

# Inflační projekce a měnová politika: předpoklad konstantních úrokových sazeb

Viktor KOTLÁN – Česká národní banka Praha; Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava; Vysoká škola  
ekonomická Praha (viktor.kotlan@cnb.cz)

Michal SKOŘEPA – Česká národní banka Praha; Institut ekonomických studií FSV UK Praha  
(michal.skorepa@cnb.cz)

Každým rokem přibývá počet centrálních bank, které realizují svou měnovou politiku v režimu cílování inflace. Ačkoliv plnohodnotný režim cílování inflace předpokládá naplnění více charakteristik, jedním z klíčových rysů je vpřed hledící politika založená na odhadu budoucího vývoje inflace, tj. na inflační projekci. Zatímco mnoha jiným aspektům režimu cílování inflace, jako například stanovení inflačního cíle, transmisnímu mechanismu či frekvenci rozhodování centrální banky, je v odborné literatuře věnována velká pozornost, podrobnější pohled na některé klíčové aspekty inflační projekce chybí.

Jestliže se diskuze inflační projekce objeví, obvykle se omezuje na způsoby, jakými by měla centrální banka při rozhodování s projekcí zacházet. Naším cílem je však obrátit pozornost opačným směrem a diskutovat otázku, jak by měla být v projekci zohledněna role centrální banky či jak v projekci zacházet s měnovou politikou. Toto rozhodnutí je klíčové minimálně na třech úrovních: v oblasti tvorby projekce, v oblasti využívání projekce pro měnověpolitické rozhodování a v oblasti publikace projekce.

Nejprve uvedeme terminologické rozlišení mezi projekcí, prognózou a simulací. Projekcí zde rozumíme jakýkoliv výhled do budoucna. Ten je však možné rozdělit na prognózy a simulace. Zatímco v prognóze se snaží tvůrce postihnout nejpravděpodobnější budoucí vývoj, cílem simulace je zjistit, jaký by byl budoucí vývoj v případě, že by se jeden nebo více ekonomických subjektů chovalo nějakým specifickým (ne nutně nejpravděpodobnějším) způsobem. Lze si například položit otázku, jaký by byl budoucí vývoj ekonomiky, kdyby centrální banka nereagovala na ekonomické poruchy tak, jak je běžné, ale zachovala konstantní úrokové sazby bez ohledu na vývoj zbytku ekonomiky. V textu se dále soustředíme právě na chování jediného ekonomického subjektu v projekci – centrální banky.

Při tvorbě prognózy je chování centrální banky obvykle, podobně jako u ostatních ekonomických subjektů, zachyceno jednoduchou reakční funkcí, v níž je hodnota instrumentu centrální banky (např. úrokových sazeb) závislá na současné nebo budoucí hodnotě jiných veličin (inlace, mezery výstupu apod.). Diskutujeme výhody a nevýhody různých způsobů specifikace „té správné“ reakční funkce centrální banky pro účely prognózy. V případě simulací je zachycení chování centrální banky snažší, neboť tvůrce obvykle neusiluje o specifikaci „správného“ chování. Komplikací simulací je však skutečnost, že změna chování jednoho ekonomického subjektu v daném systému má implikace pro chování subjektů ostatních. Změna způsobu chování centrální banky vyžaduje pro realistickou simulaci patřičnou úpravu chování (tj. reakčních funkcí) ostatních ekonomických subjektů; v opačném případě se simulace stává předmětem Lucasovy kritiky.

Rovněž v oblasti měnověpolitického rozhodování lze identifikovat výhody a nevýhody využívání prognóz a simulací. Zatímco prognóza dává jasný kvantitativní návrh (trajektorie) opatření, která za dané definice cílů centrální banky stabilizují budoucí ekonomický vývoj, u simulací tomu tak vždy být nemusí. Například některé

centrální banky zakládají své simulace na umělém předpokladu konstantních úrokových sazeb a své úrokové sazby pak nastavují na základě srovnání takto získané představy o budoucím vývoji ekonomiky s příslušným cílem (např. inflačním cílem). Ačkoliv je tento postup intuitivně atraktivní, je s ním – kromě problémů tvorby této simulace ve smyslu Lucasovy kritiky – spojen i problém správné kvantitativní reakce.

Ani v oblasti zveřejňování inflační projekce nenabízí monetární teorie dostatečné odpovědi na základní otázky typu: proč, jak a kdy projekci zveřejňovat (vyjma obecné proklamace o zvyšování transparentnosti). Nejprve proto diskutujeme dva možné důvody zveřejňování inflační projekce. Prvním je ukotvení inflačních očekávání, ke kterému je obvykle využíván inflační cíl. Argumentujeme, že v jistých případech může být role inflační projekce nezastupitelná. Druhou motivací publikace inflační projekce může být usnadnění vysvětlování a zdůvodňování přijatého rozhodnutí. V oblasti zveřejňování inflační projekce se dále zabýváme především tím, zda a případně jakým způsobem zveřejňovat trajektorii úrokových sazeb a měnového kurzu, jež jsou nedílnou součástí prognózy.

## SUMMARY

JEL Classification: E 27, E37, E47, E52

Keywords: monetary policy

## **Inflation Projections and Monetary Policy**

Viktor KOTLÁN – Czech National Bank, Prague; Economic fakulty of VSB-TU Ostrava;  
University of Economics, Prague (viktor.kotlan@cnb.cz)

Michal SKOŘEPA – Czech National Bank, Prague; Institute of Economic Studies, Faculty of Social  
Sciences, Charles University, Prague (michal.skorepa@cnb.cz)

Inflation targeting is a monetary-policy regime based largely on the use and communication of inflation projections. Central bankers need to make certain choices regarding inflation projections on three distinct levels: construction, decision making and communication. We first differentiate between a forecast (an appraisal of a future event or condition) and a simulation (an imitative representation) and then discuss the pros and cons of using such projections as regards the three levels of the inflation projections.