

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelském Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 215 93 203

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Zdeněk TŮMA: Je cílování inflace cestou k nižší inflaci? 201

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Miroslav HRNČÍŘ: Přechod na strategii cílování inflace . . 205

Martin ČIHÁK – Tomáš HOLUB: Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích 223

Martin MANDEL: Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích (komparace z pohledu modelu AS-AD-NX) 237

Převzato

Frederic S. MISHKIN – Adam S. POSEN: Cílování inflace: zkušenosti čtyř zemí . . . 252

Poznámka

Olga MARTINCOVÁ: K terminologii . . . 295

CONTENTS

Zdeněk TŮMA: Inflation Targeting: a Way of Lowering Inflation? 201

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Miroslav HRNČÍŘ: Transition to the Inflation Targeting Strategy 205

Martin ČIHÁK – Tomáš HOLUB: Inflation Targeting in the CR: Old Wine in New Bottles 223

Martin MANDEL: Inflation and Monetary Targeting with Exogenous Shocks (A Comparison From the Perspective of the AS-AD-NX Model) 237

Reprinted

Frederic S. MISHKIN – Adam S. POSEN: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries 252

Note

Olga MARTINCOVÁ: On the Terminology 295

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, Ing. Miroslav Singer, Ph.D., Mgr. Kateřina Šmídková, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, Ph.D., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Renda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Cílování inflace: zkušenosti čtyř zemí

Frederic S. MISHKIN – Adam S. POSEN*

V časopise „Economic Policy Review“ vydávaném Federal Reserve Bank of New York byla v srpnu 1997 publikována rozsáhlejší studie o problematice cílování inflace a zkušenostech s tímto postupem ve vybraných čtyřech zemích – Německu, na Novém Zélandu, v Kanadě a Velké Británii. Přinášíme zkrácený překlad této studie.

Příspěvek shrnuje obecné problémy a zkušenosti s cílováním inflace, z podrobnějších popisů zkušenosti čtyř zemí pak přináší pasáž věnovanou Novému Zélandu.

K vybrání právě Nového Zélandu nás vedly dva důvody: Za prvé, tato země zavedla cílování inflace jako první, a má tudíž s tímto rámcem pro uskutečňování měnové politiky bohaté zkušenosti. Za druhé, Nový Zéland je – podobně jako Česká republika – malá otevřená ekonomika, v níž důležitý vliv na vývoj domácí cenové hladiny a míry inflace mají vnější cenové šoky. Otevřenost ekonomiky má tedy značný vliv i na způsob uskutečňování cílování inflace. Zároveň je však nutné připomenout, že zahraniční obchod Nového Zélandu, především pokud jde o vývoz, je mnohem méně diverzifikovaný a více orientovaný na suroviny, jejichž ceny na světových trzích kolísají výrazněji a častěji než např. ceny výrobků zpracovatelského průmyslu. Nový Zéland je tudíž v porovnání s Českou republikou vystaven výraznějším vnějším šokům v podobě náhlých změn cenových relací. (pozn. překladatele a redakce)

Důvody pro cílování inflace

Rozhodnutí založit měnovou strategii země na přímém cílování inflace se opírá o řadu ekonomických argumentů týkajících se reálných možností působení měnové politiky. V průběhu posledních dvaceti let docházela ekonomická obec postupně ke shodě v názoru, že aktivistická měnová politika zaměřená na stimulaci produkce a snížení nezaměstnanosti za jejich udržitelnou úroveň vede k vyšší inflaci, ale nikoli k trvale nižší nezaměstnanosti či trvale vyšší produkci. Celosvětově se v jednotlivých zemích postupně stávala hlavním cílem měnové politiky snaha o udržení cenové stability. K tomuto konsenzu mezi ekonomy přispěly kromě konkrétních událostí i čtyři posuny, čtyři změny v teoretické oblasti.

* Autoři zde prezentují vlastní názory, které se nemusejí nutně shodovat se stanovisky Federální rezervní banky v New Yorku nebo Federálního rezervního systému.

Prvním z těchto posunů, které zpochybnilly využití aktivistické měnové politiky pro stimulaci produkce a snížení nezaměstnanosti, je poznatek – nejdůrazněji formulovaný Miltonem Friedmanem –, že efekty měnové politiky se dostávají s dlouhým a proměnlivým zpožděním.¹ Vzhledem k nejistotě v časování a velikosti dopadů změn měnové politiky je velice pravděpodobné, že pokusy o stabilizaci produkce nepřinesou žádoucí výsledky. Aktivistická měnová politika může být ve skutečnosti někdy dokonce kontraproduktivní, neboť může posunovat ekonomiku ještě dále směrem od rovnováhy, především v situaci, kdy je působení měnové politiky nejasné veřejnosti, či dokonce samotným tvůrcům hospodářské politiky. Úspěšné formulování hospodářské politiky zaměřené na omezení výkyvů produkce a zaměstnanosti je pak touto nejasností ztíženo.²

Druhou změnou je obecné přijetí názoru, že neexistuje dlouhodobý nepřímý vztah mezi inflací a nezaměstnaností.³ Tzv. Phillipsova křivka zachycuje empirické zjištění, že v krátkém období je možné dosáhnout nižší míry nezaměstnanosti nebo vyšší produkce prostřednictvím expanzivní politiky, která vede k vyšší inflaci. S tím, jak ceny rostou, podniky a domácnosti produkují a utrácí více, neboť jsou po určitou dobu přesvědčeny, že jsou na tom v důsledku vyšších nominálních zisků a mezd lépe, nebo z toho důvodu, že se domnívají, že poptávka v ekonomice roste. V dlouhém období však vzhledem k existujícím kapacitním omezením v ekonomice růst produkce či pokles nezaměstnanosti udržet nemůže, avšak růst inflace zachován zůstává, neboť se stává součástí cenových očekávání. Pokusy využít krátkodobou Phillipsovu křivku vedou tudíž v dlouhém období pouze k vyšší inflaci a nemají žádný pozitivní vliv na hospodářskou aktivitu.

Třetí změna v oblasti teorie, která zpochybnila použitelnost aktivistické měnové politiky ke stimulaci produkce a snížení nezaměstnanosti, bývá obvykle označována jako *problém časové nekonzistence* měnové politiky.⁴ Problém časové nekonzistence vyplývá ze skutečnosti, že chování týkající se utváření cen a mezd je ovlivněno očekáváními ohledně budoucí měnové politiky. Častým výchozím bodem diskuzí o hospodářskopolitických rozhodnutích je předpoklad, že očekávání soukromého sektoru jsou v okamžiku, kdy jsou tato rozhodnutí přijímána, dána. Jsou-li očekávání dána, tvůrci hospodářské politiky vědí, že mohou stimulovat produkci (nebo snížit nezaměstnanost) uskutečňováním měnové politiky, která je expanzivnější než očekávaná měnová politika. Tvůrci hospo-

¹ „Jsem přesvědčen, že schopnost měnové politiky neutralizovat jiné síly, které vyvolávají nestabilitu, je mnohem omezenější, než se domníváme. Naše znalosti nejsou prostě natolik dostatečné, abychom byli schopni rozeznat menší poruchy v okamžiku, kdy nastanou, nebo abychom byli schopni přesně předpovídat, jaké budou jejich dopady či jakou měnovou politiku uskutečňovat, aby byly tyto dopady neutralizovány. Na to, abychom mohli prostřednictvím více či méně jemných změn mixu měnové a fiskální politiky dosáhnout požadovaných cílů, nejsou naše znalosti dostatečně hluboké.“ [Friedman 1968, s. 14]

² Tento argument je prezentován v předních učebnicích makroekonomie, peněz a bankovníctví. Diskuzi tohoto problému viz např. v [Dornbusch – Fischer 1994, s. 437], [Hall – Taylor 1993, s. 440–1], [Mankiw 1994, s. 323] a [Mishkin 1994, s. 701–4].

³ Tento názor je přijat v řadě předních učebnic makroekonomie a měnové ekonomie. Viz např. [Abel – Bernanke 1995, s. 458–9], [Barro 1993, s. 497], [Hall – Taylor 1993, s. 222], [Mankiw 1994, s. 479], [Mishkin 1994, s. 651–4].

⁴ Tento argument byl zpracován v příspěvcích Kydlanda a Prescottta [1997], Calva [1978] a Barroa a Gordona [1983].

dářské politiky, kteří mají větší zájem na stimulaci produkce než na tom, jak se vyvíjí inflace, budou usilovat o provádění měnové politiky, která je expanzivnější než očekávaná měnová politika. Jelikož se však pracovníci a firmy rozhodují o mzdách a cenách na základě svých očekávání ohledně hospodářské politiky, uvědomí si, že tvůrci hospodářské politiky mají zájem na expanzivní měnové politice, a zvýší tudíž svá očekávání inflace. Mzdy a ceny budou v důsledku toho růst.

Podle těchto modelů časové nekonzistence nejsou tvůrci hospodářské politiky ve skutečnosti schopni pracovníky a firmy oklamat, takže tato strategie nepovede k vyšší průměrné produkci. Inflace se však bohužel zvýší. Z problému časové nekonzistence vyplývá, že centrální banka, která sleduje jako cíl produkci, může mít nakonec tendenci produkovat vyšší inflaci bez toho, že by zvýšila produkci. Ačkoli se tudíž takováto centrální banka domnívá, že se chová optimálně, vede její postup k výsledku suboptimálnímu.

McCallum [1995b] uvádí, že samotný problém časové nekonzistence ještě neznamená, že centrální banka bude uskutečňovat expanzivní měnovou politiku vedoucí k inflaci. Centrální banka si může uvědomit problémy, které pro strategii neočekávaně expanzivní měnové politiky přinášejí do budoucna upřená očekávání při utváření cen a mezd, a může se jednoduše rozhodnout, že tuto hru nebude hrát. Literatura o časové nekonzistenci nicméně uvádí jak důvody, proč centrální banka bude pod tlakem uskutečňovat nadměrně expanzivní měnovou politiku, tak důvody, proč centrální banky, jejichž odhodlání udržovat cenovou stabilitu je zpochybňováno, mohou produkovat vyšší inflaci.

Čtvrtým poznatkem, který zpochybnil využití aktivistické měnové politiky k neúměrné stimulaci produkce a ke snížení nezaměstnanosti, je poznatek, že cenová stabilita přispívá ke vzniku efektivnějšího hospodářského systému, a tudíž k vyšší životní úrovni. Pokud není zachována cenová stabilita – to znamená: pokud nastane inflace –, společnost nese několik ekonomických nákladů. Ačkoli tyto náklady jsou obvykle vyšší v ekonomikách s vyšší mírou inflace (obvykle definována jako inflace přesahující 30 % ročně), nejnovější literatura ukázala, že značné náklady s sebou nese i nízká míra inflace.

Pokud jde o náklady inflace, ekonomové si nejprve povšimli tzv. „nákladů ošoupaných podrážek“ neboli nákladů spojených se snahou udržovat pouze minimální nezbytné množství neúročené hotovosti (viz [Bailey 1956]). Díky zkušenostem z předválečné střední Evropy si dnes všichni velice dobře uvědomujeme potíže spojené se získáváním značných a stále rostoucích částek hotovosti potřebných k uskutečňování každodenních transakcí. Bohužel, hyperinflace se vyskytla během posledního desetiletí i v nově vznikajících tržních ekonomikách. Vezmeme-li běžné odhady úrokové pružnosti poptávky po penězích a reálné úrokové míry při nulové inflaci, jsou pro inflaci nižší než 10 % odhadované náklady poměrně nízké, pod hranicí 0,1 % HDP. Pouze v okamžiku, kdy inflace překročí 100 %, stávají se tyto náklady značnými a překračují hranici 1 % HDP [Fischer 1981].

Další náklady inflace, které souvisejí se zvýšeným objemem transakcí, představují nadměrné investice do finančního sektoru. S tím, jak roste nestabilita cen, zvyšuje se totiž mezní příležitost dosáhnout zisku z titulu funkce prostředníka pro normální transakce v porovnání s příležitostí zisku na základě investic do produktivních aktivit. Podle řady odhadů se pro míru inflace do úrovně 100 % s každým zvýšením míry inflace o 10 procentních bodů zvýší podíl finančního sektoru na HDP o jeden procentní bod. Převod zdrojů z produktivního užití v ekonomice může dosáhnout až několika procentních bodů HDP a dochází k němu i při relativně nízkých či mírných mírách inflace.

Inflace může rovněž způsobit problémy svým dopadem na budoucí rozhodnutí o výdajích. Vyšší inflace zvyšuje nejistotu ohledně relativních cen i budoucí cenové hladiny, což ztěžuje přijímání správných rozhodnutí týkajících se produkce. Gorsshen a Schweitzer [1996] např. vypočetli, že na trhu práce představuje ztráta produkce v důsledku míry inflace 10 % (v porovnání s mírou inflace 2 %) 2 % HDP. Obecněji vzato, nejistota ohledně relativních cen způsobená inflací může deformovat celý cenový mechanismus. V inflačním prostředí se zvyšuje premie za riziko požadovaná majiteli úspor a rovněž roste frekvence cenových změn. Inflace rovněž mění relativní přitažlivost investic do reálných aktiv v porovnání s investicemi do nominálních aktiv a relativní přitažlivost uzavírání krátkodobých kontraktů v porovnání s dlouhodobými kontrakty.⁵

U nízké a mírné inflace nejvýraznější náklady souvisejí se vzájemným působením daňového systému a inflace. Daňové systémy obvykle nejsou indexovány a zvýšení inflace vede k podstatnému zvýšení nákladů kapitálu, což vede k poklesu investic pod optimální úroveň. Vyšší zdanění v důsledku inflace vede navíc k chybné alokaci kapitálu mezi různé sektory, což naopak deformuje nabídku práce a vede k chybným finančním rozhodnutím firem. Podle Fischera [1994] dosahují pro míru inflace 10 % společenské náklady daňových deformací v důsledku inflace 2 až 3 % HDP. Feldstein [1997] v nedávném článku uvádí ještě vyšší odhady těchto nákladů: podle něj jsou náklady dvouprocentní míry inflace v porovnání s nulovou inflací 1 % HDP.

Výše zmíněné náklady inflace snižují objem zdrojů, které jsou v ekonomice produktivně využívány, a tudíž i základ pro hospodářský růst. Hromadí se důkazy z ekonometrických studií rovněž ukazují, že vysoká míra inflace vede k nižšímu tempu hospodářského růstu. Ačkoli studie jednotlivých zemí založené na analýze časových řad a srovnávací studie temp růstu v jednotlivých zemích nedocházejí ke zcela stejným závěrům, shodují se v tom, že v průměru může zvýšení inflace o 1 procentní bod vést ke snížení tempa růstu ekonomiky o 0,1 až 0,5 procentního bodu [Fischer 1993]. Tento výsledek se výrazně mění podle úrovně inflace, přičemž panuje shoda v tom, že dopad zvýšení inflace je vyšší při vyšších mírách inflace.⁶ Jiná nedávno publikovaná studie však ukazuje, že kolísavost inflace, která obvykle doprovází vyšší míru inflace, má výrazně negativní dopad na růst i při nízké úrovni inflace. Tento dodatečný dopad se liší od přímého dopadu inflace na růst.⁷

Výše načrtnuté čtyři argumenty vedou k tomu, že výrazná většina centrálních bankéřů a ekonomů zabývajících se měnovou politikou považuje cenovou stabilitu za hlavní dlouhodobý cíl měnové politiky.⁸ Aby se přitom měnová politika vyhnula inflačnímu sklonu v důsledku problému časové nekonzistence (či obecněji problému nejistoty ohledně cílů měnové politiky), strategie měnové politiky často využívá nominální kotvu, která slouží jako kritérium, jež sváže cent-

⁵ Dobrý přehled těchto efektů viz [Briault 1995].

⁶ Sarel [1996] např. uvádí přesvědčivé důkazy toho, že negativní dopad inflace na růst je nelineární a prudce se zvyšuje, pokud inflace překročí 8 % ročně.

⁷ Viz [Judson – Orphanides 1996]. Hess a Moris [1996] se pokoušejí oddělit vztah mezi variabilitou a úrovní míry inflace v zemích s nízkou inflací.

⁸ Pohled centrálních bankéřů viz [Crow 1988], [Leigh-Pemberton 1992] a [McDonough 1996a]; pohled akademiků viz [Fischer 1994] a [Goodhart – Viñals 1995]. Existuje rovněž literatura, podle které nízká inflace neumožní pouze dosáhnout vyšší úrovně produkce, ale rovněž vyšších temp hospodářského růstu, což je další důvod ve prospěch usilování o dosažení cenové stability. Viz např. [Fischer 1981, 1991, 1993], [Bruno – Easterly 1995] a [Barro 1995].

rální bance ruče, takže ta nemůže sledovat (či nemůže být přinucena sledovat) strategii zvyšování produkce pomocí neočekávané expanzivní politiky. Jak uvidíme níže, existence podobné kotvy coby omezení inflační politiky v dlouhém období neznemožňuje přesně určit, jak bude centrální banka reagovat v krátkém období na závažné finanční šoky či šoky produkce. Pro tento účel měnové strategie je možné použít řadu potenciálních nominálních kotev.

Volba měnových kritérií

Jednu nominální kotvu, kterou někdy použila prakticky každá centrální banka, představuje cílování růstové trajektorie některého měnového agregátu, např. M1, M2 či M3. Pokud je rychlost oběhu buď relativně stabilní, nebo predikovatelná, měnové kritérium v podobě růstu měnového agregátu může pomoci udržet stabilní růst nominálního důchodu, což vede k dlouhodobé cenové stabilitě. Rozhodnutí zvolit jako nominální kotvu měnový agregát má v takových podmínkách několik výhod. Za prvé, některé měnové agregáty může centrální banka snadno a rychle kontrolovat, přičemž čím je agregát úžeji vymezen, tím lépe. Za druhé, měnové agregáty lze měřit poměrně přesně a s malým zpožděním (ve Spojených státech jsou např. hodnoty měnových agregátů publikovány během dvou týdnů). Za třetí, jak je uvedeno v [Bernanke – Mishkin 1992], vzhledem k tomu, že vývoj těchto ukazatelů je znám s malým zpožděním, použití měnového agregátu jako nominální kotvy výrazně zvyšuje transparentnost měnové politiky, což může mít nezanedbatelné přínosy.

V principu má sice sledování měnových agregátů mnoho důležitých výhod, avšak v praxi je možné tyto výhody využít pouze tehdy, existuje-li dobře predikovatelný vztah mezi měnovými agregáty a nominálním důchodem. V mnoha zemích však bohužel během posledních patnácti let kolísala rychlost peněz tak často a tak výrazně, že vztah mezi měnovými agregáty a cílovanými proměnnými se rozpadl. Někteří pozorovatelé dokonce tvrdili, že rozpad tohoto vztahu byl výsledkem snah o jeho využití. Použití měnových agregátů jako nominální kotvy se tudíž stalo velice problematickým a mnohé země, které měnové agregáty v 70. letech sledovaly, tuto politiku v 80. letech opustily. Nepřekvapuje tudíž, že tvůrci hospodářské politiky se pokoušeli nalézt alternativní nominální kotvy.

Jinou často používanou nominální kotvu představuje fixování hodnoty domácí měny vůči hodnotě měny země s nízkou mírou inflace, jako je např. Německo či Spojené státy, anebo zavedení tzv. posuvného zavěšení kurzu (crawling peg), kdy se hodnota domácí měny vůči zahraniční měně mění předem známým způsobem. Výhodou kotvy v podobě měnového kurzu je, že obchází problém časové nekonzistence, neboť omezuje prostor pro jednání centrální banky a neumožňuje jí uskutečňovat nadměrně expanzivní měnovou politiku, která by vedla k devalvaci měnového kurzu. Kotva v podobě měnového kurzu navíc přispívá k očekáváním, že inflace se sníží na úroveň inflace v zemi, k jejíž měně je domácí měna vázána. A co je možná nejdůležitější, měnové strategii založené na fixním měnovém kurzu snadno rozumí veřejnost.

Jak však přesvědčivě argumentují Obstfeld a Rogoff [1995], režim fixního měnového kurzu má své náklady a omezení. Země, která zavedla režim fixního měnového kurzu, ztrácí kontrolu nad svojí měnovou politikou. Ztrácí tak schopnost reagovat pomocí měnové politiky na domácí šoky a stává se zároveň zranitelnou šoky majícími původ v zemi, k jejíž měně je domácí měna vázána. V dnešním prostředí otevřených globálních trhů kapitálu může navíc dojít ke zhroucení režimu fixního měnového kurzu, které může být doprovázeno prud-

kými pohyby tohoto kurzu. Jak ukázaly nedávné události v Mexiku, takovýto vývoj může mít na ekonomiku značně negativní dopady. Pokud je domácí měna pod tlakem, její obrana může vyžadovat značné zvýšení úrokových sazeb; to přímo vede k poklesu spotřebních a investičních výdajů a tento pokles může vyvolat recesi. Jak je navíc uvedeno v [Mishkin 1996], prudké znehodnocení domácí měny může vyvolat celkovou bankovní a finanční krizi, která může vést k závažnému hospodářskému poklesu.

Cílování inflace (nebo alternativně cenové hladiny) poskytuje zřejmou nominální kotvu pro trajektorii cenové hladiny a stejně jako kotva v podobě fixního měnového kurzu má tu důležitou výhodu, že je snadno srozumitelné pro veřejnost. Výsledná transparentnost rozšiřuje prostor pro podporu očekávání nízké inflace a napomáhá tak dosáhnout žádoucího výsledku. Podobně jako fixní měnový kurz či cílování měnových agregátů snižuje i cílování inflace tlak na centrální banky, aby se pokoušely zvýšit krátkodobě produkci, což by vedlo k problému časové nekonzistence. Strategie cílování inflace rovněž obchází jiné problémy, které jsou spojené s fixními měnovými kurzy či cílováním měnových agregátů. Země si může např. při cílování inflace na rozdíl od režimu fixního kurzu zachovat nezávislou měnovou politiku, takže centrální banka může reagovat na domácí šoky a může zemi chránit před šoky vnějšími. Cílování inflace rovněž umožňuje obejít problém způsobený šoky působícími na rychlost oběhu peněz, neboť není nezbytné sledovat spojení mezi měnovými agregáty a nominálním důchodem. Veškeré relevantní informace mohou být naopak použity k predikci inflace a k formulování takových hospodářskopolitických opatření, která umožní dosáhnout žádoucí výsledné míry inflace.

Cílování inflace má však i některé nevýhody. Vzhledem k nejistému vlivu měnové politiky na míru inflace není pro centrální banku jednoduché mít inflaci pod kontrolou. Pro tvůrce hospodářské politiky je mnohem obtížnější dosáhnout stanovené hodnoty inflace se stejnou přesností, s jakou mohou dosáhnout stanovené hodnoty měnového kurzu či měnových agregátů. Jelikož navíc měnová politika ovlivňuje míru inflace se značným zpožděním, které je v průmyslových zemích obvykle odhadováno na více než dva roky, trvá poměrně dlouhou dobu, než je možné zhodnotit, jak úspěšná měnová politika při cílování inflace byla. V režimu fixního měnového kurzu či při cílování měnových agregátů tento problém nenastává.

Další potenciální nevýhodou cílování inflace je, že toto cílování může být vzato doslova jako pravidlo, které vylučuje jakýkoli zájem o stabilizaci produkce. Jak však ukazují jednotlivé případové studie, v praxi k tomu nedošlo. Pokud by bylo cílování interpretováno příliš strnule, mohlo by sice vést k přísnější kontrole inflace, ale také k většímu kolísání produkce. Pokud by např. došlo k negativnímu nabídkovému šoku, který zvyšuje inflaci a snižuje produkci, vyvolal by tento šok zpřísnění měnové politiky, aby bylo dosaženo rigidního inflačního cíle. Výsledkem by však bylo další zhoršení situace, neboť produkce by dále poklesla. Pokud nedochází k šokům v rychlosti oběhu peněz, cílování měnových agregátů je totožné s cílováním růstu nominálního důchodu, který představuje součin růstu reálné produkce a inflace. Jelikož negativní nabídkový šok snižuje reálnou produkci a zvyšuje cenovou hladinu, jeho dopad na růst nominálního důchodu bude menší než na inflaci a bude tudíž vyžadovat menší zpřísnění měnové politiky.

Vzhledem k potenciálním nevýhodám režimu cílování inflace, který přehlíží stabilizaci produkce, někteří ekonomové (viz např. McCallum [1995a] a Taylor [1995]) obhajovali cílování růstu nominálního důchodu. Cílování růstu nominálního důchodu má některé stejné charakteristiky jako cílování inflace; a s cí-

lováním inflace sdílí i stejné přednosti a nevýhody. Pokud jde o přednosti, obchází problém šoků v rychlosti oběhu peněz a problém časové nekonzistence a umožňuje zemi zachovat si nezávislou měnovou politiku. Pokud jde o nevýhody, centrální banka může ovlivňovat nominální důchod jen obtížně a navíc trvá značnou dobu, než je možné zhodnotit, nakolik byla měnová politika při dosažení cílové hodnoty nominálního důchodu úspěšná. Výhodou cíle v podobě nominálního důchodu však je, že explicitně přiřazuje určitou váhu reálné produkci a může tak vést k jejímu nižšímu kolísání.⁹

Ve srovnání s cílováním inflace má však cílování nominálního důchodu dvě důležité nevýhody. Za prvé, cílování nominálního HDP nutí centrální banku či vládu, aby oznámily výši růstu potenciálního HDP. Takovéto oznámení je velice problematické, protože odhady růstu potenciálního HDP mají daleko do přesnosti a v průběhu času se mění. Oznámení konkrétní hodnoty růstu potenciálního HDP může tudíž vyvolat dojem jistoty, kterou tvůrci hospodářské politiky ve skutečnosti mít nemusejí, a může také vyvolat u veřejnosti mylnou představu, že se ve skutečnosti jedná o fixní cíl. Oznámení hodnoty růstu potenciálního HDP vytváří tudíž pravděpodobně dodatečnou politickou komplikaci, neboť vystaví tvůrce hospodářské politiky kritice, že se chtějí smířit s příliš nízkými tempy růstu. Centrální banka či režim cílování nominálního HDP mohou být dokonce považovány za brzdu růstu, ačkoli opak je pravdou, neboť nízká inflace je prostředkem, jak podporovat zdravou ekonomiku produkující vysoký růst. Pokud je navíc odhad potenciálního HDP příliš vysoký a pokud ho přijme veřejnost jako cíl, potom vyvstane tradiční problém časové nekonzistence – sklon k proinflační politice.

Druhou nevýhodou cílování nominálního HDP ve srovnání s cílováním inflace je, že koncept nominálního HDP není veřejnosti lehce srozumitelný a ve srovnání s inflací je tudíž méně transparentní. Nikdo nehovoří při uzavírání pracovních smluv o novinových titulcích týkajících se růstu nominálního HDP. Jelikož navíc může snadno dojít k záměně nominálního a reálného HDP, cíl v podobě nominálního HDP může vyvolat u veřejnosti přesvědčení, že centrální banka sleduje růst reálného HDP, s čímž souvisejí výše diskutované problémy.

Problémy koncipování režimu cílování inflace

V předchozí části byly naznačeny důvody, proč se několik zemí rozhodlo opřít svou měnovou strategii o cílování inflace. Zmínili jsme rovněž několik problémů, které jsou s režimem cílování inflace spojeny. Než budeme podrobněji analyzovat, jak fungovalo cílování inflace v některých zemích, načrtneme ve stručnosti rozhodnutí, před kterými stojí tvůrci hospodářské politiky při koncipování tohoto režimu. Základní otázkou je, jak vzhledem k nejistotě spojené s měnovou politikou a ekonomickým prostředím nalézt nejlepší rovnováhu mezi transparentností a pružností při uskutečňování této politiky. Čím jednodušeji a těsněji je měnová politika omezena, tím snadněji jí veřejnost rozumí a tím snadněji se i mohou její představitelé veřejnosti zodpovídat, ale zároveň tím obtížněji může měnová politika reagovat na události a důvěryhodně fungovat. Rozhodování při koncipování režimu cílování inflace závisí rozhodujícím způsobem na správném zvážení těchto pro a proti.

⁹ Jak však upozorňují Bernanke a Mishkin [1997], opatření přijatá v režimech cílování inflace pro dosažení krátkodobého cíle stabilizace naznačují, že v praxi nemusí být mezi cílováním inflace a nominálního HDP velký rozdíl.

Rozhodnutí ohledně konkrétní podoby režimu cílování inflace se týkají čtyř základních oblastí: definice a měření inflace, transparentnosti, flexibility a časování.

Definice a měření inflace

Jelikož cílování inflace ze své podstaty vyžaduje stanovení kvantitativně vyjádřeného cíle, stanovení této cílové hodnoty vyžaduje explicitně odpovědět na několik otázek týkajících se definice a měření inflace.

Co znamená cenová stabilita v praxi? Cílování inflace vyžaduje kvantitativní vyjádření toho, jaká míra inflace je konzistentní se zachováním cenové stability v průběhu několika příštích let. Vzhledem k inovacím a měnícím se zálibám jsou veškeré naměřené hodnoty inflace vždy nadhodnocené. Např. ve Spojených státech byla odhadnuta roční chyba při měření indexu spotřebitelských cen na 0,5 až 2 % [Shapiro – Wilcox 1996], [Advisory Commission to Study the Consumer Price Index 1996]. Další faktor, ke kterému musí být při cílování inflace přihlédnuto, je asymetrické riziko deflace. Náklady, které by prostřednictvím finančních a ostatních kanálů postihly reálnou ekonomiku v důsledku dosažení nižší než nulové inflace, převažují nad přímými náklady pro ekonomiku vzniklými v důsledku obdobného přestřelení nulové inflace. Vzhledem k těmto potenciálním nákladům je oprávněné, aby byl stanoven takový cíl cenové stability, kdy míra inflace je po zohlednění chyb měření o něco vyšší než nulová.

Jaké konkrétní ukazatele cílované inflace mají být stanoveny a kdo má provádět jejich měření? Ukazatele cílované inflace je nutné definovat a měřit. Tyto ukazatele musejí být přesné, včas dostupné, snadno srozumitelné pro veřejnost. Může však být rovněž nezbytné, aby tyto ukazatele nezahrnovaly cenové šoky postihující jednotlivé ceny či jednorázové posuny, které nemají vliv na trend inflace. Právě trend inflace se snaží měnová politika ovlivnit.

Cílovat cenovou hladinu, nebo inflaci? Jak z cílování cenové hladiny, tak z cílování inflace vyplývá cílovaná trajektorie pro cenovou hladinu. Při cílování cenové hladiny je stanovena trajektorie pro cenovou hladinu. Překročí-li tudíž inflace v jednom období stanovenou hodnotu, musí být v příštím období pod touto hodnotou, aby byla dosažena stanovená hodnota cenové hladiny. Naopak, cílování inflace umožňuje „posun základny“, kde minulost je minulost, a není-li dosaženo stanovené hodnoty inflace, nemusí být tato chyba korigována. Cílování cenové hladiny má v porovnání s cílováním inflace tu výhodu, že napomáhá usadit očekávání vývoje cenové hladiny v dlouhém časovém horizontu, avšak v kratším období může výkyvy cenové hladiny naopak zvýšit.

Transparentnost

Důležitým argumentem ve prospěch cílování inflace je, že podporuje transparentnost měnové politiky. Pokud má být této transparentnosti dosaženo, je nutné zodpovědět dvě otázky.

Jakým způsobem má být cílovaná inflace použita při komunikaci s veřejností a trhy? Pomocí cílování inflace lze veřejnosti a trhům sdělovat informace o postoji a záměrech tvůrců měnové politiky. Cílování inflace se tak může stát účinným způsobem zvyšování transparentnosti. Tuto komunikaci je možné uskutečňovat různými způsoby, např. pomocí publikací, výpovědí či projevů; ty mohou

rovněž napomoci vyzdvihnout zaměření měnové politiky do budoucna. Pokud navíc centrální banka srozumitelně a pravidelně vysvětluje svoji měnovou politiku veřejnosti, může přispět k porozumění a veřejné podpoře snahy o sledování cenové stability.

Jak má být centrální banka zodpovědná za plnění cílování inflace? Jelikož veřejné důsledky měnové politiky jsou značné, cílování inflace není možné provádět bez demokratické zodpovědnosti. V jaké míře bude mít tato zodpovědnost spíše podobu strukturované diskuze než politického tlaku, to závisí částečně na způsobu cílování inflace, na tom, zda inflační cíl stanovuje vláda, centrální banka, či obě instituce.

Pružnost

Jak McDonough [1996a] výstižně uvádí, cenová stabilita je spíše než cíl sám o sobě prostředek k dosažení cíle – k vytvoření stabilního ekonomického prostředí podporujícího hospodářský růst. Nadměrně přísná kontrola inflace může přinést náklady v podobě vyšší kolísavosti produkce. Při koncipování režimu cílování inflace je nutné rozhodnout o míře vestavěné pružnosti.

Jaké odchylky inflace od stanovené hodnoty jsou přípustné v případě šoků? Jak vyplývá z diskuze o přednostech cílování inflace v porovnání s cílováním růstu nominálního důchodu, strnulá hodnota inflace nemusí být dostatečně pružná na to, aby umožnila reagovat na některé šoky. Jelikož tvůrci hospodářské politiky ani veřejnosti nejsou lhostejní ke kolísání produkce a jelikož konečným důvodem cenové stability je zdravá reálná ekonomika, pro režim cílování inflace mohou být nezbytné únikové klauzule anebo může definice cílování inflace obsahovat určitou míru vestavěné pružnosti, aby bylo možné reagovat na nabídkové či jiné šoky.

Má mít cílovaná inflace podobu bodové hodnoty, či pásma? Vzhledem k šokům, které inflaci ovlivňují, a vzhledem k nejistým dopadům měnové politiky bude při sebelepším provádění měnové politiky výsledná inflace vždy vystavena značnému stupni nejistoty. Je tudíž žádoucí, aby cílovaná inflace měla podobu pásma, které by umožňovalo brát tuto nejistotu v úvahu? Odhady této nejistoty jsou poměrně vysoké (viz např. [Haldane – Salmon 1995] a [Stevens – DeBelle 1995]); aby mohla být tato nejistota zohledněna, muselo by pásmo pro cílovanou inflaci být poměrně široké – okolo 5 či 6 procentních bodů. Takto široké pásmo však může vyvolat u veřejnosti a trhů pochybnosti, nakořl je centrální banka odhodlána stanovené hodnoty inflace dosáhnout. Jinou možností je cílovat bodovou hodnotu inflace a vzhledem k nutnosti vypořádat se s nejistotou ohledně výsledné inflace zároveň zvážít, jaké případné šoky mohou způsobit odchýlení inflace od stanovené hodnoty.

Má se hodnota cílované inflace v průběhu času měnit? Pokud se tvorba cen a mezd vyznačuje značnou setrvačností a pokud je inflace zpočátku velmi vysoká, může centrální banka chtít dosáhnout cíle cenové stability pomaleji. V takovém případě může zvolit přechodnou trajektorii cílované inflace, s postupně klesajícím trendem směrem k cenové stabilitě. I po dosažení cíle cenové stability však může být ekonomika zasažena šoky, které ji od cenové stability vzdálí, což opět nastoluje otázku, zda se má stanovená hodnota inflace v průběhu času měnit. V průběhu času se měnící stanovená hodnota inflace může být tudíž použita jako další nástroj zvýšení pružnosti režimu cílované inflace tak, aby mohl reagovat na nabídkové a jiné šoky postihující ekonomiku.

Pokud jde o časování při cílování inflace, vyvstávají dva problémy:

Jaký je přiměřený časový horizont pro cílování inflace? Jelikož měnová politika ovlivňuje inflaci s velkým zpožděním, nemůže dosáhnout specifické hodnoty inflace okamžitě, ale až po určité době. V období mezi přijetím určitého opatření a jeho dopady může také dojít k ekonomickým šokům. Tvůrci měnové politiky musejí tudíž rozhodnout o přiměřeném časovém horizontu, během něhož má být stanovené hodnoty inflace dosaženo.

Kdy je nejvhodnější okamžik pro zahájení cílování inflace? Aby získal režim cílování inflace určitou kredibilitu, může být důležité, aby byl úspěšný hned zpočátku. To znamená, že některá období mohou být pro zavedení režimu cílování inflace vhodnější než období jiná. V některém období může být rovněž snadnější získat pro závazek cenové stability, který tvoří základ režimu cílování inflace, politickou podporu. Správné načasování zavedení režimu cílování inflace může hrát tudíž důležitou úlohu v tom, nakolik bude tento režim úspěšný či neúspěšný.

Jak úspěšné bylo cílování inflace?¹⁰

Na první pohled se zdá, že cílování inflace bylo úspěšné. Ve všech zemích, které tento režim uskutečňovaly, zůstala inflace ve stanoveném pásmu, či dokonce pod ním a ve všech těchto zemích byla průměrná míra inflace výrazně nižší než v 70. a 80. letech. Základní makroekonomické ukazatele rovněž ukazují, že toto zachování nižší úrovně inflace v těchto zemích nevedlo k výraznějším – ať už pozitivním, nebo negativním – neobvyklостem v makroekonomickém vývoji.

Na Novém Zélandu se čtyřleté období dezinflace před zavedením cílování inflace vyznačovalo pomalým růstem HDP a od roku 1988 také rostoucí nezaměstnaností. Pokračování dezinflace v období 1990–91, kdy byly mnohé ekonomiky OECD postiženy recesí, vedlo i na Novém Zélandu k recesi a prudkému zvýšení nezaměstnanosti. V Kanadě se podařilo dosáhnout zároveň dezinflace a snížení nezaměstnanosti, došlo pouze ke krátkému zvýšení nominálních úrokových sazeb a hospodářský růst pokračoval, byť pomalejším tempem. Ve Velké Británii byla politika dezinflace zahájena dva roky před přijetím režimu cílování inflace (během členství v ERM) a poté, co Velká Británie Evropský měnový systém opustila, pokračovala vývojová tendence zrychlujícího se růstu, klesající nezaměstnanosti a mnohem nižších nominálních úrokových sazeb.

Snížení inflace v uvedených třech zemích lze sice hodnotit pozitivně, není však jasné, zda nebylo výsledkem sil, které působily již před zavedením cílování inflace. Ovlivnilo přijetí cílování inflace v uvedených zemích míru inflace a její vzájemné působení s reálnými proměnnými? V této části se pokusíme na tuto otázku odpovědět pomocí velice jednoduché prognózy. (Další důkazy s podrobnější statistickou analýzou většího vzorku zemí viz [Laubach – Posen 1997b].) Pomocí neomezeného autoregresního (VAR) modelu se třemi proměn-

¹⁰ Článek v „Economic Policy Review“ navazuje následujícími dvěma částmi – jež shrnují obecné poznatky z uplatnění cílování inflace v praxi – na zařazené případové studie cílování inflace v Německu, na Novém Zélandu, v Kanadě a Velké Británii. V našem zkráceném překladu zařazujeme pouze studii o Novém Zélandu, a to v závěru materiálu. (pozn. red.)

nými provedeme odhad inflačního jádra, růstu HDP a centrálními bankami určených (instrumentálních) úrokových sazeb z půjček přes noc pro období od druhého čtvrtletí 1971 do okamžiku přijetí cílování inflace. Poté necháme model „běžet“ pět let od tohoto okamžiku a modelem prognózované hodnoty do něho vložíme coby zpožděné hodnoty.

Tento postup nám má umožnit získat kvantitativní představu o tom, zda vzájemné působení inflace a krátkodobých úrokových sazeb vykazuje po přijetí cílování inflace v porovnání s obdobím před přijetím tohoto režimu výrazné odlišnou strukturu. Nepodmíněná předpověď každé proměnné ukazuje, jak by se měl systém chovat v nepřítomnosti šoku spojeného se zavedením cílování inflace. Pro počátek 90. let vychází srovnání skutečného vývoje těchto proměnných s jejich nepodmíněnými předpověďmi poměrně rozumně, což je způsobeno absencí závažnějších nabídkových a poptávkových šoků ve sledovaných třech zemích v období po zavedení cílování inflace.

Dezinflace prostřednictvím restriktivní měnové politiky byla v těchto třech zemích v okamžiku zavedení cílování inflace prakticky dokončena, což vytvořilo prostor pro pokles úrokových sazeb. (Další rok nebo dva, kdy dezinflace pokračovala, je možné vzhledem ke zpožděnému působení měnové politiky připisat spíše předchozím opatřením.) Tento vývoj je konzistentní s naším zjištěním v případových studiích, že země přijaly cílování inflace v okamžiku, kdy se po dezinflaci snažily zajistit nízká očekávání inflace. Uvažujeme-li produkci a úrokové míry konstantní, klíčovou otázkou je, zda dočasná krátkodobá zvýšení inflace vedou k jejímu trvalému zvýšení, jako by tomu bylo v modelu odhadnutém pro režim před zavedením cílování inflace.

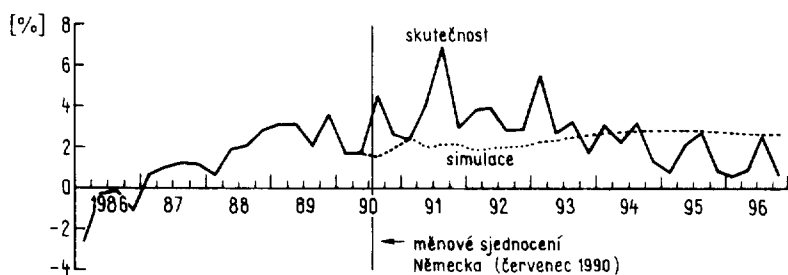
Grafy 1–4 ukazují výsledky těchto simulací a porovnávají je se skutečnými trajektoriemi uvedených proměnných v daném období ve třech zemích s režimem cílování inflace a rovněž v Německu. Simulované trajektorie se podle očekávání přibližují postupně ke střední hodnotě vzorku či k nevýraznému trendu (vzhledem k nepřítomnosti šoků v důsledku předpokladu o nepodmíněnosti simulace). Ve všech třech zemích, které zavedly cílování inflace, dosahuje skutečná inflace konzistentně nižších hodnot v porovnání s hodnotami prognózovanými a v porovnání s mírně rostoucím simulovaným trendem je skutečný trend mírně klesající. Tomu odpovídá chování úrokových měr: ve všech třech zemích zůstává skutečná úroková míra coby nástroj měnové politiky po celé období znatelně pod prognózovanou hodnotou. Vývoj produkce zavedení režimu cílování inflace vesměs neovlivnilo, ve všech třech zemích se pohybuje v průměru okolo prognózované trajektorie. Celkově vzato se zdá, že po zavedení cílování inflace míra inflace a nominální krátkodobé úrokové míry poklesly, aniž by to mělo větší dopad na produkci.

Z těchto výsledků lze usuzovat, že vzhledem k tomu, že v uvedených třech zemích setrvaly úrokové míry na prognózované úrovni či pod ní, má měnová politika větší přímý dopad na inflaci a menší doprovodné dopady na produkci. Jinou možností je, že v těchto zemích byla dezinflace prostřednictvím restriktivnější měnové politiky zahájena a do značné míry dokončena dříve, než se přistoupilo k cílování inflace, ale že se nenaplnilo očekávání následného opětovného zvýšení inflace.

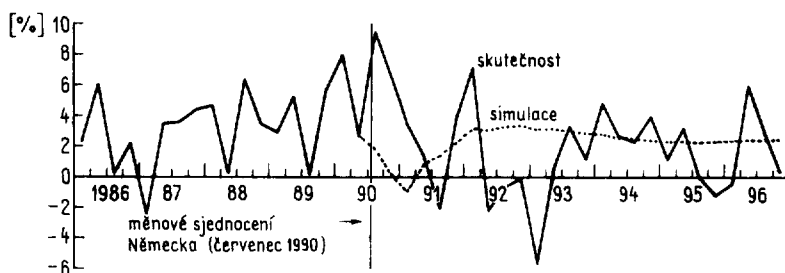
Účinnost cílování inflace na Novém Zélandu, v Kanadě a ve Velké Británii hodnotíme vesměs kladně. Ve všech třech zemích se po zavedení tohoto režimu dostala inflace do vyhlášeného pásma a byla v něm udržena. Naše nepodmíněné předpovědi ukazují, že po přijetí cílování inflace zůstaly ve všech třech zemích vzhledem k dosaženému tempu hospodářského růstu míra inflace a no-

GRAF 1 Dynamická simulace: Německo

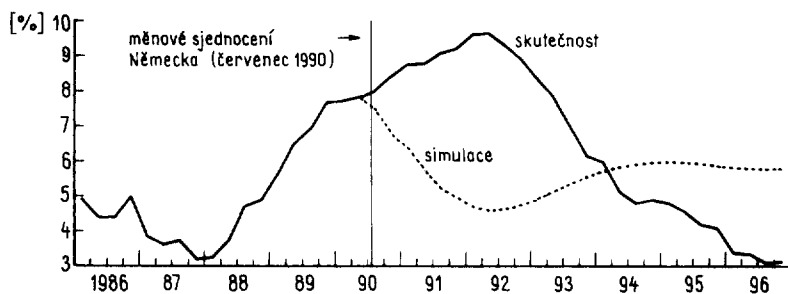
Část A: Inflace



Část B: Růst reálného HDP



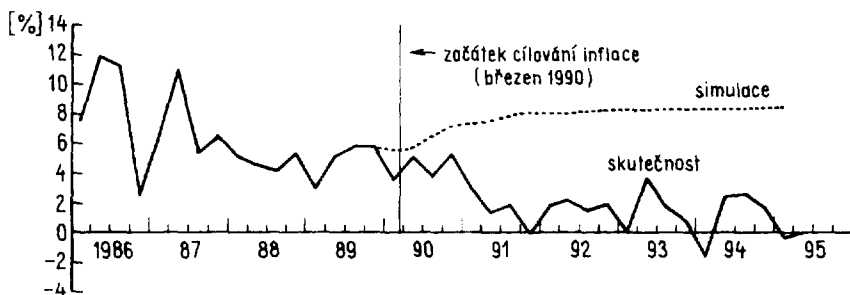
Část C: Nominální úrokové sazby



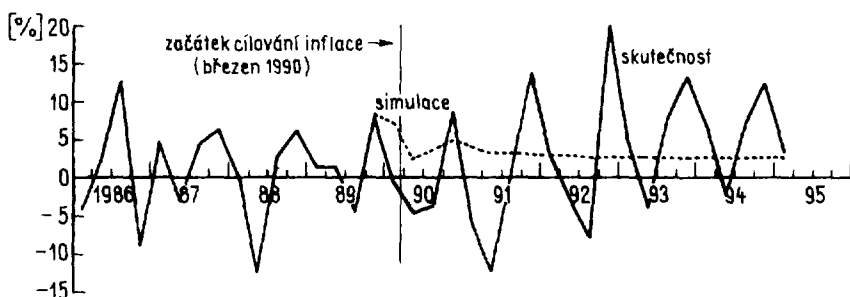
pramen: výpočty autorů; Bank for International Settlements; Organization for Economic Cooperation and Development; Main Economic Indicators

poznámka: Graf zachycuje výsledky dynamické simulace inflace, růstu reálného HDP a nominálních úrokových sazeb na základě neomezené vektorové autoregrese (VAR) čtvrtletních pozorování těchto tří proměnných od druhého čtvrtletí 1971 do okamžiku sjednocení Německa. Silná čára zachycuje skutečné hodnoty proměnných a přerušovaná čára neomezenou prognózu proměnných po sjednocení pomocí koeficientů VAR. Prognózy ukazují trajektorii, po které by se proměnné ubíraly, pokud by nedošlo ke sjednocení Německa či k jiným nepředvídaným šokům. Nominální úrokové sazby v části C jsou úrokové sazby určené centrální bankou.

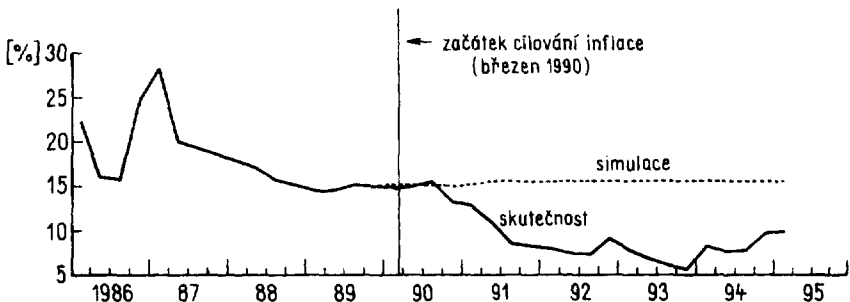
Část A: Inflace



Část B: Růst reálného HDP



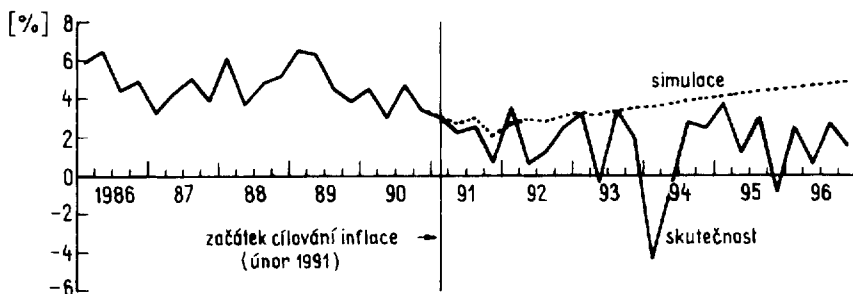
Část C: Nominální úrokové sazby



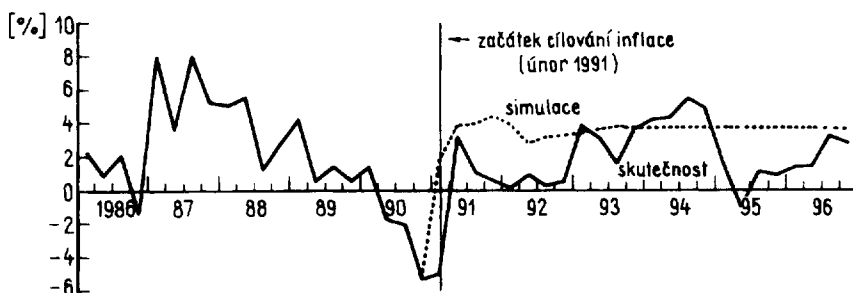
pramen: výpočty autorů; Reserve Bank of New Zealand; International Monetary Fund; International Financial Statistics

poznámka: Graf zachycuje výsledky dynamické simulace inflace, růstu reálného HDP a nominálních úrokových sazeb na základě neomezené vektorové autoregrese (VAR) čtvrtletních pozorování těchto tří proměnných od druhého čtvrtletí 1971 do okamžiku začátku cílování inflace. Silná čára zachycuje skutečné hodnoty proměnných a přerušovaná čára neomezenou prognózu proměnných po zavedení cílování inflace pomocí koeficientů VAR. Prognózy ukazují trajektorii, po které by se proměnné ubíraly, pokud by nedošlo k zavedení cílování inflace či k jiným nepředvídaným šokům. Nominální úrokové sazby v části C jsou 90denní úrokové sazby z bankovních poukázek.

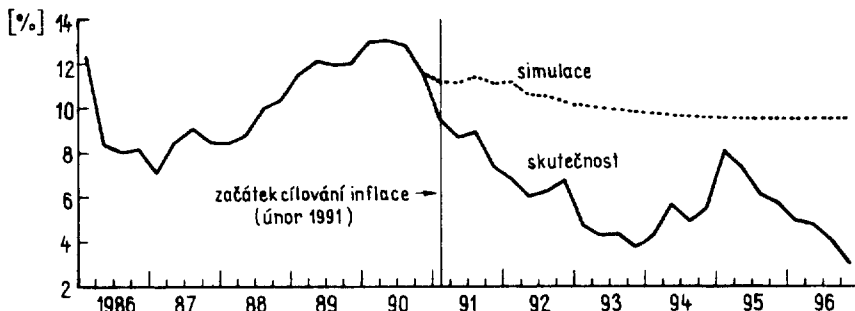
Část A: Inflace



Část B: Růst reálného HDP



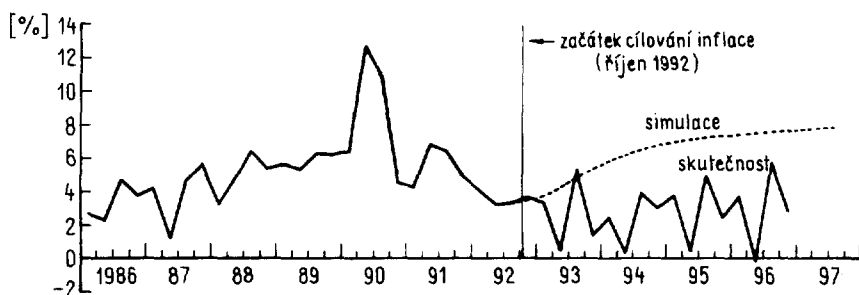
Část C: Nominální úrokové sazby



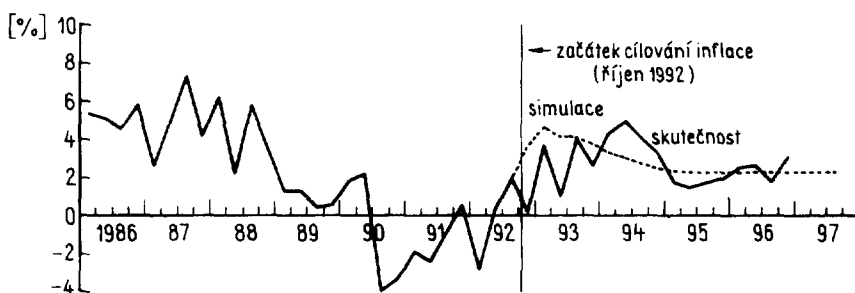
pramen: výpočty autorů; Bank for International Settlements; Organization for Economic Cooperation and Development; Main Economic Indicators

poznámka: Graf zachycuje výsledky dynamické simulace inflace, růstu reálného HDP a nominálních úrokových sazeb na základě neomezené vektorové autoregrese (VAR) čtvrtletních pozorování těchto tří proměnných od druhého čtvrtletí 1971 do okamžiku zavedení cílování inflace. Silná čára zachycuje skutečné hodnoty proměnných a přerušovaná čára neomezenou prognózu proměnných po zavedení cílování inflace pomocí koeficientů VAR. Prognózy ukazují trajektorii, po které by se proměnné ubíraly, pokud by nedošlo k zavedení cílování inflace či k jiným nepředvídaným šokům. Nominální úrokové sazby v části C jsou úrokové sazby určené centrální bankou.

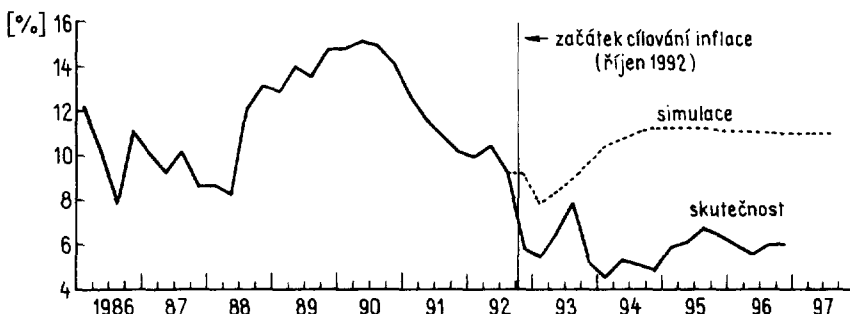
Část A: Inflace



Část B: Růst reálného HDP



Část C: Nominální úrokové sazby



pramen: výpočty autorů; Bank for International Settlements; Organization for Economic Cooperation and Development; Main Economic Indicators

poznámka: Graf zachycuje výsledky dynamické simulace inflace, růstu reálného HDP a nominálních úrokových sazeb na základě neomezené vektorové autoregrese (VAR) čtvrtletních pozorování těchto tří proměnných od druhého čtvrtletí 1971 do okamžiku zavedení cílování inflace. Silná čára zachycuje skutečné hodnoty proměnných a přerušovaná čára neomezenou prognózu proměnných po zavedení cílování inflace pomocí koeficientů VAR. Prognózy ukazují trajektorii, po které by se proměnné ubíraly, pokud by nedošlo k zavedení cílování inflace či k jiným nepředvídaným šokům. Nominální úrokové sazby v části C jsou úrokové sazby určené centrální bankou.

minální úrokové míry nízké. Tyto výsledky jsou v souladu se závěrem, že na rozdíl od minulosti není patrný růst inflace ve fázi expanze hospodářského cyklu.

Závěry: co jsme se dozvěděli?

Naše případové studie ukázaly, že jak zavedení cílování inflace, tak rozhodnutí přijatá při koncipování tohoto režimu nezůstaly bez vlivu na fungování měnové politiky. Pokud jde o koncipování cílování inflace a o otázky související s fungováním tohoto režimu, které jsme diskutovali výše, zjistili jsme, že mezi jednotlivými zeměmi docházelo v tomto směru v průběhu času ke sbližování, což naznačuje, že se postupně utvářel konsenzus ohledně optimálního fungování režimu cílování inflace. Pokud se v některých aspektech režimu cílování inflace odlišovaly, zkušenosti analyzovaných zemí nám umožňují učinit si určitou představu o tom, jaké byly důsledky těchto odlišností. Obecně platí, že veřejné vyhlášení konkrétních hodnot cílované inflace umožnilo účinně dosáhnout rovnováhy mezi potřebou transparentnosti a pružnosti měnové politiky.

Mezi oblastmi fungování režimu cílování inflace, v nichž docházelo ke sbližování praktik jednotlivých zemí, patří použití inflace jako cílované proměnné. Navzdory veškeré rétorice o cenové stabilitě daly všechny analyzované země před cílováním cenové hladiny přednost cíli v podobě míry inflace v rozmezí 0–4 % ročně. Toto rozhodnutí odráží obavu, že pokud by ceny stanovenou hodnotu přesáhly, cílování cenové hladiny by mohlo vyžadovat deflaci, což by mělo za následek mnohem vyšší náklady v podobě ztráty produkce, než je přijatelné. K tomu, aby byla zachována nízká inflace, se nezdá být nezbytné zvrátit předchozí nenaplnění stanovených hodnot, jak to vyžaduje režim cílování cenové hladiny. Podobně země, které se rozhodly k cílování vyšší než nulové míry inflace, snižují riziko deflace. Je důležité zdůraznit následující skutečnost: je-li vyhlášená hodnota inflace po určité době udržována na poněkud vyšší než nulové úrovni, jako tomu bylo v případě německé Bundesbank, nezdá se, že by to vedlo k nestabilitě očekávání inflace či ke snížení důvěryhodnosti centrální banky. I v případě vyšší než nulové cílované inflace připuštění občasných chyb očividně nemá škodlivé důsledky.

Skutečnost, že režim cílování inflace se vyznačoval ve všech analyzovaných zemích vysokým stupněm pružnosti, rovněž ukazuje, že centrální bankéři nejsou lhostejní k růstu a kolísání reálné produkce. To je patrné především z gradualizmu, se kterým přistupovaly tyto země k dezinflaci, jakož i z toho, jak některé země přistupovaly v režimu cílování inflace k vymezenému (explicitně či implicitně) dolnímu limitu pohybu cen, sloužícímu jako stabilizující faktor.

Všechny země, které přijaly režim cílování inflace, navíc umožňují, aby se skutečná inflace odchýlila od stanovené hodnoty v případě, že dojde k nabídkovým šokům. Pokud není způsob reakce na nabídkový šok předem určen, podnikne obvykle centrální banka patřičné kroky podle vlastního uvážení a poté svůj postup vysvětlí. Pouze na Novém Zélandu musela být k ospravedlnění takového postupu uplatněna speciální úniková klauzule, avšak i novozélandská centrální banka podnikala kroky na základě vlastního uvážení. Hodnoty cílované inflace byly postupem času měněny ve všech zemích, ať již směrem nahoru, jako v případě Německa po ropném šoku v roce 1979 či na Novém Zélandu po volbách v roce 1996, anebo směrem dolů, k čemuž došlo v té či oné době ve všech analyzovaných zemích s tím, jak postupovala dezinflace. Pokud je oznámena změna stanovené hodnoty inflace s dostatečným předstihem, je

vyloučeno, aby byla tato změna prováděna z důvodu dosažení požadovaného výsledku v krátkém období. Změna je považována za přizpůsobení změněným ekonomickým podmínkám. Základním předpokladem pro disciplinované samostatné kroky je schopnost centrální banky zajistit, aby veřejnost rozlišovala mezi změnami trendu inflace a jednorázovými událostmi.

Další důležitou oblastí, v níž došlo ke sblížení způsobu fungování režimů cílování inflace, je oblast transparentnosti a komunikace. Centrální banky se musejí zodpovídat při zákonem předepsaných i neformálních slyšeních požadovaných volenými činiteli. Ještě důležitější jsou časté projevy představitelů centrálních bank věnované strategii měnové politiky, jejichž pomocí je informována o záměrech a výsledcích veřejnost. Příkladem je soustředěná kampaň Bank of Canada zaměřená na komunikaci s veřejností a pravidelně publikované a pro širokou veřejnost srozumitelné publikace jako např. „Inflation Report“, publikovaná Bank of England. Smyslem těchto kroků je vysvětlit veřejnosti jasné cíle měnové politiky, dlouhodobé důsledky současné politiky a strategii dosažení vyhlášené hodnoty inflace. Dokonce i Bundesbank, která se těší velké podpoře veřejnosti, vynakládala v tomto směru vždy velké úsilí.

Zvýšené úsilí centrálních bank o lepší komunikaci má podstatný vliv na úspěšnost cílování inflace. Zvýšená transparentnost a explicitní vysvětlení záměrů centrální banky umožňují soukromému sektoru lépe plánovat, přispívají ke smysluplné veřejné diskuzi o tom, co centrální banka může a nemůže dosáhnout, a objasňují zodpovědnost centrální banky i politiků za to, jak úspěšná je měnová politika při naplňování cílů v oblasti inflace.

Další charakteristikou všech diskutovaných režimů cílování inflace je zvýšená zodpovědnost centrálních bank. Tato skutečnost je nejvíce patrná na Novém Zélandu, kde se centrální banka musí zodpovídat nejen široké veřejnosti, ale i (a to mnohem přímějším způsobem) zvolené vládě, která může v případě nedosažení stanovené inflace trvat na propuštění guvernéra. V ostatních zemích, jež přijaly režim cílování inflace, je zodpovědnost centrální banky vůči vládě méně formální, ale vzhledem ke zvýšené transparentnosti režimu cílování inflace je centrální banka přesto veřejnosti i politickým silám ve velké míře odpovědná.

Jak ukazují případy Kanady a Velké Británie a rovněž dlouhodobá zkušenost německé Bundesbank, i v případě, že neexistuje rigidní systém postihů a hodnocení výsledků, úspěšné výsledky centrální banky v porovnání s předem jasně vymezenou linií mohou zvýšit podporu veřejnosti pro nezávislost centrální banky a její politiky. Cílování inflace je tudíž možné považovat za konzistentní s úlohou centrální banky v demokratické společnosti: může sice ochránit centrální banku před krátkodobými politickými tlaky ovlivňujícími rozhodnutí o úrokových sazbách, a tak přispět k nižší míře inflace, avšak dlouhodobě úspěšná při udržování nízké inflace může být centrální banka pouze tehdy, zachová-li si ve středním období vysokou politickou zodpovědnost za dosažení patřičně formulovaných cílů.

Dalším společným rysem zemí s režimem cílování inflace je rozhodnutí zavést formálně tento nový režim pouze poté, co byla inflace úspěšně snížena z předchozích vysokých hodnot. Tato skutečnost odráží taktické rozhodnutí, podle kterého je důležité, aby existovala vysoká pravděpodobnost počátečního úspěchu v cílování inflace a aby nový režim takto získal patřičnou důvěryhodnost. Odráží rovněž skutečnost, že není možné zvýšit důvěryhodnost nového režimu okamžitě, a snížit tak rozsah ztráty produkce pro dané snížení inflace. Jak ukázal příklad odchodu Velké Británie z evropského mechanismu určování měnových kurzů (ERM) a fiskální vývoj v roce 1991 v Kanadě, pomocí cílování

inflace se v případě jednorázových šoků podařilo zachovat pozitivní výsledky předchozí dezinflace.

Vedle řady společných rysů existují mezi jednotlivými režimy cílování inflace i mnohé důležité rozdíly. Jedním z nich je konkrétní způsob měření cílované inflace. Některé země používají celkový index spotřebitelských cen, protože je snadno srozumitelný veřejnosti; jiné země vylučují z tohoto indexu určité položky, aby se mohla měnová politika přizpůsobit počátečním efektům dočasných nabídkových šoků. Hlavním nebezpečím jakkoli definovaného ukazatele je, že snaha o dosažení pružnosti měnové politiky půjde na úkor transparentnosti. Pokud není zvolený index obměňován příliš často a pokud z něj není vypuštěno příliš mnoho položek, takže zůstává srozumitelným pro veřejnost, potom není jeho konkrétní podoba příliš důležitá.

Dalším důležitým rozdílem mezi režimy cílování inflace je, že některé země sledují cíl v podobě pásma, zatímco jiné, jako např. Velká Británie, sledují konkrétní bodovou hodnotu. Potenciální výhodou pásma je, že umožňuje určitou explicitní pružnost režimu cílování inflace a veřejnosti vysílá signál, že schopnost centrální banky kontrolovat inflaci není perfektní. Jak však ukazuje zkušenost zemí, které používají pro cílování inflace pásmo, a jak ukazuje rovněž zkušenost s používáním pásem měnových kurzů, pásmo může získat svůj vlastní život v tom smyslu, že centrální banky, politici i veřejnost se začnou spíše soustřeďovat na konkrétní krajní hodnoty pásma než na odchylky od jeho střední hodnoty. Protože předpovědi inflace jsou navíc zatíženy vysokým stupněm nejistoty, je vysoce pravděpodobné, že i s naprosto přiměřenou měnovou politikou se ocitne skutečná míra inflace vně stanoveného pásma. Tyto potíže spojené s kontrolou inflace mohou vést ke ztrátě důvěryhodnosti režimu cílování inflace.

Pevné pásmo může také vést k problému nestability instrumentů, a to především v situaci, kdy je časový horizont pro hodnocení, zda bylo stanovené hodnoty dosaženo, krátký, řekněme okolo jednoho roku. Tento problém nastává v situaci, kdy snaha o udržení cílované proměnné v určitém intervalu vede k příliš velkým výkyvům proměnné, která slouží jako nástroj hospodářské politiky, jako např. úrokových sazeb či měnových kurzů. Tímto problémem trpěl relativně nejvíce Nový Zéland.

Jednou z možností, jak tento problém vyřešit, je rozšíření pásma. K tomuto kroku přistoupil v říjnu 1996 Nový Zéland. Pokud je však rozšíření pásma natolik velké, aby výrazně snížilo problém nestability instrumentů a kontroly, režim cílování může ztratit svou důvěryhodnost. Ztráta důvěryhodnosti může nastat především v situaci, kdy se veřejnost soustředí více na krajní body pásma než na jeho střední bod a kdy je horní hranice pásma nepřipustně vysoká. Na rozdíl od změny vyhlášené hodnoty v souladu se skutečným vývojem může být rozšíření pásma samo o sobě považováno za známku menšího odhodlání.

Dalším řešením je použít místo pásma bodovou hodnotu, jak učinila v roce 1995 Velká Británie a od roku 1975 v Německu Bundesbank. Aby se však centrální banka vyhnula problému nestability instrumentů, je naprosto nezbytné, aby veřejnosti zcela jasně sdělila, že dosažení vyhlášené bodové hodnoty je spojeno se značným stupněm nejistoty. Tato potřeba přesvědčit veřejnost klade mnohem větší nároky na sílu a přesvědčivost, s jakými centrální banka vysvětluje odchylky od vyhlášené hodnoty, než v případě pásma. Pokud jsou však tato vysvětlení důvěryhodná, centrální banka má možnost větší pružnosti v reakci na nedosažení stanovené hodnoty bez toho, že by došlo k poškození její důvěryhodnosti. Úspěšnost cílování bodově vymezené inflace není posuzována podle toho, zda je této hodnoty přesně dosaženo, ale podle toho, nakolik konzistentně se k ní centrální banka ve středním období přibližuje.

Jak ukazuje naše analýza, strategie měnové politiky v podobě cílování inflace – ať již přímo jako v případě Nového Zélandu, Kanady a Velké Británie, či nepřímo, coby východiska pro cílování měnových agregátů jako v případě Německa – může být úspěšná. Jelikož rámec pro měnovou politiku se vyznačuje ve všech čtyřech zemích veřejně vyhlášeným kvantitativně stanoveným cílem pro inflaci ve středním období, nečiníme velký rozdíl mezi fungováním těchto dvou režimů, jako to činí někteří jiní teoretici. Transparentnost, pružnost a patřičně vyvážený režim fungování vytváří patrně zdravý základ pro měnovou strategii sledující cenovou stabilitu, aniž by tato strategie vyžadovala omezit provádění měnové politiky zavedením rigidních pravidel.

Naše studie však zároveň ukazuje, že cílování inflace není všelék: neumožňuje zemím, aby se zbavily inflace zadarmo, a samotné přijetí cílování inflace nevede okamžitě ke vzniku antiinflační důvěryhodnosti. Jak ukazují zkušenosti, centrální banky mohou získat důvěryhodnost jediným a obtížným způsobem: zasloužit si ji.

Jak jsme však viděli, cílování inflace pomohlo zemím jako Nový Zéland, Kanada a Velká Británie udržet nízkou míru inflace, což se jim v minulosti ne vždy dařilo. Centrální banky navíc mohly usilovat po zavedení cílování inflace o nízkou inflaci bez toho, že by se musely zříci svého zájmu o ostatní ekonomické veličiny, např. o měnové kurzy či tempa hospodářského růstu. V dlouhém období nebyl prokázán negativní dopad cílování inflace na reálné ekonomiky. Cílování inflace spíše přispělo k vytvoření lepšího prostředí pro hospodářský růst. Vzhledem k tomu, že má cílování inflace další výhody pro fungování měnové politiky, neboť zvyšuje transparentnost a komunikaci, zodpovědnost a institucionální závazek usilovat o nízkou inflaci, zaslouží si tato strategie měnové politiky další pozornost.

* * *

Zkušenosti Nového Zélandu

Nový Zéland byla první země, která cílování inflace zavedla. Při diskuzi zkušeností Nového Zélandu chceme zdůraznit následující skutečnosti:

- Cílování inflace bylo na Novém Zélandu zavedeno poté, co byl přijat zákon ustanovující Dohodu o cílech hospodářské politiky mezi zvolenou vládou a nově nezávislou centrální bankou. Výsledkem této Dohody bylo společné rozhodnutí o kvantitativně vyjádřené hodnotě cílované inflace.
- Cílování inflace bylo zavedeno až poté, co byla do značné míry úspěšně dokončena dezinflace.
- Při konstrukci ukazatele pro cílování inflace nepoužívá centrální banka index spotřebitelských cen (ICS), ale index v podobě inflačního jádra, který vylučuje nejen ceny energie a komodit, ale také především vlivy spotřebitelských úrokových měr a ostatních ad hoc cenových změn.
- Stejná instituce, která je zodpovědná za dosažení stanovené hodnoty inflace, Reserve Bank of New Zealand, rovněž definuje a měří cílovanou proměnnou v situaci, kdy se projeví „významné“ prvotní dopady změn směnných relací, vládních poplatků či nepřímých daní. Konečná dlouhodobá cílová hodnota inflace měřené ICS je však publikována novozélandským statistickým úřadem.
- Ačkoli režim cílování inflace na Novém Zélandu je z režimů všech čtyř zde uváděných zemí nejrigidnější, přesto umožňuje značnou flexibilitu. Podobně, jako je tomu v Německu, reaguje novozélandská centrální banka na vývoj nejen inflace, ale i ostatních proměnných, např. na růst reálné produkce.

- Hlavním znakem režimů cílování inflace je zodpovědnost centrální banky. Pokud není stanovené hodnoty inflace dosaženo, může vláda guvernéra centrální banky propustit.
- Cílová hodnota inflace je vyhlášována v podobě pásma, a ne bodové hodnoty. Střední hodnota pásma je vyšší než nula, což naznačuje, že – podobně jako v Německu – je definován dlouhodobý cíl cenové stability jako měřená míra inflace vyšší než nula.
- Přísné dodržování úzkého pásma cílované inflace a jednoletého časového horizontu cíle je spojeno se dvěma souvisejícími problémy: (1) problémem kontroly – problémem udržení inflace uvnitř velice úzkých pásem; (2) problémem nestability nástrojů; to znamená, že výkyvy nástrojů hospodářské politiky, úrokových sazeb a měnových kurzů mohou být větší, než je žádoucí.

Přijetí cílování inflace

Současný rámec pro uskutečňování měnové politiky na Novém Zélandu je vymezen v zákonu o Reserve Bank of New Zealand z roku 1989. Vláda předložila tento zákon parlamentu 4. května 1989, parlament ho schválil 15. prosince a v platnost vstoupil 1. února 1990. Tento zákon určuje centrální bance zákonný cíl „formulovat a uskutečňovat měnovou politiku zaměřenou na ekonomický cíl dosažení a udržení stability celkové cenové hladiny“ (část 8).

Ačkoli bylo zvoleno cílování inflace jako institucionální prostředek, jehož pomocí centrální banka usiluje o plnění svého závazku cenové stability, uvedený zákon pouze uzákonil potřebu viditelné nominální kotvy. Část 9 tohoto zákona ukládá ministrowi financí a guvernéru centrální banky dojednat a zveřejnit Dohodu o cílech hospodářské politiky, která vytyčuje „specifická kritéria umožňující, aby v průběhu funkčního období guvernéra bylo vyhodnocováno uskutečňování měnové politiky na základě porovnání s jejím zákonným cílem“ [Lloyd 1992, s. 211]. První Dohoda, kterou podepsali ministr financí a guvernéř 2. března 1990, specifikovala číselné hodnoty cílované inflace a datum, ke kterému mají být dosaženy.

Přijetí uvedeného zákona a kvantitativního vymezení cílované inflace bylo výsledkem vleklého procesu, který začal v červenci 1984. Nově zvolená laboristická vláda se pustila do dalekosáhlých reforem úlohy vlády v ekonomice, včetně řešení fiskálních, měnových, strukturálních a vnějších problémů, neboť se domnívala, že všechny tyto aspekty hospodářské politiky spolu souvisejí a že musejí být navzájem konzistentní (viz [Brash 1996b]). V té době převládal obecně pocit, že hospodářská politika Nového Zélandu se nachází v krizi, neboť hospodářská výkonnost země výrazně zaostávala za výkonností ostatních zemí OECD, a že stará hospodářská politika hlavní strany nefunguje. Co se týče měnové politiky,

„Nový Zéland dosahoval dvouciferné míry inflace po většinu období od prvního ropného šoku. Kumulativní inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhla od roku 1974 do roku 1988 480 %. Počátkem 80. let poklesla inflace dočasně pod 5 %, ale pouze díky zmrazení mezd, cen, dividend a úrokových sazeb, které vedlo k deformacím v ekonomice. Měnová politika sledovala během tohoto období různé a měnící se cíle, které byly zřídka přesně specifikovány a které byly pouze zřídka konzistentní s poklesem inflace. Výsledkem této zkušenosti bylo výrazné zakořenění inflačních očekávání v novozélandské společnosti.“ [Nicholl – Archer 1992, s. 118]

Navzdory prohlášení centrální banky, že „přísná měnová politika je považována za základní předpoklad nižší a stabilní míry inflace a nižších a stabilních

úrokových sazeb ve středním období“ [Reserve Bank of New Zealand 1985a, s. 451], chyběla při zahájení reformní kampaně soustředěná diskuze o cílech měnové politiky v novém ekonomickém prostředí. Zpočátku existovaly určité náznaky zájmu o měnová kritéria v podobě měnových agregátů, ale toto téma nebylo dále diskutováno a centrální banka v poslední době zdůraznila, že mezi měnovými agregáty a inflací neexistuje žádný relevantní vztah.

V době, kdy byla podepsána první Dohoda o cílech hospodářské politiky (březen 1990), se centrální bance podařilo s podporou labouristické vlády snížit hodnotu inflačního jádra z téměř 17 % na počátku roku 1985 na zhruba 5 %, ačkoli v roce 1989 „bylo vzhledem k řadě jednorázových faktorů dosaženo pouze omezeného pokroku v dezinflaci“ [Reserve Bank of New Zealand 1990, s. 6]. „Zvýšené sazby prodejní daně v červenci 1989 zvýšily míru inflace a negativně ovlivnily inflační očekávání. Negativní dopad vyšší daně [...] byl dále zvýšen v důsledku vysokých cen komodit.“ [Reserve Bank of New Zealand 1990, s. 7] Rozhodnutí vyhlásit cílování inflace bylo učiněno až poté, co byla dezinflace do značné míry dokončena. Podobně jako v případě Kanady bylo toto oznámení naštěstí načasováno tak, že zabránilo růstu inflačních očekávání, a původní cíl byl snadno dosažen.

Operační rámec

Praktické fungování režimu cílování inflace je na Novém Zélandu do značné míry vymezeno Dohodou o cílech hospodářské politiky. Tato Dohoda a kvantitativní cíle, které vytyčuje, představují jediný právní nástroj realizace zákona o Reserve Bank of New Zealand z roku 1989. Tvůrci institucionálního rámce na Novém Zélandu se museli vypořádat se dvěma problémy: za prvé, určit, jak dalece může institucionální rámec přispět v malé otevřené ekonomice založené na přírodních zdrojích k dosažení žádoucích makroekonomických výsledků; za druhé, vyřešit, jak zachovat patřičné porozumění a podporu veřejnosti pro antiinflační politiku poté, co se po počátečním rozběhu dostala reforma do potíží. Nový Zéland se rozhodl zabudovat do rámce pro uskutečňování měnové politiky právní a formální prostředky, které umožňují zvýšení její flexibility. Toto rozhodnutí umožňuje často změnit parametry měnové politiky a její časový horizont a podrobně specifikovat právní zodpovědnost. Tato flexibilita má však určité reálné náklady v podobě snížené transparentnosti měnové politiky vůči veřejnosti. V rámci této flexibility však centrální banka přesto musela přihlížet k ostatním omezením, jež jsou nezbytná pro dosažení kredibility v reálných podmínkách světové ekonomiky.

Cíl v podobě cenové stability byl v praxi od počátku definován jako dosažení roční míry inflace 0 až 2 % měřeno očištěným celkovým indexem spotřebitelských cen. Tento cíl byl vždycky chápán jako opravdové pásmo, kde je spodní i horní hranice brána vážně, ale kde střední hodnotě pásma není přikládána žádná zvláštní důležitost. Např. v září 1991 byla měnová politika explicitně uvolněna, aby míra inflace nepoklesla pod spodní hranici pásma a aby byla zdůrazněna pevnost hranic pásma [Nicholl – Archer 1992, s. 124]. Udržení inflace v daném pásmu je mimořádně obtížné, především pokud dojde k vnějšímu šoku či ke změně cen surovin, neboť pásmo je velice úzké a jeho střed je velmi blízko nulové očištěné inflaci. Výsledkem bylo, že po většinu doby od zahájení cílování inflace setrvala celková míra inflace blízko horní hranice pásma a veřejnost věnovala pozornost spíše horní hranici 2 % než střední hodnotě pásma 1 %.

Na rozdíl od Švýcarska, což je podobně malá a otevřená ekonomika, jež vzhledem k potížím s přesným kontrolováním inflace (především s očištěnou inflací blízko nule) pásmo cílované inflace odmítla, centrální banka na Novém Zélandu alespoň zpočátku odmítala možnost problému kontroly připustit. Avšak jak uvidíme níže, koncem roku 1996 bylo pásmo rozšířeno, částečně z toho důvodu, že si centrální banka tyto problémy uvědomila. Centrální banka vychází z indexu spotřebitelských cen,

„protože se jedná o nejčastěji používaný a nejlépe chápáný index [...] Specifikovaná míra inflace vyšší než nula odráží problém indexových čísel, metodologické problémy a potíže se zohledněním nových výrobků či zlepšení kvality. Usoudili jsme prostě, že míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen ve výši 1 % je konzistentní se stabilitou celkové úrovně cen.“ [Nicholl – Archer 1992, s. 120]

První Dohoda o cílech hospodářské politiky připouštěla, že index spotřebitelských cen „neměří zcela přesně [ceny zboží a služeb spotřebovávaných domácnostmi], protože zahrnuje rovněž ceny a náklady na obsluhu výdajů spojených s investicemi,“ především výdaje na bydlení. Dohoda však dospívá k závěru, že „index spotřebitelských cen bude z praktického hlediska sloužit jako míra při stanovení cílované inflace“ (část 2). Při komunikaci s veřejností o definici cílované inflace vyvstal pro centrální banku největší problém v souvislosti se zahrnutím úrokových měr do indexu spotřebitelských cen, neboť úrokové míry jsou hlavním zdrojem odchylek od vyhlášených hodnot. Ve Zprávě o měnové politice ze srpna 1991 se v části o inflačním jádru uvádí, že index spotřebitelských cen „slouží jako základní měřítko, podle kterého by měla být centrální banka hodnocena“ [Reserve Bank of New Zealand 1991, s. 17]. Centrální banka dále podtrhuje důraz, který v nedávné minulosti kladla na kontrolu inflačního jádra, a pokračuje:

„Bohužel, jelikož podstata podobných šoků nemůže být plně specifikována předem a jelikož dopad těchto šoků nemůže být mnohdy přesně měřen, není možné vymezit jediné, vyčerpávající měření inflačního jádra. Interpretace dopadu a významu šoků je do určité míry otázkou úsudku a centrální banka musí poskytnout jasné vysvětlení veškerých číselných odhadů.“ [Reserve Bank of New Zealand 1991, s. 19]

Centrální banka tudíž vyvinula pro praktické použití takový způsob měření inflačního jádra, který podobné šoky vylučuje. (V řadách publikovaných Statistickým úřadem je prvotní efekt změn úrokových sazeb na ceny automaticky vyloučen a ostatní úpravy jsou ponechány na centrální bance.) Hodnota inflačního jádra je publikována pravidelně spolu s mírou inflace jak domácím tiskem, tak centrální bankou a vzhledem k dlouhodobému vzdělávání veřejnosti nedocházelo k žádnému velkému zmatení (a to i přesto, že obě řady se lišily v poslední době až o 2 procentní body a pohybovaly se občas opačným směrem). Potřeba vyloučit z indexu spotřebitelských cen určité položky a zajistit, aby tomu veřejnost rozuměla, představuje výzvu pro každé cílování inflace. I pokud je pro cílování používán místo inflačního jádra index spotřebitelských cen, je nutné vysvětlit, proč nemá centrální banka reagovat na některé odchylky od cíle (např. na identifikovatelné odchylky od trendu v důsledku zvýšení daně z přidané hodnoty).

Je třeba zdůraznit, že pro Nový Zéland jako klasický příklad malé otevřené ekonomiky má tato definice inflačního jádra své výhody. Pokud by např. nebyly v Dohodě zohledněny dopady změn směnných relací, měnová politika by mohla stěžejí udržet kolísání inflace ve smysluplně úzkém pásmu, aniž by způsobila vážné problémy v reálném sektoru. Potenciálně problematický je však prvek

subjektivního rozhodování u takto měřené inflace, kdy centrální banka rozhoduje, zda má daný šok „výrazný“ dopad na cenovou hladinu.

Nejproblematičtější je skutečnost, že sama centrální banka definuje ukazatel inflace, podle kterého se posuzuje, zda se jí podařilo dosáhnout stanoveného cíle. Toto uspořádání narušuje zdánlivou nestrannost mechanismu, který má centrální banku vést k zodpovědnosti za dosažení cenové stability.

Další důsledek snahy centrální banky informovat jasné a smysluplně o rozdílech mezi inflací a inflačním jádrem souvisí s časovým horizontem. Ukazatel inflačního jádra není definován jako nepřetržitá řada, ale jako řada, jejíž složení se mění v nepravidelných intervalech, což může dále přispívat k potenciálním nejasnostem. Rovněž stojí za povšimnutí, že časování uzavírání Dohod, a tudíž i – jakkoli definované – cílování inflace je arbitrární, neboť délka prvního intervalu je šest měsíců a poslední interval je nekonečný. Dohody nejsou sice nezbytně vázány k volebním cyklům, které končí se zánikem existující parlamentní většiny, ale vzhledem k přechodu k otevřeným cílům nejsou od takového cyklu statutárně chráněny a nová vláda může s centrální bankou dojednat Dohodu jinou. Tato eventualita, která nastala v prosinci 1996 při změně časového horizontu a vyhlášeného intervalu, je diskutována níže.

Poslední zvláštností časování je, že vláda i centrální banka sledovaly míru inflace, a nikoli cíl v podobě cenové hladiny. Tvůrci hospodářské politiky se nestarají o minulá zvýšení cenové hladiny: co bylo, bylo. Jak upozornil Bryant [1996, s. 8], obě interpretace cenové stability by byly s původním zákonem o Reserve Bank of New Zealand konzistentní. Jelikož byla při dokončení druhé Dohody míra inflace během předchozího roku v rozmezí 0–2 %, třetí i čtvrtá Dohoda pouze požadovaly, aby centrální banka neustále pokračovala ve „formování a uskutečňování měnové politiky s cílem zajistit zachování cenové stability“.

Každá Dohoda obsahovala seznam šoků, na které má centrální banka „obecně reagovat [...] takovým způsobem, aby zabránila vzniku obecných inflačních tlaků“ (část 3). Dohody tudíž obsahují únikové doložky, jež umožňují přizpůsobit se prvotním dopadům těchto šoků na ceny, ale neumožňují zvýšení cen v důsledku následných dopadů. Jedná se o následující šoky:

- změny úrokových sazeb mající za následek výrazné rozdíly mezi změnou indexu spotřebitelských cen a změnou tohoto indexu očištěného o úrokové náklady. Ve třetí Dohodě nahradila tato klauzule původní opatření týkající se významných rozdílů mezi indexem spotřebitelských cen a cenovým indexem zachycujícím náklady bydlení na mezinárodně srovnatelném základě;
- výrazné změny směnných relací plynoucí ze zvýšení či snížení cen dovozu nebo vývozu;
- zvýšení nebo snížení prodejní daně u zboží a služeb či podstatné změny ostatních nepřímých daní;
- krize jako např. přírodní katastrofa či výrazný pokles stavu dobytka v důsledku rozsáhlé epidemie, kdy se očekává výrazný dopad na cenovou hladinu;
- výrazný dopad na cenovou hladinu v důsledku změn vládních či místních poplatků.

Centrální banka ze svého ukazatele inflačního jádra konzistentně vylučovala vliv změn úrokových sazeb na hypotéky a úvěrové sazby (využívala přitom řady Statistického úřadu). Vyloučila rovněž přímé efekty jakýchkoli změn přímých daní a vládních či místních poplatků, pokud byl jejich dopad na index spotřebitelských cen považován za významný (definovaný jako dopad minimálně ve výši 0,25 % v jakémkoli období 12 měsíců). Takovéto hodnocení závažnosti vyžaduje samozřejmě rozhodnout o tom, jak modelovat daňové vlivy; centrální banka se rozhodla, že bude reagovat pouze na takové daňové změny, které jsou

zjevně výsledkem hospodářskopolitických rozhodnutí. Úniková doložka v podobě přírodní katastrofy nebyla zatím použita. Úniková doložka týkající se směnných relací byla však uplatňována, tak jak to umožňují Dohody. Ceny ropy byly vyloučeny při výpočtu inflačního jádra dvakrát, v letech 1990–91 a v roce 1994, a ceny dřeva byly vyloučeny v letech 1993–94.

Tato opatření a únikové doložky slouží k tomu, aby byla v situaci nabídkových šoků snaha centrální banky o udržení nízké inflace vyvážena sledováním ostatních cílů, především reálných ekonomických cílů:

„Podrobné prozkoumání těchto doložek ukazuje, že jejich hlavním smyslem je zajistit, aby centrální banka věnovala pozornost dopadům na takové proměnné, jako je produkce a zaměstnanost, a aby se nesoustředila výlučně na míru inflace.“ [Bryant 1996, s. 24]

Novozélandská centrální banka není pověřena sledováním více cílů. Zákon o Reserve Bank of New Zealand z roku 1989 hovoří pouze o cenové stabilitě a pouze nabídkové šoky jsou považovány za potenciální důvod k odchylkám od tohoto cíle. Pro sledování jediného cíle bylo uvedeno pět důvodů: (1) měnová politika ovlivňuje inflaci pouze v dlouhém období; (2) měnová politika představuje pouze jeden nástroj, a tudíž může v daném časovém okamžiku sledovat pouze jeden krátkodobý cíl; (3) větší počet cílů umožňuje měnit měnovou politiku, což snižuje kredibilitu a zvyšuje inflační očekávání; (4) pokud by centrální banka sledovala cíle, které sledují také jiné vládní instituce, mohlo by to podkopat její nezávislost; (5) více cílů snižuje transparentnost a zodpovědnost, protože nedodržení jednoho cíle může být připsáno snaze o dosažení cílů jiných (diskuze těchto otázek viz [Lloyd 1992]). Explicitní únikové klauzule představují jedinou výjimku.

Kdykoli má být během stanoveného období dosaženo cílované inflace nižší, než je inflace současná, musí být trajektorie dezinflace stanovena na základě úsudku o přijatelných nákladech dosažení nízké míry inflace v daném časovém horizontu. Jelikož má tato volba vliv na blahobyt společnosti, jedná se o zjevné politické rozhodnutí. Z tohoto důvodu nebylo na Novém Zélandu ponecháno toto rozhodnutí pouze na centrální bance. První i druhá Dohoda počítaly v tomto duchu s postupným přechodem k cenové stabilitě v průběhu tří let po jejich podepsání a obě vyzvaly centrální banku, aby „publikovala projektovanou trajektorii inflace pro všechny následující roky do dosažení cenové stability“ (část 5b).

„Původní Dohoda o cílech hospodářské politiky, podepsaná v březnu 1990, vyžadovala dosáhnout v prosinci 1992 míry inflace 0–2 % a poté udržet cenovou stabilitu. Nová vláda, která byla zvolena v říjnu 1990, posunula dosažení tohoto cíle o 1 rok, částečně z toho důvodu, že náklady v podobě produkce a zaměstnanosti, které z tohoto tempa přizpůsobení implicitně vyplývaly, považovala za příliš vysoké.“ [Nicholl – Archer 1992, s. 120]

Zákon o Reserve Bank of New Zealand z roku 1989 byl zjevně formulován tak, aby fungování centrální banky bylo do značné míry vymezeno pevnými pravidly. Povšimněme si rozdílů mezi rámcem vytvořeným Dohodami na Novém Zélandu a rámcem činnosti centrální banky v Německu: Bundesbank neusiluje o dosažení dohody s vládou, a je-li to potřebné, stanoví sama trajektorii dezinflace a poté vysvětlí toto rozhodnutí přímo široké veřejnosti.

Od uzavření první Dohody vynaložila centrální banka velké úsilí na to, aby zdůraznila, že v krátkém období měnová politika stále vliv na reálnou ekonomiku má a že rozhodnutí o tempu dezinflace náleží vládě, a nikoli centrální bance. Centrální banka k tomu sama uvádí:

„Je však třeba zdůraznit, že výlučný cíl cenové stability zakotvený v zákoně neznamená, že měnová politika nebere v úvahu reálnou ekonomiku. V technické rovině je situace v re-

álné ekonomice důležitou součástí každého hodnocení intenzity inflačních tlaků. Důležitější je, že je občas nutné vzít v úvahu vztah mezi reálnou ekonomikou a inflací, především při rozhodování o tempu dezinflace [...] Nejdůležitější aspekt vztahu mezi reálnou ekonomikou a inflací je politický, a je tudíž přiměřené, aby rozhodnutí ovlivňující tento vztah byla přijímána na politické úrovni. Rámec měnové politiky umožňuje přiblížit k tomuto vztahu např. při rozhodování o tempu dezinflace nebo o šíři pásma cílované inflace, které má být vymezeno v dohodě s guvernérem. Pokud je to nutné, je rovněž možné použít ustanovení o anulaci.“ [Lloyd 1992, s. 210]

Podobně jako ostatní centrální banky rovněž novozélandská centrální banka připouští, že existuje také krátkodobý cíl finanční stability. Centrální banka je nyní efektivně nezávislá a může při sledování svého zákonného cíle uskutečňovat měnovou politiku způsoby, které uzná za vhodné, avšak „které berou zřetel na efektivnost a zdraví finančního systému“ [Nicholl – Archer 1992, s. 119]. Hlavním smyslem této rozsáhlé diskuze o skutečných záměrech a fungování únikových klauzulí centrální banky, o časovém horizontu cílů a o vztahu měnové politiky a jiných cílů, než je cenová stabilita, je zdůraznit skutečnost, že i centrální banka Nového Zélandu – země využívající při uskutečňování cílování inflace institucionální omezení měnové politiky v nejextrémnější podobě – není při praktickém provádění politiky cenové stability tak omezená a tak jednostranně zaměřená, jak se někteří domnívají.

Od zahájení cílování inflace nepoužila centrální banka žádné jiné měnové kritérium. Vývoji měnových a úvěrových agregátů přiřazovala konzistentně nízkou váhu a opakovaně zdůrazňovala, že od zahájení reformu v roce 1985 je obtížné nalézt využitelný vztah mezi těmito agregáty a inflací. Ve svých veřejných prohlášeních, jež byla součástí strategie informovanosti, věnovala centrální banka během posledních šesti let největší pozornost efektivnímu měnovému kurzu a sklonu výnosové křivky:

„Při sestavování svých předpovědí inflačních tlaků brala centrální banka během posledního roku či dvou stále více v úvahu úlohu úrokových sazeb. V posledních letech si začala být více vědoma intenzity vlivu úrokových sazeb na poptávku, a tudíž na inflaci. [...] Vývoj krátkodobých úrokových sazeb, spolu s výraznou úlohou měnového kurzu, hraje nyní v období mezi formálními revizemi předpovědí při uskutečňování měnové politiky větší úlohu.“ [Reserve Bank of New Zealand 1995, s. 8]

Uvedená analýza výnosové křivky zdůrazňuje spíše její význam při vyhodnocování zaměření a dopadů měnové politiky než její význam jako nástroje podpory implicitní předpovědi míry inflace. Inflace je cílována z toho důvodu, že jednoduše představuje v současných podmínkách na Novém Zélandu nejpraktičtější dostupnou nominální kotvu. To neznamená, že Dohoda nemůže být ustanovena na základě jiného měnového kritéria.

„Kritérium specifikované v podobě konečného inflačního cíle (vhodně definované) bylo dosud považováno za vhodnější než měnové kritérium v podobě měnových agregátů především z toho důvodu, že empirický výzkum nebyl schopen identifikovat takový měnový agregát, který by vykazoval dostatečně těsný vztah s růstem nominálního důchodu a inflací.“ [Lloyd 1992, s. 213]

V červnu 1987, dávno před přijetím cílování inflace, začala centrální banka provádět čtvrtletní průzkumy očekávání domácností a podniků týkající se řady ekonomických proměnných, včetně inflace, a pravidelně zveřejňovala informace o vývoji inflačních očekávání získané z těchto a jiných zdrojů. Od té doby investovala centrální banka do těchto průzkumů značné úsilí. Průzkum nyní zahrnuje deset makroekonomických proměnných a většina jeho respondentů je z finančního a podnikatelského sektoru. Otázky a odpovědi jsou publikovány

v Reserve Bank of New Zealand Bulletin (viz níže). Spíše než o bodový odhad předpovědi inflace soukromým sektorem se centrální banka zajímá o cenovou nejistotu měřenou standardní odchylkou přímo pozorovaných cenových očekávání [Fischer – Orr 1994, s. 162].

Všechny tyto údaje a předpovědi vztahující se k inflaci jsou poskytnuty v souhrnné podobě veřejnosti. Část 15 zákona o Reserve Bank of New Zealand z roku 1989 vyžaduje, aby centrální banka minimálně každých šest měsíců publikovala Prohlášení o měnové politice, ve kterém shrnuje měnovou politiku během posledních šesti měsíců a naznačí, jak bude tato politika uskutečňována v následujících šesti měsících v souladu s vyhlášenou cílovanou inflací. Tato půlroční Prohlášení o měnové politice musejí být publikována a předložena parlamentu, kde mohou být diskutována vybraným parlamentním výborem.

„V těchto Prohlášeních musí být zhodnoceno provádění měnové politiky v uplynulých šesti měsících od minulého Prohlášení a podrobně vyložena opatření a prostředky, jejichž pomocí bude měnová politika zajišťovat cenovou stabilitu v následujících šesti měsících. Přijetí jednotlivých opatření musejí být zdůvodněna. Výroční zpráva slouží jako nástroj obecné zodpovědnosti a monitorování centrální banky, tedy nikoliv pouze z pohledu měnové politiky. Rovněž výroční zpráva je předkládána parlamentu. Guvernér a/nebo jeho zástupce musí odpovídat na vybraném výboru parlamentu pro finance a vydaje na dotazy týkající se jak prohlášení, tak výroční zprávy [Lloyd 1992, s. 214]

Výroční zprávy a „Reserve Bank of New Zealand Bulletin“, které publikuje centrální banka, obsahují aktuální články, přetištěné projevy a oficiální prohlášení. (Od schválení zákona o Reserve Bank of New Zealand v roce 1989 jsou u článků většinou uváděna jména jejich autorů; cílem je zvýšení zodpovědnosti a otevřenější diskuze, nikoli prezentace politiky centrální banky jako *deus ex machina*.) Jedním z hlavních dosud neodstraněných nedostatků při poskytování informací je, že různé inflační řady jsou shromažďovány a publikovány čtvrtletně, nikoli měsíčně. Není zřejmé, zda to je dáno inherentními problémy se shromažďováním dat na Novém Zélandu, či úmyslem vyhladit krátkodobá kolísání inflace (a možné reakce trhů), a to přesto, že tato kolísání jsou již do určité míry odstraňována publikováním řad inflačního jádra a možnost reakce trhů minimalizována různými objasněními.

Ačkoliv zákonná nezávislost novozélandské centrální banky bývá někdy přirovnávána k nezávislosti německé Bundesbank či amerického Federálního rezervního systému, je postavení této banky a jejího guvernéra výrazně odlišné. „Nejedná se o nezávislost tak, jak by jí chápala Bundesbank, protože cíl měnové politiky je vytyčován vládou a banka se zodpovídá vládě za jeho dosažení.“ [Eaton 1994, s. 86] Jinými slovy, obě banky sice sdílejí podobný a podobně definovaný cíl, ale Bundesbank se nachází v postavení instituce, které se důvěřuje a která se zodpovídá pouze dobrovolně či neformálně. Struktura novozélandské centrální banky naopak odpovídá struktuře vládní instituce, která je pravidelně volána k zodpovědnosti. To není kritika centrální banky ze strany pozorovatelů či zákonodárců, kteří zákon o Reserve Bank of New Zealand schválili.

„Reformy na Novém Zélandu byly částečně motivovány ortodoxní ekonomikou a snahou aplikovat její doporučení na vládu. Tyto reformy však byly rovněž ovlivněny politickou „novou pravici“, která sledovala koncepci menší úlohy veřejného sektoru, než jaká by mohla být případně ospravedlnitelná výlučně na základě konvenční ekonomické teorie.“ [Eaton 1994, s. 78]

Prísnejší omezení centrální banky mohla být nezbytná rovněž vzhledem k slabé výkonnosti měnové politiky v minulosti a vzhledem k slabé veřejné pod-

poře nízké inflace. Jedním z důsledků cílování inflace na Novém Zélandu je ve-
lice omezená možnost volného rozhodování v krátkém období, s výjimkou mož-
ností poskytnutých klauzulemi v Dohodách. Tato omezená možnost pro volné
rozhodování je navíc spojena s povinností objasnit taková rozhodnutí následně
vládě. Ačkoli jsou tato objasnění zveřejněna v Prohlášeních o měnové politice
a zpřístupňována v rámci aktivního programu komunikace centrální banky s ve-
řejností nad rámec Prohlášení, přímá a transparentní komunikace s veřejností
nehraje při vysvětlování rozhodnutí centrální banky na Novém Zélandu takov-
ou úlohu jako v zemích, kde centrální banky mají větší možnost volného jed-
nání. To znamená, že zdrojem flexibility novozélandské centrální banky je spíše
vládní podpora než její schopnost podávat vysvětlení veřejnosti.

Měnová politika při cílování inflace

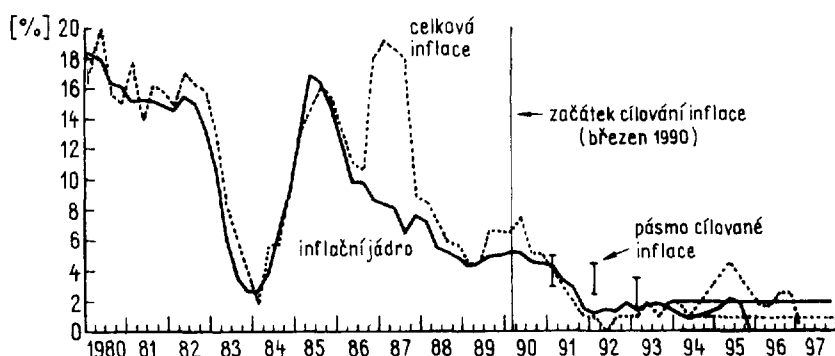
V této části jsou shrnuty hlavní momenty měnové politiky na Novém Zélandu
v 90. letech. Opíráme se při tom o Prohlášení o měnové politice, o ekonomické
zprávy OECD a o různé novinové články. Jak vyplývá z grafů 5–8, které za-
chycují vývoj inflace, úrokových měr, nominálního efektivního měnového kurzu
(dále jen měnový kurz), růstu HDP a nezaměstnanosti na Novém Zélandu před
přijetím režimu cílování inflace a po jeho přijetí, vývoj po přijetí tohoto režimu
 lze rozdělit do tří etap.

První etapa, od přijetí cílování inflace v březnu 1990 do března 1992, je cha-
rakterizována poklesem inflace do pásma 0–2 %, zpočátku vysokými úrokovými
mírami (které později rychle poklesly) a postupným poklesem měnového kurzu,
negativním růstem HDP a rostoucí nezaměstnaností. Během druhé etapy, která
trvala od druhého čtvrtletí 1992 do prvního čtvrtletí 1994, kolísala inflace
v horní polovině pásma, úrokové míry nadále klesaly, došlo ke zvrácení trendu
poklesu měnového kurzu, růst HDP se prudce zvýšil a nezaměstnanost mírně
klesla. Třetí etapa zahrnuje poslední tři roky, kdy musela centrální banka če-
lit největším problémům od začátku cílování inflace. Tomuto období budeme
věnovat největší pozornost. Od druhého čtvrtletí 1994 docházelo k růstu inflace
a úrokových měr a k pokračujícímu zhodnocování měnového kurzu, HDP na-
dále rychle rostl a nezaměstnanost rychle klesala. Během tohoto období došlo
dvakrát na krátkou dobu k překročení stanovené hodnoty inflace a v důsledku
voleb byla hodnota cílované inflace změněna.

První etapa začala podepsáním první Dohody o cílech hospodářské politiky
2. března 1990. Tato dohoda postulovala, že do konce roku 1992 má být dosa-
ženo cenové stability definované jako roční míra inflace v rozmezí 0–2 % a že
každé Prohlášení o měnové politice, publikované centrální bankou, má obsa-
hovat projektovanou trajektorii inflace v následujících pěti letech. Podle prv-
ního Prohlášení, publikovaného v dubnu 1990, měla být inflace v prosinci 1990
snížena na 3–5 %, v prosinci 1991 na 1,5–3,5 % a na 0–2 % v prosinci 1992
a v následujícím období. Centrální banka v té době očekávala, že v roce 1990
se bude ekonomika dále postupně zotavovat z recese roku 1988. Po vyloučení
vlivu zvýšení prodejní daně 1. července 1989 o 2,5 % činilo v prosinci 1989 in-
flační jádro 5,3 % a centrální banka se v tomto okamžiku nedomnívala, že k do-
sažení prvního pásma cílované inflace v prosinci 1990 je nutné změnit úrokové
sazby.

V období do ledna 1991, do kterého spadá druhé a třetí Prohlášení o měnové
politice, došlo k ropnému šoku po irácké invazi do Kuvajtu a pokračoval pomalý
růst novozélandské ekonomiky. V srpnu 1990 centrální banka poněkud zpřís-

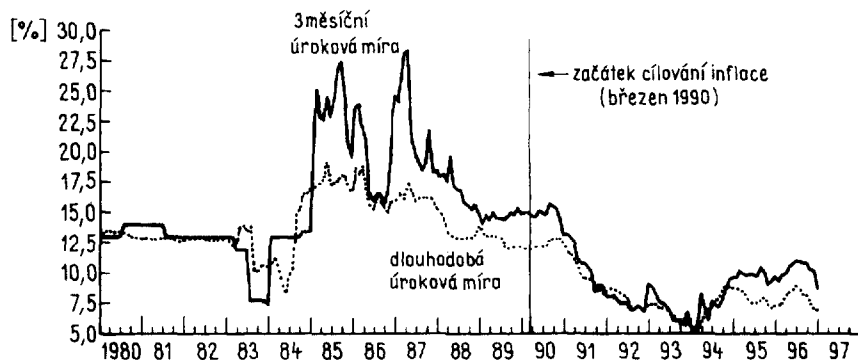
GRAF 5 Inflační jádro, (celková) inflace a cíle



pramen: Reserve Bank of New Zealand

poznámka: Svislé čáry vyznačují pásmo cílované inflace před přijetím pásma 0–2 % v březnu 1994. Přerušovaná vodorovná čára vyznačuje střed tohoto pásma.

GRAF 6 Krátkodobé a dlouhodobé úrokové míry

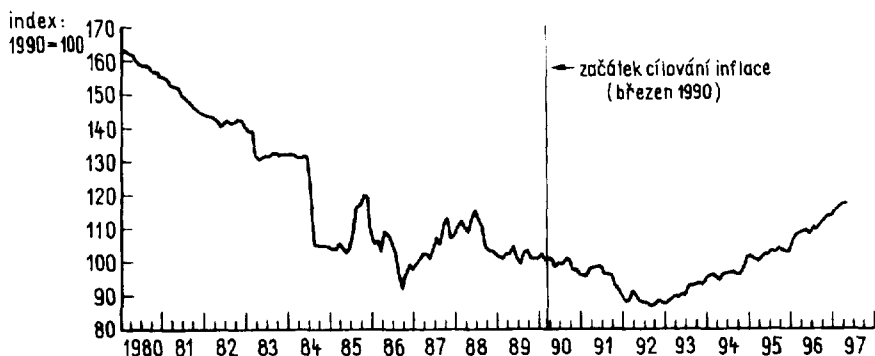


pramen: International Monetary Fund; International Financial Statistics

nila měnovou politiku, čímž reagovala na červencový rozpočet, který považovala za určité uvolnění fiskální politiky. V říjnu oznámila, že inflační pásmo pro prosinec 1990 se týká indexu spotřebitelských cen vylučujícího cenu ropy. Centrální banka použila toto vyloučení cen ropy jako pedagogický nástroj, jehož pomocí ukázala, že cílování se bude v budoucnu týkat inflačního jádra. Nakonec se ukázalo, že inflace včetně ceny ropy dosáhla v prosinci 1990 4,9 %, což byla hodnota v hranicích původního pásma, ale v té době bylo již toto pásmo změněno.

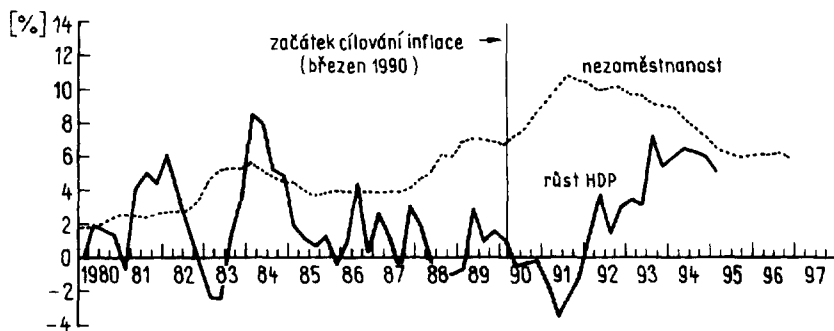
Po výrazném vítězství ve volbách 29. října 1990 podepsala nová většinová pravicová vláda s centrální bankou 19. prosince novou Dohodu, která prodlou-

GRAF 7 Nominální efektivní měnový kurz



pramen: Bank of International Settlements

GRAF 8 Růst HDP a nezaměstnanost



pramen: Reserve Bank of New Zealand

žila proces dezinflace o jeden rok. Toto prodloužení vycházelo z přesvědčení nové vlády, že rychlá dezinflace měla pro reálnou ekonomiku nákladné důsledky. Toto přesvědčení bylo široce sdíleno a domácí finanční sektor často charakterizoval pásmo cílované inflace 0–2 % jako nebezpečnou „posedlost“. Před volbami však Labouristická i Národní strana (dvě hlavní strany v tehdejší většinové, nikoli poměrném parlamentním systému) podporovaly zachování původního pásma. Tento vývoj ukazuje jeden z mnoha způsobů, jak může být cílovaná inflace přizpůsobena bez změny definice původního cíle. Jak bylo vysvětleno výše, časový horizont je jedním z rozhodujících faktorů pro určení toho, jak pevně je měnová politika omezena.

V Prohlášení o měnové politice z února 1991 byla vymezena nová trajektorie k dosažení cenové stability s následujícími hodnotami cílované inflace: 2,5–4,5 % v prosinci 1991, 1,5–3,5 % v prosinci 1992 a 0–2 % v prosinci 1993. Již v polovině listopadu 1990 umožnila centrální banka podstatný pokles úrokových sa-

zeb z 90denních bankovních poukázek, protože inflační tlaky poklesly v důsledku pomalejšího růstu cen ropy, pomalého hospodářského růstu a také díky kredibilitě vládní podpory cíle cenové stability. (Úrokové sazby z bankovních poukázek slouží jako ukazatel přístnosti měnové politiky, ale nejde o skutečný nástroj měnové politiky, protože nejsou přímo kontrolovány centrální bankou.) V polovině ledna 1991 poklesla úroková míra pod 11,5 %, ze 14,6 % v srpnu 1990.

V srpnu 1991 vyjádřila centrální banka své překvapení nad rychlostí poklesu inflace. Růst mezd byl nízký, jednotkové mzdové náklady prakticky neměnné, měnový kurz stabilní a dovozní ceny se v důsledku recese v řadě ekonomik neměnily. Zatímco ve svém Prohlášení z února 1991 očekávala centrální banka inflaci v příštím prosinci mírně nad středem pásma 2,5–4,5 %, již ve druhém čtvrtletí ve skutečnosti poklesla na 2,8 % a banka prognózovala pro období do prosince 1991 míru inflace 2 %. Podobně inflační jádro, které abstrahuje od změn sazeb hypotečních úvěrů, cen ropy a nepřímých daní a vládních poplatků, pokleslo v červnu na 2,6 % a očekávalo se, že ke konci roku poklesne pod 2,5 %. Centrální banka uvedla, že „tento výsledek odráží přísnou politiku udržovanou v průběhu roku 1990 a určité nepřesnosti při kontrole inflace“ [Reserve Bank of New Zealand 1991, s. 43].

Koncem září začala centrální banka měnovou politiku výrazně uvolňovat, „neboť začalo být zjevné, že bez podobného kroku by pokleslo inflační jádro v roce 1992 pod indikativní pásmo 1,5–3,5 %“ [Reserve Bank of New Zealand 1992a, s. 5–6]. Aby byla zachována spodní hranice pásma jako součást explicitního závazku cenové stability (a aniž by byla zřejmě motivována obavami z deflace), centrální banka připustila pokles úrokových sazeb z 90denních poukázek během příštích tří měsíců na 8,8 % a prudké znehodnocení měnového kurzu. Již v říjnu poklesl kurz novozélandského dolaru vůči měnám obchodních partnerů na nejnižší úroveň za pět let, ale centrální banka a předseda vlády vysvětlili veřejnosti, že podle předpovědi znehodnocení vzhledem ke své podstatě neohroží dosažení stanovené hodnoty inflace v budoucnu. V prosinci 1991 poklesla inflace na 1,7 % a inflační jádro na 1 %, zhruba o 1 % méně, než udávala srpnová předpověď. „Větší než očekávaný pokles domácí ekonomiky ovlivnil inflační tlaky více, než se očekávalo.“ [Reserve Bank of New Zealand 1992a, s. 10] Rovněž světové ceny byly nižší a měnový kurz zůstal silnější déle, než se čekalo. Centrální banka očekávala, že především v důsledku znehodnocení měnového kurzu dosáhne inflační jádro vrcholu okolo 3 % počátkem roku 1993 a že na konci tohoto roku poklesne zpět na 1,2 %.

Prohlášení o měnové politice z června 1992 signalizuje začátek druhé etapy: „Centrální banka bude nyní věnovat hlavní pozornost spíše konsolidaci cenové stability než dosažení dalšího výrazného snížení inflace.“ [Reserve Bank of New Zealand 1992b, s. 13] Během roku od března 1991 do března 1992 poklesla míra inflace na 0,8 % a inflační jádro na 1,3 %. Domácí ekonomika se začala v posledních měsících tohoto období zotavovat a centrální banka v té době považovala za svůj úkol zachování cenové stability v prostředí mírného růstu. Přetrvávající příznivé vyhlídky nízké inflace a pokles inflačních očekávání dokumentovaný v bankovních zprávách umožnily centrální bance další uvolnění měnové politiky a úrokové sazby z 90denních bankovních poukázek poklesly na 6,6 %. Pro konec roku 1992 projektovala nyní centrální banka inflační jádro 2 % a pro konec roku 1993 1 %. Tento proces odrážel především snížení projektovaných jednotkových pracovních nákladů a dovozních cen. Zvrat ve vývoji měnového kurzu, ke kterému došlo v lednu 1993, byl předznamenán v hodnocení centrální banky, že „pokud zůstane v delším období [...] míra inflace

u našich obchodních partnerů [...] vyšší než na Novém Zélandu, určité zhodnocení nominálního měnového kurzu by bylo zcela konzistentní se zachováním cenové stability“ [Reserve Bank of New Zealand 1992b, s. 35].

Určité zneklidnění na měnovém trhu po zveřejnění Prohlášení o měnové politice v prosinci 1992 přinutilo banku k mírnému zpřísnění měnové politiky a úrokové sazby z 90denních bankovních poukázek stouply ze 6,4 na 7,8 %. Pomineme-li tuto krátkou epizodu, období od poloviny roku 1992 do konce roku 1993 lze nejlépe popsat jako období klidu pro měnovou politiku. Zotavení domácí ekonomiky pokračovalo, aniž by se objevovaly výraznější inflační tlaky. Úroková míra z 90denních poukázek poklesla v prosinci 1993 pod 5 %. Inflační očekávání soukromého sektoru zůstala do značné míry nezměněná a centrální banka předpovídala, že během příštího 1–2 let zůstane inflace bez problémů v pásmu 0–2 %. Jako výraz úspěšnosti centrální banky byl Donald Brash opětovně jmenován 16. prosince 1992 jejím guvernérem, zatímco Národní strana stěžejí přežila následující volby a udržela si v parlamentu většinu jednoho křesla. Na konci roku 1992 byla podepsána nová Dohoda mezi centrální bankou a Národní stranou, která zavázala banku udržet inflaci nadále v pásmu 0–2 %.

Na počátku nejnovější etapy vývoje měnové politiky na Novém Zélandu pokračovala domácí expanze a zhodnocování kurzu a riziko budoucí inflace začalo hrozit spíše z vnějších než z domácích zdrojů. Ve zpětném pohledu je jasné, že inflační tlaky začaly růst počátkem roku 1994. V prosinci 1993 centrální banka zaznamenala, že zotavení by mohlo být silnější než očekávané, ale zpřísnění měnové politiky považovala stále za „předčasné“. Podle její předpovědi mělo inflační jádro dosáhnout koncem roku 1994 0,8 % a koncem roku 1995 1,8 %. Tématem, které se v Prohlášeních o měnové politice neustále opakovalo od počátku roku 1994, byla nejistota centrální banky co do tempa růstu, které může novozélandská ekonomika udržet bez toho, že by došlo ke zrychlení inflace. Očekávalo se, že v důsledku strukturálních reforem zahájených v roce 1985 – především v důsledku liberalizace a otevření trhů zahraniční konkurenci – a v důsledku institucionálních změn procesu uzavírání mzdových dohod bude vznik cenové a mzdové inflace ztížen. Tyto reformy mohly spolu s předpokládaným zvýšením kredibility rámce měnové politiky umožnit udržení vyššího růstu, aniž by došlo – podobně jako v předchozích hospodářských cyklech – k oživení inflace. Předpovídání skutečné velikosti těchto efektů se ukázalo být obtížné.

V souladu s předpokládaným působením těchto efektů poklesly úrokové sazby z 90denních poukázek z 5,5 % v prosinci 1993 na 4,9 % v prvním čtvrtletí 1994, a to navzdory zjištění, že růst HDP v roce 1993 dosáhl 5 %. Ve druhém čtvrtletí 1994 začala měnová politika reagovat na neočekávanou sílu ekonomiky a průměrná úroková sazba z 90denních poukázek vzrostla v červnu na 6,2 %. Růst HDP dosahoval v průběhu roku 6 % a silnou expanzi vykazovala všechna odvětví, především stavebnictví. Využití kapacit rostlo již od roku 1991, navzdory silným investicím v předchozím období, a zaměstnanost rostla od počátku roku o 4 %. V polovině roku 1994 začali ekonomové ze soukromého sektoru vyslovovat obavy, že porušení stanoveného pásma inflace měřené indexem spotřebitelských cen povede ke zvýšení inflačních očekávání veřejnosti, a to i tehdy, pokud inflační jádro zůstane na stanovené úrovni. Od června do prosince 1994 vzrostla úroková sazba z poukázek z 5,5 na 9,5 % a výnosová křivka začala opět klesat. Měnový kurz se v průběhu roku 1994 zhodnotil o 4,5 %.

V tomto okamžiku se centrální banka domnívala, že „expanze dosáhla vrcholu a že v následujícím roce dojde k jejímu zpomalení“ [Reserve Bank of New Zealand 1995]. Její předpověď inflačního jádra pro příští dva roky se však vý-

razně přiblížila horní hranici pásma 2 %. V průběhu roku předpovídala, že inflační jádro zůstane na úrovni 1,8 % a že míra inflace vyvrcholí především v důsledku vyšších sazeb z hypotečních úvěrů ve druhém čtvrtletí 1995, kdy dosáhne 4,2 %. Rada soukromých předpovědí nesouhlasila s centrální bankou a předpovídala porušení pásma v polovině roku 1995. Ministr financí William Birch musel reagovat na dotazy tisku, zda bude guvernér Brash propuštěn, pokud bude pásmo porušeno. Jeho odpověď přirozeně zněla, že předpověď centrální banky nedává žádné důvody k domněnce, že pásmo porušeno bude.

Nakonec se ukázalo, že jak růst HDP, tak inflace byly v roce 1995 vyšší, než centrální banka předpovídala. Podle revidované předpovědi z května nyní centrální banka předpovídala, že ve druhém čtvrtletí dojde k porušení horní hranice pásma 2 %. Avšak „podle guvernéra Brashe je centrální banka přesvědčena, že inflační jádro ve třetím čtvrtletí poklesne, a nehodlá tudíž na toto „dočasné“ porušení pásma reagovat“ [Tait 1995]. Guvernér Brash dal jasně najevo, že pokud nebude za překročením pásma patrný trend, nebude na něj banka reagovat a že podle něj nebudou inflační očekávání na tuto „dočasnou“ odchylku reagovat nepřiměřeným způsobem. Tato epizoda však ukazuje, že v představách vlády nebyl režim cílování inflace na Novém Zélandu konzistentní s přístupem založeným na „sledování průměrných hodnot“ (proč by jinak vláda požadovala okamžité vysvětlení porušení horního pásma o 0,2 %?). Vezmeme-li v úvahu nevyhnutné porušování stanoveného pásma vzhledem k nejistotám měnové politiky, tato strnulost představuje problém.

Ačkoli se ve druhém a třetím čtvrtletí 1995 objevily určité náznaky zpomalování ekonomické aktivity, ke konci roku byly vyhlídky spíše smíšené. Některé ukazatele naznačovaly, že dojde k opětovnému zrychlení růstu HDP, a centrální banka předpovídala roční růst HDP v období do března 1996 ve výši 1,5 % a do března 1997 3 %. Pro centrální banku bylo však mnohem důležitější, že měřené inflační jádro překročilo horní hranici pásma 0–2 % a ve druhém čtvrtletí dosáhlo maximální hodnoty 2,2 %. Samotná inflace pak vzrostla na 4,6 %, ale inflace i inflační jádro zůstaly pod horní hranicí předpovědi soukromého sektoru.

Míra inflace následně rychle poklesla, neboť zvýšení hypotečních sazeb, které následovalo po zprísnění měnové politiky v průběhu roku 1994, přestalo ovlivňovat index spotřebitelských cen (inflační jádro vliv hypotečních sazeb neobsaňovalo). Inflační jádro naopak pokleslo v dvanácti měsících od září 1995 pouze nepatrně, na 2 %, a ačkoli v červnu 1994 centrální banka stále očekávala, že k červnu 1996 poklesne inflační jádro na 1,2 %, v prosinci 1995 předpovídala, že během dvanácti měsíců končících zářím 1996 dosáhne hodnoty 1,7 %. Hlavním důvodem zvýšení inflačního jádra byla trvající expanze ve stavebnictví, především v oblasti Aucklandu, kde došlo během dvanácti měsíců do března 1995 k růstu stavebních nákladů o 11,8 %.

Koncentrace inflačních tlaků v sektoru neobchodovatelného zboží snížila v porovnání s minulou zkušeností účinnost měnové politiky centrální banky při snižování růstu cen, neboť měnový kurz jako transmisní kanál měnové politiky měl na tento sektor jen malý vliv. Aby bylo možné udržet míru inflace ve stanoveném úzkém pásmu, bylo nutné výrazně zvýšit nominální úrokové sazby (na více než 9 %) a došlo k prudkému zhodnocení novozélandského dolaru. Tento vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu byl charakteristický pro malou otevřenou ekonomiku, která uskutečňuje nezávislou měnovou politiku a jejíž hospodářský cyklus je v jiné fázi než hospodářský cyklus v předních světových ekonomikách. Takovéto pohyby úrokových sazeb a kurzu mohou navíc vést k nestabilitě nástrojů a k následné chybné alokaci zdrojů. Pozorovatelé však pozitivně hodnotili skutečnost, že poprvé během několika desetiletí prošel Nový

Zéland celou fází hospodářského cyklu bez toho, aby následné zotavení a rychlý růst přivodily krizi platební bilance či vysokou inflaci.

Guvernér Brash převzal plnou zodpovědnost za to, že centrální banka nepodnikla kroky k utlumení inflačních tlaků dříve, čímž umožnila překročení stanovené hodnoty cílované inflace. S poukazem na to, že překročení této hodnoty bylo pouze dočasné, se rozhodl nepodat rezignaci a ministr financí Birch ho podpořil [Hall 1995]. Porušení stanoveného pásma cílované inflace nemělo vést automaticky k propuštění guvernéra a v praxi také nevedlo. Zda bude guvernér propuštěn, či nikoli, je ponecháno na úsudku členů bankovní rady a ministra financí. Avšak z pohledu „optimálního kontraktu pro guvernéra centrální banky“, jak mnozí charakterizovali způsob provádění měnové politiky na Novém Zélandu, nebyl guvernér Brash potrestán za překročení specifické hodnoty stanovené v kontraktu.

V říjnu 1995 inflace poklesla a po předchozích zkušenostech guvernér Brash navrhl, že vzhledem k obtížím spojeným s prognózováním by dal přednost tomu, aby centrální banka cílovala inflaci, která se nachází uprostřed pásma. „Pokud je míra inflace 1,8 či 1,9 %, nemáte žádný prostor k chybám.“ [Montagnon 1995] Hlavním tématem diskuzí v následujícím roce se stal rozdíl mezi přesností, s níž je centrální banka schopna inflaci kontrolovat, a úzkým pásmem, v němž inflaci udržet měla. Překročení stanovené hodnoty ukázalo riziko nestability nástrojů, kdy snaha o udržení cílované inflace v pásmu, které je užší, než jaké měnová politika malé ekonomiky vůbec konzistentně udržet může, vede ke značným výkyvům nástrojů hospodářské politiky.

Protože je hodnota cílované inflace, které musí centrální banka dosáhnout, výsledkem Dohod o cílech hospodářské politiky, jež jsou odsouhlasovány se zvolenou vládou, a protože rozhodnutí, zda propustit, či nepropustit guvernéra v důsledku nedosažení stanovených hodnot inflace, záleží rovněž na vládě, stala se měnová politika před volbami v říjnu 1996 velmi zřetelným politickým problémem. Diskuze se soustředila především na otázku, zda má být pásmo cílované inflace rozšířeno, a některé menší strany zvažovaly, zda nezměnit cíl měnové politiky v podobě dosažené upravené inflace ve výši 1 %. V prosinci 1995 centrální banka svou měnovou politiku opět zpřísnila. Většina pozorovatelů to považovala za reakci na oznámení Národní strany o snížení daní. K tomuto snížení mělo dojít ihned po volbách za devět měsíců. Ministr financí Birch to veřejně popřel a uvedl, že způsob a rozsah daňových škrtů byly diskutovány s centrální bankou před tím, než byly předloženy ke schválení parlamentu [Birch 1996]. Veřejná diskuze se každopádně posunula z otázky nízké inflace na otázku vysokých reálných úrokových sazeb. V únoru 1996 považoval guvernér Brash za nutné zahájit svůj projev ke svazu průmyslníků v Aucklandu těmito slovy:

„V posledních týdnech přinesl tisk řadu zpráv o lidech, kteří se dožadují zrušení centrální banky či zrušení zákona o Reserve Bank. Tito lidé argumentovali tím, že ve svobodné tržní ekonomice je centrální banka anachronismem, že v důsledku její činnosti musíme na Novém Zélandu platit reálné úrokové míry, které patří k nejvyšším na světě, a že tyto úrokové míry vedou k zhodnocování měnového kurzu, které výrazně poškozuje exportéry a ty, kteří konkurují dovozu. Tyto argumenty se objevují v závislosti na tom, kdo je jejich autorem, v různé podobě, ale domnívám se, že jsem přesně vystihl jejich obecnou podstatu.“ [Brash 1996b]

Zatímco politika guvernéra Brashe snížila inflační trend natolik dostatečně, aby získal podporu vlády, rozdílný dopad přísné měnové politiky na sektor obchodovatelného a neobchodovatelného zboží zvýšil politický dopad vysokých úrokových měr, které bylo nutné zachovat, aby byla inflace udržena pod kontrolou. V situaci, kdy se do palby kritiky dostal samotný kontrakt, pouhé udr-

žení podmínek kontraktu nepostačovalo. Ačkoli za změnu kontraktu odpovídali politici, a nikoli centrální banka, banka důsledky této situace začala pocítovat.

Bankovní rada zaslala 19. dubna 1996 ministru financí Birchovi dopis. Bylo zřejmé, že v polovině roku dojde k opětovnému překročení stanovené horní hranice pásma, že míra inflace vzroste, zatímco inflační jádro se zvýší pouze dočasně, a že bude nutné opětovně řešit problém, zda propustit guvernéra, ačkoli se opětovně nikdo nedomníval, že měnová politika byla příliš uvolněná či že inflační očekávání rostla. Skutečnost, že centrální banka měla již podruhé během jednoho roku problémy s kontrolou inflace, signalizovala problémy třetí Dohody. Na základě pečlivé argumentace opírající se o trend inflačního jádra bankovní rada v zasláném dopise guvernéra Brashe podpořila a doporučila jeho setrvání ve funkci.

Populistická První novozélandská strana, která se měla podle očekávání stát po listopadových volbách v systému vícečlenného proporcionálního zastoupení poprvé koaličním partnerem, však začala v květnu prosazovat, aby byl k cílům měnové politiky přidán hospodářský růst a nezaměstnanost. Vzhledem k nadcházejícímu přechodnému zvýšení inflace a k politické nejistotě spojené s měnovou politikou vzrostl výnos z dlouhodobých obligací a rozdíl mezi výnosy z desetiletých novozélandských a amerických obligací dosáhl 200 bodů, což byla nejvyšší hodnota od roku 1992. Labouristická strana předložila vlastní návrh na rozšíření inflačního pásma na 1–3 %.

V červnu 1996 centrální banka oznámila, že inflační jádro skutečně překročilo v prvním čtvrtletí horní hranici stanoveného pásma 2 %, a pro třetí čtvrtletí předpověděla, že inflační jádro dosáhne 2,6 %. V situaci, kdy ani historicky vysoké reálné úrokové míry nepostačovaly k tomu, aby byla inflace konzistentně udržena v stanoveném pásmu, začala být více zpochybňována reálná dosažitelnost tohoto pásma. Ekonomové ze soukromého sektoru se připojili k požadavku opozičních stran pásmo rozšířit; podle jejich předpovědí měla zůstat inflace nad 2 % až do března 1997. Centrální banka se samozřejmě mimo jiné obávala, že rozšíření pásma bude chápáno jako oslabení jejího odhodlání bojovat proti inflaci a že poškodí její kredibilitu a zvýší inflační očekávání. Jak jsme však viděli výše, i guvernéř Brash si uvědomil, že pro měnovou politiku v novozélandské ekonomice je udržení inflace v rozmezí 0–2 % příliš problematické.

Dr. Brash uznal, že by bylo lákavé označit pásmo 0–2 % za příliš nízké i příliš úzké. Uvedl však, že podle jeho názoru „není vůbec jisté, že by širší pásmo bylo pro reálnou ekonomiku prospěšnější. Naopak, rozšíření pásma přináší některá reálná rizika.“ Tato rizika spočívala v tom, že samotné rozšíření pásma zvýší inflační očekávání a že centrální banka bude reagovat na inflační tlaky. Šíře pásma cílované inflace byla pouze jedním z aspektů soudobého rámce měnové politiky, který se stal v poslední době předmětem diskuze. [Fallow 1996]

Zdá se, že pouze země jako Německo či Švýcarsko, které mají za sebou v cílování inflace dlouhodobou úspěšnou praxi, jsou schopné úspěšně vysvětlit časté nedodržení pásma, aniž by ho měnily. V situaci, kdy na Novém Zélandu měla měnová politika pouze omezené možnosti, výchozí předpoklady zákona o Reserve Bank of New Zealand a politiky cílování inflace znamenaly, že potřeba přísně kontrolovat inflaci každé čtvrtletí (či formálně vysvětlit, proč nebyl guvernéř propuštěn) vedla k tlakům na více aktivistické provádění měnové politiky, než se původně zamýšlelo. Domácí úrokové sazby zaměřené na boj proti inflaci působily na měnový kurz, což negativně ovlivnilo konkurenceschopnost vývozců.

12. října 1996 se na Novém Zélandu poprvé konaly volby do národního parlamentu na základě proporcionálního smíšeného zastoupení a výsledek byl

podle očekávání nejednoznačný. Žádná strana nezískala více než 50 % hlasů. Rozhodující úlohu při sestavování koalice hrála První novozélandská strana; jednala s Labouristickou i Národní stranou. 18. října Národní strana a prozatímní ministr financí Birch veřejně naznačili, že šíře a průměrná hodnota pásma cílované inflace jsou předmětem vyjednání s První novozélandskou stranou. Údaje zveřejněné 16. října ukázaly, že inflační jádro zůstává při 2,3 % nad horní hranici pásma (míra inflace byla 2,4 %), ale je nižší, než uváděly některé soukromé předpovědi, které hovořily až o 2,7 %. Jeden novozélandský novinář sledující tato vyjednávání napsal: „Poselství je následující: [byť relativně úspěšné], současné hodnoty cílované inflace, které centrální banka sleduje, nejsou kredibilní. Mohou být kdykoli změněny, podle vrtochů kohokoli, kdo nejvíce touží po dosažení ministerského křesla. Měnová politika se stala opět předmětem politických tahanic.“ [Coote 1996]

Centrální banka byla mezitím postavena před dilema. Po volbách se začal na Nový Zéland vracet kapitál a novozélandský dolar dosáhl nejvyšší hodnoty vůči jen u amerického dolaru za posledních osm let. Centrální banka stála před obtížným rozhodnutím. Navzdory skutečnosti, že se v tomto okamžiku nacházela míra inflace nad stanovenou úroveň a bylo nutné zmírnit inflační tlaky v sektoru neobchodovatelného zboží, existovaly vzhledem k střednědobému trendu inflačního jádra a krajně nepříznivým okolnostem v sektoru obchodovatelného zboží dobré argumenty proti dalšímu zvýšení úrokových sazeb. 24. října centrální banka uvedla: „Aby byly celkové měnové podmínky v souladu se zachováním cenové stability, zdá se, že musíme přijmout mnohem menší tlak ze strany úrokových měr a mnohem větší tlak ze strany měnového kurzu, než je možná ideální.“ [Hall 1996a] Jinými slovy, centrální banka připustila, že v důsledku potíží s udržením inflace v požadovaném úzkém pásmu musela přijmout takové krátkodobé důsledky, kterým by se raději vzhledem k politickým omezením vyhnula.

10. prosince byla konečně na dobu tří let ustavena parlamentní koalice mezi První novozélandskou stranou a Národní stranou. První závažné oznámení koalice se týkalo modifikace hodnoty cílované inflace. 10. prosince byla podepsána nová Dohoda o cílech hospodářské politiky mezi ministrem financí Birchem z Národní strany a guvernérem Brashem. Nová Dohoda zřetelně odráží nevyhnutelnou politickou podstatu zodpovědnosti centrální banky v jakémkoli demokratickém systému. Jinými slovy, jak cíl, podle něhož je měnová politika hodnocena, tak v případě Nového Zélandu rozhodnutí, zda propustit guvernéra centrální banky v případě nedodržení cíle, odráží preference zvolených politiků.

Guvernér Brash charakterizoval 18. prosince rozšíření pásma cílované inflace z 0–2 % na 0–3 % jako nepatrnou změnu. „Dříve jsme se snažili dosáhnout inflace 1 %, nyní je to 1,5 %.“ [Hall 1996b] Guvernér Brash připustil, že rozšíření umožní určité uvolnění měnové politiky, ale zároveň uvedl, že toto uvolnění bylo na místě vzhledem k projektované inflaci: „V té míře, v jaké vedou vyšší inflační očekávání k vyšším cenám, k vyšším dojednaným mzdám atd., poskytuje nový rámec pro cílování inflace mnohem menší prostor pro uvolnění měnové politiky [...], než by se možná čekalo.“ [Tait 1996] Centrální banka se snažila co nejvíce omezit jakoukoli újmu své kredibility.

V projevu o měsíc později [Brash 1997] guvernér Brash shrnul význam nové Dohody, včetně pozměněné hodnoty cílované inflace. Zdůraznil, že „cenová stabilita zůstává jediným cílem měnové politiky a představuje nejlepší způsob, jak může měnová politika přispět k hospodářskému vývoji Nového Zélandu“. Uvedl, že současný stav poznání v měnové ekonomii ponechává nevyřešený spor mezi těmi, kdo obhajují „nízkou kladnou inflaci“, a mezi zastánci nulové inflace. Guvernér pokračoval:

„V této fázi je dogmatizmus zcela nevhodný a podle mého názoru je naším závazným cílem vynaložit veškeré úsilí pro udržení upravené inflace v rozmezí 0–3 % bezpochyby konzistentní se záměry legislativy, která vymezuje fungování centrální banky [...] Bez ohledu na to, kde by se měl nacházet střed pásma cílované inflace, existence poněkud širšího pásma než původních 0–2 % může přinést určité výhody. Rada pozorovatelů uváděla, že pásmo o rozpětí pouze dva procentní body vyžaduje ze strany centrální banky nadměrný aktivizmus [...] Jde o to, zvolit mezi dvěma alternativami: na jedné straně takové pásmo cílované inflace, které povede k účinnému zakotvení inflačních očekávání na nízké úrovni, ale které nebude natolik úzké, aby vedlo k nadměrnému aktivizmu měnové politiky a častým překračováním ohrožovalo kredibilitu měnové politiky; a na druhé straně takové pásmo, které je méně účinné při udržení nízkých inflačních očekávání, ale které vyžaduje méně aktivizmu a které chrání kredibilitu, neboť je porušováno zřídka.“ [Brash 1997]

Hlavní závěry z novozélandské zkušenosti

Po téměř sedmi letech cílování inflace je možné učinit ze zkušenosti novozélandské centrální banky několik důležitých závěrů. Za prvé, úkol snížit inflační trend a udržet inflační očekávání na nízké úrovni je relativně snadný v porovnání s úkolem kontrolovat přesně pohyb inflace v úzkém pásmu, především v případě malé otevřené ekonomiky. Zkušenost Nového Zélandu navíc naznačuje, že striktní dodržování úzkého pásma cílované inflace může vést ke značným pohybům nástrojů hospodářské politiky. Tyto pohyby mohou přesáhnout úroveň přijatelnou pro centrální banku, a pokud dosáhnou značného rozsahu, může nastat problém nestability nástrojů.

Centrální banka navíc dospěla ke zjištění, že nadměrné omezení svobody jejího rozhodování a způsobů objasňování její politiky, byť je toto omezení ospravedlňováno povinností centrální banky zodpovídat se za svoje kroky, může zbytečně poškodit její kredibilitu, a to i v situaci, kdy je inflační trend pod kontrolou. To je spíše způsobeno nejen nepružností, ale i přímou formální zodpovědností centrální banky vůči vládě než širší zodpovědností vůči veřejnosti na základě transparentnosti.

Navzdory těmto problémům bylo cílování inflace na Novém Zélandu velice úspěšné. Před zavedením cílování inflace byl Nový Zéland vystaven vysoké a proměnlivé inflaci, zatímco nyní vykazuje nízkou inflaci a vysoký hospodářský růst.

Přeložil: Jiří JONÁŠ

LITERATURA

ABEL, A.B. – BERNANKE, B.S.: *Macroeconomics*. 2nd Ed. Reading, Mass.: Addison-Wesley Publishing Company 1995.

ADVISORY COMMISSION TO STUDY THE CONSUMER PRICE INDEX.: *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living: Final Report to the Senate Finance Committee*. Washington, D.C., 4. prosince 1996.

AKERLOF, G. – DICKENS, W. – PERRY, G.: *The Macroeconomics of Low Inflation*. Brookings Papers on Economic Activity, 1996, č. 1, s. 1–59.

ALESINA, A. – SUMMERS, L.H.: *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25, 1993, s. 151–62.

AMMER, J. – FREEMAN, R.: *Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and the United Kingdom*. *Journal of Economics and Business*, 47 (May), 1995, s. 165–92.

BAILEY, M.J.: *The Welfare Cost of Inflationary Finance*. *Journal of Political Economy*, 64, 1956, s. 98–110.

BALL, L.: *What Determines the Sacrifice Ratio?* In: N.G.Mankiw (ed.): *Monetary Policy*. Chicago, University of Chicago Press 1994.

BANK OF CANADA: *Annual Report, 1991–96a*.

BANK OF CANADA: *Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material*. *Bank of Canada Review*, 1991b, March, s. 3–21.

BANK OF CANADA: *Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations*. *Bank of Canada Review*, 1991c, September s. 3–23.

BANK OF CANADA: *Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on Monetary Policy Objectives*. *Bank of Canada Review*, 1993–4, winter, s. 85–6.

BANK OF CANADA: *Monetary Policy Report, 1995–7*.

BANK OF ENGLAND: *Bank of England Inflation Report*, 1992–6.

BARRO, R.J. *Macroeconomics*. 4th Ed. New York, John Wiley & Sons 1993.

BARRO, R.J.: *Inflation and Economic Growth*. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35, 1995 (May), s. 166–76.

BARRO, R.J. – GORDON, D.: *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. *Journal of Political Economy*, 91, 1983, s. 589–610.

BERNANKE, B.S. – MIHOV, I.: *What does the Bundesbank Target?* *European Economic Review*, 41, 1997, č. 6 (June), s. 1025–53.

BERNANKE, B.S. – MISHKIN, F.S.: *Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries*. In: O. Blanchard – S. Fischer (eds.): *NBER Macroeconomics Annual, 1992*. Cambridge: MIT Press 1992.

BERNANKE, B.S. – MISHKIN, F.S.: *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* *Journal of Economic Perspectives*, 11, 1997, č. 2 (spring), s. 97–116.

BIRCH, W.F.: *NZ Monetary and Fiscal Policy Consistent and Has Reserve Bank Support*. *Financial Times*, letter to the editor, January 9, 1996, s. 12.

BRASH, D.T.: *Address to the Auckland Manufacturers Association*. February 1996a.

BRASH, D.T.: *New Zealand's Remarkable Reforms*. *The Fifth IEA Annual Hayek Memorial Lecture*. Institute of Economic Affairs Occasional Paper, 1996b, č. 100.

BRASH, D.T.: *Address to the Canterbury Employers' Chamber of Commerce*. January 1997.

BRIAULT, C.: *The Costs of Inflation*. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35, 1995 (February), s. 33–45.

BRUNO, M. – EASTERLY, W.: *Inflation Crises and Long-Run Growth*. *NBER Working Paper*, č. 5209, 1995.

BRYANT, R.: *Central Bank Independence, Fiscal Responsibility, and the Goals of Macroeconomic Policy: An American Perspective on the New Zealand Experience*. Nepublikováno. Victoria University of Wellington, May 1996.

CALVO, G.: *On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy*. *Econometrica*, 46, 1978, s. 1411–28.

CAPIE, F. et al.: *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge, Cambridge University Press 1994.

CAREY, D.: Inflation and the Tax System. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 52, 1989, č. 1 (March), s. 18–26.

CHOTE, R.: Treading the Line between Credibility and Humility. Financial Times, June 13, 1997, s. 9.

CHOTE, R. – COGGAN, P. – PESTON, R.: Pound Hit as Clarke Fails to Lift Rates. Financial Times, May 6–7, 1995, s. 1.

CLARIDA, R. – GERTLER, M.: How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. In: C. D. Romer – D. H. Romer (eds.): Reducing Inflation: Motivation and Strategy. Chicago, Chicago University Press 1997, s. 363–406.

CLARKE, K.: Mansion Hoiuse Speech to the City. June 14, 1995. Přetištěno v: Financial Times, June 15, 1995, s. 10.

COOTE, M.: Price Stability Requires a Tight, Not Loose, Inflation Target. New Zealand Business Review, 1996, s. 70.

COZIER, B. – WILKINSON, G.: Some Evidence on Hysteresis and the Costs of Disinflation in Canada. Bank of Canada Technical Report, 1991, č. 55.

CRANE, D.: John Crow Deserves to Be Fired, Not Rehired. Toronto Star, November 14, 1993, s. 4.

CRANE, D.: Bank of Canada Should Rethink Zero Inflation. Toronto Star, September 5, 1996.

CROW, J. W.: The Work of Canadian Monetary Policy. The Hanson Lecture. Bank of Canada Review, February 1988, s. 3–17.

CROW, J. W.: Targeting Monetary Policy. Bank of Canada Review, December 1989, s. 21–8.

CROW, J. W.: Current Monetary Policy. Bank of Canada Review, September 1990, s. 33–41.

CROW, J. W.: General Observations. Bank of Canada Annual Report, 1990, s. 7–12 (citováno jako 1991a).

CROW, J. W.: Method and Myth in Monetary Policy. Bank of Canada Review, July 1991b, s. 9–14.

CUKIERMAN, A.: Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, MIT Press 1992.

DEBELLE, G. – FISCHER, S.: How Independent Should a Central Bank Be? In: J. C. Fuhrer (ed.): Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 38, 1994, s. 195–221.

DEUTSCHE BUNDESBANK: Annual Report, 1974–96a.

DEUTSCHE BUNDESBANK: Monthly Report, 1974–96b.

DEUTSCHE BUNDESBANK: The Monetary Policy of the Bundesbank, October 1995c.

DORNBUSCH, R. – FISCHER, S.: Macroeconomics. 6th ed. New York, McGraw–Hill 1994.

EASTON, B.: Economic and Other Ideas Behind the New Zealand Reforms. Oxford Review of Economic Policy, 10, 1994, č. 3, s. 78–94

ECONOMIST: Willkommen Herr Clarke. September 17, 1994.

ENGLISH, W. B.: Inflation and Financial Sector Size. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, 1996, č. 96–16, April.

FALLOW, B.: Wider Inflation Target Is Risky Policy – Brash. New Zealand Herald, June 28, 1996.

FELDSTEIN, M.: The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability. In: C. D. Romer – D. H. Romer (eds.): Reducing Inflation: Motivation and Strategy. Chicago, University of Chicago Press 1997, s. 123–56.

FINANCIAL TIMES: Shares Hit as Rates Rise to 6%. October 31, 1996.

FISCHER, A. M. – ORR, A. B.: Monetary Policy Credibility and Price Uncertainty: The New Zealand Experience of Inflation Targeting. OECD Economic Studies, 22, 1994 (spring), s. 155–79.

FISCHER, S.: Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 15, 1981, s. 5–41.

FISCHER, S.: Monetary Policy and Performance in the U.S., Japan, and Europe, 1973–86. In: Y. Suzuki – M. Okabe (eds.): Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy. Tokyo, University of Tokyo Press 1987.

FISCHER, S.: Growth, Macroeconomics, and Development. In: NBER Macroeconomics Annual, Cambridge, MIT Press 1991, s. 329–79.

FISCHER, S.: The Role of Macroeconomic Factors in Growth. Journal of Monetary Economics, 32, 1993, s. 485–512.

- FISCHER, S.: Modern Central Banking. In: F. Capie et al.: *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge, Cambridge University Press 1994.
- FISCHER, S.: Modern Approaches to Central Banking. NBER Working Paper, č. 5064, 1995 (March).
- FORTIN, P.: The Great Canadian Slump. *Canadian Journal of Economics*, 29, 1996a, č. 4 (November), s. 761–87.
- FORTIN, P.: Raise the Inflation Target and Let Canada Recover. *Globe and Mail*, 1996b, September 26.
- FREEDMAN, C.: Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience. In: J. Wijnholds – S. Eijffinger – L. Hoogduin (eds.): *A Framework for Monetary Stability*. Dordrecht and Boston: Kluwer Academic 1994a.
- FREEDMAN, C.: The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada. In: T. Balino – C. Cottarelli (eds.): *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*. Washington, D.C., International Monetary Fund 1994b.
- FREEDMAN, C.: The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation. In: L. Leiderman – L. E. O. Svensson (eds.): *Inflation Targets*. London, Centre for Economic Policy Research 1995, s. 19–31.
- FREEMAN, R. – WILLIS, J.: Targeting Inflation in the 1990s: Recent Challenges. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, č. 525, 1995.
- FRIEDMAN, B. M.: The Rise and Fall of the Money Growth Targets as Guidelines for U. S. Monetary Policy. Materiál připravený pro Sedmou mezinárodní konferenci Bank of Japan. 1995.
- FRIEDMAN, B. M. – KUTTNER, K.: A Price Target for U. S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, č. 1, s. 7–125.
- FRIEDMAN, M.: The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58, 1968, s. 1–17.
- FUHRER, J. C.: The Phillips Curve Is Alive and Well. *Federal Reserve Bank of Boston New England Economic Review*, 1995, March–April 1995, s. 41–56.
- GEORGE, E.: Monetary Policy Realities. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35, 1995a, č. 4 (November), s. 388–94.
- GEORGE, E.: The Prospects for Monetary Stability. Speech to the City, 1995b, June 14. Přetištěno: *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35, 1995, č. 3 (August), s. 295–6.
- GOODHART, C. A. E.: Problems in Monetary Management: the UK Experience. In: A. S. Courakis (ed.): *Inflation, Depression and Economic Policy in the West*. Totowa, N. J.: Barnes and Noble 1981.
- GOODHART, C. A. E. – VÍNAĽS, J.: Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes. In: J. C. Fuhrer (ed.): *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 38, 1995, s. 139–87.
- GORDON, R. R.: Understanding Inflation in the 1980's. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1985, č. 1, s. 263–302.
- GROSHEN, E. L. – SCHWEITZER, M. E.: The Effects of Inflation on Wage Adjustments in Firm-Level Data: Grease or Sand? *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 1996, č. 9.
- HALDANE, A. G. – SALMON, C. K.: Three Issues on Inflation Targets. In: A. G. Haldane (ed.): *Targeting Inflation*. London, Bank of England, 1995, s. 170–201.
- HALL, R. E. – TAYLOR, J. B.: *Macroeconomics*. 4th ed. New York, W.W. Norton and Company 1993.
- HALL, T.: NZ Bank Chief Admits Price Rise Slippage. *Financial Times*, 1995, June 30, s. 6.
- HALL, T.: NZ Central Bank Hints at Monetary Easing. *Financial Times*, 1996a, October 25, s. 6.
- HALL, T.: NZ Bank Cautious on Wider Inflation Target. *Financial Times*, 1996b, December 18, s. 8.
- HANSEN, L. P. – HODRICK, R. J.: Forward Exchange Rate as Optimal Predictors of Future Spot Rates: An Econometric Analysis. *Journal of Political Economy*, 88, 1980, s. 829–53.
- HEFEKER, C.: German Monetary Union, the Bundesbank, and the EMS Collapse. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 47, 1994 (December), s. 379–98.
- HESS, G. D. – MORRIS, C. S.: The Long-Run Costs of Moderate Inflation. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 1996 (second quarter), s. 71–88.
- HOUSE JOINT RESOLUTION no 409. 1989. 101st Cong., 1st sess.

- HUH, C.: Some Evidence on the Efficacy of the UK Inflation Targeting Regime: An Out-of-Sample Forecast Approach. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, 1996, č. 565.
- HUTCHISON, M. M. – WALSH, C. E.: Central Bank Institutional Design and the Output Cost of Disinflation: Did the 1989 New Zealand Reserve Bank Act Affect the Inflation-Output Trade-off? Reserve Bank of New Zealand Research Paper, 1996, G96/6.
- IP, G.: Inflation War is Won, Bank of Canada Says. Financial Post, 1991, October 15, s. 40.
- IP, G.: Drop in Inflation Rate Beats Expectations. Financial Post, 1993, December 8, s. 5.
- ISSING, O.: Monetary Policy in an Integrated World Economy. Nepublikovaný materiál. University of Kiel, 1995a, June.
- ISSING, O.: The Relationship Between the Constancy of Monetary Policy and the Stability of the Monetary System. Predneseno na : Gerzensee Symposium of the Swiss National Bank, 1995b.
- JENKINS, W.: The Goal of Price Stability. Bank of Canada Review, 1990, July, s. 3–7.
- JUDSON, R. – ORPHANDES, A.: Inflation, Volatility, and Growth. Nepublikovaný materiál. Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996, May.
- KÖNIG, R. – WILLEKE, C.: German Monetary Reunification. Central Banking, 1996, May, s. 29–39.
- KYDLAND, F. – PRESCOTT, E.: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, 85, 1977, s. 473–92.
- LAIDLER, D. – ROBSON, W.: The Great Canadian Disinflation. Montreal, C. D. Howe Research Institute 1993.
- LAMONT, N.: Mansion House Speech to the City, 1992, October 29. Pretištěno: Financial Times, 1992, October 30, s. 14.
- LAUBACH, T. – POSEN, A. S.: Disciplined Discretion: The German and Swiss Monetary Frameworks in Operation. Federal Reserve Bank of New York Research Paper č. 9707, 1997a, March.
- LAUBACH, T. – POSEN, A. S.: Some Comparative Evidence on the Effectiveness of Inflation Targeting. Federal Reserve Bank of New York Research Paper č. 9714, 1997b, May.
- LEIGH-PEMBERTON, R.: Some Aspects of UK Monetary Policy. Bank of England Quarterly Bulletin, 24, 1984, č. 4 (December), s. 474–81.
- LEIGH-PEMBERTON, R.: Some Remarks on Exchange Rate Regimes. Bank of England Quarterly Bulletin, 30, 1990, č. 4 (November), s. 482–4.
- LEIGH-PEMBERTON, R.: Stability and Economic Policy. Bank of England Quarterly Bulletin, 31, 1991, č. 4 (November), s. 496–7.
- LEIGH-PEMBERTON, R.: The Case for Price Stability. London School of Economics – Bank of England Lecture, predneseno 11. listopadu 1992. Pretištěno: Bank of England Quarterly Bulletin, 32, 1992, č. 4 (November), s. 441–8.
- LLOYD, M.: The New Zealand Approach to Central Bank Autonomy. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 55, 1992, č. 3, s. 203–20.
- LONGWORTH, D. – FREEDMAN, C.: The Role of the Staff Economic Projection in Conducting Canadian Monetary Policy. In: A. Haldane (ed.): Targeting Inflation. London, Bank of England 1995, s. 101–12.
- LOUISSON, S.: New Zealand Inflation May Burst Target. Reuters World Service, 1994, December 6.
- MANKIW, N. G.: Macroeconomics. 2nd ed. New York, Worth Publishers, 1994.
- MAROTTE, B.: Markets Endorse New Governor: Central Bank to Continue Inflation Battle. Ottawa Citizen, 1993, December 23, s. D6.
- MARSH, D.: The Bundesbank. London, William Heinemann 1992.
- MCCALLUM, B. T.: Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, and the United Kingdom, and in General. Materiál pripraven pro: The Bank of Japan Seventh International Conference. 1995a.
- MCCALLUM, B. T.: Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence. American Economic Review, 85, 1995b, č. 2 (May), s. 207–11. Papers and Proceedings of the 107th Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, D. C., 1995b, January 6–8.
- MCDONOUGH, W. J.: A Strategy for Monetary Policy. Speech given before the Annual Financial Services Forum of the New York State Bankers Association. New York, N. Y., 1996a, March 21.
- MCDONOUGH, W. J.: The Importance of Price Stability. Speech given before the Economic Club of New York, N. Y., 1996b, October 2.

- MCGILLIVRAY, D.: Bank Still Headed in Wrong Direction. *Calgary Herald*, 1994, January 4, s. A4.
- MEEK, P. (ed.): *Central Bank Views on Monetary Targeting*. New York, Federal Reserve Bank of New York 1983.
- MISHKIN, F. S.: *Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 4th ed. New York, HarperCollins 1994.
- MISHKIN, F. S.: Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. In: M. Bruno – B. Pleskovic (eds.): *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, D. C., World Bank 1996, s. 29–62.
- MISHKIN, F. S.: Strategies for Controlling Inflation. In: Reserve Bank of Australia: *Monetary Policy and Inflation Targeting*. Přípravováno. (1997)
- MONTAGNON, P.: Bank Governor Passes First Inflation Test. *Financial Times*, 1995, October 22, s. 4.
- NEUMANN, M.: Monetary Targeting in Germany. Přípravováno pro: The Bank of Japan Seventh International Conference. 1996.
- NEUMANN, M. – von HAGEN, J.: Germany. In: M. Fratianni – D. Salvatore (eds.): *Handbook of Monetary Policy in Industrialized Countries*. Westport, Conn., Greenwood 1993.
- NEW ZEALAND HERALD: Pressure on Government to Relax Inflation Target. 1990a, August 4.
- NEW ZEALAND HERALD: Most Voters Back Target of Lower Inflation. 1990b, October 25.
- NICHOLL, P. W. E. – ARCHER, D. J.: An Announced Downward Path for Inflation. In: R. O'Brien (ed.): *Finance and the International Economy*. Oxford, Oxford University Press 1992. Přetištěno: Reserve Bank of New Zealand Bulletin, December 1992.
- OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 1995, č. 4 (fall).
- POSEN, A. S.: Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 1995, č. 1 (May).
- REDDELL, M.: Inflation and the Monetary Policy Strategy. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 51, 1988, č. 2 (June), s. 81–4.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Reserve Bank Annual Report. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 48, 1985a, č. 8 (August), s. 446–54.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: The Functions of the Reserve Bank. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 48, 1985b, č. 9 (September), s. 512–3.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: A Layman's Guide to Monetary Policy in the New Zealand Context. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 50, 1987, June, s. 104–10.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 53, 1990, č. 1 (March).
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Monetary Policy Statement. 1991, August.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Monetary Policy Statement. 1992, February.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Monetary Policy Statement. 1992b, June.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Monetary Policy Statement. 1995, December.
- REUTERS FINANCIAL SERVICE: Lower NZ Dolar Not a Threat to Inflation-Bolger. 1991, October 24.
- ROLL, E. et al.: *Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*. London, Center for Economic Policy Research 1993.
- SAREL, M.: Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*, 43, 1996, March, s. 199–215.
- SCHLESINGER, H.: The Setting of Monetary Objectives in Germany. In: P. Meek (ed.): *Central Bank Views on Monetary Targeting*. Federal Reserve Bank of New York 1983.
- SCHMIDT, P.: Monetary Policy: Targets and Instruments. *Central Banking*, 1996, May, s. 40–51.
- SHAPIRO, M. D. – WILCOX, D. W.: Causes and Consequences of Imperfections in the Consumer Price Index. In: B. S. Bernanke – J. J. Rotemberg (eds.): *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MIT Press 1996.
- STEVENS, G. – DEBELLE, G.: Monetary Policy Goals for Inflation in Australia. In: G. Haldane (ed.): *Targeting Inflation*. London, Bank of England 1995, s. 81–100.
- SVENSON, L.: The Simplest Test of Target Credibility. NBER Working Paper č. 4604, 1993.

- SVENSON, L.: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. NBER Working Paper č. 5797, October 1996.
- SZEP, J.: Canada Plans to Introduce Inflation-Indexed Bonds. Reuters Financial Service, 1991, May 28.
- TAIT, N.: NZ Bank Chief Sticks to Policy. Financial Times, 1995, May 3.
- TAIT, N.: NZ Deal Gives Rise to Faith and Doubt. Financial Times, 1996, December 20.
- TAYLOR, J. B.: The Inflation/Output Variability Trade-off Revisited. In: J. C. Fuhrer (ed.): Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 38, 1995, s. 21–38.
- THIESSEN, G.: Notes for Remarks by Gordon G. Thiessen, Senior Deputy Governor of the Bank of Canada. Bank of Canada Review, 1991, July, s. 15–21.
- THIESSEN, G.: Further Direction for the Bank of Canada and Monetary Policy. Bank of Canada Review, 1994a, spring, s. 85–90.
- THIESSEN, G.: Opening Statement before the Standing Senate Committee on Banking, Trade, and Commerce. Bank of Canada Review, 1994b, spring, s. 81–90.
- THIESSEN, G.: Notes for Remarks to the Winnipeg Chamber of Commerce. 1995a.
- THIESSEN, G.: Opening Statement before the Standing Senate Committee on Banking, Trade, and Commerce. Bank of Canada Review, 1995b, spring, s. 85–8.
- THIESSEN, G.: Statement from the Governor. Bank of Canada Annual Report, 1995c, s. 5–8.
- THIESSEN, G.: Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy in Canada. The Hermes-Gordon Lecture. Bank of Canada Review, 1995d, summer, s. 41–58.
- THIESSEN, G.: Does Canada Need More Inflation to Grease the Wheels of the Economy? Bank of Canada Review, 1996a, winter, s. 47–62.
- THIESSEN, G.: Monetary Policy and the Canadian Economy in a Changing World. The Siebens Lecture, 1996b.
- THIESSEN, G.: Statement from the Governor. Bank of Canada Annual Report, 1995, s. 5–8. (citováno jako 1996c)
- THIESSEN, G.: Towards a More Transparent and More Credible Monetary Policy. Remarks delivered at the Ecole des Hautes Etudes Commerciales, 1996d.
- VARDY, J.: Crow Out, Thiessen. In: New Bank of Canada Governor Will Continue Inflation-Fighting Policies. Financial Post, 1993, December 23, s. 1.
- VON HAGEN, J.: Inflation and Monetary Targeting in Germany. In: L. Leidermann – L. E. O. Svensson (eds.): Inflation Targets. London, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- WALSH, C. E.: Rules vs. Discretion in New Zealand Monetary Policy. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 1995, č. 95-09 (March 3).
- WALSH, C. E.: Accountability in Practice: Recent Monetary Policy in New Zealand. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 1996, č. 96-25 (September 9).

Inflation Targeting: Lessons from Four Countries

Frederic S. MISHKIN – Adam S. POSEN

The August 1997 issue of the Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* published an article reviewing various countries' experiences with inflation targeting. With the permission of the Federal Reserve Bank of New York, parts of this article have been translated for *Finance a Úvěr*, in order to contribute to the discussion on inflation targeting in the Czech Republic.

The first part of the translation deals with the general issues of inflation targeting. The article briefly reviews the intellectual developments affecting the conduct of monetary policy, then discusses the benefits of price stability and how targeting inflation could help achieve this objective. Operational issues in designing the inflation targeting framework are then discussed in more detail; the definition of inflation to be targeted, problems of measuring inflation, and desirable transparency, flexibility and timing of inflation targeting are all discussed. The article concludes with an assessment of experience with inflation targeting and a summary of the experience of the four countries analyzed.

The second part of the translation contains a detailed analysis of inflation targeting in New Zealand, the first country to introduce inflation targeting. The section first discusses the circumstances that led to the decision to target inflation, then describes the operational framework of inflation targeting in New Zealand. It reviews the experience of the Reserve Bank of New Zealand in achieving the targeted disinflation, and in subsequently keeping inflation within the targeted range. It discusses the instrumental instability that results from targeting a too narrow inflation range in a small open economy, and shows how the Reserve Bank addressed this problem. The authors conclude that reducing inflation and keeping expected inflation low is easier than keeping inflation in a narrow targeted range. However, despite this problem, inflation targeting in New Zealand has so far been a success.