

# SEMINÁŘE ČSE

DT: 336.748.12; 338.23:336.74

klíčová slova: cílování inflace – centrální bankovníctví – transformace

## Cílování inflace – poučení z mezinárodní zkušenosti

V první dekádě dubna 2002 se uskutečnil 36. seminář České společnosti ekonomické s názvem „*Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*“, uspořádaný ve spolupráci s Českou národní bankou v řadě seminářů „*Ekonomické teorie a česká ekonomika*“. Hostem organizujících institucí byl řečník nanejvýš popovaný – profesor Frederic Mishkin z Graduate School of Business, Columbia University a National Bureau of Economic Research v USA. Tento významný světový ekonom, který je české ekonomické obci poměrně dobře znám (zejména díky překladu jeho učebnice: „*Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů*“ uveřejněnému na pokračování v ročníku 41 a 42 časopisu *Finance a úvěr*), prezentoval svoji přednášku zaplněnému Kongresovému sálu ČNB v Praze. Jeho vystoupení bylo moderováno Janem Fraitem, prezidentem České společnosti ekonomické. Strukturováno bylo do pěti relativně samostatných částí.

Úvodní část vystoupení Frederika Mishkina byla věnována úloze a významu nominální kotvy v ekonomice (*The Role of a Nominal Anchor*). Její zavedení stlačuje inflační očekávání směrem dolů a pomáhá vyhnout se problému dynamické nekonzistence monetární politiky.<sup>1</sup> V této souvislosti byl představen základní modelový přístup vycházející z práce Svenssona (1997)<sup>2</sup>; při aplikaci tohoto postupu centrální banka minimalizuje svoji ztrátovou funkci při implementaci Taylorova pravidla.<sup>3</sup>

Druhá část přednášky byla zaměřena na sumarizaci teorie, která je základem režimu cílování inflace (*Inflation Targeting Theory*). Zde bylo vymezeno pět základních prvků, které tento režim charakterizují: (1) veřejně deklarovaný cíl střednědobého inflačního cíle, (2) institucionální závazek cenové stability, (3) informace zahrnující strategii centrální banky, (4) zvyšování transparentnosti prostřednictvím komunikace s veřejností a (5) růst zodpovědnosti centrální banky. Poté byly auditoriu představeny výhody a nevýhody systému cílování inflace. Výhody byly formulovány jako: (1) soustředění pozornosti na zájmy domácí ekonomiky a zmírňování šoků; (2) zohlednění širšího spektra dostupných informací – cílování inflace nezávisí např. na jednom prioritním vztahu, jako je třeba kvantitativní teorie peněz; (3) jednoduchost a transparentnost – ukazuje se být lepším systémem v situaci, kdy je vztah založený na kvantitativní teorii peněz nestabilní; (4) zvyšuje odpovědnost monetární politiky – snižování politických tlaků, redukce problému časové nekonzistence atd. Uvedené výhody však vyžadují institucionální závazek cenové stability, nezávislost centrální banky na politicích, nezávislost nástrojů centrální banky a pra-

<sup>1</sup> Blíže viz: Kydland, F. E. – Prescott, E. C. (1977): Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, June 1977, pp. 473–491.

<sup>2</sup> Svensson, L. E. O. (1997): Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, vol. 41, 1997, no. 6 (June), pp. 1111–1146.

<sup>3</sup> J. B. Taylor (1993) navrhl tuto verzi reakční funkce amerického Fed, resp. FOMC, specifikovanou na čtvrtletní bázi. Blíže viz: Taylor, J. B. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, Autumn 1993, pp. 195–214.

videlný systém komunikace centrální banky s veřejností a ostatními státními orgány (zveřejňování tzv. „inflačních zpráv“<sup>4</sup>).

Nevýhody cílování inflace byly autorem popularizačně a možná i subjektivně rozděleny na skupinu „neseriózních“ a „seriózních“ argumentů. Představení prvních z nich vycházelo z kritiky cílování inflace, která není přednášejícím přijímána. F. Mishkin nesouhlasí s tím, že cílování inflace je systémem: (1) s rigidním pravidlem, (2) obsahujícím příliš velké diskrece, (3) vedoucím k růstu fluktuaace produktu, (4) sledujícím pouze vývoj inflace a produkuje nižší růst HDP než jiné systémy měnové politiky, tj. cílování peněžní zásoby nebo cílování měnového kurzu. Naopak za seriózní kritiku cílování inflace bylo autorem považováno to, že: (1) při vysokoinflačním vývoji, kdy je inflace hůře kontrolovatelná, může být zodpovědnost (*accountability*) centrální banky hodnocena jako nepřesvědčivá, (2) nepředchází fiskální dominanci, tj. dominantnímu postavení fiskální sféry v ekonomice,<sup>5</sup> (3) nemusí stabilizovat ekonomiku s volnějším kurzovým uspořádáním, která je částečně dolarizována, euroizována či jinak „izována“, neboť depreciace národní měny může za těchto podmínek vést ke vzniku finanční krize (cílování inflace zanedbává problematiku měnového kurzu).

Logickým pokračováním přednášky Frederika Mishkina bylo představení zkušeností a ponaučení z jednotlivých ekonomik zemí, v nichž je cílování inflace aplikováno. Ty byly autorem rozděleny na vyspělé a rozvíjející se země (*industrialized and emerging market countries*). Evaluace zkušeností vyspělých zemí byla započata velmi jednoduchou otázkou: „Je cílování inflace úspěchem?“ a také jednoznačnou odpovědí: „Ano, je.“ Ukázalo se, že cílování inflace ve vyspělých zemích redukovalo míry inflace na nižší hodnoty, než byly inflační předpovědi před implementací cílování inflace na základě modelů VAR (*vector autoregression*). Uvedený vývoj byl ilustrován na příkladě kanadských zkušeností z roku 1991 (po zavedení daně z přidané hodnoty) a britských a švédských zkušeností z tzv. krize ERM (evropského kurzového mechanismu) z podzimu roku 1992.

Frederic Mishkin zdůraznil, že klíčovou podmínkou pro úspěch cílování inflace je důraz na problematiku transparentnosti (*transparency*), včetně strategie komunikace s veřejností, a na problematiku zodpovědnosti (*accountability*) měnové politiky. Transparentnost by měla zahrnovat: (1) vypracování kvalitních inflačních zpráv (obsahujících minimálně tyto části: cíle a omezení měnové politiky; způsoby, jak má být inflační cíle dosaženo; popis důvodů oscilace skutečné inflace od inflačního cíle), (2) pravidelné projevy centrálních bankéřů, (3) projevy guvernérů před parlamentem dané země a (4) vydání osvětových brožur, které by srozumitelnou formou vysvětlily o cílování inflace vše podstatné. Obdobně je tomu i v případě zodpovědnosti měnové politiky. Cílování inflace vede k jejímu zvýšení, pokud je centrální bance umožněno prezentovat adekvátní měnovou politiku v relativně delším časovém horizontu a není vystavována tlakům na přijetí nekonzistentní monetární politiky. Nový Zéland je zemí, kde funguje nejvyšší forma zodpovědnosti, tzv. přímá zodpovědnost centrální banky (guvernéra) vládě.<sup>6</sup>

Popsaná zlepšení v transparentnosti a zodpovědnosti centrální banky napomáhají prosadit vyšší nezávislost centrální banky. Zdařilým příkladem je např. vývoj v Bank of England na počátku 90. let 20. století (přijetí nového zákona o centrální bance) nebo „veřejná“ diskuze vedená v Bank of Canada o roli transparentnosti a zodpovědnosti měnové politiky, která následně vedla k větší podpoře a nezávislosti této centrální banky. Frederic Mishkin tuto pasáž uzavřel zdůrazněním myšlenky, že cílování inflace je velmi konzistentní s obecnými principy demokratické společnosti.

<sup>4</sup> Česká národní banka přijala pro tyto zprávy název „Zpráva o inflaci“; vycházejí čtvrtletně, tj. vždy v lednu, dubnu, červenci, říjnu daného roku.

<sup>5</sup> Zde se považuje za vhodné, když vláda se spolupodílí na stanovení inflačního cíle, ale centrální banka je pak nezávislá ve spektru svých nástrojů na jeho zabezpečení.

<sup>6</sup> Ze zkušeností se však ukazuje, že přímá zodpovědnost není lepším systémem než méně formalizované přístupy využívané v ostatních zemích s režimem cílování inflace.

Z tohoto pohledu cílování inflace představuje vyšší konzistenci se zájmy celé společnosti.

Do zkušeností rozvíjejících se zemí s cílováním inflace byly zahrnuty popisy jejich zobecněných společných rysů, včetně popisu stručného rozboru vybraných zemí. Zejména šlo o Chile, Brazílii, Mexiko, Peru a Kolumbii. Zde bylo Frederikem Mishkinem nejprve připomenuto, že základním problémem, se kterým se většina rozvíjejících se zemí potýkala před zavedením cílování inflace, byla nízká kredibilita centrální banky a těžce kontrolovatelná inflace. Autor proto doporučoval stanovit inflační cíl jako bod (*point target*), neboť zavedení cílovaného inflačního pásma vede ke snížení kredibility celého systému cílování inflace. Autor této časopisecké informace se však domnívá, že je nutné upozornit ještě na optimalizaci této úlohy v tom směru, že centrální banka, která cílování inflace aplikuje nově, neztrácí svoji kredibilitu nesplněním bodového cíle a zároveň dosáhne dostatečně kredibilních výsledků. Proto může být zavedení relativně úzkého inflačního pásma, jak tomu bylo v loňském roce v České republice, elegantním řešením dilematu mezi dostatečnou kredibilitou inflačního cíle a nedostatkem zkušeností centrální banky, která na režim cílování inflace teprve přechází.<sup>7</sup>

Problematicke operativního provádění cílování inflace (*Inflation Targeting: Operational Design*) byla věnována předposlední část vystoupení Frederika Mishkina. Autor zde připomněl, že: (1) cílování inflace je vzdálené strohým rigidním pravidlu měnové politiky; (2) centrální banka stabilizované ekonomiky se nevystaví ztrátě kredibility, pokud stanoví svůj bodový inflační cíl mezi 1 až 3 procenty – obecná hodnota optimální inflace je kontroverzní veličinou; (3) cílování inflace neignoruje „tradiční“ stabilizační cíle (dáno do souvislosti se známým termínem M. Kinga o tzv. „Inflation Nutters“); (4) podstřelení inflačního cíle je stejně významné jako jeho přestřelení; (5) v případě země s vícecifernou inflací je vhodné nejprve nastartovat dezinflační období a poté teprve zavést cílování inflace (kredibilita cílování inflace při vysoké míře inflace je nízká; čím vyšší je inflace, tím těžší je její přesná kontrola a cílování); (6) je nutné pro každou konkrétní zemi analyzovat výhody a nevýhody přesné formulace jejího inflačního cíle (bodový cíl, pásmo bez určení středové hodnoty, pásmo s určenou středovou hodnotou); (7) krátký časový horizont pro stanovení cíle a těsné pásmo inflačního cíle mohou vést k nestálosti celého systému cílování inflace, zejména v případech s nestabilitou instrumentů měnové politiky (řešením je delší horizont, širší pásmo /ne však příliš široké/, systém výjimek, vazba inflačního cíle na inflaci ovlivnitelnou centrální bankou /„jádrová“ inflace/, zabudování dlouhodobého či střednědobého inflačního cíle).

V rámci praktických otázek s prováděním cílování inflace se Frederic Mishkin dále zaměřil na otázku: „Kdo by měl vyhlášovat inflační cíl?“ Běžným názorem je, že centrální banka by měla být nezávislá v rámci spektra svých nástrojů, avšak v rámci nezávislosti při stanovování inflačního cíle jednoznačných argumentů ubývá. Frederic Mishkin se spíše přiklání k variantě, kdy centrální banka vyhláší inflační cíl, který byl před tím konzultován s vládou.

Závěrečná část přednášky se soustředila na diskuzi vztahu Mezinárodního měnového fondu a cílování inflace (*IMF conditionality and inflation targeting*) a na rozbor výhod a nevýhod dalších dvou oblíbených systémů měnové politiky, tj. cílování měnového kurzu a cílování peněžní zásoby.

Po více než devadesátiminutovém soustředěném výkladu následovala diskuze. Vneseny byly dotazy na roli tzv. systému výjimek v režimu cílování inflace, na budoucnost teoreticky již diskutovaného konceptu cílování cenové hladiny, na vztah přijatého systému měnové politiky a pozorovatelného výskytu finančních krizí a na osobní doporučení autora, pokud jde o konkrétní řešení argentinské krize.

<sup>7</sup> Toto popsané riziko se v současnosti stalo skutečností v Jihoafrické republice, která přešla na cílování inflace od roku 2000 s cílem pro rok 2002 ve výši 3–6 %, který však nebude podle oficiálních zpráv centrální banky splněn (viz <http://www.reservebank.co.za>).

Z vystoupení Frederika Mishkina i z poměrně intenzivní diskuze vyplynulo, že dané téma auditorium opravdu zaujalo, a také to, že česká ekonomická obec si návštěvy profesora Mishkina vážila.<sup>8</sup> Dovolím si proto tvrdit, že rozvíjení podobných mezinárodních kontaktů ve svém konečném důsledku přispívá nejen ke zkvalitnění diskuze nad aktuálními hospodářskopolitickými tématy, ale vede rovněž ke zlepšení renomé české ekonomické obce v mezinárodním měřítku.

Luboš KOMÁREK\*

## SUMMARY

JEL Classification: E52, E58, P2

Keywords: inflation targeting – central banking – transition

## **Inflation Targeting: Lessons form the International Experience**

Luboš KOMÁREK – Czech National Bank, Prague; The University of Economics Prague  
(lubos.komarek@cnb.cz)

This article summarizes the main points discussed at the seminar held by the Czech Economic Society in April 2002, „Inflation Targeting: Lessons form the International Experience“. The keynote speaker was the noted American economist, Frederic Mishkin, of Columbia University's Graduate School of Business. Professor Mishkin discussed the function of a nominal anchor in the economy and the theory of inflation targeting, focusing on experiences and lessons taken from inflation-targeting countries. Professor Mishkin dealt specifically with the operational design of inflation-targeting strategy and in this regard he discussed the IMF programs' conditionality.

---

<sup>8</sup> Více informací o prof. Frederiku Mishkinovi, tj. jeho životopis, publikace a současné aktivity lze nalézt na internetové stránce: <http://www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/>.

\* poradce člena Bankovní rady České národní banky; přednášející na Vysoké škole ekonomické (katedra měnové teorie a politiky) v Praze a výkonný tajemník České společnosti ekonomické (lubos.komarek@cnb.cz)