

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

- Kateřina ŠMÍDKOVÁ: Srovnání alternativních měnových pravidel v modelu české ekonomiky 258
Richard PODPIERA: Efektivnost českého finančního trhu ve světle snižování úrokových sazeb 270

Přehledy

- David MAREK: Zkušenosti zemí uplatňujících strategii cílování inflace 283

Semináře ČSE

- Martin ČIHÁK: Platové rozdíly a segregace mužů a žen v ČR 294
Konstituční ekonomie 298

Daňové judikáty

- Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 9–10/2000 302

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 22

CONTENTS

- Kateřina ŠMÍDKOVÁ: Comparison of Monetary Policy Rules Using a Czech Economy Model 258
Richard PODPIERA: Czech Financial Market Efficiency in Light of Recent Interest Rates Cuts 270

Surveys

- David MAREK: Inflation Targeting Countries' Experience 283

CEA Seminars

- Martin ČIHÁK: Gender Wage Differentials in the Czech Republic 294
Constitutional Economics 298

Tax Judicial Decisions

- Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 9–10/2000 302

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 22

Toto číslo předáno do sazby: 29. 3. 2000

Souhlas k tisku: 3. 5. 2000

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 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**.*

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme používejte program Word (až do verze 97).

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

PŘEHLEDY

DT: 336.748.12 (1-662); 338.23:336.74 (410); 338.23:336.74 (931)

klíčová slova: cílování inflace – monetární politika

Zkušenosti zemí uplatňujících strategii cílování inflace

David MAREK*

Dosavadní empirické poznatky mohou pomoci ocenit vhodnost strategie cílování inflace a ukázat na její nedostatky. Konkrétní odlišnosti v realizaci této strategie různými centrálními bankami mohou být komparativně analyzovány a tato analýza může pomoci vybrat úspěšnější formy praktické implementace strategie cílování inflace.

Nejdříve bylo cílování inflace uplatněno na Novém Zélandu (1989). Krátce nato následovaly Velká Británie (1992), Kanada (1991) a Austrálie (1993). Do první vlny zemí, jež přešly ke strategii cílování inflace, lze dále zařadit Švédsko, Finsko, Španělsko, Izrael a Chile. V posledních letech jejich příkladu následovala řada dalších zemí a v současnosti si inflační cíl vytyčují 18 národních centrálních bank. Pokusme se srovnat zkušenosti zemí, které používají strategii cílování inflace nejdéle, tedy zemí z první vlny.

Izrael a Chile jsou z několika důvodů pro porovnání s ostatními nevhodné, protože tamní centrální banky mají určen také cíl pro měnový kurz, což tvoří hybridní strategii, od „klasického“ cílování inflace odlišnou. V případě Finska a Španělska je strategie cílování inflace prováděná národní centrální bankou již minulostí. Obě země se staly členy evropské Hospodářské a měnové unie, v níž je realizována jednotná měnová politika Evropskou centrální bankou. Pro komparaci jsou tedy využity zkušenosti centrálních bank Nového Zélandu, Velké Británie, Kanady a Austrálie. Na tomto vzorku lze ukázat celou škálu přístupů k implementaci strategie cílování inflace. Při popisu jednotlivých měnových politik vybraných zemí autor vychází především z materiálů publikovaných centrálními bankami a statistickými úřady těchto zemí a z materiálů mezinárodních organizací uvedených na závěr v seznamu literatury.

1. Měnová politika Nového Zélandu

Nový Zéland byl první zemí, v níž bylo cílování inflace přijato jako oficiální strategie měnové politiky, a je považován za zemi, kde je tato strategie prováděna v nejstriktnější podobě.

* David Marek – Fakulta sociálních věd UK; Česká spořitelna, a. s., Praha

1.1 Institucionální uspořádání

Parlament dne 15. prosince schválil vládní návrh zákona o centrální bance, Reserve Bank of New Zealand Act, podaný 4. května s platností od 1. 1. 1990. V tomto zákonu je formálně definován cíl centrální banky dosáhnout a udržet cenovou stabilitu. Při konkrétní specifikaci inflačního cíle se tento zákon odvolává na dohodu mezi vládou a centrální bankou, Policy Targets Agreement, jejíž uzavření ukládá za povinnost ministru financí a guvernérovi centrální banky. Na základě konkrétně definovaného cíle se v případě, že není cíle dosaženo, lze dovolávat odpovědnosti guvernéra centrální banky. Krajní sankcí je odvolání guvernéra z jeho funkce. Tato dohoda představuje jediný právní nástroj realizace zákona o centrální bance.

Zákon o Reserve Bank of New Zealand vyžaduje, aby centrální banka minimálně jednou za půl roku publikovala prohlášení o měnové politice, Monetary Policy Statement, které by mělo obsahovat shrnutí měnové politiky od publikace prohlášení předchozího a výhled na následujících šest měsíců obsahující inflační prognózy, postup měnové politiky a používané prostředky k zajištění cenové stability. Toto prohlášení musí být předloženo parlamentu; zde může být diskutováno určeným parlamentním výborem a guvernér nebo jeho zástupce musí zodpovídat na otázky, které se předloženého prohlášení týkají. První dohoda mezi ministrem financí a guvernérem, Policy Targets Agreement, byla uzavřena 2. března 1990. Obsahovala numericky specifikovaný inflační cíl a časový horizont, ve kterém ho má být dosaženo.

Výsledkem institucionálního uspořádání centrálního bankovníctví na Novém Zélandu je centrální banka s operační nezávislostí (instrument independence), ale s velmi malým prostorem cílové nezávislosti (goal independence). Dokonce v případě inflace vyšší, než je inflační cíl, je rychlost dezinflace určována vládou. Výkon centrální banky je omezen na provádění měnové politiky s definovaným cílem, s možností podílet se na volbě cíle, nikoli ho definovat bez účasti politické moci reprezentované vládou – což je rozdíl oproti např. německé Bundesbank či americkému Fed.

1.2 Specifikace cíle

Ve výše uvedené dohodě ze dne 2. března 1990 bylo za cíl vyhlášeno pásmo 0–2 % pro upravený index spotřebitelských cen, kterého mělo být dosaženo v prosinci 1992. Ovšem v prosinci 1990 nová vláda prodloužila časový horizont o rok.

Jako cíl byl vybrán index spotřebitelských cen, ze kterého mohou být vyloučeny některé položky. Okruh položek, které smějí být vyloučeny nebo upraveny, je určen v dohodě uzavřené mezi ministrem financí a guvernérem. Centrální banka smí očistit index od dopadů následujících faktorů (tzv. únikové klauzule – escape clauses) – viz (Mishkin – Posen, 1997):

1. změn úrokových sazeb, které ovlivňují úrokové náklady zahrnuté do indexu spotřebitelských cen,
2. změn směnných relací vzniklých poklesem nebo růstem dovozních či vývozních cen,
3. změn prodejní daně u zboží a služeb a změn nepřímých daní,
4. krizí vzniklých v důsledku přírodní katastrofy,
5. výrazných změn vládních či místních poplatků.

Na základě těchto obecných ustanovení smí Reserve Bank of New Zealand upravit index spotřebitelských cen pro potřeby cílování inflace podle svého uvážení. Úpravou indexu o zmíněné vlivy dojde k vyloučení jejich okamžitého efektu, následné dopady ovšem separovat nelze. Zde vyvstává problém: centrální banka si sama definuje ukazatel inflace, který dosazuje jako inflační cíl, který má stanoven. Centrální bance pevně vymezený rámec je tak do jisté míry devalvován. Cílováný index může být – a také byl – nepravidelně měněn, což snižuje transparentci tohoto indexu a kredibilitu cílování inflace.

Vliv výše uvedených cenových šoků je očišťován dočasně a pouze v případě, že přesáhne určitou arbitrární míru významnosti; např. u daní je to tehdy, převyší-li jejich vliv 0,25 % CPI po období jednoho roku.

I po úpravě pokrývá cílováný cenový index více než 90 % CPI. Způsob konstrukce ovšem není publikován, což opět vede ke snížení transparentnosti a kredibility. Použitím unikových klauzulí lze dosáhnout toho, že i v případě nabídkových šoků nedojde k přestřelení cíle pro upravený index spotřebitelských cen, i když se celkový cenový index zvýší. Toto opatření je výsledkem snahy, aby centrální banka mohla přiměřeně sledovat i jiné ekonomické cíle – i když to takto není nikde explicitně uvedeno.

Časovým horizontem pro inflační cíl je platnost kontraktu mezi guvernérem centrální banky a ministrem financí, Policy Targets Agreement. Poslední kontrakt byl uzavřen v prosinci 1997 s platností do roku 2003.

1.3 Realizovaná měnová politika a její výsledky

Od ledna 1990 do prosince 1992 byla měnová politika realizována podle první a druhé dohody mezi guvernérem a ministrem financí. V prosinci 1989 byla hodnota inflace měřená upraveným cenovým indexem 5,3 %, a proto byla navržena trajektorie dezinflace. V důsledku negativního vývoje vnějších okolností došlo k poklesu reálného HDP. Hospodářská recese vedla Reserve Bank of New Zealand ke snížení úrokových sazeb¹, protože inflační tlaky ze strany domácí poptávky záměry centrální banky evidentně neohrožovaly. Přesně podle krátkodobé Phillipsovy křivky došlo v důsledku poklesu HDP k rychlému snížení inflace, v polovině roku 1991 činila inflace 2,8 % a přiblížila se dolní hranici pásma pro tento rok. Proto Reserve Bank of New Zealand pokračovala v uvolňování měnové politiky; a úrokové sazby klesly na 11,5 %, přičemž v srpnu 1990 činily 14,6 %. Rychlý pokles inflace pokračoval. Následoval další pokles úrokových sazeb až na 8,8 % na konci roku 1991. Centrální banka se v roce 1992 soustředila na udržení nízké míry inflace; další dezinflace již neměla smysl – inflace by se dostala pod cílované pásmo a mohla by podlomit pomalu se zotavující hospodářství. V průběhu roku byly úrokové sazby dále snižovány.

V prosinci 1992 byla podepsána nová dohoda mezi guvernérem a ministrem financí, která stanovila jako cíl udržet inflaci v pásmu 0–2 %. Podmínky se ovšem změnily, ekonomika začala růst a centrální banka intenzitu oživení novozélandské ekonomiky podcenila. Na konci roku 1993 a na začátku roku 1994 došlo znovu k poklesu úrokových sazeb až na 4,9 %. Růst

¹ Úrokovými vazbami jsou míněny úrokové sazby z 90denních bankovních poukázek. Přestože tyto sazby nejsou nástrojem Reserve Bank of New Zealand, slouží na Novém Zélandu jako ukazatel přisnosti měnové politiky.

ekonomiky ještě zesílil a v průběhu roku 1994 dosahoval 6 %; úrokové sazby byly zvýšeny a v prosinci 1994 dosáhly úrovně 9,5 %. Měnová restriktce ovlivnila pokles inflace až v druhé polovině roku 1995. Mezitím ovšem došlo k růstu inflace nad stanovený koridor. Teoreticky mohlo dojít k propuštění guvernéra Reserve Bank of New Zealand, toho ovšem podpořil ministr financí po ujištění, že jde pouze o krátkodobé odchýlení od inflačního cíle, které bude do konce roku korigováno.

Důsledkem této krize praktické realizace strategie cílování inflace byla mírná modifikace přístupu k této strategii. V říjnu 1995 navrhl guvernér Reserve Bank of New Zealand, aby nadále byla pozornost centrální banky soustředěna na střed inflačního pásma, aby existoval určitý prostor při nepřesnosti inflačních prognóz. Z toho vyplývá, že centrální banka nadále cílovala hodnotu upraveného indexu ve výši 1 % s pásmem ± 1 %, oficiálně zůstal cílem koridor 0–2 %.

V nové dohodě mezi ministrem financí a guvernérem Reserve Bank of New Zealand uzavřené v prosinci 1996 byl inflační cíl pozměněn. Centrální banka měla nadále udržet inflaci v pásmu 0–3 %. Vzhledem k tomu, že rozšíření pásma jistě protiinflační politice na kredibilitě nepřidá, vynaložila Reserve Bank of New Zealand mnoho úsilí na to, aby vysvětlila, že základní cíl její politiky se nemění a že nově definované inflační pásmo je jen prostředkem ke zvýšení flexibility a snížení aktivizmu měnové politiky. Aby zůstala inflační očekávání ukotvena na nízké úrovni, ohlásil guvernér, že pozornost centrální banky bude soustředěna především na střed pásma, tedy na inflaci na úrovni 1,5 %.

1.4 Zkušenosti Nového Zélandu s cílováním inflace

Cílování inflace se osvědčilo jako velmi účinná strategie dezinflace v rámci jednociferné inflace. Během velmi krátké doby byla inflace snížena z 5 % na úroveň pod 2 %. Je ovšem možné spekulovat, zda by k podobným výsledkům nevedla i jiná strategie měnové politiky. Ještě před přijetím cílování inflace došlo k mnohem razantnějšímu snížení inflace, z téměř 17 % v roce 1985 na 5 % v roce 1989. Protože měnová politika působí na inflaci s dlouhým a proměnlivým zpožděním, lze také spekulovat o tom, zda ke snížení inflace po roce 1989 nedošlo v důsledku předchozí měnové politiky, čímž by byl dezinflační přínos cílování inflace poněkud devalvován.

Dvoupromětní inflační pásmo se ukázalo být příliš úzké; jeho horní mez byla několikrát překročena a snaha udržet inflaci v tomto úzkém pásmu vedla ke značnému kolísání úrokových sazeb. Tato zkušenost vedla tvůrce novozélandské měnové politiky k rozšíření pásma.

2. Měnová politika Velké Británie

Strategie cílování inflace byla přijata v říjnu 1992, několik týdnů poté, co byla britská libra donucena – po předchozím spekulativním útoku na britskou měnu – opustit ERM (Exchange Rate Mechanism). Cíl v podobě inflace se stal novou nominální kotvou britské ekonomiky.

Cílem měnové politiky ve Velké Británii je cenová stabilita, která je definována jako míra inflace měřená RPIX, upraveným indexem maloobchodních cen, do výše 2,5 %. Při rozhodování o volbě měnověpolitické stra-

tegie po opuštění ERM převážil názor, že ve Velké Británii neexistuje žádný vhodný mezicíl měnové politiky. Stále byl ovšem uznáván názor, že užitečným zdrojem informací o inflačních trendech jsou měnové agregáty a měnový kurz, stejně jako další proměnné, např. inflační očekávání a reálné proměnné jako míra nezaměstnanosti.

2.1 Institucionální uspořádání

Bank of England byla povinna provádět měnovou politiku, která byla určena ministrem financí na pravidelné měsíční schůzi ministra financí a guvernéra Bank of England. Tyto formální schůze byly pořádány pravidelně od února 1993. Centrální banka měla ve vztahu k ministru financí poradní a informační funkci. Formální zodpovědnost za výkon měnové politiky nesl ministr financí. Nicméně existovala snaha učinit za vývoj inflace odpovědnou také Bank of England, ovšem pouze na neoficiální úrovni. K tomu měla sloužit především povinnost centrální banky publikovat inflační odhady, analýzy a měnověpolitická doporučení. Publikace výše zmíněných dokumentů vedla k zesílení naléhavosti konsenzu ohledně měnové politiky mezi vládou a centrální bankou.

Měřítkem úspěšnosti měnové politiky není současná hodnota inflace, ale porovnání inflačních odhadů za období následujících dvou let s vytyčeným cílem. Prezentace inflačních odhadů patří mezi zeměmi, které praktikují cílování inflace, k nejlépe propracovaným. Inflační odhady jsou prezentovány formou pravděpodobnostního rozdělení. Pro každou pravděpodobnost (10 %, 20 %, 30 % až 90 %) je určen interval, ve kterém se bude inflace v budoucnosti s danou pravděpodobností nacházet, přičemž střed těchto intervalů není míněn doslova; jde o nejpravděpodobnější bodový odhad a zvolené pravděpodobnostní rozdělení přitom nemusí být symetrické. Od tohoto způsobu odhadů inflace se odvíjí také měnová politika. Spíše než ke striktní kontrole inflačního cíle by měla měnová politika vést k vyvážení rizik vyšší a nižší inflace, než je inflace cílovaná.

Od listopadu 1993 byla centrální bance přenechána pravomoc určovat časování změn úrokových sazeb, o nichž bylo rozhodnuto na pravidelné měsíční schůzi ministra financí a guvernéra. Podmínkou bylo, že změny budou provedeny do příští schůze. Centrální banka je povinna objasnit veřejnosti prostřednictvím tisku důvody změn úrokových sazeb. Od dubna 1994 byly pravidelně publikovány záznamy ze schůzí ministra financí a guvernéra Bank of England. Tyto záznamy byly publikovány dva týdny po následující schůzi, tedy asi po šesti týdnech.

Po volbách v květnu 1997 získala Bank of England formální nezávislost. Zvítězivší Labour Party poskytla Bank of England operační nezávislost. Nový statut centrální banky byl právně zakotven v zákoně o centrální bance, Bank of England Act, který vstoupil v platnost 1. června 1998. Úroková politika stejně jako devizové intervence byly přenechány centrální bance. V důsledku tohoto opatření vzrostla odpovědnost centrální banky a byl odstraněn potenciální problém časové nekonzistence měnové politiky z důvodu politických tlaků. Rozhodovací pravomoc byla přenechána nově vzniklé Komisi pro měnovou politiku, Monetary Policy Committee. Schůze Komise nahradily pravidelná měsíční setkání ministra financí a guvernéra centrální banky. Komise se skládá z devíti členů: guvernéra, dvou viceguvernérů, dvou dalších výkonných ředitelů centrální banky a čtyř členů jmeno-

vaných vládou z okruhu renomovaných ekonomů z akademické či finanční sféry. Členové Komise jsou voleni na tříleté období, guvernér a viceguvernér na 5 let s možností znovuzvolení a jsou případně odvolatelní. Byla také ustavena úniková klauzule, která vládě umožňuje, aby rozhodnutí komise v určitých případech zrušila. Za zcela výjimečných situací může řízení měnové politiky přebrat ministerstvo financí jeho rozhodnutí ovšem musí schvalovat parlament. V červnu 1997, před první schůzí Komise, byl stanoven bodový inflační cíl s tolerančním pásmem, který by měla Komise sledovat. Dále byla zavedena instituce otevřeného dopisu, který musí zaslat Bank of England ministru financí v případě překročení mezí tolerančního pásma. Otevřený dopis by měl obsahovat vysvětlení, proč došlo k odchýlení od inflačního cíle, jaké kroky budou provedeny k nápravě situace a kdy je očekáván návrat do stanoveného pásma. Po této institucionální změně získala centrální banka operační nezávislost, ale pravomoc určit úroveň cíle a časový horizont inflačního cíle byla ponechána vládě.

2.2 Specifikace cíle

Indexem sloužícím k definování inflačního cíle se stal RPIX, upravený index maloobchodních cen. Z tohoto indexu jsou vyloučeny pouze platby úroků z hypotečních úvěrů. Oproti Novému Zélandu jde o širší koncepci inflačního cíle. Při volbě úrovně cílované hodnoty inflace bylo nutné vyřešit otázku, jak definovat cenovou stabilitu. Byl přijat názor, že adekvátní volbou je inflace ve výši 2,5 %. Zpočátku byl tedy stanoven cíl na této úrovni. Definován byl ovšem v podobě pásma 1–4 % s důrazem především na spodní polovinu tohoto pásma.

V červnu 1995 ministr financí ohlásil přechod k bodovému inflačnímu cíli o hodnotě 2,5 %. Cílem této změny byla snaha přeorientovat pozornost veřejnosti od horní meze předchozího intervalového cíle na nižší úroveň. K bodovému cíli bylo definováno toleranční pásmo pro krátkodobé fluktuační inflace o velikosti 2 % (± 1 %). V červnu 1997 byl tento cíl potvrzen ministrem financí, aniž by byl definován konkrétní časový horizont. Inflace by měla být udržována ve vymezených mezích v budoucnosti neustále.

2.3 Realizovaná měnová politika a její výsledky

V období před přijetím cílování inflace prošla britská ekonomika poměrně hlubokou recesí. V období po přijetí nové měnovépolitické strategie se britské hospodářství pomalu zotavovalo. V 1. čtvrtletí roku 1993 bylo poprvé od zmíněné recese dosaženo pozitivních hodnot růstu HDP. Inflace měřená RPIX během roku 1993 postupně klesala a v listopadu onoho roku poprvé dosáhla střední hodnoty cílovaného pásma, 2,5 %. Přestože existovaly potenciální inflační tlaky, bylo v únoru 1994 na základě inflačních předpovědí a dosavadních dobrých výsledků rozhodnuto o snížení úrokové sazby z 6 % až na 5,25 %.

V roce 1994 se plně rozvinul hospodářský růst, HDP za čtyři čtvrtletí vzrostl oproti předchozímu roku o 4 %. Tento růst byl způsoben především 10% nárůstem exportu. Během prvních deseti měsíců klesla inflace na rekordně nízkou úroveň 2 %, nejnižší za posledních 27 let, ovšem v prosinci

se dostala zpět na 2,5 %. Na základě zvýšení inflačních tlaků (silný růst ekonomiky), které se promítly do inflačních předpovědí Bank of England, byla přes stále klesající inflaci v průběhu roku úroková sazba zvýšena o 0,5 % v září a opět o 0,5 % v prosinci.

V roce 1995 se růst HDP zmírnil a růst inflace zpočátku pokračoval. Tvůrci měnové politiky se i nadále domnívali, že růst ekonomiky je vyšší než potenciální; proto byla v únoru zvýšena základní sazba o 0,5 % na 6,75 %. V květnu guvernér Bank of England navrhoval další zvýšení základní sazby, ministr financí to ovšem zamítl. Tento případ a další případ zmíněný níže se staly typickou ukázkou závislosti centrální banky na ministru financí při operativním řízení měnové politiky. Bank of England odpověděla na tento krok prostřednictvím následující Zprávy o inflaci. Ve svých inflačních předpovědích oznámila, že inflace bude na konci časového horizontu v horní polovině cílovaného pásma, přestože vládní záměr byl dosáhnout spodní poloviny pásma. Tento konflikt ukázal na slabinu tehdejšího britského systému – možnost konfliktu při operativním řízení měnové politiky mezi ministrem financí a Bank of England. Úroveň cíle je politická otázka, ovšem operativní řízení měnové politiky by mělo být ponecháno tvůrci oficiálních inflačních předpovědí, nemají-li být tyto předpovědi a v důsledku toho i měnová politika ohroženy ztrátou kredibility.

Pozvolný pokles růstu HDP pokračoval v roce 1996. Po mírném oživení v posledním čtvrtletí dosáhl hodnoty 2,5 %. Snížení inflačních tlaků umožnilo další snižování základní sazby. Centrální banka reagovala podobně jako v předchozím roce. V srpnové Zprávě o inflaci uvedla, že střednědobá inflační předpověď se při současné úrokové sazbě pohybuje nad cílem 2,5 %. Tímto nátlakem dosáhla zvýšení základní sazby o 0,25 % v říjnu 1996.

Během prvních tří čtvrtletí roku 1997 došlo opět k růstu HDP, který měl za následek sérii zvyšování sazeb až na hodnotu 7,25 %. Protože měnová politika působí na inflaci se zpožděním, které je v Británii odhadováno na dva roky (Haldane, 1998), vzrostla mezitím inflace z květnové hodnoty 2,5 % na 3 % v září. Inflace za celý rok činila 2,7 %. Protože byl očekáván další pokles růstu HDP, nebyla úroková sazba od listopadu 1997 do května 1998 měněna.

V průběhu roku 1998 skutečně došlo k oslabení ekonomického růstu. Inflační tlaky způsobené přehřátím ekonomiky tedy zeslábly. Nicméně úroková sazba centrální banky byla zvýšena v červnu o 0,25 % na 7,5 %. Důvodem byly obavy z inflačních dopadů neustálého růstu nominálních příjmů. Tyto hodnoty byly vyšší než ty, které očekávala centrální banka. Dalším důvodem bylo zvážení inflačních dopadů zavedení minimální mzdy ve Velké Británii v tomto roce. Centrální banka ohodnotila tento vliv přepokládaným dopadem na inflaci v hodnotě 0,4 % a zakomponovala ho do svých inflačních prognóz. Během června a července došlo ke snížení inflačních tlaků způsobených trhem práce a také vyhlídky domácí i zahraniční poptávky ukazovaly na oslabení těchto inflačních faktorů. Proto byla v říjnu 1998 snížena základní sazba o 0,25 % a v listopadu o 0,5 % na 6,75 %.

2.4 Zkušenosti Velké Británie s cílováním inflace

Bank of England dosáhla svou dosavadní politikou nízké a stabilní inflace. Úspěšná měnová politika v rámci cílování inflace je do značné míry závislá na schopnosti komunikovat s veřejností; a právě tato schopnost je

na Bank of England oceňována. Příkladem dobrého přístupu ke komunikaci s veřejností je způsob prezentace jednání o měnové politice. Dalším takovým příkladem je zveřejňování externích inflačních prognóz v rámci Zpráv o inflaci.

Historie britské měnové politiky 90. let poskytla významnou lekci v otázce nezávislosti centrální banky. Do roku 1997 byla Bank of England závislá na ministru financí nejen v otázce úrovně cíle, ale také při rozhodování o svých instrumentech. Zkušenost získaná v průběhu let 1992–97 ukázala na potenciální konflikty mezi ministrem financí s centrální bankou, které by snižovaly kredibilitu měnové politiky a jejich cílů.

Snaha zabránit orientaci veřejnosti na horní mez inflačního pásma vedla k přechodu od inflačního cíle v podobě pásma k cíli bodovému s určeným pásmem tolerance výchylek. U Velké Británie i Nového Zélandu můžeme pozorovat podobnou tendenci, cílování centrálního bodu s pásmem tolerance. V obou případech je ovšem kladen rozdílný význam na pásmo a bod. V případě Nového Zélandu je oficiálním cílem pásmo, kdežto ve Velké Británii to je bod. Na rozdíl od Nového Zélandu nedošlo ve Velké Británii nikdy k překročení inflačního cíle, případně povoleného tolerančního pásma, přestože je současné britské toleranční pásmo užší než současné pásmo novozélandské. Tento fakt je významný pro získání a udržení kredibility měnové politiky.

3. Porovnání přístupů k implementaci strategie cílování inflace

V každé z popsaných zemí lze nalézt určitý specifický rys nebo zkušenost při implementaci strategie cílování inflace, které nelze nalézt u zemí ostatních. V případě Nového Zélandu to je především institucionální uspořádání, které je na rozdíl od ostatních zemí nejprecizněji ukotveno zákonnou formou. Významnou zkušeností je praxe s úzkým pásmem, která se neosvědčila. Pásmo bylo překračováno, a proto bylo rozšířeno. Problémy s příliš úzkým pásmem měla ovšem také Austrálie. Praxe měnové politiky ve Velké Británii ukázala na nezbytnost nezávislosti centrální banky. Za zmínku stojí také britský propracovaný způsob provádění a prezentace inflačních prognóz.

Při porovnání výchozího stavu v době zavedení cílování inflace a současného stavu v institucionálním uspořádání je patrná konvergence k podobnému schématu, které lze popsat následujícím způsobem: Všechny popsané země mají centrální banku s operační nezávislostí. Bank of England ji získala teprve nedávno a právě na příkladě britské měnové politiky je zřejmé, proč je důležité, aby centrální banka měla operační nezávislost – potenciální konflikty mezi vládou a centrální bankou snižují kredibilitu měnové politiky a jejich cílů. Nicméně v každé z těchto zemí existuje možnost, aby za určitých okolností převzala řízení měnové politiky vláda. Tento akt je ovšem politicky obtížný, a proto je uplatnitelný pouze v krizových situacích. Toto opatření tedy ve skutečnosti nesnižuje operační nezávislost centrální banky, je pouze určitou pojistkou.

Co se týče nezávislosti při stanovení cíle měnové politiky, je situace v uvedených zemích opět podobná. Na Novém Zélandu (a v Kanadě) byl cíl stanoven po dohodě mezi vládou a centrální bankou. V Austrálii vyhlásila inflační cíl centrální banka, nicméně vláda se k němu později, v srpnu 1996, přihlásila a podpořila ho. Ve Velké Británii byl cíl vyhlášen ministrem fi-

nanci. Ve všech zemích se tedy na určení či vyhlášení inflačního cíle nějakým způsobem podílela vláda. Společné vyhlášení inflačního cíle se jeví jako ideální z těchto důvodů:

1. Při rozporuplnosti empirických studií ohledně výše inflace (Sarel, 1996), (Barro, 1995), (Bakhshi a kol., 1998), která ještě není škodlivá nebo jejíž náklady jsou menší než ztráty z případné dezinflace, zůstává tento ekonomický parametr předmětem politické volby; proto by měl být spoluuročován demokraticky volenou politickou mocí s patřičnou odpovědností za hospodářskou politiku.
2. Přítomnost centrální banky při volbě inflačního cíle snižuje riziko dynamické nekonzistence měnové politiky.
3. Společné určení inflačního cíle umožňuje koordinaci hospodářských politik, což snižuje náklady na jejich úspěšné provádění.

Odpovědnost centrální banky je definována, kromě Nového Zélandu, pouze v obecných termínech. Všechny uvedené centrální banky jsou odpovědné vládě. Reserve Bank of New Zealand a Reserve Bank of Australia jsou povinny předkládat zprávy o měnové politice také parlamentu. Sankce za nesplnění inflačního cíle jsou ovšem definovány pouze v případě Nového Zélandu. Ve všech těchto zemích je kladen důraz na odpovědnost centrální banky v širším pojetí, tj. odpovědnost vůči veřejnosti. Strategie cílování inflace vyžaduje dosažení kredibility měnové politiky a jejích cílů. Patřičné kredibility může centrální banka dosáhnout úspěšností své měnové politiky a její transparentností. V důsledku povinnosti centrální banky publikovat veřejně výsledky a výhledy měnové politiky má veřejnost možnost kontrolovat úspěšnost měnové politiky; tím se zvyšuje odpovědnost centrální banky vůči veřejnosti. Uvedené centrální banky jsou povinny vydávat zprávy o měnové politice na čtvrtletní (Velká Británie) nebo pololetní (Nový Zéland, Kanada a Austrálie) bázi. Všechny uvedené centrální banky nějakým způsobem prezentují svou prognózu inflace, ale jen Reserve Bank of New Zealand a Bank of England poskytují konkrétní číselné údaje.

Při specifikaci inflačního cíle je patrná větší diverzifikace přístupů. Všechny uvedené země cílí index spotřebitelských cen (v případě Velké Británie se tento index nazývá index maloobchodních cen). S výjimkou Kanady ovšem tento index upravují. Nejvíce úprav je prováděno na Novém Zélandu, nejméně ve Velké Británii. Nejčastěji bývá index spotřebitelských cen očišťován o následující vlivy: hypoteční úrokové náklady (případně jiné úrokové náklady), změny nepřímých daní a státních poplatků.

Uvedené centrální banky mají podobný názor na úroveň inflace odpovídající cenové stabilitě – je jí rozmezí 1,5–2,5 %. Situace se ovšem v době zavedení cílování inflace v jednotlivých zemích lišila. Na Novém Zélandu dosahoval cílovaný index hodnoty přes 5 %, v Kanadě přes 6 %; proto tyto země stanovily své cíle v podobě lineárního dezinflačního schématu. Ve Velké Británii byla v době zavedení cílování inflace hodnota cílovaného indexu na horní hranici cílovaného pásma. V Austrálii se hodnoty pohybovaly na dolní hranici tohoto pásma. V těchto zemích byla strategie cílování inflace použita jako strategie pro udržení nízké míry inflace.

Při rozhodování o tom, zda používat bodový cíl, či pásmo, případně jak široké pásmo, řeší centrální banky dilema: mít schopnost dosáhnout určitého cíle versus vyslat dostatečně účinný signál pro tvorbu inflačních očekávání. V Kanadě, Austrálii a na Novém Zélandu je cíl stanoven v podobě

pásma. Ve Velké Británii je používán bodový cíl s tolerančním pásmem. Na Novém Zélandu je také kladen důraz na střed vytyčeného pásma, nicméně cílem zůstává pásmo. Také v Austrálii je centrální bankou zmiňována hodnota středu cílovaného pásma. Šířky pásem se pohybují od 1 do 3 procentních bodů. Zkušenost Austrálie a Nového Zélandu ukazuje, že úzké pásmo bývá častěji překračováno. Reserve Bank of New Zealand proto pásmo rozšířila. Jednotlivé centrální banky vytyčují své cíle různě, je ovšem patrné, že se více či méně důrazným způsobem snaží zdůraznit určitou bodovou hodnotu, aby lépe působily na tvorbu inflačních očekávání.

Časový horizont pro inflační cíl je konkrétně stanoven v Kanadě a na Novém Zélandu. V prvním případě je jím rok 2001, ve druhém případě konec kontraktu mezi guvernérem centrální banky a ministrem financí, tedy rok 2003. Ve Velké Británii časový horizont definován není; centrální banka by měla dosahovat cíle v budoucnosti neustále. Australská centrální banka by měla dosáhnout hodnoty cílovaného pásma v průměru za hospodářský cyklus.

Ve všech uvedených zemích se doposud podařilo dosáhnout a udržet nízkou míru inflace. Dosavadní zkušenost s aplikací strategie cílování inflace je tedy jednoznačně pozitivní. Je ovšem nutné připomenout, že všechny uvedené země měly poměrně nízké hodnoty inflace již před zavedením této strategie.

LITERATURA

hlavní prameny:

BERNANKE, B. S. – LAUBACH, T. L. – MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S. (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press, 1999.

MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S. (1997): *Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*, WP 6126, NBER, 1997.

ostatní prameny:

BAUMGARTNER, J. – RAMASWAMY, R. (1996): *Inflation Targeting in the United Kingdom: Information Content of Financial and Monetary Variables*. *IMF Working Paper*, WP/96/44, 1996.

LANE, T. – VAN DEN HEUVEL, S. (1998): *The United Kingdom's Experience with Inflation Targeting*. *IMF Working Paper*, WP/98/87, 1998.

MAYES, D. G. (1998): *The Western Experience with a Strategy of Inflation Targeting*. *Working Paper*, ČNB, 1998

MISHKIN, F. S. (1997): *Strategies For Controlling Inflation*. WP 6122, NBER, 1997.

OECD Economic Surveys

prameny centrálních bank:

Reserve Bank of New Zealand:

Annual Reports

Reserve Bank of New Zealand Bulletins

The Impact of Monetary Policy on The Economy. Reserve Bank of New Zealand, 1998.

Bank of England:

Inflation Reports

Quarterly Bulletins

BAKSHI, H. – HALDANE, A. G. – HATCH, N. (1998): *Some Costs and Benefits of Price Stability in the United Kingdom*. *Working Paper Series, Bank of England*, No. 78, 1998.

HALDANE, A. G. (1998): *Monetary Policy & Inflation Targets: Lessons from the UK & Other Developed Countries*. Bank of England, 1998.

HALDANE, A. G. (1997): *Some Issues in Inflation Targeting. Working Paper Series, Bank of England*, No. 74, 1997.

Bank of Canada:

Bank of Canada Reviews

Monetary Policy Reports

Reserve Bank of Australia:

Annual Reports

Reserve Bank of Australia Bulletins

SUMMARY

JEL Classification: E52

Keywords: inflation targeting – monetary policy

Inflation Targeting Countries' Experience

David MAREK – Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague; Česká spořitelna, a.s., Prague

Inflation targeting is historically the youngest strategy in the practice of monetary policy. Successfully pioneered by New Zealand, inflation-targeting schemes are now well established in several central banks, including the Czech National Bank (CNB).

The experiences of other inflation-targeting central banks may offer lessons for the CNB. The article considers the experiences of the Reserve Bank of New Zealand and the Bank of England, and, to a lesser extent, the Bank of Canada and the Reserve Bank of Australia. In surveying these central banks' approaches to inflation targeting, Marek focuses on the confrontation of institutional arrangements, the practices of inflation targeting, realized monetary policy, and the challenge central banks faced in implementing inflation-targeting regimes. The banks' experiences are analyzed on a case-by-case basis, toward isolating the best modes of the inflation-targeting framework.