazatelů o nových zakázkách z posledních měsíců.

*Odpověď SMS: SMS souhlasí, že je zde možná souvislost s červencovými daty o nových zakázkách.*

**K. Janáček** (v diskuzi o investicích): Doplňuje, že tato diskuze vede k domněnce, že salda indikátorů důvěry ČSÚ odráží spíše sentiment než realitu rozhodování.

**P. Řežábek:** Poznnamenává, že se objevily informace, že pro tento rok se očekává rekordní výplata dividend nerezidentům, kde některé odhady uváděly hodnoty přes 200 mld. korun. Dotazuje se, zda existují o tomto odhadu nějaké podrobnější informace a zda lze odhadnout, jaká část je reinvestována a jaká je vyplacena do zahraničí. Doplňuje, že by také bylo zajímavé porovnání s příslušnými hodnotami za minulý rok.

*Odpořd' SMS: V datech o výplatách dividend nerezidentům možný výrazný nárůst SMS nepozoruje. SMS nezachytila ani zmíněné informace o rekordních výplatách, takže se k tomu nemůže vyjádřit. Dále SMS poznamenává, že dividendy vyplacené nerezidentům již znamenají odliv. V bilanci výnosů je celkový zisk zahraničních podniků. Pokud zisk v podniku zůstane, pak má protipoložku v přímých zahraničních investicích. Pokud je vyplacen jako dividend, pak to v platební bilanci znamená čistý odliv. Dividendy se obvykle vyplácí ve druhém čtvrtletí, ve kterém SMS zaznamenala pokles výplat dividend.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o sazbách PRIBOR): S ohledem na nedávno odhalené manipulace s mezibankovní sazbou LIBOR ve Velké Británii se táže, zda je sazba PRIBOR „věrná“, tj. zda odráží opravdovou ochotu bank si za příslušný úrok půjčovat na mezibankovním trhu.

*Odpořd' SBO: Obecně jsou sazby IBOR fixace odhadů bank, za jakou sazbou by se byly schopny financovat na danou splatnost nekolateralizovanou půjčkou od jiné banky. Z tohoto pohledu je těžké odhadnout, jak je tato sazba „věrná“, protože za ní nejsou skutečné obchody. Banky do tohoto odhadu mohou promítat i některé své aktivity, ve kterých hraje sazba IBOR roli. SBO nemá důvod se domnívat, že se se sazbami PRIBOR dělo něco podobného jako se sazbou LIBOR ve Velké Británii. V příspěvcích kotace jednotlivých bank lze pozorovat jistou konzistenci v tom, jak si banky stojí ve vztahu k primárním zdrojům. Banky, které mají přebytek vkladů obyvatel, kótuji níže než banky, které se musí financovat na mezibankovním trhu.*

*Odpořd' SMS: Banky neformálně připouštějí, že sazby PRIBOR částečně zohledňují rizikovou prémii nikoliv půjčování si bank navzájem, ale rizikovou prémii spojenou s koncovým klientem. Z pohledu SMS to ovšem není úplně správné. Banka by měla v rámci férových obchodních praktik umět říci, že je schopná se financovat například za úrok 75 b.b. a podniku dává rizikovou přírážku 425 b.b., takže úroková sazba pro tento podnik je 5 %. Ve skutečnosti to ale je možná tak, že banka říká, že PRIBOR je 1,25 % a riziková přírážka je 3,75 %. SMS vnímá jako určité operační riziko pro banky to, že se objeví firma, která bude chtít doložit, že se banka v průměru financuje za určité sazby, když kupuje státní pokladniční poukázky se stejnou maturitou za 25 b.b. Možná by bylo vhodné nějakým způsobem na dané téma s bankami diskutovat.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o sazbách PRIBOR): Poznamenává, že téma role sazeb PRIBOR na mezibankovním trhu a možnost existence problémů analogických situací ve Velké Británii byla diskutována se Sekcí regulace a mezinárodní spolupráce na finančním trhu a Sekcí dohledu nad finančním trhem. Informaci ponechá na oběd pro bankovní radu.

**M. Singer** (v diskuzi o sazbách PRIBOR): Poznamenává, že řada kolegů z ostatních zemí zahájila inspekční činnost s cílem zjistit, zda jejich sazby IBOR nejsou manipulovány. Doplňuje, že vzhledem k tomu, že tyto sazby neodráží reálné obchody, není jasné, jaký mají zmíněné inspekce účel. Táže se, zda se něco mění ve vztahu sazeb PRIBOR a sazeb, za které si půjčují

podniky. Případné změny v tomto vztahu by vnímal jako signál rozpadu významu sazeb PRIBOR.

*Odpoověď SMS: Nedochází ke změně vztahu sazeb PRIBOR a sazeb, za které si půjčují podniky. SMS poznamenává, že je třeba se dívat na celý vektor sazeb. PRIBOR je aproximací toho, jak vypadá mezibankovní trh. Ovšem i na tomto trhu jsou jiné sazby (například FRA), které představují reálné obchody a které reagují na prognózu implikovanou trajektorií poměrně dobře. Od nich se pak odvíjí úročení podnikových úvěrů. Úvěry podnikům jsou buď půjčovány za variabilní sazbu, nebo za velmi krátké fixace, tj. podaří-li se posunout sazby FRA (nebo i roční sazby IRS) směrem dolů, pak je jistota, že úvěrování podniků tím bude zasaženo. Úročení půjček pro podniky je v současnosti na historicky nejnižší úrovni, protože i měnověpolitické sazby jsou na historicky nejvyšší úrovni.*

**M. Hampl** (v diskuzi o sazbách PRIBOR): Poznamenává, že ČNB se primárně snaží ovlivnit sazby PRIBOR, a na základě diskuze o sazbách PRIBOR a FRA dodává, zda by nebylo tedy vhodné cílovat sazby FRA, protože za nimi jsou skutečné obchody.

**K. Janáček** (v diskuzi o mzdách v průmyslu, průmyslové produkci a čistém vývozu): Táže se na důvody zrychlení meziročního růstu průměrné mzdy v průmyslu, který v červenci dosáhl hodnoty 4,5 % (str. 17).

*Odpoověď SMS: SMS nevidí za tímto nárůstem průměrné mzdy v průmyslu žádný fundamentální příběh. Volatilita meziročního růstu průměrných mezd je velká.*

**L. Lízal** (v diskuzi o mzdách v průmyslu, průmyslové produkci a čistém vývozu): Poznamenává, že červencové údaje o průmyslové produkci ukazují růst. Dotazuje se, jak jsou tyto údaje svázány s růstem čistého vývozu, který představoval překvapení směrem dolů.

**L. Lízal** (v diskuzi o mzdách v průmyslu, průmyslové produkci a čistém vývozu): Táže se, zda růst nových zakázek v průmyslu v červenci nemůže být vnímán jako leading indikátor pro růst čistého vývozu.

*Odpoověď SMS: Na měsíčních datech není takový vztah pozorován. SMS pozorovala ještě vyšší čísla pro čistý export v prvním čtvrtletí.*

**E. Zamrazilová:** Žádá o informaci, zda byl tento rok sezonní nárůst nezaměstnanosti v letních měsících z důvodu příchodu nových absolventů na pracovní trh výraznější oproti loňskému roku.

*Odpoověď SMS: Na Beveridgeově křivce je patrné, že v posledních měsících nezaměstnanost narůstala nepatrně více, než je běžný sezonní vývoj. Sezonně očištěný počet nezaměstnaných se posouvá lehce směrem nahoru.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o růstu německé ekonomiky): Upozorňuje, že mezičtvrtletní růst německé ekonomiky byl vyšší, než je uvedeno v situační zprávě (str. 10), čili nikoliv 0,3 % v prvním a 0 % v druhém čtvrtletí, ale 0,5 % a 0,3 %. Doplnuje, že se nejedná o výraznou změnu v celkovém obrazu, nicméně jedná se o jistý rozdíl.

*Odpoověď SMS: SMS uvažuje sezonně očištěné údaje, což může být jeden z důvodů rozdílu.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o růstu německé ekonomiky): Poznává, že vychází ze sezonně očištěných údajů německého statistického úřadu.

*Odpověď SMS: SMS se ujišťuje, že meziroční údaje jsou v souladu a mezičtvrtletní nejsou. SMS údaje ověří.*

**M. Singer** (v diskuzi o růstu německé ekonomiky): Žádá o ověření údajů o růstu německého HDP.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o spotřebě domácností): Dotazuje se, zda je možné říci více o propadu spotřeby domácností, který je nejvyšší v novodobé historii ČR, a zda může SMS poskytnout informace o spotřebě domácností ze strukturálního pohledu, tj. například z hlediska příjmového rozdělení domácností. Dále se táže, v jak velké části domácností existuje po odečtení výdajů za bydlení, potraviny, dopravu a zdravotnictví, tj. položek, které se odpoutaly od zbytku spotřebního koše a které tvoří 55–60 % celkového spotřebního koše domácností, nějaký prostor pro realizaci spotřeby, která není naprosto nezbytná.

*Odpověď SMS: SMS nyní pracuje na podrobné analýze rodinných účtů. Jedním z témat je i míra úspor, kdy SMS spočetla pro jednotlivé segmenty domácností jejich specifickou míru úspor. Toto téma by mělo být prezentováno v nějaké formě v následující situační zprávě. Nevýhodou dat, na kterých je tato analýza postavena, je, že roční data jsou k dispozici do roku 2011 (nejsou tedy k dispozici data za letošní rok) a čtvrtletní data do roku 2010. Z dat plyne, že narůstá míra úspor vysokopříjmových domácností a klesá u nízkopříjmových. Agregátně dle rodinných účtů míra úspor výrazně roste.*

*SMS vnímá jako věrohodnou hypotézu, že pokles reálných příjmů dopadá asymetricky na nízkopříjmové segmenty populace, které mají vyšší sklon ke spotřebě. To může být vysvětlení, proč spotřeba klesá více než průměrný reálný disponibilní důchod.*

*SMS prezentuje graf, na kterém je vidět výrazný vliv revizí na hodnoty míry úspor v posledních několika situačních zprávách. Z grafu je patrná nízká přesnost dat, která vstupují do analýzy spotřeby domácností. SMS reaguje na stanovisko poradce, který vychází ve svých úvahách z konstantní míry úspor. Díky velkému vlivu revizí tento předpoklad představuje velice hrubou optiku, na které je jeho analýza založena.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o spotřebě domácností): Poznává, že by bylo zajímavé se podívat na mediánovou domácnost. Dále doplňuje, že nízký sentiment domácností lze do určité míry vysvětlit nízkým fundamentem.

**M. Hampl** (v diskuzi o spotřebě domácností): K tomu, co bylo o spotřebě domácností již řečeno, dodává, že české domácnosti jako hlavní determinant svého spotřebního rozhodování vnímají ceny. V situaci pozorovaných výrazných změn DPH lze očekávat, že nedojde k poklesu skutečné spotřeby, která by zahrnovala i dění na ne nutně oficiálním trhu. Táže se, zda vývoj statisticky podchycené spotřeby může být v souladu s vývojem skutečné spotřeby, v rámci které se část spotřeby mohla přesunout mimo oficiálně vykazované údaje.

*Odpověď SMS: Tržby v maloobchodu, tj. v oficiálně zachycené části spotřeby, klesají méně než spotřeba vykázaná ČSÚ. To může naznačovat, že více klesají segmenty, které nejsou součástí maloobchodní sítě jako například pohostinství. Některé statistiky to i zachycují. Například klesají tržby za návštěvy kulturních zařízení. O části spotřeby mimo oficiální ekonomiku však nic nevíme.*

**L. Lízal** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Táže se, zda lze pozorovaný pokles rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO vnímat spíše jako očekávání snížení měnověpolitických sazeb, nebo zda jde o kopírování vývoje příslušného rozpětí sazeb v eurozóně.

*Odpověď SBO: SBO nevnímá pohyb rozpětí 3M EURIBOR - 3M EONIA SWAP INDEX za podstatný pro pohyb příslušného rozpětí v ČR. Předchozí vývoj to potvrzuje. Lze především pozorovat zpožděnou reakci na snížení sazeb ČNB a očekávání dalšího pohybu sazeb.*

**M. Hampl** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Domnívá se, že není k dispozici žádné ekonomické vysvětlení ani minulého, ani současného chování rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO. To vnímá jako znepokojující fakt. Táže se, zda existuje ekonomické vysvětlení současného chování tohoto rozpětí. Dále poznamenává, zda by nebylo vhodné zeptat se bank na jejich chování na mezibankovním trhu. SBO pravděpodobně tento postup odmítne. Existuje-li jasné vysvětlení chování rozpětí, není to pravděpodobně nutné. Jeho úvahy částečně vycházejí ze včerejší porady bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice. V tomto kontextu vyjadřuje nejistotu, zda jsou jednotlivé kanály transmise měnové politiky dostatečně funkční.

*Odpověď SBO: SBO nevidí ekonomické vysvětlení chování rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T REPO. SBO vnímá pohyb tohoto rozpětí jako vyjádření určitých očekávání ohledně sazeb ČNB. Kolem roku 2008 a 2009 se do rozpětí promítala situace na mezibankovním trhu, kdy si banky přestaly půjčovat.*

*Odpověď SMS: SMS považuje za dostatečně zmapovaný expektační element v sazbě 3M PRIBOR. 3M PRIBOR je tříměsíční sazba, zatímco repo sazba je dvoutýdenní sazba, takže ve chvíli, kdy se očekává pokles repo sazby, tak jako se očekává nyní, má sazba PRIBOR tendenci klesat, tj. rozpětí se snižuje. Ve chvíli snížení sazeb se pak sazba PRIBOR nesníží v poměru jedna ku jedné do té míry, do jaké je již snížení v sazbě odraženo.*

**M. Singer** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Poznamenává, že na grafu ukazujícím rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO nelze pozorovat mnoho změn.

*Odpověď SMS: Upozorňuje, že graf zobrazující vývoj rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T REPO pokrývá především období, ve kterém ke změnám sazeb nedocházelo.*

*Odpověď SBO: SBO poznamenává, že očekávání změn sazeb by bylo viditelnější na vývoji sazeb FRA, které reagují rychleji.*

**M. Hampl** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Poznamenává, že poskytnuté ekonomické vysvětlení o chování rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO založené na očekáváních, se mu nezdá příliš věrohodné. To, že v rozpětí za dva a půl roku nedošlo k téměř žádným změnám (3 až 6 b.b.) a nyní během dvou měsíců došlo k výrazné změně (16 až 17 b.b.), nepovažuje za důsledek očekávání snížení sazeb.

*Odpověď SMS: SMS poznamenává, že efekt očekávání změn sazeb je vidět na vývoji sazeb FRA, u kterých je posun směrem dolů poměrně dramatický. Věří-li nyní trh, že za rok bude 3M PRIBOR kolem 0,50 %, tak otázkou možná je, zda kotace PRIBORU pozorované nedávno nad 1 % byly opravdu reálné.*

**M. Hampl** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Ke svým dotazům ohledně sazeb PRIBOR a rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO doplňuje, že byl přítomen debatě, ve které britský regulátor vysvětloval, jakým způsobem se na situaci okolo sazeb LIBOR dívali. Této debaty se

účastnili i zástupci dalších zemí (Dánsko, Maďarsko, Polsko), které čelí stejným problémům: nulová likvidita na příslušných maturitách, půjčky se realizují jako overnight, existuje pouze několik bank, které poskytují kotace pro sazby IBOR. Poznává, že například v Dánsku více jak tříčtvrtěroční zkoumání situace ohledně jejich sazby IBOR nezjistilo žádné nenormální chování. V dalších zemích mají podobné zkoumání před sebou. Proto to spíše vnímá tak, že až se někdo v budoucnu zeptá, zda při diskutování vývoje rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO byly vyjádřeny nějaké pochybnosti o chování tohoto rozpětí, tak aby odpovědí nebylo to, že se sice nenašlo ekonomické zdůvodnění, ale vzhledem k tomu, že za sazbou PRIBOR nejsou reálné obchody, tak se tím ČNB více nezabývala.

*Odpověď SBO: V současnosti poskytuje kotace na PRIBOR deset bank, které ale ubývají. Nejvyšší a nejnižší hodnota se neuvažuje, což znamená, že průměr se počítá z osmi bank. Na konci roku odejde další banka, tj. průměr bude počítán z kotací sedmi bank.*

**M. Hampl** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Přidává poznámku, která předchází diskuzi o sazbě PRIBOR hodně relativizuje. Ve Velké Británii nejsou schopni odpovědět na otázku, proč, když má trh pocit, že je benchmark daný sazbou LIBOR špatný, si spontánně nehledá jiný benchmark. Kdyby docházelo k manipulaci se sazbami, tak náklady té manipulace jsou stále menší než náklady na hledání nového benchmarku. Z toho vyvozuje, že ani ve Velké Británii to asi nebude až tak velké téma.

**M. Singer** (v diskuzi o rozpětí 3M PRIBOR - 2T REPO): Dodává, že ECB nechce měnit pravidla pro konstrukci sazeb EURIBOR, protože se obává, že by nemusela sehnat kótující banky. V případě zavedení postihů bank není jediný důvod, aby se toho banky účastnily. To vnímá i jako téma úvahy pro SMS, zda nechce nahradit sazbu PRIBOR v modelu g3 nějakou reálnější veličinou. Doplňuje, že k tomu možná budeme budoucím vývojem donuceni.

*Odpověď SBO: SBO poznamenává, že PRIBOR je v podstatě samoregulační institut. ČNB sice formálně vydává pravidla pro konstrukci sazby PRIBOR, pravidla jsou ale v podstatě pravidla Forex Clubu. Kalkulačním agentem je Thomson Reuters. Je proto těžké do této procedury vstupovat.*

*Odpověď SMS: Sazba PRIBOR je relativně reálná pro ekonomiku, protože na ní je navázáno 90 % úvěrů v podnikové sféře. To je také důvod, proč má tato sazba v modelu g3 smysl.*

*SMS se nedomnívá, že v případě problémů se sazbou PRIBOR analogických k situaci ve Velké Británii by nějak pomohl odkaz na to, že úřední sdělení ČNB je vlastně úřední sdělení Forex Clubu, jak naznačuje výpověď SBO.*

**L. Lízal** (v diskuzi o nulové hranici sazeb): Jako námět pro příští situační zprávu uvádí experiment ukazující, jak by vypadal fan chart pro úrokovou sazbu v situaci, kdy nominální sazba dosáhne nulové hranice. Pravděpodobně by se jednalo o nějakou kombinaci podmíněné a nepodmíněné prognózy.

*Odpověď SMS: SMS poznamenává, že odpověď se částečně dotýká diskuze ze včerejší porady bankovní rady s experty o nekonvenční měnové politice. Jestliže pokles sazeb na nulu nebude doprovázen dalším rozhodnutím o uvolnění měnové politiky, tak pro SMS je nejčistší řešení sazby na nule zafixovat. To bude mít jako důsledek například rychlejší posilování kurzu a výraznější podstřelení inflačního cíle. Pak je nutné se ptát, jestli chceme, aby toto bylo součástí naší veřejné komunikace.*



**L. Lízal** (v diskuzi o nulové hranici sazeb): Poznává, že i kdyby padlo rozhodnutí o nekomunikování efektů zafixování úrokové sazby na nule na veřejnost, tak je to stále informace velice důležitá pro rozhodování. Tato informace může být pouze interní.

*Odpoověď SMS: SMS provede simulaci se sazbou zafixovanou na nule analogickou měnověpolitickému experimentu z 5.SZ.*

**M. Hampl** (v diskuzi o helicopter money): Předkládá čistě provokativní úvahu, která vychází ze včerejší porady bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice. Tam SMS prezentovala názor, že nedává velký smysl uvažovat o explicitních metodách emise peněz přímo do bilancí domácností (helicopter drop of money), protože by v návaznosti na tento krok stejně nedošlo ke zvýšení spotřeby. Domácnosti by si peníze ponechaly na účtu. Domnívá se, že takový názor do určité míry zpochybňuje transmisi a efektivitu měnové politiky. Dále se domnívá, že takový úhel pohledu lze s nadsázkou interpretovat jako „nefunguje výstřel z děla, ale je žádoucí a účinné střílet ze vzduchovky“. Táže se, zda byl tento názor spíše nepromyšlená úvaha, nebo přesvědčení, jak by se domácnosti opravdu chovaly.

**M. Singer** (v diskuzi o helicopter money): V návaznosti na diskuzi o explicitních metodách emise peněz přímo do bilancí domácností se táže na názor o emisi peněz, které pozbývají platnosti po určité době. Neočekává promyšlenou odpověď. Poznává, že dosavadní diskuze o helicopter money nebere v úvahu podniky. Táže se, zda i kdyby byla emise peněz přímo domácnostem považována za nefunkční nástroj, jak by se tento názor změnil, kdyby se podobné úvahy vedly pro podniky a transmisi přes ně.

*Odpoověď SMS: SMS nechtěla na včerejší poradě bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice vyjádřit názor, že by případná emise peněz přímo do bilancí domácností nebyla účinná, spíše se snažila zdůraznit, že aby taková emise měla maximální efekt, tak musí být podmíněna tím, že domácnosti emitované peníze utratí. Jedním ze způsobů je omezit platnost těchto peněz. SMS dodává, že podmíněná platnost emitovaných peněz by musela být pravděpodobně realizována přes účty ČNB, u kterých je ovšem zákonem dáno, komu je ČNB může vést.*

**M. Singer** (v diskuzi o helicopter money): Poznává, že Kateřina Šmídková posílala emailem informaci, že podobný princip emise peněz s podmíněnou platností již byl mimo ČR prakticky použit v rámci fiskální politiky.

**V. Tomšík** (v diskuzi o helicopter money): Připomíná tzv. „pastelkovné“, v jehož rámci bylo v roce 2006 rodičům každého školáka vyplaceno 1000 korun, což, kdyby bylo vztaženo na každého obyvatele ČR z důvodu rovného zacházení, znamená 10 miliard korun na vrub ČNB. Efekt pastelkovného vnímá jako zanedbatelný.

**M. Hampl** (v diskuzi o deflační pasti): Táže se, jak je dle SMS pravděpodobné, že při udržení existujících měnových podmínek dojde v rozumném horizontu v ČR k deflační nebo dluhově-deflační pasti.

*Odpoověď SMS: SMS nevidí deflační spirálu jako akutní hrozbu. Jako akutní vidí SMS hrozbu systematického a relativně dlouhodobého podstřelování inflačního cíle z hlediska měnověpolitické inflace. Propad do deflační spirály SMS nedokáže vyloučit. Ve chvíli, kdy se domácí ekonomika v deflační spirále ocitne, tak už nebude mít ČNB nástroje na vystoupení ze*

*spirály. Všechny současné informace, očekávání, kotace cen v sobě zahrnují budoucnost včetně všech nejpravděpodobnějších scénářů, tj. i nejpravděpodobnějšího scénáře chování měnové politiky, která dle trhů nyní něco udělá. Proto je složité udělat odhad pravděpodobnosti něčeho, co ekonomické subjekty v zásadě nečekají, protože to nemůžou čekat z institucionálního hlediska. SMS ještě doplňuje, že deflaci mohou signalizovat ceny aktiv, ale ceny nemovitostí pravděpodobně nadále klesají. Jejich pokles byl během krize srovnatelný či ještě výraznější než pokles cen nemovitostí ve Španělsku.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o deflační pasti): Poznává, že ceny půdy rostou.

**M. Singer:** Táže se poradce, jak vysvětlí nesoulad mezi jeho pesimističtější výhledem spotřeby, než jaký prezentuje prognóza, a mírnějším měnověpolitickým doporučením.

*Odpověď poradce Franty: Otázka se vztahuje k aktuální prognóze, tj. jak je konzistentní názor na nižší výhled spotřeby v poměru k prognóze s mírnějším doporučením opět v poměru k prognóze. Vyjadřuje mírnou skepsi nad relevancí prognózy modelu, který se nachází blízko nulové hranice sazeb. Uvádí konkrétní případ, kdy lineární řešení DSGE modelu může implikovat u nulové hranice sazeb výrazně jinou dynamiku než model řešený nelineárními metodami. Ve stanovisku vedl úvahy, které nebyly výrazněji navázány na prognózu.*

**M. Singer** (v diskuzi o Slovensku): Táže se, proč je současný ekonomický růst Slovenska relativně příznivý. Poznává, že slovenská ekonomika je strukturně velice podobná české ekonomice.

*Odpověď SMS: Slovenská ekonomika je tažena čistým vývozem. SMS má anekdotickou evidenci, která naznačuje, že Slovensko pracuje trochu jinak s brandingem, než je obvyklé v České republice. Vliv čistého vývozu na růst HDP je poslední dva roky výrazný. Příspěvek ostatních položek vyjma hrubé tvorby fixního kapitálu je za toto období záporný. Je možné, že dochází k určitému nadhodnocení. Makrofundamenty jako nezaměstnanost atd. jsou v porovnání s ČR horší.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o Slovensku): Táže se, zda slovenská inflace, která dosahuje hodnoty téměř čtyř procent, byla také ovlivněna růstem sazeb DPH.

*Odpověď SMS: SMS pošle tuto informaci mailem.*

**L. Lízal** (v diskuzi o Slovensku): K vlivu rebrandingu na čistý vývoz se táže, zda by byly údaje o čistém vývozu ČR výrazně jiné, kdyby se používala starší metodika.

*Odpověď SMS: SMS potvrzuje, že údaje o čistém vývozu by byly v obou metodikách jiné.*

**K. Janáček** (v diskuzi o Slovensku): Poznává, že dalším možným vysvětlením rozdílu v ekonomickém růstu ČR a Slovenska může být rozdíl ve velikosti deficitu veřejných rozpočtů.

**M. Singer:** Rád by se ujistil, že výrok ze str. 23 situační zprávy o bilanci výnosů za druhé čtvrtletí, kde je uvedeno „...byly zaznamenány výrazně nižší výplaty dividend nerezidentům.“, není v rozporu s výrokem z následujícího odstavce „Převaha zdrojů poskytnutých tuzemskými dceřinými firmami mateřským společnostem v zahraničí v rámci úvěrových vztahů však vedla

k výraznému zmírnění celkového hrubého přílivu a současně i přispěla k meziročnímu poklesu celkového přebytku.“, protože se oba výroky týkají jiných částí platební bilance.

*Odpověď SMS: SMS potvrzuje konzistenci uvedených výroků.*

**M. Singer:** Poznává, že korigovaná inflace bez pohonných hmot byla v srpnu o 0,3 p.b. níže, než očekávala prognóza, což je poměrně výrazný rozdíl. Táže se, zda nemůže dojít k opakování scénáře, který již v minulosti nastal, kdy došlo k podcenění dezinflačního dopadu nízké poptávky.

*Odpověď SMS: Dojde-li k výraznému pohybu u cen pohonných hmot, pak často dojde u korigované inflace bez pohonných hmot k opačnému efektu. Tento vztah funguje symetricky. Z pohledu poptávky SMS vnímá riziko u korigované inflace směrem dolů.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o poměru vyplacených dividend a reinvestovaných zisků): Uvádí námět, který vychází z diskuze o poměru vyplacených dividend a reinvestovaných zisků a z diskuze o vlivu životního cyklu přímých zahraničních investic na českou ekonomiku. Za zajímavou považuje úvahu, zda a jak vývoj poměru vyplacených dividend a reinvestovaných zisků může ovlivnit předpokládaný steady state v modelu G3. Navrhuje, bude-li o to v bankovní radě zájem, box do příští situační zprávy, který by se tím zabýval.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o poměru vyplacených dividend a reinvestovaných zisků): K námětu na box do situační zprávy o vlivu změn v poměru vyplacených dividend a reinvestovaného zisku na steady state dodává, že dle studie UNCTAD se poměr mezi reinvesticemi a vyplacenými dividendami u investorů z vyspělých zemí dlouhodobě ustálí okolo hodnoty pod 0,5.

**V. Tomšík** (v diskuzi o podmíněné prognóze): Aniž by se chtěl navracet k podmíněné prognóze, tak čistě pro interní účely žádá o podmíněnou prognózu se sazbami zafixovanými na nulové úrovni. Zdůrazňuje, že tato prognóza je jen pro interní využití a nechtěl by, aby byla určena pro vnější komunikaci.

**M. Hampl** (v diskuzi o podmíněné prognóze): Upozorňuje, že podmíněná prognóza není konzistentní s ostatním uvažováním bankovní rady.

**L. Lízal:** Táže se, zda by nebylo vhodné analyzovat chování predikčního modelu kolem nulové hranice sazeb s ohledem na metodu řešení (linearizace vs. nelineární přístupy).

*Odpověď SMS: SMS zkoušela nelineární aproximace modelu. V modelu kombinujeme očekávané a neočekávané šoky. Přístup SMS je postaven na tom, že výsledky jsou intuitivní, tj. kdyby nebyly, tak SMS takové výsledky nebude prezentovat.*

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

**T. Holub (ředitel SMS):** K odlišným hodnotám německého růstu HDP zmíněných na otevřeném jednání doplňuje, že SMS ověřila hodnoty na stránkách Eurostatu a potvrzuje, že hodnoty mezičtvrtletního růstu uvedené v situační zprávě nejsou správné. SMS se omlouvá.

**V. Tomšík:** Nejprve představí východiska, na základě kterých se rozhoduje. Prognóza, kterou většina bankovní rady v srpnu neodmítla a je tedy stále platná, implikuje jako předpoklad pro přiblížení měnověpolitické inflace inflačnímu cíli několik snížení repo sazby. GRIP působí díky měřítku os tak, že se všechny body nacházejí u středu, nicméně sečtení jednotlivých bodů GRIPu představuje další návrh pro snížení repo sazby o 25 b.b. Proto zcela rozumí návrhu SMS snížit sazby o 0,50 p.b. Myslí si, že tento návrh je v logice cílování inflace a transparency ČNB ospravedlnitelný. Navíc je zveřejněna prognóza až do roku 2014, tj. poměrně daleko za měnověpolitický horizont, kde se měnověpolitická i celková inflace nachází pod inflačním cílem. A to vše za podmínky, že bankovní rada bude následovat doporučení SMS v úrokových sazbách a kurz bude v porovnání se současnými hodnotami slabší.

Tím se dostává k překvapením, které můžeme za posledních šest týdnů pozorovat. Jedním z nich je právě zmíněný kurz. Ten je silnější i v situaci, kdy bankovní rada komunikovala prostřednictvím prognózy a některých jejích členů, že lze očekávat snížení sazeb.

Dále upozorňuje, že ekonomický vývoj představuje protiinflační rizika. Vnímá ale i proinflační rizika: vývoj cen zemědělských a energetických komodit. Jak bylo zmíněno dříve, na vývoj těchto cen lze pohlížet tak, že je padesátiprocentní šance jejich poklesu. Kurz, ekonomický vývoj a energetické a zemědělské komodity jsou zachyceny v GRIPu, tj. jedná se o podchycená rizika inflace.

Poznamenává, že se často diskutuje otázka sentimentu, zda ho lze ovlivnit, a tedy zda dokáže ČNB povzbudit ekonomiku. Domnívá se, že role ČNB je převážně stabilizační, poskytující nominální kotvu v ekonomice. Proto došlo k přechodu od pevného kurzu k cílování inflace. Jediné, co v tomto směru může ČNB udělat, je být maximálně transparentní, tj. existuje prognóza, která nebyla většinou odmítnuta a která nebyla následovaná, tak je vhodné se jejímu doporučení rychle přiblížit.

Považuje se za realistu a domnívá se, že nebude vůle k „vystřílení si všech nábojů“. A to i z toho důvodu, že poslední náboj ve formě poklesu sazeb na nulu by bylo vhodné doplnit nějakým jiným balíčkem opatření. Rozumí doporučení, ale domnívá se, že je na místě snížení o 25 b.b., a navíc navrhuje překvapit trhy snížením diskontní sazby na 0,1 % a lombardní sazbu na 0,75 %. Je to něco mezi doporučením SMS a krokem, který byl navrhován již v srpnu. Znovu opakuje, že by se nerad dostal do situace podmíněných prognóz, kdy se prognóza inflace bude přibližovat inflačnímu cíli, a přitom by bylo jasné, že to je za nereálných předpokladů.

**K. Janáček:** Poznamenává, že se nacházíme v období déletrvajícího útlumu domácí ekonomiky. Inflace se nachází nad inflačním cílem, ale inflační očekávání jsou zřejmě stále ještě pod kontrolou. Z obavy před nejistotami dalšího vývoje podniky hromadí likviditu při snížené ochotě investovat a domácnosti navyšují úspory při odkládání spotřeby. Mezera mezi celkem slušnými fundamenty ekonomiky v rámci zemí střední Evropy a sentimentem ekonomických subjektů roste. Tuto situaci stěží vyřeší navrhované snížení repo sazby na nulu. Tímto krokem bychom se dostali „zády na zed“ a rozhodně tento krok nemůže doporučit. Za vhodnější považuje vyčkání na zpřesnění růstového výhledu na roky 2013 a 2014, což je horizont měnové politiky, a odstranění některých nejistot například kolem fiskální politiky. Nicméně doporučuje zvážit již dnes použití také jiných než úrokových nástrojů měnové politiky.

**P. Řežábek:** Domnívá se, že se nacházíme v období protichůdného působení měnové a fiskální politiky, kdy každá z těchto politik působí opačným směrem, což osobně považuje za velké riziko

pro obě politiky. Domácí bankovní sektor je dle všech hodnocení zdravý a fungující. Není proto realistická obava, že by mohl bankovní sektor být zdrojem nějakých negativních vlivů, kdy bychom vůči tomuto sektoru museli zvažovat nějaké mimořádné opatření. Z pohledu firem vidí výhled reálné ekonomiky poněkud optimističtější, zvláště nebudeme-li svědky výrazného negativního vývoje v Evropě, který by se přenesl do domácí ekonomiky. Z perspektivy domácností si klade otázku, zda je pozorovaný pokles dán pouze sentimentem, nebo zvyšujícími se úsporami. K dispozici není žádná detailní analýza, jejíž součástí by byla aktiva domácností. Není tedy jasné, jaký je jejich vývoj. Proto je rád, že se SMS těmto otázkám bude v příští situační zprávě věnovat podrobněji a bude uvažovat i rozdělení na příjmové skupiny.

**E. Zamrazilová:** Domnívá se, že současnou situaci lze charakterizovat kombinací proinflačních impulsů na straně nabídky a negativních impulsů na straně poptávky. Co se týká inflace, tak považuje za podstatnou její strukturu. Lze pozorovat nebývalý rozptyl ve vývoji jednotlivých cenových okruhů. Ceny potravin, bydlení, dopravy rostou trvale poslední dva roky podstatně rychleji než ceny odívání, bytového vybavení, elektroniky, služeb v oblasti rekreace atd. Tento druhý cenový okruh je v mírně deflačním pásmu. Počátek rozptylu lze pozorovat již někdy v letech 2006 a 2007.

Vzhledem k cenové úrovni nezbytného zboží a služeb a vzhledem k příjmové struktuře domácností se nelze divit, že domácnosti neutrácejí tak, jak by indikovaly jinak zdravé fundamenty domácí ekonomiky. Připomíná, že čeští spotřebitelé jsou tradičně citliví na ceny potravin. Proto se obává, že se spotřeba domácností v oblasti předmětů dlouhodobé spotřeby neoživí, dokud se ceny potravin nestabilizují. Výhled cen potravin a energií je na celý rok 2013 jasně proinflačním rizikem, a je spojen s rizikem útlumu poptávky po předmětech dlouhodobé spotřeby a službách typu rekreace, pohostinství atd. Připomíná, že například potraviny od roku 2006 zdražily o více než 20 % a současně například ceny odívání a obuvi o 20 % zlevnily. Domnívá se, že by bylo vhodné strukturu inflace sledovat detailněji.

Z hlediska plnění inflačního cíle situaci celkově hodnotí podobně, jak bylo naznačeno ve stanovisku poradce. Jestliže v současnosti nedojde ke snížení sazeb dle trajektorie konzistentní s prognózou, inflace by se na horizontu měnové politiky přiblížila k dolní hranici tolerančního pásma, což nevnímá jako situaci, která by vyžadovala uvolnění měnové politiky.

Za rozumný krok by považovala snížení rozpětí mezi diskontní sazbou, repo sazbou a lombardní sazbou ve smyslu snížení lombardní sazby o 25 nebo 50 základních bodů. Domnívá se, že současné rozpětí těchto sazeb (0,25 %, 0,50 %, 1,50 %) je zbytečně široké.

**L. Lízal:** Poznává, že od minulé prognózy se toho mnoho nezměnilo. V podstatě došlo spíše ke kumulaci protiinflačních rizik včetně kurzu, který posiluje a představuje tak další protiinflační riziko, což může být trochu překvapivé. Kurz se ovšem takto překvapivě chová často. Domnívá se, že v současné situaci není možný jiný krok, než snížit sazby. Nesnížení sazeb by vedlo k znevěrohodnění prognózy a mohlo by být také interpretováno například z perspektivy možných obav ČNB o funkčnost transmisního mechanismu. Podíváme-li se na sazby FRA, tak je patrné, že trhy prognóze ČNB věří a pohybují se dle trajektorie konzistentní s prognózou. Z tohoto důvodu je snížení nutné, ČNB by jinak byla vnímána jako nečitelná a nevěrohodná.

Z pohledu proinflačních rizik nevnímá jako problém, že se proinflační rizika vztahují pouze k cenám zemědělských produktů a ropy. Cena ropy je tradičně dost volatilní, ceny zemědělských

komodit jsou do velké míry ovlivňovány státní politikou různých dotací a zásahů do trhu, tj. je zde minimum prostoru pro vliv měnové politiky.

Jako relevantní vnímá otázku, zda snížit repo sazbu o 25 b.b., nebo o 50 b.b. Domnívá se, že lze jít oběma směry, nicméně trh jedno snížení očekává, což se vztahuje k vnímání kredibility ČNB. Na druhou stranu by bylo dobré komunikačně signalizovat, že očekávání ČNB v tržních sazbách jsou ještě níže, takže se kloní k vyslání i jiného signálu (například zastavení odprodeje výnosů, nesymetrické snížení lombardní sazby). Vnímá to tak, že by takový signál pomohl komunikačně i z hlediska nové prognózy, která bude následovat. Nesnížení sazeb až na nulu považuje do určité míry za rozumné i z toho důvodu, že není jisté, jak se bude vyvíjet vládní balíček. Jakoukoli komunikaci ve smyslu čekání na vývoj v těchto otázkách nebo na potvrzení trendů považuje za naprosto v pořádku. Mělo by být zdůrazněno, že ČNB situaci vnímá spíše negativně, aby trhy nebyly překvapeny našimi kroky při příštím zasedání.

**M. Hampl:** Poznává, že dnešní diskuze má dvě kola. Jedno proběhlo včera v rámci setkání bankovní rady s experty ohledně nekonvenční měnové politiky. Domnívá se, že i toto kolo je součástí dnešního rozhodování a že jeho naplánování den před měnověpolitickým jednáním bylo vhodné. Nemůže tedy abstrahovat od toho, co bylo řečeno včera. Domnívá se, že se na tomto jednání dostává bankovní rada do neřešitelných dilemat.

Úvaha na vyšší úrovni abstrakce je úvaha o tom, jaké riziko je v tuto chvíli větší. Zda je větší riziko cesty domácí ekonomiky k deflační pasti, nebo zda je větší riziko spuštění nestandardních a neověřených nekonvenčních nástrojů měnové politiky s tím, že existuje velká pochybnost o tom, jak z těchto nestandardních nástrojů vystoupit. Riziko spojené s nestandardními opatřeními vnímá jako mnohem výraznější.

Situaci současného rozhodování považuje za velice těžkou. Pokud je znevěrohodněním režimu uvažování o měnové politice to, že bankovní rada nebude následovat doporučení SMS, což v rámci režimu cílování inflace chápe, pak je okamžik rozhodování o nestandardních měnových politikách pouze odkládán o jedno nebo dvě měnověpolitická jednání. Pokud je logické, že k naplnění mandátu bankovní rady a ke stabilizaci ekonomiky je potřeba nějakým způsobem nastavit měnové podmínky, pak případný kompromis ve formě snížení sazeb o 25 b.b. nic neřeší. Buď se jde cestou stabilizace a je nutné na dnešním jednání řešit dilema ohledně využití nekonvenční měnové politiky, nebo převažuje pocit, že není žádoucí spouštět nestandardní měnové politiky, ale pak je legitimní samotná debata o změkčování měnových podmínek. Odložením se tomuto zásadnímu dilematu nelze vyhnout, protože nelze očekávat, že další situační zpráva bude implikovat stabilizaci sazeb, nebo dokonce jejich zvýšení.

Domnívá se, že dnešní jednání představuje košatější diskuzi než jednání ve standardním režimu, protože okamžik využití nestandardních opatření je blízko. Nynější rozhodování je o hodnocení velkých rizik, tj. zda je rizikovější zavedení nestandardních měnových politik, nebo možnost ekonomiky v deflační pasti.

**M. Singer:** Včerejší jednání bankovní rady s experty o nekonvenční měnové politice považuje za užitečné, i když byl k významu tohoto setkání zpočátku poněkud skeptický. Nevnímá jako velký problém to, že získá více času na promyšlení některých věcí. V zásadě souhlasí s nastíněním základních rizik M. Hamplem, ale považuje čas, ve kterém bude možné některé úvahy promyslet nebo potvrdit, za užitečný. Poznává, že právě zažil období, ve kterém došlo ke změně jeho názoru na to, co by bylo vhodné činit v horizontu dvou až tří týdnů, a ke změně pohledu na

možnost výskytu deflační pasti v domácí ekonomice. Proto uvítá příležitost dozvědět se něco o reakcích trhů nebo o názoru okolí.

Za důležité pro dnešní rozhodování považuje v protiinflačním směru pozorovaný pokles důvěry jak u nás, tak v zahraničí. Jediný signál, že tomu tak není, představuje podnikový výzkum, který ovšem považuje za velmi slabý signál i třeba s ohledem na to, jak dlouho je tento výzkum prováděn. Je škoda, že tento výzkum nezačal probíhat dříve. Druhým důležitým prvkem rozhodování vedoucím protiinflačním směrem je, že korigovaná inflace bez pohonných hmot je tři roky v záporných hodnotách, což mimo jiné naznačuje, že ekonomika dramaticky tlumí všechny průsaky vnějších cenových impulsů do jádra tvorby cen. To vnímá jako silný problém. Třetím prvkem, který je zatím pouze naznačený a u kterého bude čekat na potvrzení, je náznak růstu úspor obyvatelstva. Jako problém by vnímal, začalo-li by obyvatelstvo spořit.

Jako pozitivní signál vnímá snižování rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T REPO, což má z pohledu uvolňování měnových podmínek pozitivní vliv. Dále se domnívá, že nadále setrvává fundamentální výkonnost nefinančních podniků, které jsou schopny konkurovat i v současných velice těžkých globálních podmínkách. Třetí nadějný signál vidí, i přes poměrně nízkou spolehlivost těchto údajů, které patří v rámci složek HDP k nejnejistějším, v investicích. Vývoj investic do určité míry koresponduje s vývojem vyplacených dividend, což představuje určitou možnost, že dojde k potvrzení nějakého pozitivního vývoje, i když se může jednat o „hezkou čtyřku z dějepisu“. Jako čtvrtou možnost vnímá možný politický šok, který by odstranil apreační tlak z kurzu.

K obecné otázce deflační spirály ve středně velké velmi otevřené evropské ekonomice vyjadřuje souhlas s M. Hamplem, že není realizovatelná bez posilování kurzu. Pokud má tato ekonomika zpomalit sama o sobě, tak by její zpomalení mělo vést k oslabení kurzu. Otázkou tedy je, co by bylo třeba k tomu, aby ekonomika zpomalila a zároveň došlo k posilování kurzu. Jako jednu možnost vidí synchronizovaný pokles ekonomické aktivity v okolních zemích, kdy k posílení kurzu může dojít u zemí, které jsou důvěryhodnější ve smyslu uchování hodnoty aktiv než jejich okolí (Švýcarsko), nebo u zemí, které budou mít bezprostřední vlastní zkušenost s podobným poklesem, což by mohl být v takové situaci případ domácí ekonomiky. Doplnuje, že poslední takovou epizodu zažila domácí ekonomika ve 30. letech, kdy došlo k rozpadu trhů a došlo k synchronizovanému poklesu v okolních zemích. Takový scénář sice nevidí jako většinový scénář, ale poznamenává, že fundamentální problémy eurozóny vnímá jako možnost, jak by byl popsán scénář naplněn. Umí si představit ještě několik dalších globálních šoků deflačního typu přicházejících z Japonska nebo z USA. Opět připomíná, že toto nepovažuje za většinové scénáře. Za klíčový tedy považuje vývoj kurzu a sentiment ekonomických agentů. Kurz má klíčový vliv na sentiment, protože určuje, zda budou domácnosti utrácet. Příliš posilující kurz povede domácnosti k obavám o práci, a tedy k poklesu utrácení, podniky následně budou méně zaměstnávat a vyrábět atd. Proto je kurz klíčový prvek.

Je rád, že se bankovní rada začíná pozitivněji vyjadřovat o fundamentu domácí ekonomiky. Nicméně se domnívá, že pouze komunikace problém nevyřeší. Víra policy-makerů v řešení deflačních krizí pomocí komunikace byla mylná prakticky vždy. Římský spisovatel a expert na vojenskou a veterinární tematiku Flavius Vegetius Renatus řekl „Si vis pacem, para bellum.“, tj. „Chceš-li mír, připravuj válku.“ Poznnamenává, že je rád, že se bankovní rada mentálně připravuje i na méně pravděpodobné události.

Vyjadřuje pocit, že SMS vnímající skepsi bankovní rady k dalším snížením sazeb může do určité míry svůj návrh stavět jako něco, co umožní určité vyjednávání s bankovní radou. Neočekává na

toto téma od SMS komentář. Podotýká, že i kdyby se prognóza potvrdila, tak dvě snížení v podstatě dostanou trajektorii sazeb na úroveň, kterou SMS pro letošní rok doporučuje. Stále je zde tedy možnost následovat prognózu i se snížením o 25 b.b. na tomto jednání zvláště při předpokladu, že by rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T REPO zůstalo na hodnotách pozorovaných v současnosti. Domnívá se, že je v současnosti důležité nějakým způsobem začít signalizovat, že existuje možnost, že ČNB bude reagovat na posilování kurzu. Současně považuje za vhodné nějakým způsobem reagovat sazbami nejlépe tak, jak trh očekává. Souhlasí také s tím, aby případná změna sazeb byla doprovázena nějakým dalším opatřením. Ohledně možnosti zastavení odprodeje výnosů poznamenává, že považuje za vhodné ponechat si nějaký čas na rozmyšlení takového kroku. Jedním z důvodů je i fakt, že ČNB vždy komunikovala, že odprodeje výnosů nepatří mezi měnověpolitické nástroje. Vyhybal by se komunikaci, která vede do určité míry ke znevěhodňování ČNB. Kdyby tedy chtěl nyní zastavit odprodej výnosů, a nevyklučuje, že se jeho názor na tento krok do příštího jednání posune, obával by se důsledků pro věrohodnost ČNB. Možností je i zavést takový krok mimo měnověpolitická jednání. Přirozeně se nabízí nesymetrické snížení lombardní sazby a otevřenější komunikace vyjadřující postoj, že kurz je pro domácí ekonomiku zdrojem bezprostřední hrozby. Nemyslí si, že by taková komunikace směrem ke kurzu něčemu mohla uškodit. Ukazuje graf dlouhodobého vývoje kurzu koruny a příslušného trendu a stejný graf pro období posledních čtyř let. Z perspektivy posledních čtyř let (tj. období ekonomické krize) je současná hodnota kurzu na trendu, tj. kurz není vůči trendu slabší. Nemyslí si proto, že případná komunikace směrem ke kurzu bude narážet na to, že je kurz vůči trendu slabší.

**V. Tomšík:** K diskuzi o možnosti zavedení některých nestandardních kroků měnové politiky poznamenává, že snížení sazeb, i když se nachází velice blízko nulové hladiny, rozšířené o případné nesymetrické snížení lombardní sazby nepovažuje za nestandardní. Rozpětí měnověpolitických sazeb bylo v minulosti již měněno. Vyjadřuje přesvědčení, že kdyby byla repo sazba například na úrovni pěti procent, tak se podobná diskuze nevede. Ovšem dojde-li ke snížení sazeb, přiblížíme se k nestandardní měnové politice. Je velice dobře, že by diskuze o nestandardní měnové politice a její možná realizace přišla zároveň s novou prognózou. Prognóza měnověpolitické i celkové inflace se na horizontu měnové politiky blíží ke spodní hranici tolerančního pásma. Ovšem je nutné si uvědomit, že tato prognóza inflace je za určitých veřejně známých podmínek. Jedná se o výrazné podmínky ohledně vývoje kurzu a úrokových sazeb. Proto si myslí, že bude naprosto na místě bavit se o nestandardních opatřeních ve chvíli, kdy bude pro interní účely k dispozici podmíněná prognóza. Poznamenává, že před dvanácti lety podmíněnou prognózu veřejně tvrdě kritizoval a nemyslel si, že se někdy k podmíněné prognóze vrátí, ale rád by ji měl v současné situaci k dispozici. Podmíněná prognóza by měla jasně ukázat, jaké riziko hrozí, když ČNB rezignuje na svůj primární cíl, což je stabilizace inflace prostřednictvím svých nástrojů.

**L. Lízal:** Rád by uvedl několik poznámek k tomu, že nesnížení sazeb na nulu na dnešním jednání je pouze oddalování rozhodnutí o nekonvenční měnové politice, což je částečně i reakce na vystoupení M. Hampla. Jedním z motivů, proč nesnížit sazby na nulu už dnes, je příprava vnější komunikace a ujasnění si argumentů pro případné otázky veřejnosti. Vnímá to tedy spíše obráceně, tedy že se jedná o „přípravu na válku“, ale spíše pomocí signálů, které vyjasní postoj ČNB v těchto otázkách. Dalším z motivů pro nesnížení sazeb na nulu je ponechání určité



nejistoty ohledně dalšího postupu ČNB, což představuje širší portfolio možností do budoucna. Táže se SMS, zda bylo doporučení SMS jednomyslné.

**T. Holub (ředitel SMS):** Doporučení sekce bylo v poměru hlasů čtyři ku jedné, s tím, že jeden hlas byl pro snížení o 25 b.b. Celá diskuze byla o rozhodování mezi snížením o 25 b.b. a o 50 b.b.

**E. Zamrazilová:** Nerada by byla vnímána tak, že nechce hýbat se sazbami za žádné situace. Proto chce poznamenat, že již minule připustila, že při delší epizodě výrazného posilování kurzu koruny by uvažovala o nejruznějších možnostech, v čemž je dlouhodobě konzistentní. Dále ukazuje graf, který naznačuje, proč je hrozba deflace v měnověpolitickém horizontu minimální. Graf ukazuje inflaci cen, které jsou taženy převážně externími nabídkovými faktory a které tvoří minimálně 60 % spotřebního koše. Dodává, že deflace nemůže přijít čistě z technického důvodu.

**M. Hampl:** Na obranu SMS poznamenává, že se účastnil jednání SMS o měnověpolitickém doporučení a nemyslí si, že SMS ohledně tohoto doporučení dělala nějakou diplomacii. Nemyslí si také, že by SMS navrhla větší snížení, ve kterém by byl nějak odražen předpokládaný postoj bankovní rady. Jednání SMS vnímal jako poměrně vyostřené a neslo se ve směru, co jiného nyní dělat, než doporučit pokles sazeb na nulu. Poznamenává, že do debaty v SMS nijak nezasahoval. Připomíná, že jádro problému dnešního rozhodování leží ve velkém dilematu mezi nestandardní měnovou politikou a hrozbou deflace. Bude-li se ČNB „připravovat na válku“ a bude-li na ní připravovat i zbytek světa, pak stejně bude za několik málo měsíců relevantní argument, že je nekredibilní a poškozující ČNB, jestliže „válka“ nebude zahájena, zvláště pak v situaci, kdy pro ni budou hovořit všechny důvody. Proto stále hovoří o tom, že je-li „válka“ nablízku, tak „každý špatně napsaný dopis potom může znamenat, že se armády posunují“. Proto je tento okamžik velmi obtížný i z hlediska komunikace. Pokud by panoval názor, že některá opatření bankovní rada nechce využít, tak bude muset dojít ke změně komunikace a bude de facto nutné komunikovat, že bankovní rada nevěří prognóze. Věřit prognóze a nenásledovat rychle rozhodnutí konzistentní s prognózou má na kredibilitu velice negativní vliv. Vnímá rozpolcení, kdy bankovní rada následuje prognózu, zároveň se však přibližuje okamžik, do kterého se pravděpodobně většina členů bankovní rady nechce dostat. Takový okamžik nenastane za měsíc, je, i dle SMS, přítomný již nyní. Obává se, že toto velké dilemma není prodiskutované ani po včerejší schůzce bankovní rady s experty o nekonvenční měnové politice. Bez ujasnění tohoto dilematu se těžko v současné situaci rozhoduje o sazbách.

V reakci na diskuzi o chování domácností v situaci posilujícího kurzu vyjadřuje nejistotu nad tím, zda posilující kurz vede domácnosti k uvažování o ztrátě práce. Takové uvažování vnímá spíše jako uvažování ekonoma. Domnívá se, že domácnosti uvažují spíše tak, že jsou-li nižší ceny, utrácíme víc, než jsou-li ceny vyšší.

**M. Singer:** V reakci na M. Hampla o způsobu rozhodování domácností při posilujícím kurzu doplňuje, že to nemyslel tak zjednodušeně. Upřesňuje, že jeho úvaha vycházela z toho, že zažijeme-li vlnu posilujícího kurzu koruny, která začne destruovat podnikový sektor, tak to bude mít výrazné negativní důsledky pro domácnosti.

Poznamenává, že dilemma mezi nestandardní měnovou politikou a deflační pastí načrtnuté M. Hamplem nemá ještě zcela rozmyšlené. Kurz nepovažuje za nějak výrazně nestandardní a nevnímá ho v porovnání s ostatními možnostmi tak bolestně. Navíc ostatní uvažované možnosti

v rámci nestandardních kroků nepovažuje za příliš efektivní. Jak již zmínil na včerejší schůzce bankovní rady s experty o nekonvenční měnové politice, ČNB nikdy nepřijala příliš mnoho placebo opatření a velkých gest, takže v případě, že taková gesta začne ČNB provádět, tak si komunikačně příliš nepomůže. ČNB byla vždy vnímána jako jasná a čitelná centrální banka, takže by mohlo být pro veřejnost výrazně matoucí, kdyby například došlo k rozšíření kolaterálu o HZL v situaci, kdy to není nijak relevantní. Takové rozšíření kolaterálu by mělo smysl v situaci, kdyby se objevily problémy na trhu s nemovitostmi. Pak by to ale byl relevantní důvod. To je také jeden z důvodů jeho opatrnosti. Za poslední tři týdny se odvrátil od názoru, že je třeba nyní výrazně komunikovat. V současné situaci nechce říkat, co si bude myslet za šest týdnů zvláště v situaci, kdy například českému exportu mohou pomoci šoky vycházející z politiky, jak se již v minulosti několikrát stalo. S mírnou nadsázkou připomíná vystoupení ministra J. Zieleniece, které v okamžiku hroucení českých exportů přineslo ve svých důsledcích žádoucí oslabení kurzu a rozvolnění kurzové politiky.

Z těchto důvodů nevidí odklad případného rozhodování jako nežádoucí. Souhlasí s E. Zamrazilovou ohledně vlivu cen potravin na inflaci, ale zároveň dodává, že velkým problémem by například mohla být nadprůměrná sklizeň v příštím roce. Dopady vnějších externích šoků na inflaci pomohly k tomu, že se bankovní rada neocitla v podobné debatě již před rokem. Případné vnější šoky působící na inflaci opačným směrem (například situace v USA) by z pohledu inflace představovaly výrazný problém. Za klíčové považuje neučinit nic, co by trhy interpretovaly jako hawkish přístup posilující kurz, čehož by snížení o 25 b.b. mělo docílit. Další rozhodování již bude se znalostí podmíněné a nepodmíněné prognózy a se znalostí vývoje fiskální politiky. V rámci fiskálu by z pohledu ČNB byl výhodný vývoj, který by celkovou inflaci posunul směrem dolů a měnověpolitickou inflaci směrem nahoru a netlumil poptávku předpokládaným způsobem. Připomíná, že na včerejší schůzce také došlo ke shodě, že není v současnosti užitečné o těchto tématech s vládou komunikovat. Vyčkání s poklesem sazeb na nulu vnímá jako rozumné řešení všech dilemat, která v současnosti vidí.

**E. Zamrazilová:** Domnívá se, že pokud by ceny potravin, bydlení a dopravy nerostly díky nákladovým šokům, tak by domácí ekonomika byla v úplně jiné situaci ohledně spotřeby domácností. Vnímá vývoj cen a spotřebu domácností z perspektivy spojených nádob. Ráda by poděkovala V. Tomšíkovi za žádost SMS o podmíněnou prognózu, protože ji považuje za velice důležitou informaci.

**P. Řežábek:** Připomíná období, kdy byl kurz pod hladinou 23 korun. Možnou příčinou posilování kurzu může být i dojem výrazně lepší fiskální situace ČR v porovnání s ostatními zeměmi. Je nutné se ovšem ptát, jestli je domácí fiskální situace opravdu výrazně lepší. Upozorňuje na možný vliv dodatečných ekologických výdajů a penzijní reformy na rozpočet, což by možná vedlo k méně přísné fiskální politice. Dále poznamenává, že relativně vysoké CPI v ČR (s ohledem na velice nízké sazby) koresponduje s nižším reálným růstem. Příští rok by již neměla být tato disproporce tak výrazná.

Další poznámka se týká negativních výhledů ekonomické situace na tento rok, které se odrazily v mzdových vyjednáváních pro tento rok. Otázkou zůstává, zda budou podobné faktory hrát roli při mzdových vyjednáváních příští rok.

V rámci poslední poznámky zmiňuje pozorované tlaky na uvolnění dovozu pracovních sil ze zahraničí. Domnívá se, že tato evidence představuje zajímavý signál.

Svůj pohled souhrnně vnímá jako optimističtější.

**V. Tomšík:** Považuje za nutné, aby si bankovní rada přiznala, že nyní sedíme v autobuse na cestě, která vede do zatáčky zvané nekonvenční měnová politika. Kdyby došlo ke snížení sazeb na nulu již na minulém zasedání, stejně by pravděpodobně nebylo možné se této zatáčce vyhnout. Zastává názor, že víme-li o této zatáčce, je vhodné začít točit volantem a udělat alespoň standardní krok snížení o 25 b.b. Bojí se však nyní strhnout autobus do příkopu a zavést okamžitě nestandardní měnovou politiku, tj. dělá vše proto, aby brzdil, v rámci toho žádá spolucestující, aby mu pomohli točit s volantem, což představuje snížení alespoň o 25 b.b. a případné nesymetrické snížení lombardní sazby, ale stále nechce řízení autobusu strhnout. Je přesvědčen, že ČNB ještě není na nekonvenční opatření zcela technicky připravena, což se ukázalo na včerejší schůzce bankovní rady s experty k nekonvenční měnové politice. Domnívá se, že SMS měla dostat úkol připravit plán konkrétních technických kroků pro realizaci možných opatření. Souhlasí s M. Hamplem, že SMS dává svá nejlepší doporučení, a oceňuje, že nedochází ze strany bankovní rady k žádnému ovlivňování SMS.

**L. Lízal:** Vzpomíná na debaty z počátku svého působení v ČNB, zda nezačít sazby zvyšovat. Následně se ukázalo, že vyčkávání bylo docela vhodnou volbou. Domnívá se, že vyčkávání na rozhodnutí o poklesu sazeb až na nulu je relevantní v tom, že se situace může změnit, může dojít k příjemnému překvapení a není důvod, proč tuto možnost nevyužít.

**K. Janáček:** Poznamenává, že jednání SMS o měnověpolitickém doporučení záměrně nenavštěvuje, aby to nebylo chápáno jako ovlivňování. Souhlasí s názorem, že v horizontu měnové politiky deflační past nehrozí. Zároveň zdůrazňuje, že je připraven diskutovat nejen o snížení sazeb, ale například i o nesymetrickém snížení lombardní a diskontní sazby (například ukončení úrokování overnight úložek bank u ČNB). S takovými opatřeními je připraven souhlasit.

**M. Singer:** Vysvětluje svůj názor na zohledňování postoje bankovní rady SMS v měnověpolitickém doporučení. Poznamenává, že každý nyní uvažuje v poměru 60/40 pro jednu nebo druhou variantu a nakonec se musí pro jednu rozhodnout. Znalost názoru bankovní rady nemohla SMS nějakým způsobem neposunout, i kdyby to bylo v rámci zmíněného poměru například k 65/35 a podobně. Jeho názor na toto není výtkou SMS.

Domnívá se, že příklon k mírnějšímu snížení sazeb může být vnímán i optikou vyhlazování sazeb v situaci, kdy může dojít k výrazným změnám v ekonomice.

Vrací se k úvahám, jak ČNB může ovlivnit domácí ekonomiku v případě problémů, které si vyžádají další uvolnění měnové politiky. Je přesvědčen, že hlavní vliv půjde přes sektor podniků. Výhled situace domácností nepovažuje za tolik podstatný, protože to by měl být primárně úkol fiskální politiky (případně koordinace fiskální a měnové politiky), nepůjde-li ovšem ČNB cestou emise peněz přímo domácnostem, což jako možnost k zamyšlení nijak neodmítá. Naopak vnímá jako lepší vyzkoušet něco, co by mohlo fungovat, než zkusit to, co bylo již vyzkoušeno a výrazněji to nefungovalo, maximálně to ovlivnilo finanční trhy a ceny aktiv, které mají konec konců vliv pouze na vysokopříjmovou vrstvu obyvatelstva. Emisi peněz přímo obyvatelstvu si umí představit, pouze si to neumí představit nyní.

Pokud se ovšem prokážou rizika na protiinflační straně, pak připomíná, že by se tato debata příští rok vedla v situaci, kdyby headline inflace byla pod inflačním cílem. To by byla situace, ve které by se kroky podobné emisi peněz mezi obyvatelstvo mnohem snáze komunikovaly a byly by také široké veřejnosti mnohem pochopitelnější.

Dále poznamenává, že jako druhý komponent toho, jak nastartovat českou poptávku v situaci, kdy by byla potřeba nastartovat, jsou nemovitosti.

**M. Hampl:** Souhlasí s tím, že se pravděpodobně nedostaneme do situace, kdy by byla emise peněz přímo obyvatelstvu nutná. A pokud by taková situace nastala, tak to bude až za nějakou dobu. Jako důležité ale vnímá to, co bude ČNB dělat do té doby. Jestli se do té doby nebude dělat nic, pak nevnímá jako velký rozdíl nedělat nic již dnes. Jestliže se do té doby něco dělat bude, pak je otázka, proč nedělat něco již nyní, nebo něco alespoň neavizovat.

### **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 0,25 procentního bodu na úroveň 0,25 % s účinností od 1. října 2012. Zároveň rozhodla snížit lombardní sazbu na 0,75 % a diskontní sazbu na 0,1 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: Miroslav Singer, Mojmir Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček a Lubomír Lízal. Dva členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny: Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady