

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: Přechod na strategii cílování inflace . . 205

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

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

Převzato

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

Poznámka

Olga MARTINCOVÁ: K terminologii . . . 295

CONTENTS

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

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Miroslav 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 části 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 v ČR: staré víno v nových lahvích

Martin ČIHÁK – Tomáš HOLUB*

Česká národní banka oznámila 22. prosince 1997, že od tohoto data bude místo cílování peněžní zásoby sledovat veřejně vyhlášený inflační cíl, tzv. čistou inflaci. Tento cíl banka vymezila jako meziroční zvýšení cenové hladiny bez vlivů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Současně ČNB vytyčila i svůj první inflační cíl: v roce 1998 by se čistá inflace měla pohybovat v intervalu 5,5 až 6,5 % a do roku 2000 by měla poklesnout na 3,5 až 5,5 %.

Představitelé ČNB zdůvodňovali přechod k cílování inflace především selháním tradičních mechanismů měnové politiky.¹ Po opuštění nominální kotvy fixního měnového kurzu se údajně nepodařilo najít pevnou vazbu mezi růstem peněžní zásoby a inflací, takže růst peněžní zásoby nemohl sloužit jako nová nominální kotva. Proto ČNB vybrala za takovou kotvu samotnou inflaci.

Režim cílování inflace má podle oficiálního výkladu řadu výhod. Především by měl být prostředkem, jak učinit měnovou politiku ČNB více transparentní pro veřejnost než dosud. Díky své transparentnosti umožňuje režim cílování inflace – podle oficiálního vysvětlení – rychle srazit inflační očekávání, a tím snížit inflaci s relativně malými náklady. Tento závěr se zdá být dokumentován nedávnou zkušeností např. Nového Zélandu nebo Kanady, kde po zavedení cílování inflace k výraznému snížení inflace došlo. Existující literatura také uvádí, že cílování inflace pomáhá zlepšovat prostředí pro dlouhodobý hospodářský růst [Mishkin – Posen 1997].

I když tyto závěry v obecné rovině nezpochybňujeme, v dalším textu se zaměříme na problémy a otevřené otázky, které jsou s přechodem na cílování inflace spojeny. V první kapitole porovnáme nový režim s tradičními mechanismy měnové politiky. V druhé kapitole se zaměříme na systémové problémy samotného režimu cílování inflace a ve třetí kapitole na problémy spojené s konkrétní volbou cíle. Čtvrtá kapitola naše závěry shrnuje.

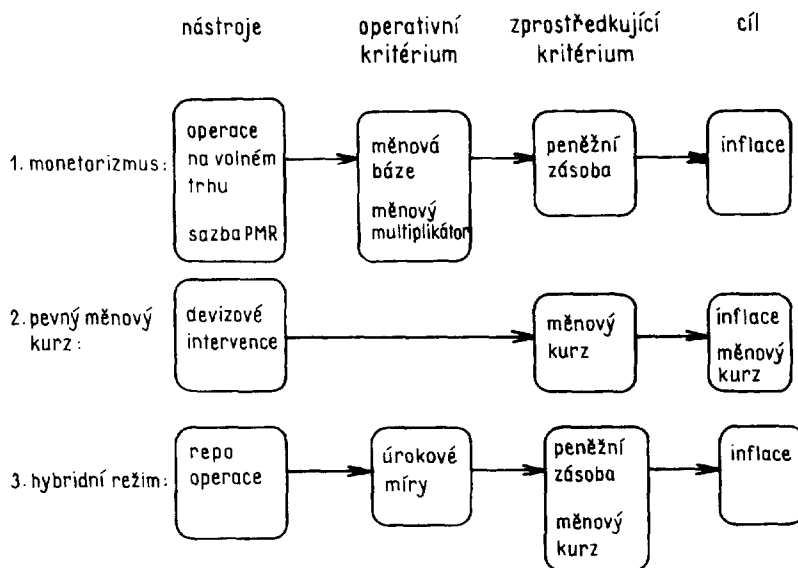
Cílování inflace vs. tradiční pojetí měnové politiky

Hlavní rozdíl mezi tradičními pojetími měnové politiky a cílováním inflace v podání ČNB nespočívá ve stanovení dlouhodobého cíle: i v tradičních pojetích je jím obvykle dosažení nízké inflace.² Zásadní odlišností není ani informační

* Martin Čihák – Komerční banka, a. s., Praha; CERGE UK, Praha
Tomáš Holub – Komerční banka, a. s., Praha; Fakulta sociálních věd UK, Praha
Příspěvek je rozvinutím části analýzy „Česká ekonomika v roce 1998: možnosti a rizika“, Hospodářské trendy č. 15, Komerční banka, Praha.

¹ Viz např. prohlášení viceguvernéra ČNB v Hospodářských novinách z 19. 12. 1997.

GRAF 1 Alternativní schémata transmisního mechanismu



otevřenost režimu cílování inflace: i centrální banky používající tradiční mechanismy měnové politiky se mohou snažit o intenzivní komunikaci s širokou veřejností³. Rozdíl je spíše ve vymezení převodního mechanismu mezi kroky centrální banky a inflaci.

Možná schémata tradičního měnového mechanismu znázorňuje *graf 1*. Dvěma základními variantami jsou monetaristický režim a režim fixního kurzu. Monetaristé doporučují působit na inflaci pomocí cílování růstu zvoleného měnového agregátu; k jeho dosažení se jako operativní kritérium používá měnová báze a přímým nástrojem centrální banky jsou operace na volném trhu. Malé ekonomiky však často preferují jiný režim – fixování svého měnového kurzu k nějaké stabilní světové měně (popř. koši měn); to se provádí pomocí neustálých intervencí centrální banky na devizovém trhu. V praxi navíc mechanismus měnové politiky často nemá teoreticky čistou podobu, může se jednat o nějaké hybridní řešení.⁴

² Obecně banky volí mezi udržováním vnitřní a vnější stability měny, popřípadě také působením na růst produktu a zaměstnanosti. Vzhledem k empirickým i teoretickým závěrům o omezených možnostech měnové politiky krátkodobě stabilizovat produkci však začala většina centrálních bank v posledních desetiletích považovat za svůj konečný cíl dosažení nízké inflace.

³ Například německá Bundesbank, která používá režim cílování peněžní zásoby (v poměrně flexibilní podobě, navíc s prvky cílování inflace), věnuje komunikaci s veřejností velkou pozornost. Její měnová politika je v některých ohledech dokonce otevřenější než cílování inflace v pojetí ČNB. Své cíle pro růst peněžní zásoby Bundesbank vysvětluje a zároveň diskutuje podmínky, za kterých by se skutečný výsledek přiblížil spodní či horní hranici cílového intervalu – viz [Mishkin – Posen 1997]; naproti tomu ČNB své cíle pro rok 1998 a 2000 pouze oznámila a jejich dosahování bude komentovat jen v inflačních zprávách vydaných ex post.

⁴ Například většina centrálních bank, která cíluje růst peněžní zásoby, to v současnosti dělá prostřednictvím krátkodobých úrokových sazeb a nepoužívá operativní kritérium měnové báze.

Česká republika již ve své krátké historii stačila projít několika režimy měnové politiky. Nejprve ČNB používala „monetaristický“ transmisní mechanismus, zděděný od dřívější federální SBČS: cílovala růst agregátu M2 prostřednictvím působení na měnovou bázi a měnový multiplikátor (viz schéma 1 v grafu 1).⁵ Současně se však ČNB snažila prostřednictvím devizových intervencí fixovat nominální měnový kurz (viz schéma 2). Neschůdnost takového dvoukolejného uspořádání v malé otevřené ekonomice byla ilustrována již v řadě prací a v ČR se začala výrazně projevovat s rostoucí liberalizací transakcí na kapitálovém účtu platební bilance. Silný příliv zahraničního kapitálu vedl k přestřelování cílů pro růst peněžní zásoby (viz tabulka 2 níže) a k nezanedbatelným sterilizačním nákladům.

K první dílčí změně režimu měnové politiky došlo na přelomu let 1995 a 1996, kdy ČNB opustila měnovou bázi jako operativní kritérium měnové politiky a přešla ke kontrole krátkodobých úrokových sazeb (prostřednictvím repo operací).⁶ Zmíněná dvoukolejnost tím však překonána nebyla, takže ČNB na konci února 1996 rozšířila flukтуаční pásmo kurzu na $\pm 7,5\%$, čímž si částečně uvolnila ruce v kontrole peněžní zásoby. Po této změně režim měnové politiky v ČR zhruba odpovídal hybridnímu schématu 3 v grafu 1.⁷

Po vynuceném přechodu na systém řízeného floatingu v květnu 1997 ČNB definitivně ztratila kotvu nominálního měnového kurzu. Navíc se postupně snižovala její důvěra ve stabilitu vztahu mezi peněžní zásobou a inflací. To byl také jeden z argumentů pro přechod k cílování inflace, které znamená vypuštění peněžní zásoby jako zprostředkujícího kritéria měnové politiky.

Tento argument je však sporný. Empirické analýzy pro ČR zatím vesměs potvrdily statistickou významnost vztahu mezi peněžním agregátem M2 a inflací, i když tento vztah nevycházel pro použité délky časového zpoždění jako proporcionální, jak tvrdí monetaristická teorie. Žádná z analýz (alespoň pokud je nám známo) zároveň nepotvrdila existenci strukturálních posunů v modelu inflace.⁸

Platnost těchto závěrů jsme se snažili testovat pro nejnovější časové období. Odhadli jsme model čisté inflace (tj. ukazatele, na který se chce ČNB zaměřit). Její časová řada je bohužel k dispozici až od ledna 1995, což je poměrně krátké období. Proto jsme se museli spokojit s odhadem jednoduchého regresního modelu a testováním statistické významnosti koeficientů u jednotlivých vysvětlujících veličin. Do modelu jsme zařadili následující vysvětlující proměnné: meziroční růst agregátu M2 po očištění od vlivu vkladu SPT Telecom (označený zde jako $m2$), meziroční tempo znehodnocování kurzu koruny ve vztahu k bývalému měnovému koši (er), rozdíl v meziročním tempu růstu mezd a produk-

⁵ Adjektivum „monetaristický“ je zde pro přesnost dáno do uvozovek, neboť se nejednalo o zcela čistý monetaristický režim – například používání některých administrativních opatření (dočasné deponování vkladu SPT Telecom na účtu v ČNB apod.) rozhodně nebylo v souladu s doporučeními monetaristů.

⁶ Ještě předtím (v polovině roku 1994) ČNB změnila definici měnové báze a vyloučila z ní vlastní emitované pokladniční poukázky. V tomto případě se však jednalo pouze o technickou změnu v rámci jednoho mechanismu měnové politiky, a proto se jí podrobněji nezabýváme.

⁷ Ve skutečnosti byl používán režim ještě hybridnější, než ukazuje schéma 3. Soubor restriktivních opatření, k nimž ČNB přistoupila v polovině roku 1996, obsahoval kromě zvýšení hlavních úrokových sazeb i zvýšení sazby povinných minimálních rezerv, což je opatření zapadající do klasického monetaristického mechanismu.

⁸ Shrnutí výsledků dosavadních empirických analýz inflace v ČR viz např. [Holub 1997].

TABULKA 1 Jednoduchý model meziměsíčních změn čisté inflace

vysvětlující veličina	$\Delta(m2)$	$\Delta(er)$	$\Delta(v)$	$\Delta(zem)$
délka zpoždění [měsíce]	5 až 7	1 až 3	4 až 6	1 až 3
elasticita	0,26	0,31	0,06	0,09
<i>t</i> -statistika	1,81	3,60	1,05	2,27
R^2 (upravené) = 0,40				
F -statistika = 6,57 (P -hodnota = 0,001)				
DW-statistika = 2,30				

tivity práce v průmyslu po očištění od kalendářních vlivů (v) a meziroční růst produkčních cen v zemědělství (zem). Z důvodů nestacionarity většiny časových řad jsme nemohli pracovat přímo s meziročními tempy růstu, ale museli jsme použít jejich meziměsíční diference, tj. změny meziročních temp růstu mezi měsícem t a měsícem $t-1$. Výsledky shrnuje *tabulka 1*.⁹

Jak vidíme, v tomto modelu je peněžní zásoba statisticky významná, i když jen na 10% hladině. Odhadnutá délka zpoždění je 5 až 7 měsíců a elasticita dosahuje výše 0,26. Tyto výsledky zhruba odpovídají zjištěním zmíněných předchozích prací pro starší období, což naznačuje stabilitu vztahu mezi peněžní zásobou a inflací v čase. Pro statistické testování této hypotézy jsme použili testy stability. Výsledky testu CUSUM a testu CUSUM-square i rekurzivních odhadů koeficientů neukázaly na existenci strukturálních posunů v modelu.

Naše analýza tedy ukazuje, že vazba mezi peněžní zásobou a inflací je poměrně stabilní. Naopak stabilní vztah mezi úrokovými sazbami a inflací, který je nezbytný pro zvolenou variantu cílování inflace, se zatím najít nepodařilo. V současnosti proto nelze argumentovat větší transparentností cílování inflace oproti cílování peněžní zásoby. Naopak, dnešní podoba cílování inflace je méně transparentní než předchozí režim, neboť banka sice oznámila svůj cíl i nástroj, ale nikoli předpokládaný převodní mechanismus – ten představuje jakousi „černou skříňku“, jejíž fungování dosud není přesně známo. Politika ČNB proto bude (alespoň v první fázi) založena na metodě pokusů a omylů a nebude se tedy rozhodně jednat o měnový automat.¹⁰

Proto do té doby, než ČNB zjistí přesný vztah mezi krátkodobými úrokovými sazbami a inflací, je podle našeho názoru předčasné dosavadní sledování peněžní zásoby jako indikátoru budoucího vývoje inflace zcela zavrhnout, neboť tím by se centrální banka vzdala jednoho z mála záchranných bodů, které má v současnosti k dispozici. Měnový mechanismus by tak mohl dočasně fungovat v podstatě podle hybridního schématu 3 z grafu č. 1, ovšem bez oficiálně vyhlášených mezicílů pro peněžní zásobu a kurz (a s tím, že ČNB bude brát v úvahu i jiná pomocná kritéria – viz níže) a naopak s veřejně vyhlášeným inflačním cílem.

⁹ Jako vysvětlující veličina byl brán vždy *průměr* diferencí meziročního tempa růstu za měsíce, které jsou uvedeny v řádku zpoždění.

¹⁰ Co se týče pojmu „měnový automat“, srovnej např. prohlášení viceguvernéra P. Kysilky pro MF DNES z 27. prosince 1997: „Chceme na snižování inflace zavést jakýsi automat – do něho budou na jedné straně vstupovat určité makroekonomické ukazatele, například hospodaření rozpočtu, mzdový vývoj, růst HDP, čísla o vnější bilanci, a vycházet z něj budou naše měnová rozhodnutí. Každý tak bude moci dopředu počítat s tím, jakou úrokovou politiku od nás může čekat.“

Systémové problémy cílování inflace

Proč vůbec inflaci snižovat?

Hlavním cílem ČNB podle ústavy není dosažení nulové inflace, ale péče o stabilitu měny (viz čl. 98 Ústavy ČR a § 2 zákona o ČNB). Tento široký pojem zahrnuje podle ustáleného výkladu kromě vnitřní cenové stability i vnější stabilitu kurzovou. Dlouhodobě sice platí, že nízká inflace je spojena se stabilním kurzem, ale krátko- a střednědobě mohou mezi oběma dílčími cíli existovat rozpory, jak ukázal např. rok 1996: silná monetární restrikce tehdy na jedné straně umožnila vytvoření spekulativní kurzové bubliny, na druhé straně – i díky zhodnocení kurzu – úspěšně snížila domácí inflaci. Jestliže proto centrální banka v souvislosti s cílováním inflace tvrdí, že nebude zasahovat do vývoje kurzu, fakticky tím obchází vnitřní rozpornost ústavního přikázání.

Aby opodstatnila své výlučné zaměření na inflaci, vyjmenovala ČNB důvody, proč je vysoká inflace špatná: znehodnocuje příjmy a úspory obyvatelstva, ničí motivy pro investování a generuje krátkodobé chování na úkor dlouhodobého. Avšak tyto argumenty neplatí, pokud je inflace předvídatelná; důležitější než samotná výše inflace je její kolísavost. Ta sice často roste s výší inflace, ale podle nedávné empirické studie Mezinárodního měnového fondu se dlouhodobě negativní účinky inflace na ekonomiku začínají projevovat až při mírách vyšších než 8 % [Sarel 1995]. Pro ČR z toho plyne, že přínos spojený se zavedením cílování inflace nemusí být tak vysoký, jak ČNB očekává.

Empirické zkušenosti v zahraničí

Zkušenosti s cílováním inflace na Novém Zélandu, v Kanadě a v dalších zemích naznačují, že po zavedení cílování inflace dochází ke snížení míry inflace. Nedávná empirická studie vydaná americkým Federálním rezervním systémem však také konstatuje, že k cílování inflace se obvykle rozhodují centrální banky, kterým se v nedávné minulosti podařilo zaktivizovat síly směřující k úspěšnému snížení inflace [Mishkin – Posen 1997]. Nelze proto jednoznačně rozhodnout, zda pozorované snížení inflace bylo důsledkem režimu cílování inflace, nebo zda je naopak zavedení tohoto režimu důsledkem toho, že snižování inflace již začalo. Platí-li druhá z uvedených kauzalit, zjištěné výsledky mohou být dány spíše personálním obsazením centrálních bank v období zavádění režimu cílování inflace, a nikoli vlastnostmi samotného režimu. V této souvislosti je pozoruhodné, že ke změně režimu monetární politiky došlo poté, kdy se ČNB poprvé podařilo stlačit mezicíl M2 do intervalu, který si stanovila (viz *tabulka 2*).

Proč byl zvolen právě agregát „čistá inflace“?

Pokud by ČNB prováděla cílování inflace měřené celým spotřebitelským košem, vystavovala by se přílišnému riziku, že ve splnění cíle jí nakonec zabrání síly, které jsou mimo její kontrolu. Do spotřebitelského koše totiž patří řada komodit, na jejichž ceny má měnová politika jen velmi zprostředkovaný vliv. Sem spadají především vládou regulované ceny a dále ceny většiny potravin, které citlivě reagují na průběh sezony a na vlivy počasí.

Z tohoto hlediska by bylo pro centrální banku optimální cílovat tzv. jádrovou inflaci (inflační jádro), což je inflace po očištění od vlivů změn regulovaných cen

	monetární cíl (M2)		meziroční růst M2	míra inflace	
	původní	upravený		meziroční	průměrná
1992	12	17,5	22,8	12,7	11,1
1993	17	19	19,8	18,2	20,8
1994	12-15	17	19,9	10,2	10,0
1995	14-17	14-17	19,8	7,9	9,1
1996	13-17	13-17	9,2	8,6	8,8
1997	8-12	7-11	10,1	10,0	8,5

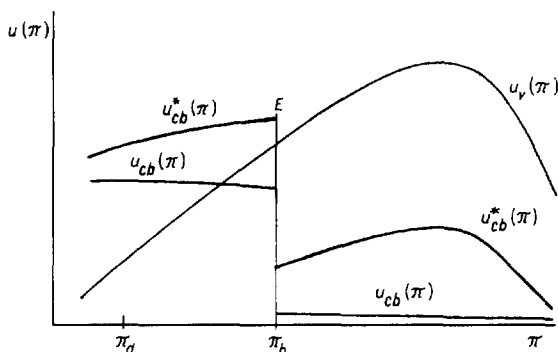
pramen: ČNB, ČSÚ

a změn potravinářských cen (zhruba 45 % spotřebitelského koše). Tak úzkým vymezením cíle by ale byl popřen jeden ze základních důvodů pro přechod na cílování inflace, jímž je snaha omezit nejistotu a dát všem ekonomickým subjektům jasnou informaci o budoucím vývoji inflace. Proto se ČNB rozhodla pro širší agregát čistě inflace, a to i přesto, že v minulosti její představitelé často argumentovali vývojem jádrové inflace a že pro jádrovou inflaci na rozdíl od čistě inflace již existovala historická časová řada. Aby se ČNB alespoň částečně vyhnula problémům plynoucím z volatility některých cen, především cen potravin, vymezila svůj cíl intervalově.

Ani intervalové vymezení cíle není bez problémů, neboť jednak nesprávně odvrací pozornost od středu zvoleného intervalu směrem k jeho horní hranici, jednak je spojeno s rizikem, že inflace bude ležet mimo pásmo – což může mít závažné důsledky pro kredibilitu centrální banky. Tento argument je ilustrován na grafu 2. Svislá osa zachycuje užitek jako funkci dosažené meziroční inflace (π), $u_{cb}(\pi)$ je krátkodobá funkce užitku zcela nezávislé centrální banky (podmíněná zvoleným cílovým pásmem), $u_v(\pi)$ je krátkodobá funkce užitku veřejnosti, π_d a π_h jsou hranice cílového pásma. Centrální banka preferuje nižší míry inflace a jakékoli $\pi > \pi_h$ pro ni znamená značnou ztrátu reputace. Užítková funkce $u_{cb}(\pi)$ proto bude v bodě π_h vykazovat diskontinuitu a bude klesat pro hodnoty $\pi > \pi_h$. Pokud by centrální banka chápala cílový interval doslovně, užítková funkce $u_{cb}(\pi)$ by navíc měla mít maximum uprostřed cílového intervalu a další diskontinuitu v bodě π_d , neboť také hodnoty $\pi < \pi_d$ by znamenaly nesplnění cílového intervalu, a tedy ztrátu reputace a s tím výrazně nižší užitek. Pokud ale banka usiluje o dezinflaci, její užítková funkce nebude rostoucí ani pro nízké hodnoty inflace, ale spíše bude téměř plochá nebo dokonce klesající. Poslední možnost je zachycena na grafu 2.¹¹

Krátkodobá užítková funkce veřejnosti je zachycena jako zpočátku strmě rostoucí a nabývající maxima pro hodnotu větší než π_h . Vysvětlením tohoto tvaru je, že pro dosažení cílového pásma bude muset centrální banka vyvinout či udržovat restriktivní politiku, což je ve veřejnosti (nebo přinejmenším ve významných vlivových skupinách) přijímáno jako výrazně bolestivé.¹² Pokud centrální banka není zcela nezávislá (například proto, že funguje v prostředí, v němž musí naslouchat kritice ze strany zasažených skupin), pak přikládá užítkové funkci $u_v(\pi)$ nenulovou váhu. Je-li tato váha dostatečně vysoká (resp. je-li $u_v(\pi)$

¹¹ Tomuto tvaru užítkové funkce by napovídala reakce ČNB na vývoj měnové zásoby v roce 1996. „Podstřelení“ cílového intervalu růstu M2 tehdy nebylo oficiálně interpretováno jako špatný výsledek, ale naopak jako příznivý signál.



velmi strmá), může mít výsledná krátkodobá užitková funkce tvar $u_{cb}^*(\pi)$ s maximem v bodě E. Faktickým důsledkem vytvoření cílového intervalu tak za určitých okolností může být zvýšení cíle z hodnoty $0,5(\pi_h + \pi_d)$ na hodnotu π_h . O tom, že nejde o důsledek pouze teoretický, svědčí mj. opakované formulace v tisku, že cílem ČNB je snížení inflace pod 6,5 %.¹³

Proč je cílován prosincový, a nikoli průměrný roční růst cen?

Těžko najít racionální důvod. Stejně tak by bylo možné cílovat únorovou či říjnovou inflaci. Ještě korektnější by bylo cílovat průměrný celoroční růst cen, který není zatížen jednorázovými či sezonními výchytkami. Volba meziročního místo průměrného tempa růstu cen znamená, že zvítězil psychologický aspekt: při předpokládaném poklesu inflace v průběhu roku 1998 vypadá lépe cílovat prosincovou míru inflace, neboť půjde o výrazně nižší číslo ve srovnání s rokem 1997. Účelovost preferování koncové míry inflace vynikne ve srovnání s rokem 1997, kdy centrální banka naopak spíše zdůrazňovala průměrnou míru inflace, která na rozdíl od koncové míry inflace nebyla dvouciferná.

Problém volby horizontu

Není jasné, proč ČNB nestanovila pouze střednědobý (tříletý) cíl a proč přijala i cíl krátkodobý (roční). Její nástroje totiž nemají většinou tak rychlý účinek, aby byla schopna plně kontrolovat inflaci v horizontu několika málo měsíců. Například změny růstu peněžní zásoby působí v ČR na inflaci podle výsledků většiny empirických analýz se zpožděním nejméně 5 až 8 měsíců.

Jedinou monetární veličinou, která na inflaci působí relativně rychle (se zpožděním 1 až 3 měsíců), je měnový kurz. Bylo by však absurdní, kdyby centrální

¹² Viz např. prohlášení viceguvernéra citované v Hospodářských novinách z 23. 12. 1997, v němž připustil „společenskou bolestivost“ dosažení inflačních cílů. Ekonomicky řečeno, jde o připuštění existence vztahu typu krátkodobé Phillipsovy křivky, přičemž musíme zdůraznit adjektivum „krátkodobá“.

¹³ Viz např. Hospodářské noviny z 10. 2. 1998 (str. 1) nebo z 12. 2. 1998 (str. 1).

banka výrazně zvyšovala úrokové sazby a snažila se uměle vyvolat zhodnocení měny například jen proto, že se dočasně zvýšil růst cen potravin (třeba v důsledku nepříznivého počasí). Velká kolísavost některých cen by tak mohla vést k nestálosti základních finančních veličin – úrokových sazeb a měnového kurzu. To je ilustrováno na příkladu Nového Zélandu, kde striktní sledování jedno-ročního inflačního cíle skutečně vedlo k nadměrným výkyvům úrokových sazeb a měnového kurzu [Mishkin – Posen 1997, s. 35].

V ČR tento problém vystoupil do popředí již v prvních dvou měsících fungování nového režimu měnové politiky – v lednu a únoru 1998. V lednu 1998 došlo k neočekávaně velkému růstu cenové hladiny (meziměsíčně o 4 %). I když tento cenový skok lze z větší části připsat zvýšení regulovaných cen a daňovým změnám, vzrostla i čistá inflace (meziročně na 7,5 %), mimo jiné v důsledku opožděného dopadu oslabení koruny a zvýšení cen některých potravin. Ekonomické subjekty si uvědomily, že pro ČNB bude po tomto nepříznivém vývoji těžké dohnat svůj roční cíl, a začaly racionálně očekávat pokračování (popřípadě i přitvrzení) měnové restriktce. To vedlo k posílení měnového kurzu pod 19 CZK/DEM, což je úroveň, kterou v současné době pokládáme za nadhodnocenou. Představitelé ČNB vyjádřili s tímto vývojem spokojenost,¹⁴ protože zhodnocení měnového kurzu je v podstatě jedinou cestou, jak může dojít k rychlému snížení čisté inflace do cílového pásma ČNB. Nedávné posílení koruny však může znamenat vytvoření apreciační bubliny, která zhorší vývoj obchodní bilance a po čase bude vystřídána propadem kurzu pod střednědobou rovnovážnou úroveň (podobně jako v květnu 1997). Sledování krátkodobého (ročního) inflačního cíle by se tak mohlo stát jednou z příčin destabilizace ekonomiky a mělo by přesně opačné účinky na dlouhodobý růst, než jaké proklamuje ČNB.

Proto by podle našeho názoru bylo vhodnější stanovit jen střednědobý cíl a ponechat si větší volnost v časovém průběhu dezinflačního procesu. Vzhledem k tomu, že funkční období guvernéra a bankovní rady je 6 let, ideální by bylo uspořádání s tříletým inflačním cílem vyhlášeným každé tři roky.

Problém reputační rovnováhy

ČNB si zvolila cíl s určitou časovou strukturou, což v sobě skrývá problémy shrnované obvykle v ekonomii pod pojem *dynamická nekonzistence*. Lze se například ptát, co se stane na konci roku 1999, pokud se vývoj čisté inflace z toho či onoho důvodu odchýlí od inflačního cíle natolik, že cíl pro rok 2000 začne být zcela nereálný. Centrální banka pak bude stát před dilematem, zda ponechat existující cíl na rok 2000, nebo zda jej upravit pod tlakem okolností. Pokud se rozhodne „dohnat“ svůj tříletý cíl, bude tlačena k extrémnímu přitvrzení monetární politiky, které již nebude odpovídat změněným podmínkám (někdy se v této souvislosti hovoří o problému tzv. vzlínání báze – „base drift“). Pokud naopak provede úpravu cíle, těžko se vyhne ztrátě reputace a riziku, že její další cíle budou brány na lehkou váhu.

Jinak řečeno, režimem tříletého cílování není odstraněn problém volby mezi pravidly a diskrečními zásahy, jemuž centrální banka čelila již dříve. Naopak, tento problém je ještě výrazněn v případě, kdy centrální banka nedokáže čistou inflaci kontrolovat ani tak, jak by (při uvolněném kurzu) dokázala kontrolovat agregát M2. Tím totiž do problému vstupuje exogenní nejistota, která zne-

¹⁴ Viz například prohlášení viceguvernéra ČNB v Hospodářských novinách z 12. února 1998.

snadňuje rozlišení toho, zda případná odchylka od stanoveného cíle byla dána slabostí centrální banky, nebo zásahem exogenních faktorů. Důsledky pro reputaci centrální banky mohou být významné. Tuto úvahu lze ilustrovat na jednoduchém modelu reputace odvozeném z práce Krepse a Wilsona [1982].

Předpokládejme, že centrální banka cíluje růst agregátu M2, který dokáže poměrně dobře kontrolovat. Necht existují dva typy centrálních bankéřů: siláci a slaboši. Siláci jsou ochotni splnit svůj cíl za každých okolností. Naopak slaboši jsou ochotni slevit z dosažení cíle – například proto, že nechtějí příliš zvyšovat úrokové sazby.¹⁵ Veřejnost ví, že obecně existují tyto dva typy centrálních bankéřů, ale neví, jakého typu je „jejich“ bankéř. Reputace bankéře v očích veřejnosti v čase t je definována jako pravděpodobnost, že bankéř je silák (ozn. q_t). Účinnost měnové politiky je vyšší, je-li bankéřova reputace vyšší.¹⁶ Problém hry spočívá v tom, že pro slabošského bankéře může být výhodné přetvařovat se za siláka, a tím dočasně získat určitou reputaci, aby posléze mohl využít účinnější monetární politiky ke svým cílům.

Předpokládejme, že veřejnost upravuje své představy o reputaci bankéře podle toho, zda splnil svůj cíl v současném období. Bankéřova reputace v období $t+1$ za předpokladu, že růst M2 nepřekročil cíl, je dána Bayesovou větou:

$$q_{t+1} = \frac{q_t}{q_t + (1 - q_t)x_t} > q_t \quad (1)$$

kde x_t vyjadřuje představu veřejnosti o tom, s jakou pravděpodobností si slabošský bankéř bude hrát na siláka. Předpokládejme dále pro jednoduchost, že užiteková funkce centrálního bankéře má následující tvar:

$$W(m) = -a(m - m_c)^2 + b(m - m^*) \quad (2)$$

kde W je užitek centrálního bankéře, m je skutečné tempo růstu M2; m^* je očekávané tempo růstu M2; $a > 0$, $b \geq 0$, $m_c \geq 0$ jsou parametry, přičemž m_c je cílové tempo růstu M2. Tento tvar užitekové funkce volíme proto, že splňuje několik důležitých požadavků. Především zachycuje fakt, že centrální bankéř se snaží dosáhnout určité hodnoty cílované veličiny: jeho užitek klesá s odchylkou veličiny od cílové hodnoty. Dále říká, že bankéř může obecně klást nenulovou váhu na společenskou bolestivost¹⁷ snižování cílované veličiny: jeho užitek je v takovém případě tím nižší, čím většího snížení cílované veličiny musí dosáhnout.

Lze se ptát, proč je první člen na pravé straně kvadratický a druhý nikoli. Kvadratický první člen vyjadřuje jednak to, že se centrální bankéř zajímá o *absolutní odchylku* od cíle, tj. že je pro něj stejně bolestivé podstřelení i přestřelení,¹⁸ jednak to, že s rostoucí odchylkou od cíle klesá bankéřova kredibilita (a s ní i užitek) progresivně, tj. že výrazným odchylkám od cíle je dáována větší

¹⁵ Modely dynamické nekonistence a reputace obvykle argumentují nějakou formou Phillipsovy křivky a tím, že centrální banka klade nenulovou váhu na vývoj výstupu. Lze však argumentovat i jinak – a možná pro případ ČR příhodněji. Centrální banka se může snažit nezvyšovat příliš drasticky úrokové sazby, neboť jejím cílem je také stabilita finančního sektoru jako takového.

¹⁶ Reputace je formou důvěryhodného závazku k jinak dynamicky nekonzistentnímu řešení. Pro ilustraci tohoto tvrzení odkazujeme na tradiční model měnověpolitické hry s Phillipsovou křivkou podle Barroa a Gordona [1983] – viz také shrnutí v [Blanchard – Fischer 1989].

¹⁷ Viz výklad ke grafu 2.

¹⁸ Důsledky asymetrie způsobené zavedením cílového pásma v podmínkách dezinflace jsme se zabývali ve výkladu ke grafu 2.

než proporcionální váha.¹⁹ Druhý člen na pravé straně je vyjádřením krátkodobého pozitivního vztahu mezi inflací a nějakou jinou veličinou (nejčastěji reálným výstupem), která zvyšuje krátkodobý společenský užitek. Nejde o jediný možný tvar této funkce, ale je to tvar, který jednak vystihuje logiku Phillipsovy křivky, na kterou zde odkazujeme, jednak je analyticky dobře uchopitelný. Z těchto důvodů je také v literatuře poměrně oblíben.

Pokud $b=0$, tj. pokud bankéř je silák, hra ztrácí z analytického hlediska na zajímavosti, neboť bankéř silák bude vždy usilovat o dosažení $m = m_c$. Zajímavější a reálnější je případ $b>0$, kdy bankéř je slaboch. Pro něj není snižování tempa růstu M2 pod očekávané tempo růstu bezbolestné (např. proto, že musí čelit opakovaným útokům nátlakových skupin). Lze ukázat,²⁰ že pokud hra trvá po nekonečný (resp. konečný, ale předem neznámý) počet období a pokud slabošský bankéř diskontuje své budoucí užítky dostatečně nízkým faktorem, bude výsledkem reputační rovnováha $m = m_c$. Je to rovnováha smíšená, neboť oba typy bankéřů se budou chovat stejně: slaboch se nikdy neodchýlí od siláka, protože trestem za projev slabosti by bylo příliš dlouhé (resp. předem neznámé) období nedůvěry.

Tento model se podstatně zkomplikuje, je-li cílovaná veličina zatížena exogenními šoky. Pokud by veřejnost byla schopna odlišit tyto šoky od vlivů centrální banky, byl by výsledek stejný jako v předchozím případě. Pokud ne, vznikají v modelu obecně dvě rizika: (1) silný centrální bankéř se může snažit odchýlit se od cílové hodnoty a přestřelit restrikcí, aby se odlišil od slabocha; (2) slaboch se může snažit odchýlit se od cílové hodnoty, neboť má možnost se vymluvit, že za nesplnění cíle mohou vnější okolnosti.²¹ Odchylování se od cílové hodnoty tedy začíná být zajímavé jak pro siláka, tak pro slabocha, i když u každého z jiných důvodů. Disciplinující účinek smíšené rovnováhy je zrušen přítomností vnějších šoků, které na jedné straně mohou snížit kredibilitu, na straně druhé mohou usnadnit slabošskou politiku.

Uvedený obecný závěr platí jak pro cílování peněžní zásoby, tak pro cílování inflace, neboť m může místo tempa růstu M2 znamenat čistou inflaci. Aby cílování inflace bylo lepším způsobem budování kredibility než cílování peněžní zásoby, musela by být čistá inflace spojena s méně výraznými vnějšími šoky než peněžní zásoba. Vzhledem ke krátkosti časových řad čisté inflace však nelze vyloučit opačný závěr, neboť čistá inflace je ovlivňována celou řadou veličin nacházejících se mimo kontrolu ČNB (viz dále) a na straně druhé uvolnění kurzu umožnilo do jisté míry odfiltrovat šoky, které dříve ovlivňovaly vývoj agregátu M2. Rozhodně nelze *a priori* tvrdit, že v režimu cílování inflace je problém dynamické nekonzistence řešen lépe, než to bylo možné v režimu cílování peněžní zásoby.

Multikriteriální povaha cíle a měnový automat

Hranice mezi cílem a prognózou není ani zdaleka tak ostrá, jak by mohlo vyplývat z některých prohlášení představitelů ČNB.²² Centrální banka otevřeně

¹⁹ Extrémním případem takové neproporcionality jsou skoky v užitkové funkci způsobené cílovým pásmem, jež jsme diskutovali v souvislosti s grafem 2.

²⁰ Viz [Barro 1986]. Rozdíl je jednak v tom, že Barroův model se týká inflace místo M2, jednak v tom, že uvažuje cíl nulové inflace, zatímco my předpokládáme obecně nenulový cíl M2.

²¹ Pro oba uvedené typy chování by bylo možné hledat ilustrace v minulém chování ČNB, neboť bance se dařilo cíle jak přestřelovat, tak podstřelovat. Co se týče vlivu nejistoty na tvoření smíšených a separovaných rovnováh v modelu reputace, viz zejména [Barro 1986].

vyhlašuje, že jejím cílem je pouze inflace a že například nebude klást omezení na hodnoty měnového kurzu.²³ Každý inflační cíl však v sobě zahrnuje řadu předpokladů zejména o chování aktérů na mezinárodních finančních trzích a o vývoji měnového kurzu. Ani dvojice inflace – měnový kurz navíc není uzavřeným systémem. Obě tyto veličiny jsou provázány s dalšími makroekonomickými ukazateli; mnohé z nich centrální banka přímo či nepřímo ovlivňuje a musí je přinejmenším sledovat. Podle našich analýz nelze ani čistou inflaci uspokojivě vysvětlit monetárními faktory. Významnými vysvětlujícími činiteli jsou také ceny komodit na světových trzích a rozdíl mezi tempy růstu mezd a produktivity práce v ČR (viz např. [Holub 1998]), svou roli bude ve střednědobém horizontu hrát také pokračující srovnávání relativních cen v ČR a v zahraničí (viz např. [Zamrazilová – Holub 1997]).

Na druhé straně ČNB nebude nikdy fungovat jako zcela pasivní měnový automat, do kterého budou vstupovat makroekonomické ukazatele a z něhož budou vycházet měnověpolitická rozhodnutí, což by mohlo vyplývat z jiných prohlášení představitelů ČNB.²⁴ Pokud by takto fungovala, její cíl by nemohl být ničím více než prognózou založenou na odhadech vývoje makroekonomických veličin použitých k sestavení „měnového automatu“. Poznamenejme v této souvislosti, že ČNB dosud formálně nezavedla ani tzv. indexy monetárních podmínek (monetary conditions indices, MCIs), které jsou u bank provádějících cílování inflace běžné. Bez zavedení takového indexu a bez znalosti jeho vazby na další klíčové proměnné je faktický rozdíl v politice minimální.

Problém odpovědnosti

Přechodem na cílování inflace byl znovu obnažen problém ústavního vymezení centrální banky a jejího zapojení do systému sil a rovnováh státní moci. Centrální banka sice má ústavou obecně vymezen cíl a je ze zákona vybavena nástroji k jeho dosahování; faktický obsah svého cíle (tj. jaký peněžní, kurzový či inflační agregát je cílán) si ale ČNB stanovuje sama.²⁵ Ústava nestanovuje její odpovědnost za dosahování či nedosahování vymezeného cíle. V této souvislosti lze připomenout zahraniční úpravy, v nichž je stanovena alespoň minimální odpovědnost centrální banky vůči parlamentu.

Splnitelnost cíle

Až dosud jsme se zabývali problémy režimu cílování inflace jako takového. Podívejme se nyní na konkrétní problémy spojené s dosahováním zvoleného

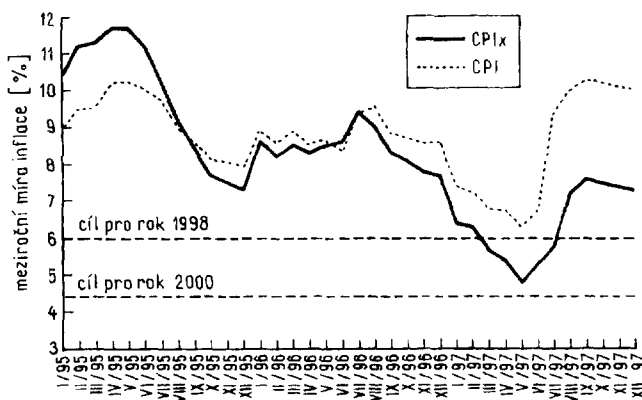
²² „Inflační cíl není prognózou, ale závazkem. Oznamujeme tedy veřejnosti, že své měnové nástroje nastavíme k co nejpřesnějšímu dosažení cíle,“ uvedl například viceguvernér ČNB v Hospodářských novinách z 23. 12. 1997.

²³ V tiskové zprávě z 22. 12. 1997 ČNB pouze připouští, že bude používat devizové intervence „ke stabilizování trhu v případě krátkodobých nežádoucích fluktuací“.

²⁴ Viz prohlášení viceguvernéra P. Kysilky citované v poznámce 10.

²⁵ Je však nutné přiznat, že zde došlo alespoň k určitému rozdělení pravomocí, neboť při cílování peněžní zásoby byl agregát M2 sledován i vykazován centrální bankou, zatímco výpočet cenových agregátů má mít na starost Český statistický úřad. To je ale zatím jen mírný pokrok v mezích existujícího zákona.

GRAF 3 Inflace vs. čistá inflace



pramen: ČNB

cíle. Abychom byli schopni posoudit reálnost cílů ČNB, podívejme se nejprve na historický vývoj čisté inflace (viz graf 3).²⁶

Na grafu 3 je zachycena jedna zajímavá skutečnost. V květnu 1997, kdy byla meziroční inflace historicky nejnižší, klesla čistá inflace pod 5 %. Z tohoto pohledu se tedy nemusí zdát cíl ČNB snížit čistou inflaci do konce roku 1998 na 5,5–6,5 % (tedy zhruba na úroveň prvního pololetí 1997) a do konce roku 2000 na 3,5–5,5 % příliš ambiciózní.

Nesmíme však zapomínat, že příznivý vývoj čisté inflace v první části roku 1997 byl umožněn souhrou dvou dočasných faktorů – pomalého růstu potravinářských cen a zhodnocení měnového kurzu. Oba tyto faktory přitom může centrální banka ovlivnit jen částečně. Na ceny potravin sice může působit prostřednictvím měnových nástrojů (peněžní zásoba, měnový kurz), v krátkém období však převažují jiné, nemonetární vlivy (počasí, sezonní výkyvy apod.). Stejně tak při určování měnového kurzu není centrální banka všemocná; jeho vývoj do značné míry závisí na postojích investorů. O tom ostatně svědčí vývoj v roce 1997, kdy se koruna nejprve zhodnotila v důsledku emisí korunových euroobligací, několik měsíců poté se však stala terčem devalvačních spekulací a citelně oslabila.

Není samozřejmě vyloučeno, že se příznivé podmínky pro pokles inflace mohou zopakovat; pak by úkol ČNB nebyl příliš náročný. Pro rok 1998 je však realističtější počítat s právě opačným scénářem. Trh s korunou pravděpodobně bude poměrně nervózní v důsledku jak politické nejistoty, tak i vývoje na světových finančních trzích. Není také příliš pravděpodobné, že by mohlo dojít ke zpomalení růstu cen potravin na úroveň z počátku roku 1997. Růst potravinářských cen už delší dobu výrazně zaostává za vývojem celkové inflace, tento stav ale nemůže dlouhodobě pokračovat, protože v mnoha případech by vedl ke krachu prvovýrobců.

²⁶ ČSÚ sice tuto řadu zatím oficiálně nezveřejnil, pro naše účely ale postačí přibližný výpočet, podle kterého se doposud orientovala ČNB.

Pokud se zkombinují tyto nepříznivé faktory, bude dosažení cílů ČNB velmi obtížné. To platí zvláště o cíli pro rok 1998. I přes očekávanou restriktivnost měnové politiky a očekávané intervence ČNB proti zeslabování koruny je podle našeho názoru pravděpodobnější, že se čistá inflace na konci roku 1998 bude pohybovat kolem horní hranice cílového pásma ČNB (tj. kolem 6,5 %) než u jeho středu.

Střednědobý cíl (4,5 % v roce 2000) se nicméně jeví jako reálný. Náklady na jeho dosažení se však mohou výrazně lišit podle toho, jak bude fungovat koordinace měnové a fiskální politiky (udržení vyrovnaného rozpočtu) a zda růst mezd bude odpovídat vývoji produktivity práce.

Shrnutí

Je přechod na cílování inflace změnou obsahu, nebo jen formální úpravou? Náš rozbor směřuje spíše k druhé charakteristice. ČNB připomíná vinaře, který přelévá staré víno do nových lahví a domnívá se, že tímto přelitím se zvýší kvalita vína.

Veřejné vyhlášení inflačního cíle je bezpochyby srozumitelné i pro neodbornou veřejnost. To je samo o sobě významnou změnou k lepšímu – v minulosti totiž politika ČNB tuto vlastnost postrádala. Na druhé straně však není korektní tvrdit, že informační otevřenost je spojena výhradně s režimem cílování inflace – srozumitelně komunikovat s veřejností mohou i centrální banky, které používají jiné uspořádání měnové politiky (příkladem je třeba německá Bundesbank).

Srozumitelnost konečného cíle navíc není jedinou charakteristikou správného měnového uspořádání – tou by měla být jeho schopnost dosahovat stability měny. Srozumitelnost cíle neznamena ani transparentnost celého režimu měnové politiky, v případě ČNB je tomu zatím dokonce naopak. Dokud centrální banka zůstane pouze u oznámení cíle a neurčí mechanismus, jakým ho chce dosáhnout, její politika bude zahalena ještě větší mlhou než doposud.

Nezpochybnujeme, že k určitému snížení čisté inflace skutečně dojde. Již dnes lze také říci, že v roce 1998, který je kvůli současnému politickému vývoji spojen se značnou nejistotou, bude monetární politika jedním z mála záchytných bodů. Je však velmi pravděpodobné, že při témže personálním obsazení centrální banky a při týchž hospodářských trendech by např. hybridní transmisní mechanismus (viz graf 1, schéma 3) byl schopen vyprodukovat zhruba stejné výsledky jako cílování inflace. Vzhledem k omezenému počtu alternativ se nakonec ČNB nejspíše k nějaké formě hybridního transmisního mechanismu fakticky přikloní.

Máme-li se držet nastíněného přirovnání s vinařem, hlavní výhodou cílování inflace oproti dřívějšímu režimu je pouze to, že etiketa na nové lahvi je pro neznalce vín trochu čitelnější.

LITERATURA

- BARRO, R. J.: Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information. *Journal of Monetary Economics*, sv. 17, 1986, č. 1.
- BLANCHARD, O. – FISCHER, S.: *Lectures on Macroeconomics*. MIT Press 1989.
- ČIHÁK, M. – JANÁČEK, K.: Inflace v ČR v polovině devadesátých let (srovnání alternativních vysvětlení). *Politická ekonomie*, 1996, č. 6.

- HOLUB, T.: Analýza inflace v ČR. Finance a úvěr, 1997, č. 12.
- HOLUB, T.: Ceny průmyslových výrobců a vývoj inflace v ČR. Politická ekonomie, 1998 (v tisku).
- KREPS, D. – WILSON, R.: Reputation and Imperfect Competition. Journal of Economic Theory, sv. 27, 1982, č. 2.
- KYDLAND, F. E. – PRESCOTT, E.C.: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, sv. 85, červen 1977, č. 3.
- MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S.: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. Vol. 4, August 1997, č. 3.
- REVENDA, Z. – MANDEL, M. – KODERA, J. – MUSÍLEK, P. – DVOŘÁK, P. – BRADA, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. Praha, Management Press 1996.
- SAREL, M.: Non-Linear Effects of Inflation on Economic Growth. IMF Working Paper, May 1995.
- ZAMRAZILOVÁ, E. – HOLUB, T.: Inflační diferenciál se nesníží. Ekonom, 1997, č. 10.

SUMMARY

Inflation Targeting in the Czech Republic: Old Wine in New Bottles

Martin ČIHÁK – Komerční banka, a. s., Prague; CERGE, Charles University, Prague

Tomáš HOLUB – Komerční banka, a. s., Prague; Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

The authors explore the question whether the switch from monetary targeting to inflation targeting means a change of the substance, or just the form of the Czech National Bank's monetary policy. In the first section, they compare inflation targeting and traditional regimes of monetary policy. In the second, they put forward and discuss various potential disadvantages of the adopted version of inflation targeting. In the third section, attainability of the announced targets is assessed. The authors conclude that the main advantage of the new regime is the transparency of the target and a more open communication with the public. The transparency of the target, however, does not necessarily imply transparency of the monetary policy mechanism. At the same time, openness to the public could also be attained under the traditional policy regimes.