

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství **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 HRNČIŘ: Pechod 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 HRNČIŘ: 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). Užítí 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 Bulif, 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 Bulif, 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 Pospišil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Je cílování inflace cestou k nižší inflaci?

Zdeněk TŮMA*

Toto číslo časopisu jsme se rozhodli věnovat mimořádně aktuálnímu tématu současné monetární politiky, a to tzv. cílování inflace (inflation targeting¹). Na konci roku 1997 Česká národní banka oznámila, že přechází na přímé cílování inflace a nebude opírat svou politiku pouze o jediný zprostředkující cíl, kterým byl až donedávna měnový kurz.

Cílování inflace není pochopitelně nový koncept, s úspěchem je aplikováno v řadě zemí. Historie tohoto typu měnové politiky je však příliš krátká – počítá se spíše na roky – a skutečnosti svědčící ve prospěch cílování inflace jsou proto některými oponenty z různých hledisek zpochybňovány. Argumenty oponentů cílování inflace znějí ještě silněji při jeho použití v transformující se ekonomice. Poukazuje se na to, že transmissní mechanismy monetární politiky transformující se ekonomiky nejsou natolik dostatečně známy, aby centrální banka mohla určovat jako svůj cíl přímo inflaci, aniž by ohrozila svou kredibilitu, resp. aniž by vystavila ekonomiku zbytečně restriktivní politice.

O příspěvek do tohoto čísla jsme proto požádali několik autorů, jejichž názory odrážejí diskuzi kolem cílování inflace ve světě a přitom vycházejí z analýzy české ekonomiky. První příspěvek od K. Šmídkové a M. Hrnčíře je pohledem zevnitř České národní banky, ačkoli sami autoři upozorňují, že jejich názory se s oficiálními stanovisky centrální banky nemusejí nutně kryt. Další dva příspěvky (M. Čihák – T. Holub a M. Mandel) jsou spíše kritické a vyjadřují pochybnost, zda uplatnění cílování inflace je skutečně krokem vpřed. Na závěr zařazujeme výtah z nedávné studie F. S. Mishkina a A. S. Poseny [1997] v překladu J. Jonáše. V této práci je prezentován ucelený výklad podstaty cílování inflace, jsou uvedeny argumenty pro a proti, včetně zkušenosti Nového Zélandu, který cílování inflace zavedl jako jedna z prvních zemí. Rád bych také upozornil na jazykový komentář na konci čísla k některým termínům, které jsou v souvislosti s cílováním inflace v češtině více používány, někdy však poněkud chaoticky a z jazykového i terminologického hlediska nesystémově.

Shrňme nyní základní teoretická východiska cílování inflace a důvody, které centrální banku k jejímu významnému rozhodnutí zřejmě vedly.

* Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. – šéfredaktor časopisu Finance a úvěr; Institut ekonomických studií FSV UK; Patria Asset Management, a. s., Praha

¹ K termínu „cílování inflace“ viz filologickou poznámku na konci tohoto čísla.

Kotvy monetární politiky

Historie měnové politiky je zároveň historií hledání způsobů, jak tuto politiku provádět. V nejobecnější podobě lze rozlišit dva způsoby, a to měnovou politiku podle pravidla a měnovou politiku diskrečních zásahů. Poměrně dlouhou dobu se měnová politika držela jednoduchého a transparentního pravidla – zlatého standardu.² Zlatý standard byl však postupně opuštěn a na koncepci měnové politiky – a její realizaci – se uplatňují různé názory, které v jednotlivých případech buď upřednostňují pravidla, nebo diskreční zásahy. Jedním z nejznámějších pravidel, které prosazoval zejména M. Friedman, je stanovení jistého tempa růstu peněžní zásoby a jeho stálé udržování. V čisté podobě však toto pravidlo nebylo nikde aplikováno. M. Friedman odůvodňoval výhodnost tohoto pravidla tím, že transmisní mechanismus měnové politiky působí pomalu a na reálnou ekonomiku zapůsobí v plné síle až po několika čtvrtletích. Odpůrci tohoto pravidla naopak nejčastěji poukazují na nestabilitu rychlosti oběhu peněz.

V posledních letech se do centra pozornosti dostává právě cílování inflace a cílování nominálního HDP. Oba tyto koncepty jsou považovány za měnovou politiku podle pravidla, ačkoli – jak upozorňuje Green [1996] – striktnost pravidla či vytvoření určitého prostoru pro diskreční zásahy závisí ve značné míře na institucionálním uspořádání a nevyhne se tedy diskuzi o dynamické nekonzistenci a o nezávislosti centrální banky.³ Odvoláme-li se opět na Greena [1996], pak cílování inflace je taková měnová politika, v jejímž rámci se rozhodnutí podřizují vývoji očekávané inflace s ohledem na ohlášený inflační cíl (obdobně pochopitelně pro HDP). Frankel [1995] ukazuje, že za jistých okolností je cílování HDP efektivnější než cílování inflace, proti tomu však stojí argument nižší transparentnosti cílování HDP v důsledku větších problémů s jeho měřením.

Jak u cílování inflace, tak u cílování HDP je měření cílovaných veličin zcela zásadním problémem. Je mu věnována velká pozornost v odborné literatuře⁴ a je zmiňován i v následujících příspěvcích. V případě inflace se v podstatě jedná o to, že (celková) inflace (inflation; actual/total/headline inflation) je determinována řadou cenových položek, které mají velkou variabilitu a zkreslují vývoj trendu, který souvisí s vývojem peněžní zásoby, resp. s měnovou politikou. Proto se pracuje s pojmy inflační jádro, čistá inflace apod. (core, underlying, measured či net inflation)⁵, které označují inflaci očistěnou často o ceny energií a potravin, které jsou exogenní a prakticky nezávislé na měnové politice. V našich podmínkách je situace komplikovanější o přítomnost silně regulovaných cen, které navíc mají v indexu, resp. spotřebitelském koši, velkou váhu. V každém případě jde o jeden z významných aspektů, který musí každá centrální banka, která chce cílování inflace aplikovat, řešit.

² Fischer [1990] upozorňuje, že se najdou i ekonomové, kteří zlatý standard jako pravidlo zpochybňují, ale přece jen převládá názor, že zlatý standard pravidlem byl.

³ K těmto tématům viz klasické výchozí staté Kydlanda a Prescottta [1977] a Barroa a Gordona [1983].

⁴ Viz např. [Allen 1997], [Cecchetti 1997], [Bryan – Cecchetti 1994].

⁵ Definice a rozlišení těchto pojmů není zcela striktní; viz literaturu k tomuto tématu citovanou v předchozí poznámce.

Cílování inflace v ČR

Jak víme, česká centrální banka se během transformačního období zatím opírala především o pevný měnový kurz jako vhodnou nominální kotvu. Pozitivní efekt této kotvy byl přinejmenším dvojnásobný. Za prvé přispěla k udržení nízké inflace po celé období od roku 1991⁶, ačkoli bychom neměli přehlížet dobré výchozí podmínky české ekonomiky ve srovnání s jinými zeměmi. Za druhé přispěla k solidní reputaci a kredibilitě České národní banky. V důsledku kombinace neklesajícího inflačního diferenciálu a pevného měnového kurzu však také po celou dobu docházelo k reálné apreciaci koruny a pevný měnový kurz navíc vedl k větší variabilitě ostatních veličin (především peněžní zásoba se vymyká kontrole centrální banky). Již začátkem roku 1996 bylo zřejmé, že ČNB bude muset hledat řešení této situace, přičemž rozšíření flukтуаčního pásma jí poskytlo jen krátký oddychový čas. Nakonec se centrální banka uchýlila k pružnému měnovému kurzu.

Pres všechny teoretické (nezřetelnost transmisičního mechanismu) a praktické (měření inflace) výhrady se ČNB v závěru loňského roku rozhodla pro přímé cílování inflace. Na tomto místě nemá smysl opakovat výhody a nevýhody cílování inflace a případná rizika. Právě těmto tématům je toto číslo časopisu *Finance* a úvěr věnováno.

Příspěvky obsažené v tomto čísle

Čtenář se v tomto čísle může seznámit jak s koncepcí cílování inflace obecně a se zkušenostmi jednoho z pionýrů, Nového Zélandu (Mishkin a Posen v překladu J. Jonáše), tak s příspěvky zaměřenými na analýzu situace české ekonomiky a uplatnění cílování inflace v české ekonomice. Šmídková a Hrnčír argumentují ve prospěch cílování inflace v ČR s tím, že umožní vyšší transparentnost monetární politiky a zároveň lépe zabráňuje konfliktu různých cílů než jiné alternativy. Kromě toho zdůrazňují, že na rozdíl od cílování měnového kurzu, které prakticky představuje „dovoz“ inflačního cíle ze zahraničí, jak cílování peněžní zásoby, tak cílování inflace umožňují vyšší autonomii centrální banky. Základní spor mezi jejich argumentem a příspěvkem Mandela spočívá však právě v tom, že Šmídková a Hrnčír nevěří příliš cílování peněžní zásoby v našich podmínkách, zatímco Mandel na bázi modelu *AS-AD-NX* analyzuje situace, při kterých je cílování peněžní zásoby výhodnější než cílování inflace. Mandel přitom poukazuje na to, že jeden z hlavních argumentů proti cílování peněžní zásoby není zcela korektní, neboť podle jeho názoru je nestabilita důchodové rychlosti peněz do značné míry endogenní a je způsobena střídáním období monetární expanze a monetární restriktce. Mandel dále dospívá k závěru, že cílování inflace povede s největší pravděpodobností k nadměrné restriktci.

Čihák a Holub poukazují na to, že zavedení cílování inflace není natolik zásadní změnou v politice centrální banky, jak by se na první pohled mohlo zdát, protože měnový kurz stejně nebude možné pustit ze zřetele. Podle jejich názoru je velmi pravděpodobné, že centrální banka by dosáhla snížení čistě in-

⁶ Begg [1997] vyjadřuje určité pochybnosti o významu volby pevného měnového kurzu jako klíče ke stabilitě během transformace. Zdůrazňuje spíše nutnost konzistence monetární a fiskální politiky.

flace i prostřednictvím hybridního transmisního mechanismu, tj. cílováním kurzu, resp. peněžní zásoby přes úrokové sazby. Upozorňují také na problém reputační rovnováhy z pohledu cílování inflace. Z jiného úhlu pohledu zde jejich analýza vede k podobnému závěru, jako je závěr vyslovený Mandelem, totiž že cílování inflace může snadno vést k nadměrné restrikcí.

Je pochopitelně nakonec na čtenáři, aby si vytvořil představu o probíhající diskuzi a přisoudil jednotlivým argumentům příslušnou váhu. V každém případě věřím, že publikované příspěvky posunou diskuzi o cílování inflace v české ekonomice kupředu.

LITERATURA

ALLEN, W. A.: Inflation Measurement and Inflation Targets: The UK Experience. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1997.

BARRO, R. J. – GORDON, D. B.: Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics, 1983, č. 12.

BEGG, D.: Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date. The IMF and National Bank of Hungary Inflation Seminar, Budapest, June 3, 1997, mimeo.

BRYAN, M. F. – CECCHETTI, S. G.: Measuring Core Inflation. In: N.G. Mankiw: Monetary Policy. NBER, Studies in Business Cycles, Vol. 29, University of Chicago Press 1994.

CECCHETTI, S.G.: Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1997.

FISCHER, S.: Rules Versus Discretion in Monetary Policy. In: B.M. Friedman–F. H. Hahn: Handbook of Monetary Economics, North Holland 1990.

FRANKEL, J. A.: Monetary Regime Choice for a Semi-Open Country. In: S. Edwards: Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy. Cambridge University Press 1995.

GREEN, J.H.: Inflation Targeting: Theory and Policy Implications. IMF Working Paper WP/96/65, 1996.

KREIDL, V. – TŮMA, Z.: Stará kotva opuštěna, kde hledat novou? Ekonom, 1996, č. 17, s. 19–20.

KYDLAND, F. E. – PRESCOTT, E. C.: Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. Journal of Political Economy, 85, 1977, s. 473–492.

LEIDERMAN, L. – SVENSSON, L.E.O.: Inflation Targets. London, CEPR 1995.

MISHKIN, F.S. – POSEN, A. S.: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 3, August 1997.

TŮMA, Z.: Inflace v České republice a nezávislost centrální banky. Seminář ČNB k 70. výročí založení Československé národní banky, duben 1996, mimeo.

SUMMARY

Inflation Targeting: a Way of Lowering Inflation?

Zdeněk TŮMA – Editor in Chief of the journal „Finance a úvěr“; Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague ; Patria Asset Management, a. s., Prague

A short introduction to this issue, which lists and describes in a nutshell monetary policy alternatives such as the gold standard, monetarist approach, and inflation and GDP targeting. It cites important papers on some crucial issues in the area of inflation targeting. At the end, all articles in the issue are introduced.