

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

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

http://web.iol.cz/fau

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

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

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Postavení a význam centrálních bank
(1. část):

Ondřej SCHNEIDER: Centrální banky –
fenomén, nebo obětí beránek? 501

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Zdeněk TŮMA:
Soudobé evropské pojetí nezávislosti centrální banky 507

Jiří JONÁŠ: Centrální banky: nezávislost,
odpovědnost, kredibilita 525

Martin ČIHÁK – Tomáš HOLUB: Co říká
ekonomická teorie o nezávislosti centrální banky 543

CONTENTS

The Role of Central Banks and the Issue
of Their Independence (1st Part):

Ondřej SCHNEIDER: Central Banks –
Almighty or Scape Goats? 501

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Zdeněk TŮMA:
Contemporary European Approach to
Central Bank Independence 507

Jiří JONÁŠ: Central Banks: Independence,
Accountability, Credibility 525

Martin ČIHÁK – Tomáš HOLUB: The Eco-
nomic Theory of Central Bank Indepen-
dence 543

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – včetně 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., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (předseda), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., 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. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Centrální banky – fenomén, nebo obětní beránek?

Ondřej SCHNEIDER*

Z pohledu malé a do svých problémů zcela ponořené země to možná bude znít překvapivě, ale z širšího (ekonomického) pohledu se zdá být nesporné, že devadesátá léta 20. století patřila centrálním bankám. Žádná jiná instituce nezískala během této dekády takový vliv na ekonomiku – v řadě zemí se centrálním bankám podařilo odsunout vládu na druhé místo a rozhodujícím způsobem ovlivňovat hospodářství. V Evropě to byla německá Bundesbank, kdo rozhodoval o kurzu německé marky, a tedy i ostatních evropských měn, a v Americe to byl Federální rezervní systém, na koho byly upřeny pohledy všech investorů a všech domácností při rozhodování o tom, kam směřovat své úspory či výdaje.

Centrálním bankám se však zároveň podařilo udržet si závoj tajemnosti a neprůhlednosti. Veřejnost většinou dobře zná ministra financí a velmi poctíuje jakékoliv změny daňových sazeb. Guvernér centrální banky však zůstává často ve stínu a zvýšení či snížení úrokových sazeb o pár desetín procentního bodu podnikatelé a spotřebitelé pocítí velmi zprostředkovaně. Daňová politika je předmětem volebních soubojů a je otevřeně diskutována, veřejnost má tedy dosti možností se s ní seznámit, i když často v účelových interpretacích politiků. Měnová politika je však diskutována jen v úzkém kruhu odborníků a pro většinu obyvatel zůstává naprosto nesrozumitelná.

Význam centrálních bank a zároveň jejich určitá tajemnost byly dostatečným důvodem proto, aby se ediční kruh časopisu *Finance a úvěr* rozhodl věnovat postavení a významu centrálních bank zvláštní pozornost. Přidáme-li ke shora uvedeným důvodům ještě bouřlivou domácí diskuzi o politice české centrální banky a o jejím postavení nejen ekonomickém, ale dokonce i ústavním, pak je snad skutečnost, že téma si zvláštní pozornost zaslouží, nesporná. Problematika postavení a role centrálních bank se nakonec ukázala natolik zajímavá a komplexní, že pro všechny příspěvky, které jsme k tomuto tématu chtěli zařadit, jen jedno číslo časopisu svým rozsahem nepostačovalo. V tomto čísle časopisu proto naleznete kromě úvodu první tři připravené studie (autoři: Šmídková – Tůma; Jonáš; Čihák – Holub). Následující číslo přinese další dvě studie (autoři: Kotlán – Frait; Zahradník) – a samozřejmě (v tomto čísle obvyklý) výťah z aktuální inflační zprávy České národní banky. Věříme, že v takto koncipovaných dvou číslech se nám po-

* Ing. Ondřej Schneider, Ph.D. – Fakulta sociálních věd UK; hlavní ekonom Patria Finance, a. s., Praha; předseda edičního kruhu čas. *Finance a úvěr*

daří pokrýt nejdůležitější teoretické i praktické problémy, které jsou s rolí centrálních bank v moderních ekonomikách spojeny.

Centrální banka – strážce měny

Za svůj dnešní vliv vděčí centrální banky neoddiskutovatelnému selhání politiků v péči o stabilitu měny v průběhu sedmdesátých a začátkem osmdesátých let a tehdejšímu souběžnému vývoji ekonomické teorie. Inflace, která se ve vyspělých zemích tradičně pohybovala mezi 2–4 %, dosáhla v roce 1975 úrovně 14 %. Po krátkém poklesu se na stejnou úroveň vrátila v roce 1981. Tak rychlé znehodnocování měny se přestalo veřejnosti líbit, zvláště když se na vlastní kůži přesvědčila, že vyšší inflace nijak nezmenšuje nezaměstnanost, jak jí politici do té doby tvrdili. Ekonomická teorie zároveň přišla s poměrně jednoduchým vysvětlením toho, proč politici v roli strážců stability měny selhávají – jejich horizont je zkrátka příliš krátký a pokuseni manipulovat inflací je příliš velké.

Dosáhnout nižší inflace však není nijak jednoduché – voliči se učí a vládě, se kterou mají špatné zkušenosti, přestanou věřit. Bylo proto nutné zvýšit důvěryhodnost strážce měny. A to byla příležitost pro centrální banky. Díky enormnímu úsilí Paula Volckera v USA a díky neotřesitelné pověsti německé Bundesbank v Evropě přesvědčili centrální bankéři politiky, ale hlavně veřejnost, že oni se o stabilitu postarají lépe. Shrnutí hlavních ekonomických argumentů pro nezávislost centrální banky, které se od 80. let staly součástí učebnic ekonomie, přináší v tomto čísle autoři Čihák a Holub.

K tomu, aby se centrální banka mohla důvěryhodně starat o stabilitu měny, požadovali bankéři nezávislost na vládě. Pokud by centrální banka podléhala rozhodování vlády, pak by se nic nezměnilo. Nezávislost však může nabývat mnoha podob – německá Bundesbank je nezávislá na vládě díky své reputaci, britská Bank of England je nezávislá na základě zákona. Evropská centrální banka si sama stanovuje svůj inflační cíl, guvernér novozélandské centrální banky podepisuje s vládou kontrakt, v němž se zavazuje držet inflaci v daném intervalu. Formy nezávislosti se tedy liší, nicméně fakt, že nezávislost centrální banky jako taková vede k nižší inflaci, nepochybně dnes již žádný ekonom. (V roce 1998 se průměrná inflace ve vyspělých zemích dostala opět pod hladinu 2 %, kde byla naposledy v roce 1961.) Potvrzuje to i článek autorů Fraita a Kotlána v následujícím čísle. Různé formy nezávislosti centrální banky zkoumají ve svém článku autoři Šmídková a Tůma, kteří především porovnávají postavení dvou nejmocnějších centrálních bank dneška: Evropské centrální banky (ECB) a amerického Federálního rezervního systému (Fed).

Ustanovení ECB v loňském roce se stalo zatím posledním „triumfem centrálních bankéřů“. Tato instituce dostala do vínku vyšší nezávislost než do té doby jakákoliv jiná centrální banka. ECB si sama stanovuje inflační cíl a sama se rozhoduje, jakými nástroji ho dosáhne. Guvernér ECB musí sice dvakrát ročně podat zprávu Evropskému parlamentu, ale ECB není povinna zveřejňovat zdůvodnění svých rozhodnutí a ani nemůže být nijak číneň zodpovědnou, pokud inflační cíl nesplní. ECB se tak povznesla mimo dosah politiků, ale zároveň si zatím nevytvořila oporu ve veřejnosti, možná spoléhajíc na „duch“ německé Bundesbank, s kterou sdílí umístění ve Frankfurtu nad Mohanem. Podrobně se funkci a prvním zkušenostem z fungování ECB věnuje ve svém článku Petr Zahradník.

Vyhraná bitva – rozpustíme vojsko?

Jako již několikrát v historii i tentokrát se však může stát, že úspěch v sobě skrývá riziko sebeuspokojení a zároveň zpochybnění úspěšné politiky. Čeho se bát dnes, je-li inflace tak nízká? Ve skutečnosti si již politici začínají stěžovat, že inflace je *příliš nízká* a brání tak ekonomickému růstu. Ačkoliv se zdá, že neexistuje důvod, proč by jako podpora ekonomického růstu nebo snižování nezaměstnanosti měla působit vyšší inflace, nedá se zároveň ani jednoznačně potvrdit, že by takto pozitivně mohla působit inflace velmi nízká (pod 5 % ročně).¹

Tyto argumenty podpořil výzkum, který ukázal, že tradiční způsoby měření inflace pomocí tzv. spotřebitelského koše pravděpodobně přeceňují růst cen. „Spotřebitelský koš“ se nepřizpůsobuje dostatečně rychle změnám spotřebitelských preferencí a není schopen dobře postihnout změny v kvalitě nabízeného zboží. Zvláštní komise amerického Senátu odhadla, že oficiální index spotřebitelských cen v USA přeceňuje inflaci o 0,8–1,6 % každý rok.² Podobný odhad pro Evropu není k dispozici, je ale pravděpodobné, že situace je tu podobná. To by ovšem znamenalo, že spotřebitelské ceny v USA stagnují a v Evropě klesají. Klesající ceny sice nepředstavují neřešitelný problém (v historii existovaly dlouhé úseky, kdy ceny klesaly a nezpůsobovalo to žádné výrazné hospodářské problémy), nicméně vyžadovaly by zásadní změnu v uvažování o cenách a především ve mzdových vyjednáváních. Změny v uvažování jsou však velmi pomalé a nelze proto očekávat, že by se například odbory najednou smířily s poklesem nominálních mezd, i když by byl nižší než pokles cen.³ Někteří ekonomové začali proto uvažovat o tom, že s inflací lze „experimentovat“ a hledat její optimální úroveň, kterou je pravděpodobně hodnota inflace o něco vyšší než dnes.⁴

Jiní ekonomové, především v Americe, však přišli s alternativním pohledem na způsob měření cenové hladiny a navrhli, aby index inflace zahrnoval i ceny finančních aktiv.⁵ Spotřebitelský koš neměří dobře rostoucí přetlak v ekonomice, pokud se tento přetlak soustřeďuje především do cen akcií či jiných finančních instrumentů. Příkladem takového skrytého přehřívání ekonomiky mohou být země jihovýchodní Asie nebo Japonsko v polovině 90. let, v nichž oficiálně měřená inflace byla velmi nízká. To vedlo centrální banky k poměrně uvolněné měnové politice, která dále nafukovala bublinu neudržitelně vysokých cen aktiv. Její prasknutí oslabilo finanční sektor a přispělo tak k propadu ekonomik jihovýchodní Asie i k dlouhodobé ekonomické recesi v Japonsku. Podobné dilema dnes řeší americký Fed. Inflace

¹ Viz například článek (Frait, 1998).

² Viz (Boskin et al., 1998).

³ Zde může být zajímavá česká zkušenost z přelomu let 1998 a 1999. Mzdová vyjednávání ve velkých českých firmách začala na podzim 1998, kdy inflace poprvé po dlouhé době klesla pod 10 %. V lednu 1999, kdy nové kontrakty začaly platit, byla však inflace jen 3,5 % a v druhé polovině roku se dostala k úrovni 1 %! Povzbuzeny razantním zvýšením mezd ve státním sektoru vedly odbory původně vyjednávání s cílem dosáhnout dvouciferného růstu mezd. Začátkem roku tak mzdy v průmyslu rostly o 7–9 %. V dalších měsících se však růst mezd zpomalil a klesl pod 4 % v meziročním srovnání. Je zatím předčasně hodnotit, zda k poklesu došlo díky změně inflačního očekávání, nebo z jiných důvodů, ale zdá se, že mzdové přizpůsobení (pokud se pohybuje v kladných číslech) může být poměrně rychlé.

⁴ Viz (Stiglitz, 1997).

⁵ Viz (Selgin, 1997).

v USA je na nízké úrovni okolo 2 %, ovšem cena amerických akcií se prudce zvyšuje. V zemi, kde akcie vlastní 50 % domácností, je tento efekt velmi silný a vede k růstu spotřeby. Americká ekonomika se tak možná přehřívá a odpovídající reakcí by bylo zpřísnit měnovou politiku již dnes a nečekat na zvýšení klasicky měřené inflace.

Je nezávislá centrální banka demokratická?

Nejčastější – a potenciálně nejzávažnější – námitka proti nezávislosti centrální banky však nepřichází z ekonomické oblasti, ale z politické. Podrobně se tomuto problému věnuje ve svém článku Jiří Jonáš. Jak lze, například, zdůvodnit, že nikým nevolená skupinka mužů (a snad stále více i žen) rozhoduje o tak důležité otázce, jako je úroveň cen, stabilita měny a případně i směnný režim dané měny? Vzhledem k tomu, že v žádném státě (zatím?) nefunguje princip soukromé centrální banky,⁶ jsou guvernéři centrálních bank veřejnými osobami a svoji autoritu opírají o státní moc. Protože však neprocházejí veřejným volebním mechanismem, může být jejich autorita zpochybňována. Především pro politiky tak centrální banka může plnit dvojí funkci: kromě snižování inflace a stabilizace měny může centrální banka být i vhodným „obětním beránkem“, na kterého se dají svést ekonomické potíže. I tento aspekt zmiňují ve svém článku autoři Holub a Čihák.

Centrální banky podobným obviněním čelí většinou co největší otevřeností své politiky. Snaží se tak vlastně „přemostit“ svůj vztah k veřejnosti, který vede formálně přes vládu či parlament, a obracejí se na veřejnost přímo. Většina centrálních bank tak publikuje poměrně detailní zprávy ze svých jednání a snaží se veřejnosti vysvětlovat důvody svých rozhodnutí. Konkrétní uspořádání se v jednotlivých bankách liší; podrobně se tomuto problému věnují Šmídková a Tůma v tomto čísle.

Stále více centrálních bank také přechází na metodu tzv. cílování inflace, kdy se banka zavazuje (nebo dostává za úkol) udržet inflaci v určitém pásmu, případně dostane jako ECB za úkol „udržovat měnovou stabilitu“.⁷ Předností cílování inflace je skutečnost, že ekonomickým subjektům poskytuje předpověditelné inflační prostředí a usnadňuje jim tak plánování budoucích rozhodnutí. Na druhou stranu je cílování inflace méně průhledné z hlediska rozhodování centrální banky. Pokud se banka řídí například růstem měnové zásoby, pak je jasné, že rosteli měnová zásoba rychleji, musí centrální banka svoji měnovou politiku zpřísnit a naopak. Ve strategii cílování inflace však více záleží na tom, jak centrální banka odhadne vývoj inflace v budoucnosti.

Na cílování inflace přešla od roku 1998 i Česká národní banka. V české ekonomice však bylo cílování inflace zahájeno v době, kdy centrální banka otevřeně usilovala o snížení inflace. Inflační cíl proto nemohl být stanoven staticky (například „udržovat inflaci v pásmu 1–3 %“), ale musí se pro každý rok měnit, podle toho, jak ekonomika pokračuje na své dezinflační trajektorii. Takové cílování inflace je samozřejmě mnohem složitější, protože může docházet ke konfliktu jednotlivých inflačních cílů. Snaha o úplnou infor-

⁶ Viz (Selgin, 1996).

⁷ Podrobnosti viz (Hrnčíř – Šmídková, 1998) a (Čihák – Holub, 1998).

mační otevřenost a o komunikaci jak s vládou, tak s veřejností je v takovém systému cílování inflace ještě naléhavější než v situacích standardních.

Úspěšná centrální banka – ta, kterou nikdo nepotřebuje

Co dělá centrální banku úspěšnou? Paradoxně je to dosažení stavu, kdy se zdá, že centrální banka je vlastně zbytečná, kdy je měnová politika velmi stabilní a předpovědatelná a kdy inflace již nepředstavuje žádné nebezpečí. Můžeme se inspirovat u pravděpodobně nejproslulejší centrální banky: u německé Bundesbank. V první řadě je to dlouhodobá střídma a spolehlivá měnová politika, která bezpečně drží inflaci na nízké úrovni. Zároveň je to politika, která zaručí stabilní hodnotu domácí měny a nevede k častému znehodnocování. Pro ty banky, které za sebou nemají třicet let úspěchů, je pak další nezbytností co největší otevřenost, co nejúplnější informování o své politice. Jen tak lze udržet model, který se osvědčil v posledních dvaceti letech, tj. model, kdy měnová politika nepodléhá politikům, kteří usilují každé čtyři roky o znovuzvolení, ale je svěřena nezávislé centrální bance.

LITERATURA

- BOSKIN, M. J. – DULBERGER, E. R. – GORDON, R. J. – GRILICHES, Z. – JORGENSEN, D. W. (1998): Consumer Prices, the Consumer Price Index, and the Cost of Living. *Journal of Economic Perspectives*, 1998, no. 1.
- ČIHÁK, M. – HOLUB, T. (1998): Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4.
- FRAIT, J. (1998): Makroekonomická politika a dlouhodobý růst v empirických pracích nové teorie růstu. *Finance a úvěr*, 1998, č. 7.
- GORDON, R. J. (1997): The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 1997, no. 1.
- HRNČÍŘ, M. – ŠMÍDKOVÁ, K. (1998): Přejít na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4.
- KREIDL, V. – SCHNEIDER, O. (1999): *Několik myšlenek o centrální bance*. Praha, Patria Finance, 1999.
- SELGIN, G. (1996): *Bank Deregulation and Monetary Order*. Routledge, 1996.
- SELGIN, G. (1997): Less Than Zero: the Case for a Falling Price Level in a Growing Economy. *IEA Hobart Paper*, no. 132, 1997.
- STIGLITZ, J. (1997): Reflections on the Natural Rate Hypothesis. *Journal of Economic Perspectives*, 1997, no. 1.

SUMMARY

JEL Classification: E 58
Keywords: central bank

Central Banks – Almighty or Scape Goats?

Ondřej SCHNEIDER – Faculty of Social Sciences, Prague; Patria Finance, a.s., Prague; member of the editorial board of the journal *Finance a úvěr*

The 1990s could be termed „the decade of the central banks,“ as in this decade the banks have amassed extensive powers and gained independence from their governments. This shift, which followed a decade of high inflation in OECD countries, was guided by insights from economic theory. The benefits of an independent monetary authority became clear, as did the fact that politicians are unable to conduct monetary policy in a consistent way. The end of the decade, however, brings new issues, as central banks have for the most part succeeded in taming inflation. Should they relax, especially since they use imperfect price indices that may overestimate inflation? Or should they try to incorporate the prices of financial assets into their considerations? These are the questions that will occupy central banks in the next decade.