

V Praze 5. srpna 2016
Č. j.: 2016/091061/CNB/110

Vážený pane Mikulo,

v reakci na Vaši korespondenci zaslanou dne 12. července 2016 do České národní banky (dále též „ČNB“) k rukám guvernéra Jiřího Rusnoka a dalším členům bankovní rady ČNB označenou jako „*Otevřený dopis ČNB: Devizové intervence a měnová politika porušují Ústavu ČR*“ uvádíme k jeho obsahu následující.

Vámi hned v úvodu vyslovenou pochybnost ohledně souladu činnosti České národní banky s Ústavou České republiky důrazně odmítáme. Ústava zakotvuje Českou národní banku jako ústřední banku státu, jejímž hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. Tento cíl je realizovatelný zejména prostřednictvím měnové politiky, přičemž měnová politika ČNB vždy k naplnění tohoto cíle směřovala. Měnová politika má a používá řadu nástrojů, které vymezuje zákon o ČNB a použití kurzového závazku je v rámci mandátu a kompetencí daných České národní bance zákonem. To, že v určitém nezbytném rozsahu vytváří „vítěze a poražené“, je jejím neodstranitelným atributem. Není tomu jinak ani v období, kdy je měnová politika realizována prostřednictvím kurzového závazku.

V následujícím textu uvádíme vyjádření České národní banky k vybraným Vaším tvrzením, které zmiňujete ve svém dopise.

Vaše tvrzení: „Ústava jasně říká, že cílem ČNB je cenová stabilita, nikoliv inflace.“

Cenová stabilita, která je, jak již bylo uvedeno, podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance hlavním cílem ČNB, je posláním většiny světových centrálních bank. Existuje však mnoho způsobů, jak toto poslání může centrální banka naplňovat, například zafixováním kurzu domácí měny k měně zahraniční, udržováním stálého, resp. pouze mírně rostoucího množství peněz v oběhu, nebo právě dnes často používaným způsobem tzv. „cílování inflace“, kdy centrální banka veřejně vyhlásí výši cíle pro inflaci, o jehož dosažení bude usilovat.

ČNB používá od roku 1998 k dosahování cenové stability posledně jmenovaného způsobu, tj. cílování inflace. V posledních dvou dekadách začalo uplatňovat tento měnověpolitický režim mnoho vyspělých centrálních bank ve světě. Konkrétní číselný cíl totiž pomáhá lépe ukotvit inflační očekávání a umožňuje tak efektivnější provádění měnové politiky. Úspěšnému dokončení dezinflačního procesu započatého na konci 90. let odpovídá současná výše cíle ČNB, který je od roku 2010 stanoven ve výši 2 % (s tolerančním pásmem +/-1 procentní bod).

Nenulový cíl (cílování nízké kladné inflace) je praxí vyspělých centrálních bank mj. z toho důvodu, že vzhledem k nedokonalé metodice měření inflace je statisticky vykázaný cenový pohyb zkreslen směrem nahoru. Při odečítání cen zboží a služeb je totiž mnohdy obtížné rozlišit, zda k růstu ceny dochází kvůli inflaci či kvůli tomu, že se zvýšila kvalita výrobku či služby. Ačkoliv se statistické úřady snaží očistovat vliv změny kvality zboží a služeb, měřená inflace je oproti skutečnosti často poněkud nadhodnocena. Dalším nedostatkem měření inflace je, že indexy spotřebitelských cen obvykle předpokládají neměnnost spotřebního chování při změnách cen. Spotřebitelé však mají ve skutečnosti tendenci při odlišném růstu jednotlivých cen spotřebovávat více zboží a služeb s menším cenovým nárůstem, takže naměřená inflace je poněkud vyšší, než je skutečná změna životních nákladů typického spotřebitele.

Odhady výše popsaného statistického zkreslení změřené/vykázané inflace se pro vyspělé země pohybují kolem 1 %. To je třeba při nastavování výše inflačního cíle brát v úvahu, neboť udržování absolutně konstantní cenové hladiny (nulové inflace) by fakticky znamenalo cílování mírného poklesu cen.

Dlouhodobě mírný a stabilní růst cenové hladiny (nikoliv její absolutní neměnnost) současně usnadňuje změnu tzv. relativních cen zboží a služeb. Pokud např. příklon poptávky k určitému výrobku vede k tlaku na růst jeho ceny oproti cenám jiného zboží, je změna relativní ceny snazší, pokud k ní může dojít nárůstem ceny více poptávaného výrobku než poklesem cen všech ostatních, méně poptávaných výrobků. Mírná inflace také zvyšuje pružnost pracovního trhu, neboť při nezměněných nominálních mzdách dochází k mírnému poklesu mezd reálných. To firmám majícím potíže umožňuje snížit reálné náklady, aniž by docházelo ke snížení nominálních mezd, pro odbory či samotné zaměstnance zpravidla obtížně přijatelnému.

V neposlední řadě by při cílování konstantní cenové hladiny (nulové inflace) výrazně více hrozil propad daného hospodářství do deflace s velmi neblahými socio-ekonomickými důsledky. Současně by v našem konkrétním případě nulový inflační cíl ČNB implikoval měnově-politicky neutrální nominální úrokové sazby o 2 procentní body nižší, než je tomu ve skutečnosti (tyto sazby nyní v průměru za delší období činí zhruba 3 %). ČNB by tak pravděpodobně mnohem častěji narážela na limity své standardní měnové politiky (dosedání na nulovou dolní hranici úrokových sazeb by bylo mnohem více svazující). ČNB by proto v takových situacích musela pravděpodobně s větší frekvencí a razantněji využívat oslabení kurzu jako svého dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek.

Většina centrálních bank ve vyspělých zemích má – stejně jako ČNB – stanoven svůj cíl ve výši 2 % či poblíž této hodnoty. Výklad mandátu cenové stability ČNB v podobě cílování nízké (2%) inflace současně odpovídá tomu, jak je úloha centrálních bank členských zemí chápána v základních dokumentech EU, resp. jak je aplikována Evropskou centrální bankou v rámci provádění její měnové politiky pro země eurozóny (ta definuje cenovou stabilitu jako inflaci měřenou indexem HICP pod, ale blízko 2%).

Kromě svého hlavního cíle, o němž jsme dosud hovořili, má měnová politika ČNB dle zákona podporovat též obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu, není-li tím dotčen její hlavní cíl, tedy cenová stabilita. Této části svého mandátu ČNB v uplynulých letech dostala tím, že uvolnění měnových podmínek v podobě

přijetí kurzového závazku mělo – vedle odvrácení hrozby deflace – i veskrze pozitivní vliv na vývoj české ekonomiky, trhu práce a kupní síly českých firem i domácností.

Vaše tvrzení: „ČNB cílí růst cen pouze u výrobků z tzv. spotřebního koše, což jsou ale velmi specifické výrobky.“

Inflační cíl ČNB je definován v podobě 2% meziročního růstu indexu spotřebitelských cen (CPI). V ČR údaje o cenovém vývoji zjišťuje a publikuje Český statistický úřad (ČSÚ), na jehož internetových stránkách lze nalézt podrobnosti o metodice měření inflace a o struktuře (váhovém schématu) spotřebního koše.

Cílování nějaké verze indexu spotřebitelských cen je přitom standardní praxí zemí cílujících inflaci, resp. i Evropská centrální banka definuje cenovou stabilitu pomocí meziročního přírůstku harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP).

Index spotřebitelských cen ČSÚ přitom zahrnuje též vývoj nákladů související s vlastnickým bydlením, a to ve formě tzv. imputovaného nájemného neboli hypotetického nájemného vlastníků. Jeho měření ze strany ČSÚ je založeno na tzv. přístupu „ekvivalentu nájemného“ a zohledňuje zejména index cen stavebních prací u bytových budov (aktuálně váha 38,2 %), index cen materiálových vstupů v bytových budovách (38,2 %) a index cen úhrad placených v družstevních bytech (15,6 %). V poslední době do něj navíc ČSÚ zahrnul i odhad cen nákupu nových nemovitostí určených k bydlení, ovšem s poměrně malou vahou (8 %).

ČNB se při analýze a prognóze inflace zaměřuje jak na celkovou inflaci, tak na její složky – příspěvek změn nepřímých daní (DPH, spotřebních daní), vývoj regulovaných cen, vývoj cen potravin, pohonných hmot a konečně tzv. korigovanou inflaci bez pohonných hmot, kterou lze chápat jako jádrovou inflaci, zachycující nejvíce fundamentální inflační tlaky. Vlastní rozhodování bankovní rady ČNB o nastavení nástrojů měnové politiky se odvíjí od výhledu tzv. měnověpolitické inflace (celkové inflace očištěné o dopady změn nepřímých daní) na horizontu 12-18 měsíců (tzv. horizontu měnové politiky).

Mandátem ČNB přitom není jen péče o cenovou stabilitu, ale i péče o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému, v rámci níž ČNB monitoruje i vývoj cen aktiv. Toho ČNB dosahuje prováděním své makro- a mikro-obežretnostní politiky.

Poslední dění v oblasti finanční stability a makro-obežretnostní politiky ČNB lze přitom shrnout následovně: Česká ekonomika pokračuje v růstové fázi finančního cyklu. Na rychlý růst úvěrů, zvyšování zadlužení domácností v poměru k jejich příjmům a růst cen rezidenčních nemovitostí ČNB reagovala v prosinci 2015 stanovením sazby proticyklické kapitálové rezervy ve výši 0,5 % z expozic umístěných v ČR s platností od ledna 2017. Vzhledem k tomu, že ve vývoji cyklických rizik nedošlo v letošním roce k výrazné změně značící nárůst systémového rizika, bankovní rada ČNB se na svém květnovém jednání o otázkách finanční stability rozhodla tuto sazbu prozatím ponechat na stávající úrovni. V případě pokračování rychlé úvěrové dynamiky, dalšího uvolňování úvěrových standardů a růstu investičního optimismu však bude připravena sazbu této rezervy dále zvyšovat. Kombinace mimořádně nízkých úrokových sazeb a snadné dostupnosti úvěrů na bydlení zároveň vytváří podmínky pro růst cen rezidenčních nemovitostí nad úroveň odpovídající vývoji fundamentálních faktorů. ČNB proto přistoupí s účinností od října 2016 ke zpřísnění svého současného Doporučení k řízení rizik spojených s poskytováním retailových úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí, zejména snížením maximálních hodnot ukazatele LTV

(poměr výše úvěru a hodnoty jeho zajištění). ČNB bude zároveň usilovat o legislativní zakotvení pravomocí ČNB stanovovat rizikové parametry úvěrů na bydlení.

Vaše tvrzení: „§ 35 zákona o ČNB - Česká národní banka stanoví, po projednání s vládou, režim kurzu české měny k cizím měnám.“

Pokud jde o Vámi zmiňované ustanovení § 35 zákona o České národní bance, nepředstavuje přijetí kurzového závazku v žádném případě jeho porušení. Zprvce zdůrazňujeme, že přijetím kurzového závazku se nemění kurzový režim (stále jde o kurz řízeně plovoucí a nikoliv o kurz fixní), tudíž nebylo třeba tuto záležitost projednávat s vládou, a zadruhé kurzový závazek směřuje právě k naplnění hlavního cíle ČNB a nikoliv k jeho ohrožení. Hlavním cílem činnosti České národní banky je podle § 2 zákona o České národní bance péče o cenovou stabilitu, a právě tato cenová stabilita, vyjádřená cílem pro inflaci ve výši 2 %, by mohla být bez přijetí kurzového závazku ohrožena (viz výše popisovaná deflační rizika).

§ 35 písm. a) zákona o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů konkrétně uvádí, že „Česká národní banka stanoví, po projednání s vládou, režim kurzu české měny k cizím měnám, přičemž však nesmí být ohrožen hlavní cíl České národní banky;“.

Jak již bylo uvedeno, devizové intervence ovšem představují měnověpolitické opatření v rámci kurzového režimu platného od roku 1997, tj. režimu řízeně plovoucího kurzu. Intervencí proti domácí měně je české koruně dočasně bráněno v posilování, přičemž jejímu případnému oslabování bráněno není. V dané věci tudíž nejde o nahrazení režimu řízeně plovoucího kurzu režimem fixního kurzu. Projednání s vládou v tomto případě není zapotřebí, naopak by mohlo být chápáno jako porušení nezávislosti centrální banky při provádění měnové politiky (viz § 9 zákona o České národní bance: „Česká národní banka, bankovní rada ani žádný člen bankovní rady nesmějí při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvou o Evropské unii, Smlouvou o fungování Evropské unie a Statutem a při výkonu dalších činností vyžadovat ani přijímat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády a jiných orgánů České republiky, dále od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Evropské unie, od vlád členských států Evropské unie nebo od jakéhokoli jiného subjektu.“).

Vaše tvrzení: „ČNB znevýhodňuje svým chováním kupní sílu jedné skupiny obyvatel na úkor jiné. ČNB aktivně pracuje ve prospěch jedné skupiny obyvatel a nemá pro to oporu v Ústavě.“

Měnová politika centrální banky, ať již prováděná prostřednictvím úrokových sazeb, nebo kurzu či jiných nástrojů, stabilizuje ekonomický vývoj v rámci hospodářského cyklu, což má přínosy pro národní hospodářství jako celek. V rovině jednotlivců – konkrétních občanů či firem – však může mít měnová politika v různých fázích ekonomického cyklu krátkodobé přínosy či naopak náklady (např. zvýšení úrokových sazeb přivítají vkladatelé, úvěroví dlužníci mají naopak prospěch z poklesu úrokových sazeb; oslabení kurzu znevýhodňuje dovozce, ale naopak podporuje vývozce). Tyto přínosy a ztráty na úrovni jednotlivců by však měly být dlouhodobě (v rámci celého hospodářského cyklu) v zásadě nulové, když zvýšení sazeb v jedné fázi cyklu je vystřídáno jejich snížením ve fázi opačné. Ekonomové na celém světě se shodují v tom, že měnová politika je v dlouhém období neutrální, pokud jde o vliv na vývoj bohatství a jeho rozdělení ve společnosti. Ty jsou dány faktory a politikami mimo kompetence centrální banky. Vyhlazováním nadměrných hospodářských a finančních výkyvů v rámci výkonu svého mandátu cenové a finanční stability však centrální banka napomáhá

efektivní alokaci vzácných ekonomických zdrojů, a tím nepřímo přispívá k růstu výkonnosti a životní úrovni v dané zemi.

Vámi zmiňované oslabení koruny bylo – vedle neoddiskutovatelných pozitivních dopadů do vývoje domácí ekonomické aktivity a pronikavého zlepšení situace na trhu práce – krátkodobě nepříznivou zprávou pro občany cestující do zahraničí či ty, kteří v zahraničí trvale bydlí a utrácejí, přičemž příjmy mají v českých korunách. Těchto občanů je ale naprostá menšina. Pro naprostou většinu obyvatel je důležitá reálná hodnota příjmů a úspor nikoli v eurech, nýbrž v korunách. Pro ni je přitom relevantní pouze to, že domácí spotřebitelská inflace (tedy tempo růst cen českými domácnostmi spotřebovávaného zboží a služeb) se nadále pohybuje poblíž nulových hodnot. Zároveň oslabení kurzu koruny mělo zmíněný příznivý vliv na ekonomický růst, nárůst zaměstnanosti, stejně jako na zvyšující se zisky firem, mzdy jejich zaměstnanců a jejich možnosti a chuť utrácet. To se promítá rovněž do rostoucích daňových příjmů státu, z nichž jsou hrazeny veřejné výdaje včetně sociálních dávek potřebným, jako jsou invalidní a jiné důchody. V konečném důsledku tak opatření ČNB prospělo většině obyvatel, přičemž jeho nepřímé efekty v čase začínají převažovat nad přímými.

Vaše tvrzení: „ČNB nejedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství. ČNB určuje z vůle bankovní rady kurz koruny k euru.“

Požadavek na jednání ČNB v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství nelze interpretovat tak, že ČNB musí rezignovat na provádění měnové politiky. Tím by její existence jakožto centrální banky státu ztratila smysl. Tato věta především deklaruje ukotvení ČNB jakožto instituce státu s tržní ekonomikou, nikoliv tedy s ekonomikou založenou na hospodářském plánu. Vámi uváděné následné tvrzení, že ČNB určuje z vůle bankovní rady kurz koruny k euru, je silně zavádějící, jelikož kurzový závazek znamená pouze to, že ČNB bude intervencemi na trhu bránit nežádoucímu posílení české měny (nebude ale bránit jejímu případnému oslabení). Jak již bylo napsáno výše, přijetím kurzového závazku nedochází ke změně režimu řízení plovoucího kurzu na režim fixního kurzu.

Ve svém dopise mj. konkrétně citujete § 2 odst. (1) zákona o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

Následující odstavec zákona, tedy § 2 odst. 2 písm. a) uvádí, že „(2) Česká národní banka plní tyto úkoly: a) určuje měnovou politiku,“. Naplňování tohoto úkolu, tj. určování měnové politiky, provádí ČNB bankovní rada jako nejvyšší řídicí orgán ČNB, jak jí ukládá tentýž zákon. V § 5 odst. 1 je uvedeno, že „(1) Nejvyšším řídicím orgánem České národní banky je bankovní rada České národní banky (dále jen „bankovní rada“). Bankovní rada určuje měnovou a makrobezpečnostní politiku a nástroje pro jejich uskutečňování. Rozhoduje o zásadních opatřeních měnové a makrobezpečnostní politiky, v oblasti dohledu nad finančním trhem a v oblasti řešení krize na finančním trhu.“ § 23 uvádí: „Česká národní banka stanoví úrokové sazby, rámce, splatnosti a další podmínky obchodů“, § 32: „Česká národní banka může k usměrnění peněžního trhu kupovat a prodávat cenné papíry, pokud tento zákon nestanoví jinak.“, § 36 písm. a) : „ Česká národní banka je oprávněna obchodovat se zlatem a devizovými hodnotami a provádět všechny druhy bankovních obchodů na finančním trhu.“

Z výše uvedeného je zřejmé, že nastavování měnověpolitických nástrojů, mezi něž patří stanovování výše úrokových sazeb či používání devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek, je plně v souladu se zákonem. ČNB používá výhradně tržní

nástroje měnové politiky, jako jsou operace na volném či devizovém trhu: jinými slovy ČNB při implementaci své měnové politiky obchoduje na finančních trzích. Do instrumentária ČNB přitom nepatří žádné netržní nástroje např. v podobě úrokových stropů a úvěrových stropů. Svými nástroji ČNB tedy ovlivňuje ekonomický vývoj v souladu s principy volného trhu.

Vaše tvrzení: „ČNB svou politikou způsobila skryté zdanění a přerozdělení bohatství.“

Inflaci a růst objemu peněz v ekonomice nelze považovat za zdanění. Inflace (ale i deflace) může zvýhodňovat či znevýhodňovat občany a firmy pouze v tu chvíli, kdy je neočekávaná. Pokud je inflace očekávaná, je v předstihu zabudována do všech relevantních kontraktů (finančních, mzdových, dodavatelských, do schémat valorizace důchodů, atd.) a nemá vliv na reálnou kupní sílu domácností. Jen nečekaně vysoká či nízká deflace může mít negativní dopady, resp. redistribuční efekty. Zabránění neočekávané vysoké či nízké inflaci (tedy i deflaci) je proto jedním z důvodů, proč centrální banky pečují o cenovou stabilitu a proč často využívají režim přímého cílování inflace. Ten, je-li prováděn kredibilně, odpovědně a transparentně, ukotvuje inflaci i inflační očekávání na nízkých stabilních hodnotách. Transparentní cílování inflace poskytuje všem ekonomickým subjektům vodítko pro tvorbu jejich inflačních očekávání.

V čase dlouhodobě pozorovaný růst ekonomických veličin, jako je objem peněz v ekonomice, mezd, cenové hladiny, atd. je přirozeným jevem doprovázejícím růst hospodářské výkonnosti země. ČNB má monopol pouze na emisi hotovostního oběživa čili bankovek a mincí. Co se týče celkového množství peněz v ekonomice (tzv. peněžní zásoby měřené měnovými agregáty), ten je v době převažujících bezhotovostních peněz dominantně určován interakcí poptávky a nabídky, pokud jde o úvěry komerčních bank, resp. přílivem či odlivem aktiv denominovaných v cizích měnách. Vývoj celkové peněžní zásoby v čase přitom závisí na fázi hospodářského, resp. finančního cyklu (včetně nastavení měnové a makroobezřetnostní politiky), hloubce finančního trhu a fungování sektoru finančního zprostředkování. Tyto posledně jmenované faktory přitom úzce souvisejí s vývojem výkonnosti a vyspělosti české ekonomiky.

Dodatečná korunová likvidita (likvidita = disponibilní finanční prostředky, volně dostupné peníze), která přitéká do českého bankovního sektoru v důsledku intervencí ČNB v rámci udržování jejího kurzového závazku, je následně stahována zpět do ČNB s využitím jejich standardních měnových nástrojů bez bezprostředního vlivu na vývoj měnových agregátů.

Nelze tak souhlasit s Vaší argumentací ohledně skrytého zdaňování a přerozdělování bohatství ve společnosti, a ani s tvrzením, že ČNB aktivně pracuje ve prospěch jedné skupiny obyvatelstva a poškozují skupinu jinou. Je třeba zdůraznit, že přijetí kurzového závazku nevedlo k reálnému úbytku peněžních prostředků v peněženkách či na účtech občanů ve prospěch státu, což je pojmovým znakem zdanění. Argumentace tohoto typu tudíž nemůže obstát. Je samozřejmě pravdou, že aplikace měnově politického opatření spočívajícím v přijetí kurzového závazku může být někomu krátkodobě ku prospěchu (exportéři, příjemci prostředků v cizí měně) a jinému k tíži (importéři, čeští občané na dovolené v cizině), nicméně jde o nutné efekty jakékoliv měnové politiky (i v dobách, kdy se měnová politika realizovala pouze stanovením klíčových úrokových sazeb, vytvářela „vítěze a poražené“, jelikož z vyšších úrokových sazeb profitují věřitelé či vkladatelé a z nízkých sazeb zase profitují dlužníci).

Závěrem uvádíme, že není účelem měnové politiky upřednostňovat určité skupiny subjektů na úkor jiných, jde jen o její nutné vedlejší efekty. Pokud by ale tyto vedlejší efekty měly být „zakázány“, byla by jakákoliv měnová politika nerealizovatelná.

S pozdravem

Marek Zeman
ředitel odboru komunikace
sekce kancelář
Česká národní banka
www.cnb.cz

Vážený pan
Jan Mikula
U Pískovny 4518,
466 06 Jablonec nad Nisou
jan.mikula@hotmail.com