

Výskumná štúdia NBS č. 5/2024

Cielenie priemernej inflácie: ako ďaleko sa pozerať do minulosti a budúcnosti?

František Mašek, Jan Žemlička

© Národná banka Slovenska 2024

research@nbs.sk

Táto publikácia je dostupná na internetovej stránke NBS

<https://nbs.sk/publikacie/vyskumne-a-prilezitostne-studie-wp-op/>

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdii sú názormi autorov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Práca neprešla jazykovou úpravou.

Netechnické zhrnutie

Zmena stratégie menovej politiky, ktorú oznámila americká centrálna banka (Fed) v auguste 2020, vyvolala veľký záujem o pravidlo cielenia priemernej inflácie (average inflation targeting - AIT). Zmena stratégie menovej politiky bola výsledkom dlhodobého skúmania pravidiel menovej politiky v reakcii na prostredie nízkej prirodzenej úrokovej miery s vysokou pravdepodobnosťou dopadu na efektívnu dolnú hranicu (effective lower bound - ELB) menovopolitických úrokových sadzieb. Hoci sa najskôr študovalo najmä cielenie cenovej hladiny (price level targeting - PLT), neskôr sa pozornosť obrátila najmä na AIT.¹ Stalo sa tak preto, lebo mnohí ho považujú za strednú cestu medzi inflačným cielením (inflation targeting - IT) a PLT.

Charakteristikou novej stratégie Fed-u je absencia presne špecifikovanej priemernej dĺžky cielenia inflácie. V štúdiu analyzujeme dôsledky meniacej sa dĺžky cieľovej priemernej inflácie na blahobyt v modeli, ktorý sa z hľadiska menovej politiky správa realisticky. Následne analyzujeme vplyv rýchlosti návratu priemernej inflácie k jej cieľovej trajektórii. Kým dĺžku okna študovali aj iní autori, podľa našich najlepších vedomostí sme prví, ktorí sa venujeme súhrnu priemerného okna a rýchlosti návratu k cieľu.

Naša analýza využíva nový keynesiánsky model, ktorý rieši dva problematické aspekty štandardných novokeynesiánskych modelov s racionálnymi agentmi (Rational Agent New Keynesian - RANK). Využívame heterogenitu domácností a kognitívne diskontovanie. Náš model teda môže vyriešiť tzv. forward guidance puzzle² a zároveň zachovať zosilnenie súčasného šoku menovej politiky v súlade so zisteniami vyplývajúcimi z literatúry heterogénnych agentov (Heterogeneous Agents New Keynesian - HANK). Model sa správa realisticky vzhľadom na budúcu aj súčasnú menovú politiku. Pre validitu našej analýzy je mimoriadne dôležité najmä vyriešenie forward guidance puzzle.

Ak použijeme len mierne kognitívne diskontovanie, optimálne priemerné obdobie je nekonečne dlhé (to znamená, že optimálnou politikou je cielenie cenovej hladiny).³ Keď je ekonomika na efektívnej dolnej hranici, umožňujeme centrálnej banke používať kvantitatívne uvoľňovanie. Tento prvok však nemení hlavné výsledky. Rovnaké výsledky dosiahneme, keď do tvorby očakávaní zahrnieme minulé výsledky inflácie a ešte viac sa odkloníme od racionálnych očakávaní.

Účinky silnejšieho kognitívneho diskontovania (krátkozrakosti) študujeme vzhľadom na možnosť chybného chápania amerických domácností o vyhláseniach Fedu o cielení priemernej inflácie.⁴ Ukazujeme, že stupeň krátkozrakosti pri vytváraní očakávaní mení blahobyt pri

¹ PLT možno považovať za AIT s nekonečnou dĺžkou priemerovania (vzhľadom na daný počiatkový bod). Štandardne sa v rámci AIT používa kľzavý priemer za vopred zvolený počet mesiacov.

² Forward guidance puzzle (FGP) znamená, že ekonomika je veľmi citlivá na ohlásené budúce zmeny menovej politiky. Očakávaná zmena reálnej úrokovej miery vo vzdialenejšej budúcnosti môže mať rovnaký alebo dokonca väčší účinok ako aktuálna zmena. PLT a AIT menia súčasnú a budúcu reálnu sadzbu prostredníctvom vplyvu na inflačné očakávania, a preto FGP hrá príliš v prospech týchto režimov.

³ Tento efekt prechádza cez úlohu inflačných očakávaní. V režimoch PLT alebo AIT musí byť inflácia pod cieľom kompenzovaná budúcou vyššou infláciou. Ak teda ekonomika generuje nižšiu infláciu v dôsledku ELB, agenti vedia, že v budúcnosti centrálna banka vyrovná odchýlku opačným smerom, čo zvyšuje inflačné očakávania, znižuje reálnu úrokovú mieru a vedie k vyššiemu produktu a inflácii ako v režime IT.

⁴ Kognitívne diskontovanie oslabuje schopnosť agentov vytvárať inflačné očakávania v súlade s modelom (racionálne očakávania). To znamená, že ich očakávania sa začnú odchyľovať od očakávaní konzistentných s pravidlom menovej politiky, akoby plne nerozumeli správaniu centrálnej banky. Centrálna banka tak nie je schopná v plnej miere ovplyvňovať očakávania žiaducim spôsobom. Kognitívne diskontovanie je tým silnejšie, čím dlhší je horizont očakávania (krátkozrakosť).

porovnaní pravidla cielenia priemernej inflácie a inflačného cielenia iba kvantitatívne. Vyšší stupeň krátkozrakosti oslabuje nadradenosť AIT nad IT. Ukazujeme však, že pokiaľ sa centrálna banka nesnaží príliš rýchlo uzavrieť rozdiel medzi priemernou infláciou a cieľovou trajektóriou, inflačné cielenie negeneruje nižšie straty blahobytu ako cielenie priemernej inflácie. Rozdiel v strate blahobytu medzi AIT a IT sa podstatne znižuje, ale dlhodobé AIT blízko PLT zostáva optimálne.

Naše výsledky sa líšia od predchádzajúcej literatúry, kde silnejšie kognitívne diskontovanie vedie ku kratším optimálnym dĺžkam AIT blízke IT. Ukazujeme, že rozdielne výsledky spočívajú v rozdielnej rýchlosti návratu inflácie k cieľu. Keďže režimy PLT a AIT vytvárajú kumulovanú medzeru medzi cieľovou úrovňou a priemernou infláciou (resp. cenovou hladinou pri PLT), menové pravidlo vždy zahŕňa rýchlosť uzatvárania tejto medzery. Predchádzajúca literatúra túto skutočnosť explicitne nezohľadňovala. Naša štúdia ukazuje, že silnejšie kognitívne diskontovanie vedie ku kratším AIT blízke IT len vtedy, keď je rýchlosť návratu extrémne veľká (viac-menej hneď v nasledujúcom období sa centrálna banka snaží medzeru vyrovnať).⁵ Ak však centrálna banka rozloží uzatváranie medzery na viacero období, dlhé AIT blízke PLT sa stále javí ako optimálne pravidlo.

⁵ Centrálna banka musí robiť prudšie zmeny nominálnej úrokovej sadzby, pretože reálna sadzba sa nemení dostatočne, pretože ľudia správaniu centrálnej banky veľmi nerozumejú. Prudšie zmeny nominálnej sadzby potom spôsobujú vyšší rozptyl produkcie a inflácie, a teda nižší blahobyt.