

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). 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 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.

Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích (komparace z pohledu modelu *AS-AD-NX*)*

Martin MANDEL**

Některé nesplněné předpoklady monetaristického transmisního mechanismu v osmdesátých letech ohledně stability důchodových rychlostí peněz a peněžních multiplikátorů vedly centrální banky k formulaci nových schémat řízení měnové politiky. Zejména na počátku devadesátých let řada centrálních bank přistoupila k vyhlášení svého inflačního cíle¹ a k přímému sledování tohoto cíle prostřednictvím krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu. Režim cílování inflace se Česká národní banka rozhodla aplikovat od počátku roku 1998. Hlavním záměrem tohoto článku je provést komparaci chování monetaristického transmisního mechanismu a cílování inflace pomocí modelu *AS - AD - NX* v různých nerovnovážných situacích. Zároveň budou diskutovány rozdílné dopady těchto politik na ostatní národohospodářské veličiny (HDP, platební bilance a úrokové sazby). Analýze předchází krátká úvodní pasáž, která je věnována historickému exkurzu do transmisních mechanismů měnové politiky, a dále část naznačující systémové problémy obou transmisních mechanismů.

Stručně z historie měnové politiky

Historie transmisních mechanismů je poměrně bohatá a logicky se vkrádá otázka, proč centrální banky způsoby vedení měnové politiky mění tak často. Zřejmě prvním historickým pokusem o praktické využití určité teoretické koncepce v měnové politice byla aplikace tzv. Peelových bankovních zákonů v Bank of England v roce 1844. Tento systém, fungující v rámci zlatého standardu, byl snahou o aplikaci zákonů tzv. Ricardova cenového vyrovnávacího procesu platební bilance. Bank of England prostřednictvím stahování a emise peněžního zlata ovlivňovala úvěrovou kapacitu obchodních bank podle vývoje salda platební bilance (při deficitu platební bilance docházelo ke stahování peněžního zlata, při jejím aktivu probíhal proces opačný). Z hlediska historie národohospodářských soustav je velice zajímavá diskuze, která v té době probíhala.² Jejím stěžejním bodem byla kritika deflačně-recesních účinků stahování zlata při

* Tento text vznikl v rámci grantu 402/96/1440.

** Doc. Ing. Martin Mandel, CSc. – katedra měnové teorie z politiky VŠE Praha

¹ Cílování inflace například zavedly Nový Zéland (1990), Kanada (1991), Velká Británie (1992), Švédsko (1993), Finsko (1993), Austrálie (1993) a Španělsko (1994).

² Ke sporu mezi zastánci a odpůrci Peelových bankovních zákonů například [Marx 1956, s. 93–139]. Tehdejší diskuze ukazuje, že tento problém ekonomové diskutovali již před více než sto lety.

deficitu platební bilance. Zde byl vlastně poprvé formulován teoretický problém, který známe i z diskuzí v České republice v roce 1997, zda peněžní emisi podřízovat vnitřní, či vnější rovnováze.

V moderní historii centrálního bankovníctví po druhé světové válce byl nejdříve formulován keynesiánský transmisní mechanismus, který – při určitém zjednodušení – spočíval v cílování reálného ekonomického růstu a nezaměstnanosti prostřednictvím krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb. Tento systém, který prošel určitým vývojem, byl kritizován monetaristy zejména pro jednostrannou snahu centrálních bank o udržování nízkých krátkodobých úrokových sazeb, které měly usnadňovat financování deficitů státních rozpočtů a zajišťovat reálný růst a nízkou nezaměstnanost. Výsledkem této politiky byla neustálá tendence k nadměrné emisi peněz s inflačními a depreciačními tlaky.

Po problémech s inflací v sedmdesátých letech v období prvního a druhého ropného šoku, které byly zároveň doprovázeny ekonomickou recesí, získávala postupně mezi centrálními bankami popularitu monetaristická koncepce řízení měnové politiky, v níž jako operativní kritérium vystupovala měnová báze a jako střednědobé kritérium měnový agregát. Zpočátku se jednalo spíše o užší měnové agregáty typu M1, zahrnující pouze oběživo a běžná depozita. Později, vzhledem k nestabilitě důchodových rychlostí peněz, centrální banky rozšiřovaly měnové agregáty o další bankovní pasiva. V teoretické Friedmanově konstrukci měla centrální banka svoji politiku omezit pouze na zajišťování pravidelných přírůstků peněžní zásoby na úrovni dlouhodobého růstu potenciálního produktu. Ve skutečnosti se cílování měnových agregátů provádí poněkud operativněji. Dlouhodobým cílem v tomto transmisním mechanismu je pro centrální banku nízká inflace, střednědobě však tento systém cíluje nominální důchod, který je dán součtem dlouhodobě udržitelného neinflačního reálného růstu a tzv. „nutné inflace“. Při formulaci nutné inflace centrální banka zvažuje nabídkově determinované inflační tlaky (např. očekávanou inflaci, cenové deregulace, daňové vlivy atd.) a náklady případného dezinflačního procesu.

V devadesátých letech se vedle již zmíněného přímého cílování inflace objevuje u zemí s vysokou inflací a nízkou kredibilitou centrální banky rovněž tzv. „currency board“. Jedná se o systém, v němž se centrální banka neodvolatelně zavazuje udržet pevný kurz proti některé neinflační světové měně. Hlavním nástrojem jsou neomezené nesterilizované devizové intervence, které automaticky (avšak zpětně) zajišťují rovnováhu na peněžním trhu. V současné době tento systém se značnými úspěchy aplikuje například Argentina. Přesto je zde opět několik „slabých míst“, které lze alespoň teoreticky předpokládat (například negativní dopady pevné kurzové vazby na vyspělejší ekonomiku, průchodnost nesterilizovaných intervencí z hlediska ekonomického růstu a stability bankovní soustavy, zpoždění celého intervenčního mechanismu v důsledku přílivu kapitálu lákaného vysokými úrokovými sazbami).

Na základě tohoto krátkého historického exkurzu si nyní položíme otázku, co je příčinou relativně častých změn v systémech vedení měnové politiky. Jedním z faktorů je nesporně rostoucí úroveň poznání. Dalším pak i určitá změna v cílovém zaměření většiny centrálních bank, kde stále více dominuje „monocíl“ v podobě stability měny. Zároveň se však v tomto článku pokusíme ukázat, že objektivně nemůže existovat absolutně dokonalý transmisní mechanismus měnové politiky, který by umožňoval za každé situace dosažení daného měnového cíle a zároveň by „neohrožoval“ dosažení dalších národohospodářských cílů. Vzhledem k tomu, že preference společnosti se v návaznosti na střídání národohospodářských problémů mění, je používání každého transmisního mecha-

TABULKA 1 Vývoj peněžního multiplikátoru měnové agregátu M2
(za období září 1996 až prosinec 1997)

	M2 / měnová báze	M2 / měnová báze (bez dobrovolných rezerv)
1996: září	4,40	4,36
říjen	4,36	4,32
listopad	4,43	4,38
prosinec	4,36	4,33
1997: leden	4,38	4,34
únor	4,44	4,43
březen	4,39	4,39
duben	4,41	4,41
květen	4,78	4,75
červen	4,87	4,92
červenec	5,02	5,00
srpen	5,01	5,02
září	4,87	4,90
říjen	4,83	4,87
listopad	4,87	4,87
prosinec	4,86	4,91

nizmu časově omezeno. Při volbě transmisního mechanismu je rovněž nutné přihlédnout k převažující formě „šoků“, které způsobují nestabilitu parametrů důležitých pro úspěšné používání zvoleného systému. Nestabilitu vztahů v daném transmisním mechanismu a následné vedení měnové politiky „naslepo“ způsobují různé typy výdajových, nabídkových, portfoliových a dalších šoků. Vzhledem k tomu, že nabídka kauzálních vazeb, se kterými centrální banka může pracovat, je značně omezená, můžeme pozorovat, že některé způsoby vedení měnové politiky se v různých formách vracejí. Například základní systémový princip – stahování peněz při deficitu platební bilance a uvolňování peněžní emise při aktivu platební bilance – je shodný jak u Peelových bankovních zákonů, tak i v případě „currency board“. Svým způsobem určité systémové paralely (stejně operativní kritérium, totiž krátkodobou úrokovou sazbu) můžeme najít i v případě cílování inflace a keynesiánského cílování reálného růstu. Rozdíly pak vyplývají ze skutečnosti, že se střílí na rozdílné terče ležící na přesných opačných stranách.

Monetaristický transmisní mechanismus a jeho systémové problémy

Cílování peněžní zásoby je založeno na předpokladu stability peněžního multiplikátoru (případně stability vztahu mezi krátkodobými úrokovými sazbami peněžního trhu a peněžní zásobou), stability důchodové rychlosti peněz a existence dlouhodobého vlivu peněžní zásoby na inflaci. Při praktické realizaci cílování peněžní zásoby se přes zvolený měnový agregát střednědobě cíluje požadovaná výše nominálního důchodu a dlouhodobě inflace.

O chování peněžního multiplikátoru v České republice vypovídá *tabulka 1*. Je patrné, že peněžní multiplikátor pro M2 vykazoval „slušnou“ stabilitu od září 1996 až do období před měnovými turbulencemi v květnu 1997. Po jeho

TABULKA 2 Vývoj důchodové rychlosti peněz od roku 1990
– příčiny a ekonomická interpretace

	reálná M2 ^a	důchodová rychlost M2	saldo obchodní bilance ^b	závazky po lhůtě splatnosti ^c
1990	-16,3	1,51		+47,1
1991	-26,5	1,75	+38,5	+120,7
1992	+8,8	1,56	-70,1	-4,1
1993	+2,1	1,54	+38,3	—
1994	+10,6	1,49	-24,5	-7,3
1995	+11,3	1,40	-57,8	-7,7
1996	-0,8	1,41	-61,9	+9,2
1997	-2,1 ^c	1,47 ^c	+14,0	+11,6

^a meziroční změna v procentech

^b meziroční změna v mld. Kč (resp. Kčs)

^c M2 k 30. 11. 1997

jednorázovém růstu v důsledku snížení sazeb povinných minimálních rezerv (květen 1997) následuje období oscilace s většími nepravidelnými amplitudami. Vyšší kolísání je způsobeno řadou příčin (zejména zvýšením nestability dobrovolných rezerv na straně měnové báze a některými „skoky“ čistých zahraničních aktiv komerčních bank na straně M2).

Další důležitým parametrem monetaristického transmisního mechanismu je důchodová rychlost peněz. *Tabulka 2* postihuje její vývoj od roku 1990 (roční data). V tabulce jsou dále zachyceny i procentní změny reálné peněžní zásoby (M2), a to jako proměnné signalizující restriktivnost a expanzivnost měnové politiky. Je patrné, že důchodová rychlost klesá v období peněžní expanze a roste v období peněžní restrikce. Tuto skutečnost můžeme z jednoho pohledu interpretovat tak, že střídání měnové expanze a restrikce způsobuje nestabilitu důchodové rychlosti peněz, nebo z druhého pohledu tak, že nestabilita důchodové rychlosti peněz si vynucuje časté změny tempa růstu peněžní zásoby. Tato druhá varianta by zjevně hovořila proti cílování peněžní zásoby, neboť výrazné změny důchodové rychlosti peněz se špatně předpovídají. Domnívám se však, že zejména po roce 1993³ platí první varianta. Pro tento názor je důležitá ekonomická interpretace změn parametru důchodové rychlosti peněz. Údaje v tabulce 2 naznačují, že v době expanze narůstá deficit obchodní bilance a v době restrikce má tento deficit tendenci klesat. Zároveň v období expanze klesá platební neschopnost firem (měřeno závazky po lhůtě splatnosti) a v období restrikce tato platební neschopnost narůstá. Souhrnně řečeno, při peněžní expanzi důchodová rychlost peněz klesá, protože firmy více splácejí své dluhy a společnost má tendenci více importovat než exportovat; při peněžní restrikci důchodová rychlost peněz naopak roste, protože firmy více nakupují na dluh a společnost má tendenci méně importovat než exportovat. Změny v charakteru měnové politiky tedy destabilizují důchodovou rychlost peněz, která je v tomto případě endogenní veličinou. Je to dáno tím, že v krátkém období v malé

³ V určitém období po roce 1990 lze zřejmě pokles důchodové rychlosti peněz zdůvodnit i zvyšující se monetarizací české ekonomiky (rostoucí počet podniků, rozvoj kapitálového trhu atd.). V roce 1993 důchodová rychlost rostla v I.–III. čtvrtletí. Její výsledný meziroční pokles je způsoben až peněžní expanzí v posledním čtvrtletí.

otevřené ekonomice reaguje na změny měnové politiky nominální důchod pouze částečně a jako „polštář“ zde vystupuje saldo obchodní bilance. Vzhledem k pomalé práci soudů a měkkosti legislativy v ČR může při restrikci jako další polštář vystupovat i nárůst závazků po lhůtě splatnosti.

Klíčovým systémovým problémem monetaristického transmisního mechanismu je vliv otevřené ekonomiky, a to ve dvou směrech. Naše praxe zejména v letech 1994 – 1996 potvrdila problém omezené schopnosti kontrolovat měnovou bázi a peněžní zásobu v podmínkách pevného kurzu. Pro malou výrazně otevřenou ekonomiku existuje však ještě další problém – v krátkém období vývoj peněžní zásoby působí na rovnováhu platební bilance, přičemž v praxi je tempo růstu peněžní zásoby odvozováno zejména od tempa růstu nominálního důchodu podle rovnice směny. Vazba peněžní emise na platební bilanci je teoreticky řešena v Polakově modelu, vypracovaném v padesátých letech pro potřeby MMF, nebo v „modernějších“ monetaristických modelech sedmdesátých let. Jak již bylo naznačeno v úvodní části, propočet optimální emise pomocí rovnice směny a monetárního přístupu k platební bilanci bude v normální dynamicky fungující ekonomice obvykle rozdílný. Při ideálním řešení této situace by obě metody daly hraniční body pro pohyb peněžní zásoby, přičemž větší přihlídnutí k vnitřní nebo vnější rovnováze by bylo dáno ekonomickým uvážením. V této oblasti však chybí větší propojení mezi teorií a praxí. Příčiny lze hledat především v oblasti teorie a empirického výzkumu, neboť se doposud nenašel dostatečně jednoduchý model vhodný pro aplikaci v praxi.⁴

Dalším často diskutovaným problémem je vztah mezi vývojem peněžní zásoby a inflací. Některé ekonometrické odhady provedené na datech české ekonomiky (zejména [Sommer 1995], [Bulír 1996], [Čihák – Janáček 1996] a [Holub 1997]) potvrdily, že vývoj peněžní zásoby je jedním z významných faktorů určujících cenový vývoj. Určité problémy jsou však spojeny s jednoznačným určením zpoždění mezi vývojem měnového agregátu M_2 a změnou indexu spotřebitelských cen a dále i s relativně nízkou hodnotou odhadnutého parametru, který je ve všech případech významně nižší, než je teoreticky uvažovaná jednotková elasticita. Dovolím si zde formulovat hypotézu, že tyto problémy v malé otevřené ekonomice jsou dány dvěma druhy zpoždění, která existují mezi vývojem peněžní zásoby a cenové hladiny. První, krátké zpoždění (několik měsíců) je dáno téměř okamžitým „prosakováním“ nadměrné emise peněz do cen prostřednictvím rostoucí domácí poptávky. Větší část nadbytečné emise však je akumulována v narůstajícím deficitu běžného účtu, který vyvolává s delším zpožděním (i několik let) depreciaci kurzu a následnou inflaci. Postihnout toto dlouhé zpoždění mezi vývojem peněžní zásoby a inflací bude při ekonometrickém odhadu problematické ze dvou důvodů; (1) česká ekonomika má za sebou pouze jeden vývojový cyklus a (2) zpoždění se bude měnit podle ochoty zahraničí dané ekonomice půjčovat.

Řada problémů – které jsou ze strany makroekonomů často neprávem opomíjeny – vzniká i při vlastním operativním řízení pomocí měnové báze. Vedle krátkodobých (denních) pohybů dobrovolných rezerv, oběživa a vlivů pokladního plnění státního rozpočtu se jako nejproblematictější jeví způsob stanovení povinných minimálních rezerv. Pokud existuje zpoždění mezi jejich propočtovým a udržovacím obdobím, vzniká při restrikci problém, jak do systému emitovat méně likvidity, než je skutečný propočet povinných minimálních rezerv

⁴ Prvními pokusy v této oblasti jsou práce J. Fraitě [1996], J. Kodery a M. Mandelě [1995] a V. Tomšíka [1997], kteří ověřují použitelnost monetárního přístupu k platební bilanci na českých datech.

za celou bankovní soustavu. Tento problém je řešitelný pouze – pomineme-li možnost zrušení povinných minimálních rezerv – vzájemným překrýváním pro-
počtového a udržovacího období. Tato úprava systému však představuje pod-
statné zvýšení nároků na denní řízení likvidity obchodních bank.

Cílování inflace a jeho systémové problémy

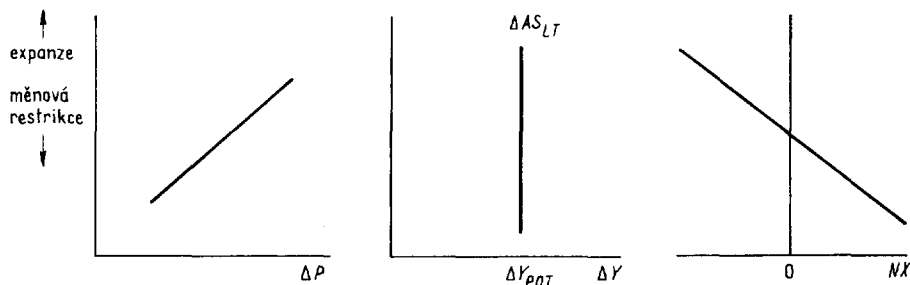
Cílování inflace oproti standardnímu cílování peněžní zásoby znamená vý-
znamný ideový posun – i když je třeba poznamenat, že rozdíl mezi oběma pří-
stupy je větší zejména v případě původního Friedmanova modelu s pravidel-
nými tempy růstu peněžní zásoby. Zde se jedná o typické řízení podle pravidel,
zatímco cílování inflace představuje „diskreční“ způsob řízení měnové politiky,
kde měnová politika reaguje na průběžně zjišťované diskrepance mezi prognó-
zou vývoje inflace a inflačním cílem. Oproti praktické realizaci monetaristic-
kého transmisního mechanismu, který je ve středním období směřován k no-
minálnímu důchodu (případně k rovnováze běžného účtu), má cílování inflace
pouze jeden jasně definovaný střednědobý a dlouhodobý cíl. Z této skutečnosti
lze usuzovat, že cílování inflace bude znamenat riziko větší nestability u ostat-
ních makroekonomických veličin.

Další rozdíl spočívá ve vzdálenosti mezi operativním kritériem a dalšími ve-
ličinami v transmisním mechanismu, na které je zaměřena optika centrální
banky. Zatímco spojení mezi nástroji, měnovou bází a měnovým agregátem je
relativně krátké, a pokud je multiplikátor stabilní pro několikaměsíční prů-
měry, z hlediska centrální banky i dobře kvantifikovatelné, inflační cíl je v trans-
misním kanálu veličina značně vzdálená. Cílování inflace je proto podstatně
náročnější na prognostickou činnost centrální banky a dále na kvantifikaci
vztahu mezi stupněm neplnění inflačního cíle a požadovanou změnou opera-
tivního kritéria. Při nedokonalosti prognóz a nejasnostech v politice úrokových
sazeb bude mít cílování inflace zřejmě tendenci se „redukovat“ na hlídání pev-
ného kurzu pomocí úrokové sazby.

Určité srovnání můžeme tedy provést i s dříve u nás realizovanou měnovou
politikou opírající se o systém pevného kurzu. Připomeňme si, že hlavním prob-
lémem tohoto období (1994–1996) byla kombinace vysokého úrokového dife-
renciálu a nedepreciačních očekávání, která měla za následek příliv kapitálu
a z toho vyplývající nadměrnou peněžní expanzi. Politika floatingu problém vy-
sokého úrokového diferenciálu do určité míry řeší zvýšením rizikové prémie
v rovnici nekryté úrokové parity. Při cílování inflace však dochází k implicit-
nímu opětovnému zavedení politiky pevného kurzu, neboť spekulanti si stejně
jako centrální banka mohou od hodnot inflačního cíle odvodit horní (depreci-
ační) oscilační pásmo kurzu. Příliv kapitálu pak staví centrální banku před
známé dilema: připustit apreciaci kurzu, nebo intervenovat a následně sterili-
zovat. Řešení této situace snížením úrokových sazeb je v režimu cílování inflace
nepravděpodobné, protože trh by si tento krok mohl vysvětlit tak, že centrální
banka dosti důrazně nestojí za svým cílem.

Důležitým prvkem cílování inflace je působení inflačního cíle na očekávání
tržních subjektů. V modelech založených na teorii racionálních očekávání může
být dezinflační politika zcela bez nákladů, pokud tržní subjekty jsou ochotny
ve své cenové politice plně akceptovat inflační cíl centrální banky. Je však otáz-
kou, do jaké míry může centrální banka s tímto efektem počítat. Naším prob-
lémem bude pouze skutečnost, že subjektům je ve značné míře vlastní adap-
tivní očekávání. Účinnost působení na očekávání tržních subjektů může být

GRAF 1



nížká i v případech, kdy cíl centrální banky (tzv. čistá inflace) je příliš odlišný od skutečné inflace, kterou sledují tržní subjekty. Vedle obecného problému, který spočívá v počtu položek zahrnovaných do cílovaného cenového indexu, pak zejména v našem konkrétním případě vzniká i problém se značným rozsahem probíhajících cenových deregulací.

Jak již bylo řečeno, v případě cílování inflace lze hledat určité analogie s keynesiánským cílováním reálného růstu a nezaměstnanosti. Monetaristickou kritiku tohoto vedení měnové politiky, která zdůrazňovala problém expanze a inflačního rizika, je nyní možné obrátit „naruby“. V případě cílování inflace lze ze dvou důvodů očekávat riziko nadměrné restrikce. Za prvé, centrální banka je z důvodů politického vnímání veřejností nucena stanovit inflační cíl jako „dostatečně ambiciózní“, což je spojeno s rizikem přestřelení optimální dezinflace. Za druhé, z důvodů objektivních problémů s predikcemi inflace při současné snaze o dezinflační proces bude centrální banka raději držet vyšší úrokové sazby a nižší tempo růstu peněžní zásoby, než je objektivně třeba.

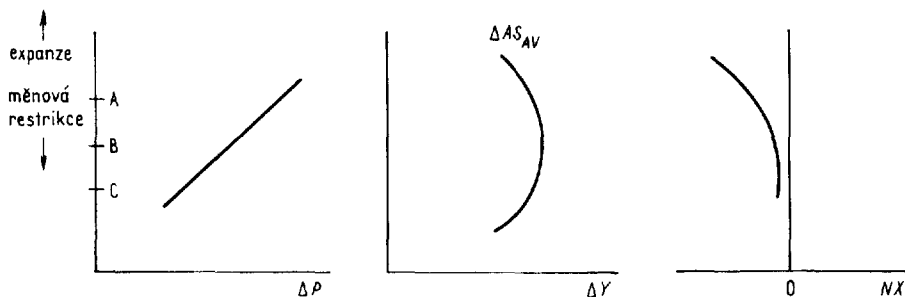
Cílování inflace a jeho okolí

Vzhledem k tomu, že cílování inflace má jednoznačně definovaný „monocíl“ a že zde zřejmě existuje riziko přestřelení restrikce, je důležité diskutovat vztah cílování inflace a jeho okolí – konkrétně vztah k ostatním makroekonomickým veličinám a vztah k ostatním subjektům makroekonomické politiky.

Cílování inflace nevyvolává otázky při čistě monetaristickém vidění ekonomiky (graf 1) s vertikální dlouhodobou agregátní nabídkou na úrovni potenciálního produktu a s vysokou citlivostí salda čistého exportu na monetární restriktici. V tomto systému vede jakákoliv monetární restrikce k poklesu tempa inflace, k dosažení agregátní nabídky v dlouhém období (AS_{LT}) na úrovni potenciálního produktu a k vylepšení čistého exportu. Naopak jakákoliv expanze vede k horšímu čistému exportu a k vyšší inflaci. S tímto viděním světa je však možné polemizovat už z hlediska prosté lidské zkušenosti, že v reálném světě je vždy „něco za něco“ a lze proto pochybovat o pouze pozitivních dopadech monetární restrikce.

Z hlediska praktické využitelnosti v hospodářské politice je sporná především vypovídací schopnost taktu tradičně pojímané křivky agregátní nabídky. Dlouhodobá agregátní nabídka na úrovni potenciálního produktu nám z dynamického pohledu neříká nic jiného, než že jakékoliv vedení měnové politiky povede za neznámý počet let k dosažení skutečného tempa růstu na úrovni růstu potenciálního produktu. Pro řízení hospodářské politiky je však zřejmě důležitější

GRAF 2

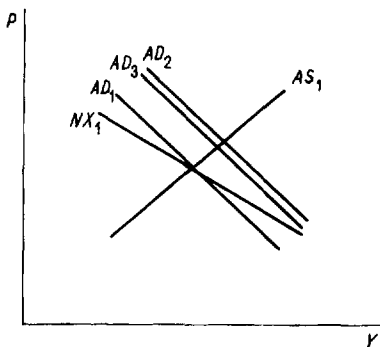


dlouhodobé průměrné tempo růstu, které daná zvolená hospodářská politika zajišťuje. K tomuto účelu však musíme definovat „křivku průměrného růstu agregátní nabídky v dlouhém období“ (AS_{AV}), u které lze předpokládat konkávní tvar (graf 2), neboť jak přílišná expanze, tak i přílišná restrikce vedou z dlouhodobého hlediska k nižším tempům růstu, než je ekonomické maximum. Příčiny této skutečnosti jsou sice rozdílné (vysoká inflace vede ke zvýšení nejistoty v investování a k poklesu úspor, přílišná restrikce naopak k nadměrnému nákladovému zatížení firem, k jejich platební neschopnosti a k nárůstu klasifikovaných bankovních úvěrů), dlouhodobé efekty jsou však stejné – nižší průměrné tempo růstu.

Otázky vyvolává i vztah peněžní restrikce a čistého exportu. Monetární přístup k platební bilanci tento vztah definuje za předpokladu pevného kurzu a trvalého určení domácí inflace na úrovni zahraniční inflace. Tyto předpoklady však v reálném světě naplněny nikdy nejsou. Monetární restrikce vyvolává reálnou, nebo dokonce i nominální apreciaci měnového kurzu a částečně zvyšuje i úrokové zatížení exportérů. Dá se proto předpokládat, že účinnost monetární restrikce bude s rostoucím stupněm restrikce od určité úrovně postupně klesat (graf 2).

Na grafu 2 je zachycena pro cílování inflace zřejmě adekvátnější situace, než nabízí graf 1. Monetární restrikce v rozsahu AB vede k optimálnímu snížení inflace z hlediska reálného růstu a účinku na čistý export. Další restrikce v rozsahu BC již své pozitivní efekty ztrácí. Čistý export se už nemůže příliš zlepšit a dlouhodobý průměrný reálný růst klesá. Nelze vyloučit ani situaci, že i při značné monetární restrikci zůstává deficit čistého exportu „zakonzervován“. Za této situace je nadměrná restrikce vedoucí k poklesu inflace spojena s prohlubováním makroekonomické nerovnováhy. Zhoršují se charakteristiky zahraničního zadlužení, případně roste i platební neschopnost firem a objem klasifikovaných bankovních úvěrů. Následná korekce měnové politiky doprovázená depreciací pak zákonitě vede k opětovnému zvýšení tempa inflace, které obvykle přestřelí tempo inflace, kterého by bylo možné dosáhnout přiměřenou restrikcí v rozsahu AB . Riziko nadměrné restrikce je možné do určité míry snížit tím, že centrální banka pracuje s propracovaným systémem indikátorů, jež charakterizují zejména vývoj zahraničního zadlužení a „zdravost“ podnikových financí.

Dalším problémem je, že situaci na grafu 2 nemůže vyřešit pouze centrální banka, neboť počet makroekonomických cílů převyšuje počet nástrojů. I když centrální banka explicitně definuje pouze jeden cíl (cílovaná inflace), implicitně má svůj cíl i v měnovém kurzu, při kterém inflační cíl stanovuje. Pokud však monetární restrikce nevede k dosažení vnější rovnováhy, je neustále ohrožena stabilita měnového kurzu, a tím i dosažení inflačního cíle. Z pohledu modelu $IS-LM-BP$ je situace relativně dobře řešitelná makroekonomickým manévrem,



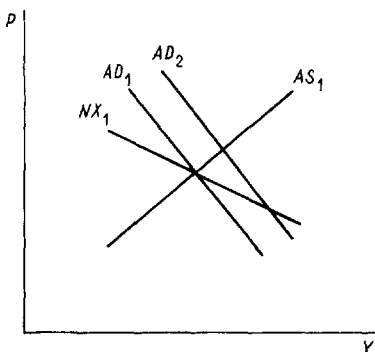
kdy při určitém uvolnění měnové politiky dochází k vyšší restriktivnosti fiskální politiky. Následný pokles úrokových sazeb a případná deprecie kurzu jsou provedeny při neexpanzivním vývoji domácí agregátní poptávky. Depreciace zvýší sice nutně inflační tlaky, ale současně dochází k obnovení makroekonomické rovnováhy. Z tohoto pohledu je dočasné zvýšení inflace nutné a mělo by se s ním počítat v inflačním cíli. Pokud nedojde k souhře monetární a fiskální politiky, zejména v případě, kdy se vláda rozhodne prostřednictvím deficitního rozpočtu prosazovat vyšší tempo reálného růstu, je inflační cíl centrální banky trvale nedosažitelný. Pokud se centrální banka rozhodne v duchu cílování inflace fiskální deficit nemonetizovat, povede to sice k relativně dobrému vývoji inflace v krátkém a snad i ve středním období, zároveň však v důsledku vysokých úrokových sazeb a nadhodnoceného kurzu bude postupně narůstat zahraniční zadlužení země nesoucí s sebou nutnost dramatického odstraňování nerovnováhy v budoucnu. V tomto směru jako odstrašující případ může posloužit slovenská ekonomika, kde „nejúspěšnější“ dezinflační proces v postsocialistických zemích je uskutečňován při prohlubující se makroekonomické nerovnováze.

Cílování inflace a monetaristický transmisní mechanismus při exogenních šocích a nerovnovážných situacích

Výdajové šoky

Výdajové šoky vyvolané například zhoršováním salda veřejných rozpočtů, změnou inflačních očekávání, poklesem zprostředkování ap., vedou ke zvýšení důchodové rychlosti peněz (zřejmě bude docházet ke změně skladby širších měnových agregátů ve prospěch likvidnějších složek) a k posunu křivky agregátní poptávky (graf 3). Při expanzivním šoku dochází nejdříve k posunu z AD_1 do AD_2 . Zvýšená poptávka po penězích povede k růstu úrokové sazby, která pak způsobí částečný návrat agregátní poptávky do polohy AD_3 . Výsledkem výdajového šoku je deficit čistého exportu, vyšší inflace a krátkodobě vyšší růst. Monetaristický transmisní mechanismus založený na „pravidlech“ nebude na tento šok reagovat.⁵ Pokud by došlo ke zpětné korekci, může být nevýhodou asymet-

⁵ V rámci cílování peněžní zásoby by bylo možné této situaci předejít, pokud by centrální banka byla schopna predikovat změny v důchodové rychlosti peněz; to je však úkol nelehký.



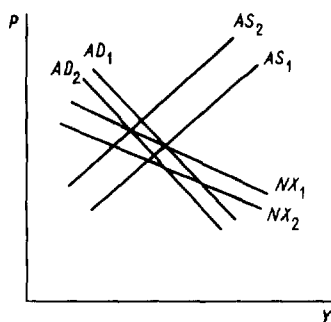
ričnost v chování ekonomiky – při expanzi v krátkém období rostou důchod i ceny, při restrikci především klesá důchod. Při cílování inflace, které se opírá o „leading“ indikátory v oblasti výdajů, je možné této situaci předejít včasným zvýšením úrokových sazeb. Z tohoto pohledu je nutné zcela odmítnout cílování inflace, které je založeno pouze na „zpětném prohlížení“ časových řad cenového vývoje a následných korekcích v měnové politice. V tomto případě by chování centrální banky a jeho dopady byly obdobné jako u zpětných korekcí v cílování peněžní zásoby a cílování inflace by ztratilo svou hlavní přednost.

Šoky na straně peněžní nabídky

Šoky na straně peněžní nabídky jsou formálně vyvolávány změnami peněžního multiplikátoru. Skutečnou příčinou může být například nestabilita dobrovolných rezerv komerčních bank nebo vývoj čistých zahraničních aktiv komerčních bank. Při expanzivním šoku je výsledkem pokles úrokových sazeb na peněžním trhu, zvýšení výdajů (posun agregátní poptávky z AD_1 do AD_2 na grafu 4) a deficit čistého exportu. Při monetaristickém transmisním mechanismu, který je založen na pravidlech v oblasti měnové báze, může být tento šok rozpoznán pozdě, tj. až ve fázi, kdy zjistíme, že peněžní zásoba roste rychleji než měnová báze. Při cílování inflace by měla proběhnout automatická korekce tím, že centrální banka drží původní úroveň úrokových sazeb. Nadbytečnému růstu peněžní zásoby je tedy zabráněno již v rámci operativního řízení a křivka AD zůstává v původní poloze AD_1 .

Portfoliové šoky

Z portfoliových šoků si pro ilustraci vybereme přesun domácí peníze – domácí cenné papíry. Při změně preferencí ve prospěch cenných papírů se uvolňují peníze ze spekulativní poptávky pro transakční účely a zároveň klesá úroková sazba na peněžním trhu. To má za následek zvýšení agregátní poptávky (posun z AD_1 do AD_2 opět na grafu 4) a deficit čistého exportu. Při monetaristickém transmisním mechanismu nebude centrální banka reagovat vůbec nebo opět až se zpožděním může provést korekci své politiky v reakci na posun agregátní poptávky. Při cílování inflace by měla proběhnout automatická korekce tím, že centrální banka drží původní úroveň úrokových sazeb. Uvolněné peníze ze spekulativní poptávky centrální banka odčerpá a křivka agregátní poptávky zůstane v poloze AD_1 .



Nabídkové (nákladové) šoky

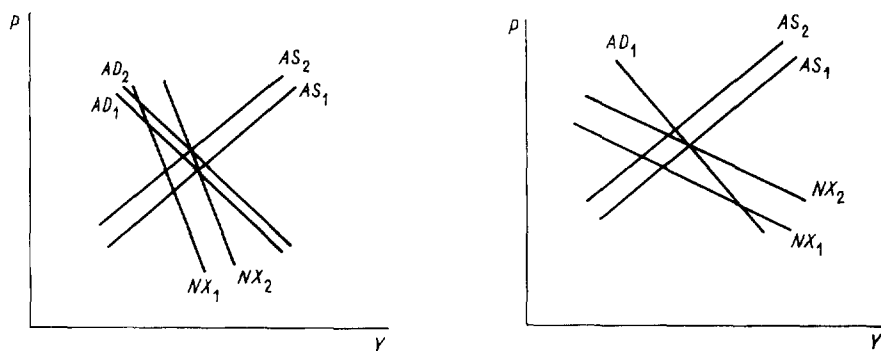
Nabídkové šoky si můžeme rozdělit hned z několika hledisek – domácí a vnější, jednorázové a permanentní, v oblasti mezinárodně obchodovaného zboží a neobchodovaného zboží, snižující nebo naopak nesnižující účinnost výrobních faktorů. Z hlediska cílování inflace je rovněž důležité, zda spadají, nebo nespádají do inflačního cíle. Z hlediska úplnosti ekonomické analýzy je dále důležité, zda vedou ke zhoršení běžného účtu, či nikoliv. Vzhledem k značnému množství variant nákladových šoků je obtížné dojít k obecnému závěru, pokud jde o chování systému při cílování inflace i cílování peněžní zásoby. Na *grafu 5* máme zachycen například mzdově-monopolní tlak na růst cen, který posunul AS_1 do AS_2 . Tento posun povede k růstu cen, k vyšším úrokovým sazbám a k deficitu čistého exportu. Zvýšení úrokových sazeb může zpětně snížit agregátní poptávku (posun z AD_1 do AD_2). Při monetaristickém transmisním mechanismu nelze očekávat přímou reakci centrální banky. Deficit čistého exportu by si však mohl vynutit depreciaci kurzu. Při cílování inflace, zejména pokud by byl ohrožen inflační cíl, může centrální banka přistoupit k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, a tak tlačít agregátní poptávku do polohy AD_3 . Tato politika je však vzhledem k nepružnosti cen směrem dolů značně nákladná.

Podobným způsobem lze znázornit i vývoj při ropném šoku. Hlavní rozdíl by spočíval v posunu NX směrem doleva do polohy NX_2 v důsledku dopadu vyšších cen ropy na běžný účet. Při cílování inflace by tedy restrikce musela být výraznější a při monetaristickém transmisním mechanismu by hrozila větší depreciace. V případě nabídkového šoku v podobě deregulací nemusí centrální banka reagovat ani při cílování inflace. Jednak tento růst cen je mimo inflační cíl a určitá restrikce bude zajištěna automatickým růstem úrokových sazeb, jednak krátkodobý dopad na čistý export by měl být dokonce pozitivní (důchodový dopad na domácí poptávku po importu), a to vzhledem k tomu, že se převážně jedná o ceny mezinárodně neobchodovaného zboží (příp. služeb).

Nerovnováha běžného účtu

Při nerovnováze běžného účtu je zřejmé, že „volnější ruce“, pokud jde o případnou kurzovou korekci, má cílování peněžní zásoby. U cílování inflace závisí na tom, do jaké míry má úpravy kurzu centrální banka zapracované v inflačním cíli. Avšak vzhledem k definičním prvkům tohoto systému lze předpokládat, že možnost výraznější kurzové úpravy předpokládána nebude. Při řešení

GRAF 6a, b



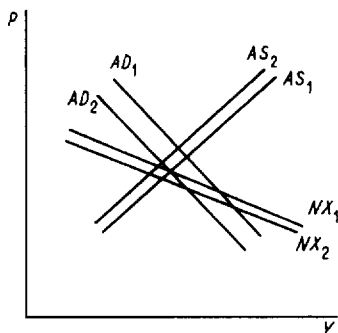
deficitní nerovnováhy bude zřejmě kladen důraz na monetární restrikci v souvislosti s obranou měnového kurzu.

Chování ekonomického systému při monetaristickém transmisním mechanismu, které nebrání kurzovým úpravám při vnější nerovnováze, je zachyceno na *grafu 6 a, b*. V případě *a* je čistý export relativně málo citlivý na změny cenové hladiny a relativně hodně citlivý na změny důchodu. V případě *b* je tomu naopak. V obou případech začínáme deficitem čistého exportu, neboť vnitřní rovnováha (tzn. průsečík AS_1 a AD_1) je napravo od NX_1 . Depreciace měny posouvá čistý export do polohy NX_2 , avšak podepreciační nákladová inflace posouvá agregátní nabídku do polohy AS_2 . Při relativně nízké citlivosti čistého exportu na růst cen a relativně vysoké citlivosti na pokles důchodu (případ *a*) je vnitřní rovnováha dána průsečíkem AS_2 a AD_1 nalevo od NX_2 , tzn. při současném přebytku čistého exportu. Existuje zde tedy prostor pro určité poptávkové „doladění“ (posun AD_1 do AD_2), což v praxi bude znamenat růst nominální peněžní zásoby, avšak při jejím reálném poklesu. V případě *b* je situace méně výhodná. Vzhledem k relativně vysoké citlivosti čistého exportu na růst cen a malé citlivosti na pokles důchodu je vnitřní rovnováha dána průsečíkem AD_1 a AS_2 napravo od NX_2 , tzn. při pokračujícím deficitu čistého exportu (pravděpodobně menším, než byl původní). Depreciace musí tedy pokračovat. Oproti variantě *a* bude tedy rovnováha nalezena při nižším důchodu a vyšší cenové hladině. Prostor pro poptávkové doladění zde neexistuje.

Při cílování inflace lze očekávat, že banka se bude snažit řešit nerovnováhu běžného účtu restriktivní monetární politikou v souvislosti s obranou měnového kurzu. Na *grafu 7* dochází při monetární restrikci k posunu AD do polohy AD_2 . Restrikce však v důsledku růstu úrokových sazeb vyvolá zvýšení nákladů (posun AS_1 do AS_2) a dále povede k apreciaci kurzu, která posune NX_1 do NX_2 . Celkový výsledek je nejasný, zejména pokud jde o nutný pokles reálného důchodu, při kterém dojde k obnovení rovnováhy.

Závěry

Historie měnové politiky centrálních bank po druhé světové válce je ve znamení hledání optimálního transmisního mechanismu. Keynesiánský úrokový transmisní mechanismus, cílující reálný růst a nezaměstnanost, byl vystřídán v sedmdesátých letech monetaristickým způsobem vedení měnové politiky, za-



loženým na řízení měnové báze s monetárním agregátem jako zprostředkujícím kritériem. V devadesátých letech se v řadě zemí prosadilo přímé cílování inflace prostřednictvím krátkodobých úrokových sazeb. Příčinou těchto změn je jednak větší důraz na stabilitu cenové hladiny jako hlavní cíl centrální banky, jednak problémy se stabilitou a predikovatelností parametrů, které jsou pro monetaristický transmisní mechanismus důležité.

Česká praxe potvrdila některé standardně známé problémy, zejména pak nestabilitu důchodové rychlosti peněz a problémy v operativním řízení spojené mimo jiné i se způsobem stanovení povinných minimálních rezerv. Zdá se však, že nestabilita důchodové rychlosti peněz je do jisté míry způsobena střídáním období monetární expanze a monetární restriktce. Za ex post propočítanými změnami důchodové rychlosti peněz stojí v reálné ekonomice změny ve vývoji obchodní bilance a platební neschopnosti firem. Při monetární expanzi roste deficit obchodní bilance a snižuje se platební neschopnost, při monetární restriktci je tomu naopak. Nejzávažnějším teoretickým a praktickým problémem cílování peněžní zásoby zůstává přesnější kvantifikace monetárního cíle z pohledu vnější rovnováhy.

S cílováním inflace nejsou v české ekonomice dlouhodobější zkušenosti, proto lze pouze spekulativně diskutovat systémová rizika. Zdá se, že tento systém bude mít tendenci k nadměrné restriktci, a to ze dvou důvodů: za prvé, centrální banka je pod společenským tlakem vedoucím k stanovení dostatečně ambiciózního cíle; za druhé, při nedokonalosti prognóz a snaze o dezinflaci bude centrální banka volit raději vyšší úrokovou sazbu než nižší. Ve světové ekonomice existuje i delší historická zkušenost s keynesiánským transmisním mechanismem, který pracoval se stejným operativním kritériem, avšak s opačným cílem (ekonomický růst). Jeho systémovým problémem pak byly příliš nízké úrokové sazby, nadměrná expanze a inflace. Lze se domnívat, že při cílování inflace tomu bude právě naopak. Dalším systémovým problémem v našich podmínkách vysokého úrokového diferenciálu a deficitu běžného účtu může být skutečnost, že cílování inflace implicitně zavádí politiku pevného kurzu. Je zde tedy riziko opakování problémů z let 1994–1996.

Z úzkého pohledu dosažení inflačního cíle je cílování inflace zřejmě výhodnější než cílování měnových agregátů, které dostatečně rychle nereaguje na výdajové a portfoliové šoky a na šoky na straně peněžní nabídky. Předpokladem je však řízení na základě správně provedené inflační prognózy, a nikoliv na základě minulého vývoje inflace. Cílování inflace na základě extrapolace časových řad o cenovém vývoji může vzhledem k různým zpožděním (poznávací, rozhodovací a přizpůsobovací) ekonomiku významně destabilizovat. Řízení na zá-

kladě inflační prognózy však může vyvolávat určitá nedorozumění v komunikaci s trhem. Protože tržní subjekty uvažují spíše krátkodobě adaptivně, nebudou chápat, proč centrální banka nemění sazby podle aktuálních čísel o inflaci. Nemluvě o situaci, kdy centrální banka by měla sazby měnit přímo proti krátkodobému trendu ve vývoji inflace. Snaha „zachovat si tvář“ před účastníky trhu se zde může dostat do rozporu s racionálním vedením měnové politiky na základě prognózy.

Proces dezinflace může být úspěšný pouze v případě, kdy současně dochází ke snižování makroekonomické nerovnováhy. Přestřelená monetární restrikce může vést k prohloubení nerovnováhy jak v oblasti vnější, tak i v oblasti podnikové a bankovní. Z tohoto důvodu je důležité, aby vedle indikátorů inflace měla centrální banka na zřeteli i indikátory vývoje zahraničního zadlužení a zdravotnosti bankovního systému a podnikových financí. Pokud by tyto indikátory signalizovaly výrazné prohlubování nerovnováhy, je lepší od plnění inflačního cíle ustoupit než nadměrnou restrikcí dále zvyšovat makroekonomickou nerovnováhu. Splnění inflačního cíle například při zakonzervování deficitu běžného účtu a rostoucím zahraničním zadlužením je stejně pouze dočasné.

Inflačního cíle nelze dosáhnout bez kooperace s vládou. Pokud by se vláda rozhodla pro deficitní rozpočtové financování a centrální banka by v duchu cílování inflace nemonetizovala státní dluh, nastane výše popsany problém s vysokými úrokovými sazbami, reálnou apreciací kurzu a nárůstem zahraničního zadlužení. Nutnost snížení vnější nerovnováhy je v dané chvíli stejným omezením pro cíl vlády v oblasti hospodářského růstu jako pro cíl centrální banky v oblasti dezinflačního procesu. Diskuze na téma, zda inflace, nebo reálný růst, není z tohoto důvodu na pořadu dne. Dosažení vnější rovnováhy minimálně na úrovni nedluhového financování deficitu běžného účtu vyžaduje nahrazení monetární restrikce fiskální restrikcí, což by nejspíše vedlo k poklesu úrokových sazeb a v případě nutnosti k depreciaci kurzu. Tímto způsobem lze najít kompromis mezi reálným růstem a dezinflací, aniž by došlo k prohlubování zahraničního zadlužení.

LITERATURA

BULÍŘ, A.: Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu. *Finance a úvěr*, 1996, č. 1.

ČIHÁK, M. – JANÁČEK, K.: Inflation in the Czech Republic in the Mid-Nineties. *Prague Economic Papers*, 1996, č. 4.

DĚDEK, O.: Lze s cíli pro inflaci vyzrát nad inflaci? *Ekonom*, 1996, č. 26.

FRAIT, J.: Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992 – 1995). *Finance a úvěr*, 1996, č. 5.

FRAIT, J. – ZEDNÍČEK, R.: Časová nekonzistence a cíle měnové politiky. *Bankovníctví*, 1996, č. 16.

HOLUB, T.: Analýza inflace v ČR. *Finance a úvěr*, 1997, č. 12.

IZÁK, V.: Nabídka peněz – endogenní, nebo exogenní? *Finance a úvěr*, 1995, č. 6.

KAHN, G. A.: Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy? *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, November 1988.

KLACEK, J. – ŠMÍDKOVÁ, K.: The Demand for Money Function the Case of the Czech Economy. Praha, ČNB 1995. [VP č. 41.]

KODERA, J. – MANDEL, M.: Monetární přístup k automatickému vyrovnávacímu procesu obchodní bilance. *Politická ekonomie*, 1995, č. 1

KODERA, J. – MANDEL, M.: Transmisní mechanismy měnové politiky v podmínkách české ekonomiky. Praha, IE ČNB 1997. [VP č. 76.]

KREIDL, V.: Lze vyzrát nad inflací? Ekonom, 1991, č. 51.

MANDEL, M.: Peněžní a úvěrový transmisní mechanismus měnové politiky – problém stability důchodových rychlostí peněz a úvěrů v české ekonomice. Finance a úvěr, 1996, č. 12.

MARX, K.: Kapitál III-2. Praha 1956.

MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S.: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. FRBNY Economic Policy Review, August 1997.

SELLON, G. H. – TEIGEN, R. L.: The Choice of Short-Run Targets for Monetary Policy (Part I: A Theoretical Analysis). Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, April 1981.

SOMMER, M.: Proč neklesá inflace v České republice? Politická ekonomie, 1995, č. 6.

TOMŠÍK, V.: Příliv zahraničního kapitálu, režim devizového kurzu, vyrovnávací procesy platební bilance a autonomie monetární politiky ČR v letech 1993–1996. Praha, Hlávkovo nadání 1997, studie č. 6.

TŮMA, Z. – KREIDL, V.: Stará kotva opuštěna: Kde hledat novou? Ekonom, 1996, č. 17.

VENCOVSKÝ, F.: Různé přístupy, shodný výsledek. Ekonom, 1996, č. 29.

WALLICH, H. C.: Recent Techniques of Monetary Policy. Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, May 1984.

SUMMARY

Inflation and Monetary Targeting with Exogenous Shocks

(A Comparison from the Perspective of the AS-AD-NX Model)

Martin MANDEL – Prague School of Economics, Monetary Theory and Policy Chair

The key issue facing central banks as we approach the end of the twentieth century is what strategy to pursue in terms of monetary policy. One choice of monetary strategy that has become increasingly popular in recent years is inflation targeting. The Czech National Bank adopted inflation targeting in 1998 with the objective of lowering inflation in the Czech Republic.

The author compares the advantages and disadvantages of inflation targeting. In the first section, the author describes the development of the transmission mechanism of monetary policy in developed countries, especially after World War II. The second section analyzes crucial systemic problems of the monetary transmission mechanism in the Czech Republic (the stability of the money multiplier and of the income velocity of M2 in a small opened economy). In the third section, the author compares inflation targeting with the Keynesian transmission mechanism and with the policy of fixed exchange rate, and discusses expected problems with inflation targeting in the Czech transition economy. The fourth section contains an AS-AD-NX analysis of expenditures, portfolios, money supply, aggregate supply and external shocks to monetary and inflation targeting.