

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE IN ZAGOTAVLJANJE
CENOVNE STABILNOSTI**

Ljubljana, november 2007

Špela Gros Vavpotič

IZJAVA

Študentka Špela Gros Vavpotič izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof.dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
1.1 PREDMET PROUČEVANJA	1
1.2 NAMEN IN CILJ DELA	2
1.3 METODE RAZISKOVALNEGA DELA	3
1.4 IZHODIŠČA ZA PRIMERJALNO ANALIZO	3
1.5 STRUKTURA DELA	4
2. INFLACIJA IN CENOVNA STABILNOST KOT KONČNI CILJ DENARNE POLITIKE	5
3. VODENJE DENARNE POLITIKE	8
4. VLOGA CENTRALNE BANKE	9
5. CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE	11
5.1 PODROBEN OPIS CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE	15
5.1.1 KDO DOLOČI CILJ	15
5.1.2 ČASOVNI HORIZONT	16
5.1.3 IZBIRA OPTIMALNE VIŠINE INFLACIJSKE STOPNJE	17
5.1.4 IZBIRA CENOVNEGA INDEKSA	18
5.1.5 CILJNI RAZPON ALI TOČKOVNO DOLOČENA CILJNA INFLACIJSKA STOPNJA	20
5.1.6 ŠIRINA CILJNEGA RAZPONA	22
5.1.7 MEDSEBOJNO VPLIVANJE MED CILJNIM ČASOVNIM HORIZONTOM, ŠIRINO CILJNEGA RAZPONA, KLAUZUL POBEGA IN IZBIRE OSNOVNE INFLACIJSKE STOPNJE	23
5.1.8 NEODVISNOST, ODGOVORNOST, TRANSPARENTNOST IN VERODOSTOJNOST CENTRALNE BANKE	24
5.1.9 NAPOVED INFLACIJE	26
5.1.10 ODKLONI OD CILJNE INFLACIJSKE STOPNJE	28
5.1.11 VLOGA INDIKATORJEV PRI CILJANJU INFLACIJSKE STOPNJE	29
5.2 IZMENJAVA MED SPREMENLJIVOSTJO BDP IN INFLACIJO	30
5.3 VLOGA DENARJA IN DEVIZNEGA TEČAJA PRI CILJANJU INFLACIJSKE STOPNJE	31
5.4 CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE V TRANZICIJSKEM OBDOBJU: OD VIŠKE DO CILJNE INFLACIJSKE STOPNJE	33
5.5 CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE KOT PRAVILO ALI PRESOJA CENTRALNE BANKE	33
5.6 PREDNOSTI IN SLABOSTI CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE	36
5.7 REŽIMI CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE	39
5.8 INFLACIJSKA STOPNJA ALI CENOVNA RAVEN ZA BLIŽNJI CILJ	40
6. IZKUŠNJE IZBRANIH DRŽAV, KI CILJAJO INFLACIJSKO STOPNJO	41
6.1 NOVA ZELANDIJA	41
6.2 KANADA	43
6.3 VELIKA BRITANIJA	45
6.4 ŠVEDSKA	47
6.5 FINSKA	48
6.6 AVSTRALIJA	49
6.7 ŠVICA	51

6.8 ČILE	52
6.9 IZRAEL	54
6.10 POLJSKA	55
6.11 BRAZILIJA	56
7. PRIMERJALNA ANALIZA	58
7.1 PRVA SKUPINA DRŽAV: NOVA ZELANDIJA IN KANADA	58
7.2 DRUGA SKUPINA DRŽAV: VELIKA BRITANIJA, ŠVEDSKA, FINSKA, AVSTRALIJA IN ŠVICA	61
7.3 TRETJA SKUPINA DRŽAV: ČILE, IZRAEL, POLJSKA IN BRAZILIJA	64
8. CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE V EVROPSKI MONETARNI UNIJI, ZDRUŽENIH DRŽAVAH AMERIKE IN NA JAPONSKEM.....	69
8.1 EVROPSKA MONETARNA UNIJA (EMU)	69
8.2 ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE	75
8.3 JAPONSKA	79
8.4 PODOBNOSTI IN RAZLIKE MED EVROPSKO MONETARNO UNIJO, ZDRUŽENIMI DRŽAVAMI AMERIKE IN JAPONSKO	81
9. PRIMERNOST IN USPEŠNOST CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE	83
10. SKLEP	86
10.1 ZAKLJUČKI IN UGOTOVITVE	87
10.2 ZASTAVLJEN CILJ	89
10.3 MOŽNOSTI ZA NADALJEVANJE IN RAZŠIRITEV RAZISKAVE	91
11. LITERATURA	92
12. VIRI	98

PRILOGE

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje inflacijske stopnje na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	59
Slika 2: Gibanje stopnje rasti BDP na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	59
Slika 3: Gibanje obrestne mere na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	59
Slika 4: Gibanje deviznega tečaja na Novi Zelandiji v obdobju 1975-2004.....	60
Slika 5: Gibanje denarnega agregata M1 na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	60
Slika 6: Gibanje denarnega agregata M3 na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	60
Slika 7: Gibanje inflacijske stopnje v Veliki Britaniji, na švedskem, finskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004.....	61
Slika 8: Gibanje stopnje rasti BDP v Veliki Britaniji, na švedskem, finskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004.....	62
Slika 9: Gibanje obrestne mere v Veliki Britaniji, na švedskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004.....	62
Slika 10: Gibanje deviznega tečaja v Avstraliji v obdobju 1975-2004.....	63
Slika 11: Gibanje deviznega tečaja na švedskem, finskem in v Švici v obdobju 1975-2004.....	63
Slika 12: Gibanje denarnega agregata M1 v Veliki Britaniji, na švedskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004.....	63
Slika 13: Gibanje denarnega agregata M3 v Veliki Britaniji, na švedskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004.....	64
Slika 14: Gibanje inflacijske stopnje v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	65
Slika 15: Gibanje stopnje rasti BDP v Čilu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	65
Slika 16: Gibanje obrestne mere v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	66
Slika 17: Gibanje deviznega tečaja v Čilu v obdobju 1975-2004.....	66
Slika 18: Gibanje deviznega tečaja na poljskem v obdobju 1975-2004.....	67
Slika 19: Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M1 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	67
Slika 20: Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M2 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	67
Slika 21: Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M3 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004.....	68

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava spremenljivosti (merjena kot standardni odklon) inflacije, BDP in obrestne mere pri posameznih bližnjih ciljih v izbranih državah.....	31
Tabela 2: Primerjava glavnih nalog FED; ECB in BoJ.....	82
Tabela 3: Elementi ogrožja denarne politike v FED, ECB in BoJ.....	83

1. UVOD

1.1 PREDMET PROUČEVANJA

Dvajseto in enaindvajseto stoletje je obdobje nenehnih inovacij v svetovnem denarnem sistemu. V začetku dvajsetega stoletja je bilo nujno zagotoviti konverzijo denarne enote v določeno vrsto in količino kovin (zlato in srebro); kmalu pa so svetovne valute postale predmet uravnavanja posameznih centralnih bank, ki so pridobivale na transparentnosti, neodvisnosti in odgovornosti. Propad brettonwoodskega sistema trdnih deviznih tečajev v začetku sedemdesetih let je prekinil še preostale vezave denarnih enot na izbrane kovine. Danes živimo v času čistega fiat denarja, katerega vrednost je odvisna od politike centralnih bank. Glavni namen denarne politike je zagotavljanje primerne makroekonomskega okolja, ki dolgoročno omogoča gospodarsko rast, nizko stopnjo brezposelnosti ter vzdrževanje obrestne mere. Cenovna stabilnost je bila v zadnjih dveh desetletjih široko sprejeta kot primarni končni cilj tako v industrijsko razvitih državah kot tudi v državah na prehodu.

Ko je postalo splošno znano, da je primarni končni cilj denarne politike cenovna stabilnost, se je zastavilo vprašanje, katera strategija za njegovo dosego je prava. Centralne banke so izbrale različne strategije, ki so dajale različne poudarke informacijam, pomembnim v procesu odločanja. Upoštevati moramo, da različne strategije vodijo do uspešne denarne politike preko različnih institucionalnih, ekonomskih in socialnih okolij; vključevati morajo jasnega cilj, ki se izraža kot dober način komunikacije med nosilci denarne politike in javnostjo. Največja sprememba konec prejšnjega stoletja je bil premik od ciljanja denarnega agregata in deviznega tečaja k ciljanju inflacijske stopnje in ga lahko imenujemo tudi ogrožje denarne politike devetdesetih let.

Najprej so se zanj odločile industrijsko razvite države, sledile so jim države na prehodu. Danes jo cilja preko 30 držav. Njene značilnosti so objava numerične ciljne inflacije, napoved inflacije v prihodnosti, neodvisnost centralne banke ter visoka stopnja transparentnosti in odgovornosti. Ciljna inflacijska stopnja je navadno 2% letno. Lahko je določena kot ciljna točka ali kot ciljni razpon (pri tem se ciljna inflacijska stopnja navadno giblje v razponu 1-3%) ali kot točka s tolerančnim intervalom. Inflacija je navadno merjenja kot objavljeni ali osnovni CPI. V praksi ciljanje inflacijske stopnje ni nikoli pojmovano kot striktno ciljanje inflacijske stopnje, saj centralne banke poleg nizke in stabilne inflacije želijo doseči še stabilizacijo realne ekonomije, npr. zmanjšati razliko med dejanskim in potencialnim BDP. Zaradi odklonov med aktivnostmi centralne banke (npr. sprememba obrestne mere) in njenim učinkom na ciljno spremenljivko, je denarna politika učinkovitejša, če temelji na napovedih. Centralna banka usmerja svoje instrumente neposredno k doseganju ciljne inflacijske stopnje. V primeru nevarnosti, da bi se inflacija oddaljila od ciljne, bo centralna banka reagirala s spremembo instrumentov, tako da bo napovedana inflacija enaka ciljni; zato jo mnogi ekonomisti imenujejo ciljanje inflacijske napovedi.

1.2 NAMEN IN CILJ DELA

Kljub dobrim dosedanjim rezultatom in izkušnjam držav, ki so izbrale inflacijsko stopnjo za bližnji cilj denarne politike, še ni moč podati končne ocene o njeni učinkovitosti in primernosti pri doseganju in vzdrževanju dolgoročne cenovne stabilnosti, brez obdobj visoke inflacije. Od datuma njene izbire in določitve je preteklo malo časa in malo držav se je za ta cilj odločilo. K težji oceni pripomore tudi dejstvo, da so številne države, ki niso izbrale inflacijske stopnje za bližnji cilj, učinkovito znižale inflacijo na zeleno oz. ciljno raven.

Delo temelji na dejstvu, da je glavni problem denarne politike in s tem tudi države visoka inflacija in njeni negativni učinki na gospodarstvo. Vsaka država se bori proti njej z različno kombinacijo fiskalne in denarne politike.

V delu nameravamo ugotoviti, zakaj so nekatere države pri znižanju inflacije in zagotavljanju cenovne stabilnosti bolj, druge pa manj uspešne. Namen je predstaviti denarno politiko in inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj denarne politike. Na podlagi tega želimo ugotoviti, zakaj je inflacijska stopnja kot bližnji cilj uspešna pri znižanju inflacije in zagotavljanju cenovne stabilnosti. Cenovna stabilnost namreč najboljše zagotavlja dolgoročno gospodarsko rast, oblikovanje novih delovnih mest in novih produktivnih investicij.

Osnovno hipotezo dela lahko strnemo v naslednja izhodišča:

- Denarna politika je del ekonomske politike, ki jo neposredno izvaja centralna banka z namenom doseči svoj končni cilj. Govorimo o štirih končnih ciljeh denarne politike: visoka stopnja zaposlenosti, nizka in stabilna inflacija oz. cenovna stabilnost, plačilnobilančno ravnovesje in ustrezna stopnja rasti družbenega produkta. Problem njihovega doseganja je v tem, da en cilj dosežemo običajno le, če se deloma ali v celoti odpovemo drugim ciljem. To velja še posebej tedaj, ko imamo na voljo omejeno število instrumentov denarne politike. Pri denarni politiki imamo poleg končnih ciljev še bližnje cilje, ki kažejo, na kaj je naravnani instrumentarij denarne politike.
- Denarno politiko posamezne države navadno vodi centralna banka ali ministrstvo za finance oz. državna zakladnica (treasury).
- Večina centralnih bank si je v zadnjih desetletjih prejšnjega stoletja za svoj končni cilj izbrala cenovno stabilnost.
- Inflacija pomeni rast splošne ravni cen in s tem povezano povečanje denarnega obtoka. Samo nizka in stabilna inflacija omogoča vzdrževanje primerne ozračja za dolgoročno gospodarsko rast, oblikovanje novih služb in produktivnih investicij.
- Dolgoročni učinki visoke inflacije imajo negativen vpliv na gospodarstvo. Zato denarna oblast skuša nanjo vplivati z učinkovito kombinacijo fiskalne in denarne politike. Številne izčrpne študije so pokazale, da se države z visoko inflacijo skozi daljše obdobje srečujejo z nižjo gospodarsko rastjo.

Na osnovi navedenih izhodišč postavljam naslednjo hipotezo:

Izbira inflacijske stopnje kot bližnjega cilja denarne politike, ob izpolnjevanju določenih pogojev, uspešno zagotavlja doseganje in vzdrževanje cenovne stabilnosti.

Eden izmed ciljev je celovit pregled teoretične podlage s področja vodenja denarne politike in jo primerjati s prakso vodenja denarne politike v izbranih državah. Prikazane bodo značilnosti vodenja denarne politike izbranih držav. Cilj dela je tudi opozoriti na slabosti ciljanja inflacijske stopnje. Dokazati želimo, da inflacijska stopnja kot bližnji cilj denarne politike uspešno dosega in zagotavlja cenovno stabilnost na dolgi rok, brez obdobj visoke inflacije; izbira tega bližnjega cilja je primerna v tistih državah, ki izpolnjujejo vsaj dva pogoja, t.j. neodvisnost centralne banke in sposobnost ter pripravljenost denarnih oblasti, da kot bližnji cilj ne ciljajo prioriteto drugih spremenljivk.

1.3 METODE RAZISKOVALNEGA DELA

Uporabljeni so trije metodološki pristopi, ki se med seboj prepletajo:

- prvi je študij teorije s tega področja iz strokovne literature tujih in domačih avtorjev;
- drugi je zbiranje podatkov makroekonomskih spremenljivk, na podlagi katerih je narejena analiza in
- tretji - primerjalna analiza, pri kateri gre za primerjavo časovnih serij posamezne države in med državami.

1.4 IZHODIŠČA ZA PRIMERJALNO ANALIZO

Na podlagi analiz in primerjav med izbranimi državami nameravamo dokazati, da inflacijska stopnja uspešno pripomore k doseganju in nato vzdrževanju cenovne stabilnosti. Pri tem bomo odgovorili na naslednja vprašanja:

- kako uspešne so države, ki so za bližnji cilj izbrale inflacijsko stopnjo?
- kako je izbira inflacijske stopnje spremenila obnašanje centralne banke?
- kakšen učinek ima ciljanje inflacije na makroekonomijo?

Pri oblikovanju metodološke podlage za pripravo raziskave izhajamo iz osnov, ki jih ponuja teorija s tega področja. V raziskavo je vključenih 12 držav in dve monetarni uniji, na katerih izbiro so vplivali naslednji parametri: gospodarska razvitost, geografski položaj in način vodenja denarne politike. Države so različno gospodarsko in industrijsko razvite.

Analiza temelji na naslednjih makroekonomskih spremenljivkah (za vsako državo posebej): inflaciji, stopnji rasti bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP, s katero se največkrat meri gospodarska rast), obrestni meri, deviznem tečaju in stopnji rasti denarnih agregatov. Poleg teh so v analizo vključene tudi atributivne spremenljivke: neodvisnost centralne banke, transparentnost, odgovornost ter verodostojnost centralne banke in denarne politike ter spremenljivost inflacije in BDP. Izbrane makroekonomske spremenljivke imajo močan vpliv na cenovno stabilnost. Pomembne so tudi ostale, vendar

je poudarek na tistih, ki prve prikažejo gospodarsko stanje (in spremembe) v posamezni državi.

V analizo je zajeto obdobje tridesetih let, od leta 1975-2004. Razlogi za izbiro tega obdobja so naslednji:

- ni vseh zelenih podatkov za daljše obdobje;
- v tem obdobju se je zgodilo največ sprememb v denarni politiki;
- to obdobje je dovolj dolgo, da je moč ugotoviti prednosti in slabosti določenega bližnjega cilja.

Časovna vrsta je diskretna. Podatki izbranih numeričnih spremenljivk so dnevni, mesečni, četrtni ali letni. Vsi so poenoteni na letno raven, kot aritmetična sredina dnevnih, mesečnih in četrtnih podatkov. Na ta način se je odpravil problem neenakih obdobj. V analizo so vključeni le podatki, ki so bili v izbranem obdobju na voljo za vse izbrane države; kljub večkratnemu posredovanju in prošnjam, nekaterih podatkov ni bilo mogoče dobiti. Numerične makroekonomske spremenljivke, razen deviznega tečaja, so prikazane kot odstotek letne rasti/padca glede na predhodno leto; negativen predznak pomeni padec, pozitiven pa zvišanje. Devizni tečaj je podan kot enota domače valute v razmerju do 1 EUR oz. USD. Tečaj iz DEM je bil preračunan v EUR glede na paritetni tečaj DEM/EUR. Države so v opazovanem obdobju ciljale različne bližnje cilje različno dolgo; analiza le teh je narejena za vsako državo posebej.

1.5 STRUKTURA DELA

Delo je razdeljeno na dvanajst poglavij. Uvodnemu sledi drugo poglavje, kjer je opisana inflacija in njeni stroški ter prednosti cenovne stabilnosti kot končnega cilja denarne politike. V tretjem in četrtem poglavju je predstavljena denarna politika in vloga centralne banke. Peto poglavje zajema podrobno predstavitev inflacijske stopnje kot bližnjega cilja denarne politike in je razdeljeno na več podpoglavij. Sledi šesto poglavje z opisom izbranih držav, ki danes ciljajo inflacijsko stopnjo. Za vsako je opisana zgodovina vodenja denarne politike ter razlogi za izbiro posameznega bližnjega cilja, ki se od države do države razlikujejo. Sedmo poglavje vključuje primerjalno analizo časovnih serij posamezne države in med državami; na njeni osnovi želimo prikazati gibanje izbranih makroekonomskih spremenljivk pri različnih bližnjih ciljih v izbranih državah v obdobju 1975-2004. Sledi predstavitev primernosti ciljanja inflacijske stopnje v Evropski monetarni uniji, ZDA in na Japonskem. V devetem poglavju je predstavljena učinkovitost ciljanja inflacijske stopnje. V zaključnem poglavju povzemamo pomembnejše sklepe, do katerih smo prišli pri izdelavi dela. V njem navajamo še prispevek dela k ekonomski teoriji in možnosti za nadaljnje raziskave. Sklepnemu poglavju sledi še navedba literature in virov.

2. INFLACIJA IN CENOVNA STABILNOST KOT KONČNI CILJ DENARNE POLITIKE

V zadnjih desetletjih so bile tako industrijsko razvite kot države na prehodu soočene z drastičnimi spremembami pri vodenju denarne politike, ki so vodile k znižanju inflacije na točko, ki predstavlja cenovno stabilnost. K temu je pripomogla tudi izbira cenovne stabilnosti za glavni končni cilj denarne politike, saj je njeno doseganje na dolgi rok v skladu z namenom denarne politike, da skupaj z ostalimi ekonomskimi politikami ustvarja pogoje stabilne gospodarske rasti in splošne blaginje.

Dobro desetletje nazaj jo je Alan Greenspan (1989) definiral kot »cenovno raven, ki je primerno stabilna, tako da pričakovanja o spremembi ne postanejo glavni dejavnik ključnih ekonomskih odločitev« (King, 2004). Woodford jo je definiral kot stabilizacijo agregatne cenovne ravni in stabilizacijo vrzeli BDP (Woodford, 2003a, str. 13). Z drugimi besedami: vse cene so konstantne oz. nespremenjene v danem gospodarstvu. Ekonomski pomen interpretacije cenovne stabilnosti pravi, da se cene različnih proizvodov, ki so proizvedeni ali porabljeni v določeni državi, v povprečju ne spreminjajo. Če se cenovna stabilnost pojmuje kot povprečje cenovne ravni, potem porast cenovne ravni nakazuje na padec kupne moči. Cenovna raven in kupna moč se vedno gibljeta v nasprotnih smereh (Bofinger, 2001 str. 153).

Cenovna stabilnost je definirana kot nizka in stabilna inflacija. To je inflacijska stopnja v razponu od 2-4%. Ničelna stopnja ali deflacija ne prispevata k uspešnosti gospodarstva, temveč imata isti učinek kot visoka inflacija oz. hiperinflacija.

Cenovna stabilnost je pomembna iz dveh razlogov. Prvič, aktivna kratkoročna politika je nezaželena, saj je njen cilj zmanjšanje brezposelnosti. Posledica tega je višja stopnja inflacije in ne nižja brezposelnost. Teoretične in empirične študije so pokazale, da ne obstaja obratna dolgoročna zveza med inflacijo in zaposlenostjo; le ta obstoja na kratkoročnem področju¹. Dolgoročna Philipsova krivulja je namreč navpična, zato lahko denarne oblasti z ekspanzivno denarno politiko zmanjšajo stopnjo brezposelnosti le na kratek rok. Na dolgi rok se Philipsova krivulja ustali na naravni stopnji brezposelnosti. Vsak poizkus znižanja brezposelnosti se izrazi le v višji stopnji inflacije (Mishkin, 1996, str. 33). In drugič, samo nizka in stabilna inflacija na dolgi rok zagotavlja primerno ozračje za dolgoročno gospodarsko rast, oblikovanje novih služb in produktivnih dolgoročnih investicij, torej socialno blaginjo.

Inflacija je nekaj, kar ima opravlka s porastom cen. Ali kot je rekel Milton Friedman: »Inflacija je vedno in povsod denarni fenomen«. Najbolj znano obdobje visoke inflacije oz. hiperinflacije je povezano s padcem vrednosti denarja in večjo količino denarja, ki ga da centralna banka v obtok.

Kot najpomembnejši razlog za določitev nizke in stabilne inflacije oz. cenovne stabilnosti kot končnega cilja denarne politike, države navajajo škodo, ki jo povzroči inflacija. To škodo je težko izmeriti, zato je ocena o njeni višini različna. Prav tako ni mogoče empiričnih zaključkov za eno državo prenesti na druge, saj so ugotovitve odvisne od posamezne ureditve. Stroški se tudi močno razlikujejo, če gre za anticipirano (inflacija je v

¹ Obstoj kratkoročne Philipsove krivulje pojasnjuje izmenjavo med inflacijo in brezposelnostjo: čimvišja je inflacija tem nižja je brezposelnost in obratno.

prihodnosti napovedljiva in so z njo seznanjeni vsi) oz. neanticipirano inflacijo (Mishkin, Posen, 1997, str. 11). Stroški neanticipirane inflacije so (Hoggarth, 1996, str. 6):

- mikroekonomski stroški:
učinkovita alokacija proizvodov in storitev je odvisna od točnih informacij o relativnih cenah proizvodov in storitev, s katerimi razpolagajo proizvajalci in potrošniki. Inflacija v gospodarstvu povzroča težave, saj se ne ve, ali se rast cen proizvodov in storitev odraža samo v porasti določenih ali na splošno vseh cen. Poleg tega proizvajalci in potrošniki niso seznanjeni z realno obrestno mero. Ta nejasnost ima za posledico manj učinkovite ali manjše investicije, kar dolgoročno zmanjšuje gospodarsko rast;
- stroški distribucije:
visoka inflacija je nepravilna, ker vodi k prerazdeljevalnemu učinku dohodkov in premoženja na neželen način. Tako posojilodajalci pridobijo koristi na račun varčevalcev oz. posojilodajalcev, ki so le redkokdaj zaščiteni. Bofinger (2001, str. 142-143) sem uvršča tudi t.i. denarno iluzijo in vse ostale zmote, ki nastanejo zaradi prepričanja, da gre za spremembo relativnih cen in ne splošne ravni cen;
- stroški virov:
nekateri posamezniki in podjetja so deležni znatnih stroškov pri zaščiti samega sebe pred učinki visoke in spremenljive inflacije.

Stroški pri anticipirani inflaciji so nižji kot pri neanticipirani. Njene posledice so:

- zaradi visoke inflacije denar izgubi svojo vrednost. Nominalna vrednost se ne spreminja, manjša je kupna moč oz. realna vrednost (Hoggarth, 1996, str. 6);
- inflacija negativno vpliva na ljudi s fiksnimi dohodki (Hoggarth, 1996, str. 6);
- ko je inflacija visoka, ljudje zamenjujejo denar za druge alternativne možnosti, kot so nepremičnine, zlato ali tuje valute, z namenom ohraniti vrednost (Issing, 2000, str. 183);
- inflacija spodbuja špekulativne namesto produktivne investicije (Hoggarth, 1996, str. 6);
- nominalna vrednost različnih proizvodov in storitev se razlikuje, ker cene posameznih proizvodov in storitev ne rastejo z enakim odstotkom (Hoggarth, 1996, str. 6);
- visoka inflacija popači davčni sistem. V progresivnem davčnem sistemu višje cene in mezde, ki so posledica višje inflacije, potisnejo ljudi v višji davčni razred, kar za njih pomeni dodatno davčno breme (Hoggarth, 1996, str. 6);
- pretirano investiranje v finančni sektor, kar je značilno predvsem za države s hiperinflacijo;
- vpliv na davčni sistem. Davčni sistem je redko povsem indeksiran. Zaradi inflacije se poveča davčno breme in stroški kapitala za varčevalce, kar povzroči alokacijo kapitala in dela v tiste sektorje, ki so relativno manj obdavčeni;

- višja inflacija je povezana z manjšo neodvisnostjo centralne banke (Hoggarth, 1996, str. 6);
- visoka inflacija povzroči večjo negotovost v gospodarstvu in višjo premijo tveganja na dolgi rok, kar se odraža v nestabilnosti finančnega sistema (Harley, Davies, 2001, str. 10);
- visoka inflacija pomeni bolj spremenljivo inflacijo, kar ovira investicijske odločitve (Monetary policy strategies, 2005).

Mnenja o različnih vplivih inflacije na gospodarstvo so deljena, vendar pa se večina ekonomistov vsaj teoretično strinja, da je visoka inflacija oz. hiperinflacija škodljiva za gospodarsko rast ter da je odnos med inflacijo in gospodarsko rastjo pozitiven pri nizki inflaciji (za industrijsko razvite države je to 1-3%, za države na prehodu pa 11-12%²). Višja (tudi nižja) inflacija ima negativen učinek.

Vendar tudi zelo nizka ali celo negativna inflacija ni tako nedolžna (Milesi-Ferretti, 1995, str. 1386). Na izbiro zelo nizke inflacije vpliva omejitev, ki jo predstavljajo nenegativne nominalne obrestne mere (znano kot likvidnostna past). Če želi centralna banka spodbuditi gospodarsko rast, mora znižati realne obrestne mere. Pri zelo nizki inflaciji tega ne more storiti, ker nominalne obrestne mere ne morejo biti negativne, zato lahko morebiten negativen šok povzroči deflacijo, kar lahko vodi v finančno krizo. Učinek deflacije³ je odvisen od njene dolžine trajanja (daljše obdobje ima večji negativen vpliv na gospodarstvo) ter od vzroka nastanka (ali na trend cen vpliva povpraševanje ali ponudba). Ekonomske študije dajejo poudarek trem problemom deflacije (Deflation – an outline of the problems, 2005):

- problem znižanja nominalnih plač:
v situaciji, ko povpraševanje in cene padajo, nominalne plače pa ne, podjetja to kompenzirajo z zniževanjem stroškov dela – odpuščanje;
- drugi problem je podoben kot pri visoki inflaciji in sicer v preračunih premoženja od posojilodajalcev k posojilodajalcem;
- problem učinka denarne politike na dejavnost gospodarstva:
bolj ko cene padajo, večji realni donos se zahteva za investicijo, da upraviči svojo profitabilnost. Previsoka realna obrestna mera (nominalna obrestna mera je nič, inflacija je negativna), glede na povpraševanje, negativno vpliva na investicije in na rast gospodarstva.

Najboljše varovalo pred deflacijo, deflacijsko spiralo in visoko inflacijo oz. hiperinflacijo je stabilno inflacijsko pričakovanje (Deflation – an outline of the problems, 2005).

² V manj razvitih državah je finančni sektor relativno manj pomemben, zato se negativni učinki pokažejo šele pri višji inflaciji kot v razvitih državah. V državah, v katerih je inflacije dalj časa prisotna, pa je potrebno upoštevati obstoj indeksacije, zaradi katere je manj spreminjanja relativnih cen (negativni učinki inflacije se pokaže šele pri višji inflaciji).

³ Pri tem je potrebno ločiti med dezinflacijo in deflacijo. Dezinflacija pomeni padec stopnje rasti cen, deflacija pa padec cen, tako da je sprememba CPI iz leta v leto negativna.

Tako visoka kot tudi zelo nizka inflacija imata na gospodarstvo enako negativen vpliv. Denarna oblast skuša na njiju vplivati z učinkovito kombinacijo fiskalne in denarne politike. Kljub temu strah pred inflacijo in deflacijo za centralno banko predstavlja problem; zvišanje kratkoročne obrestne mere s strani centralne banke ima lahko za posledico negativne učinke na gospodarske pogoje (Fiorencio, Bello Moreira, 2001, str. 382). Tudi obotavljanje pri njenem zvišanju ima negativne učinke, saj nizke obrestne mere spodbujajo delavce in podjetja k višjim plačam in cenam z namenom zavarovati se pred visokimi pričakovanimi stroški (Blejer et. al., 2000, str. 12).

3. VODENJE DENARNE POLITIKE

Trideset let nazaj je večina nosilcev denarne politike in ekonomistov zagovarjala denarno politiko, katere glavna naloga je bila zagotavljanje stopnje rasti BDP in stopnje brezposelnosti na ravni njune polne zaposlenosti. Verjeli so v obstoj dolgoročne izmenjave med inflacijo in stopnjo brezposelnosti. Kmalu se je pokazalo, da ta zveza velja samo na kratki rok (Mishkin, 1996, str. 33). Skupaj z ugotovitvami, da denarna politika vpliva na realni sektor z dolgimi in spremenljivimi časovnimi odlogi, da verodostojnost centralne banke prispeva k učinkovitejši denarni politiki in da na optimalno vodenno denarno politiko vplivajo pričakovanja javnosti glede prihodnosti, je za nosilce denarne politike in ekonomiste prineslo pomembno spoznanje: »koristi« ekspanzivne denarne politike so samo prehodne, medtem ko so »stroški« stalni (glej Prilogo 1).

Dotedanje delovanje centralne banke in njeno vodenje denarne politike je zahtevalo spremembe in uskladitve z dejstvom, da doseganje in vzdrževanje cenovne stabilnosti na dolgi rok⁴ postaja primarni končni cilj denarne politike (Smets, 2003, str. 1294). Razloga sta dva. Prvič, denarna politika vpliva na cene z odlogom. Poizkus nadzora kratkoročnih šokov na cenovno raven je nesmiseln, saj vodi do nestabilnosti instrumentov. Poleg tega ima centralna banka omejen vpliv na kratkoročne šoke. Drugič, dolgoročno orientirana denarna politika prepreči pretirano spremenljivost kratkoročnih obrestnih mer in BDP, vendar zagotavlja, da se cenovno stabilnost vzdržuje na dolgi rok. Centralne banke so izbrale različne strategije in določile različne uteži informacijam, potrebnim za sprejemanje odločitev pri zagotavljanju cenovne stabilnosti. Poleg tradicionalnih načinov vodenja se je v devetdesetih letih prejšnjega stoletja vpeljala nova strategija, t.j. ciljanje inflacijske stopnje. Teorija monetarne ekonomije predlaga sedem vodil centralni banki pri vodenju optimalne denarne politike (Mishkin, 2000, str. 1-5):

- cenovna stabilnost prinaša koristi gospodarstvu;
- fiskalna politika mora biti skladna z denarno politiko;
Fiskalna politika je osredotočena predvsem na zaposlenost, stroške konkurence, raven obrestnih mer in proračunski primanjkljaj (Leitemo, 2003, str. 118) oz. vpliva na gospodarstvo preko javnega proračuna oz. javnih financ in mora biti usklajena z

⁴ Razloga za to sta dva. Prvič, denarna politika vpliva na cene z odlogom. Poskus nadzora kratkoročnih šokov na cenovno raven je nesmiseln, saj vodi do nestabilnosti instrumentov. Poleg tega ima centralna banka omejen vpliv na kratkoročne šoke. Drugič, dolgoročno orientirana denarna politika prepreči pretirano spremenljivost kratkoročnih obrestnih mer in BDP, vendar zagotavlja, da se cenovno stabilnost vzdržuje na dolgi rok.

denarno politiko⁵. Fiskalna politika pridobiva pomen v državah, ki so vključene v denarno unijo, kot je npr. EMU. Te države imajo denarno politiko podrejeno denarni politiki denarne unije, ostaja pa jim »neodvisna« fiskalna politika. Preko nje skušajo vplivati na dobro makroekonomsko okolje, t.j. zagotavljanje visoke gospodarske rasti in cenovne stabilnosti (ECB Annual Report, 2004, str 64). Pri tem je pomembno, da fiskalna politika ne zapoveduje denarni. Svoboda od fiskalne nadvlade pomeni, da je izposoja vlade in javnega sektorja pri centralni banki majhna oz. je ni, da je domači finančni trg dovolj intenziven za absorpcijo javnega dolga in da ima vlada široko dohodkovno osnovo, kar pomeni, da ne prejema prihodkov samo od seniorata (seigniorage). Če obstaja fiskalna nadvlada, bodo inflacijski pritiski, ki so fiskalnega izvora, zmanjšali učinkovitost denarne politike ter prisilili centralno banko, da vodi zelo prilagodljivo denarno politiko. Vladnemu povpraševanju se prilagodi tako, da zniža obrestne mere, kar pomeni višjo inflacijo. Vzajemno delovanje fiskalne in denarne politike, na kratki in dolgi rok, oblikuje okolje s stabilnimi in dobrimi gospodarskimi pogoji (Leitemo, 2004, str. 710).

- izogniti se je potrebno časovni nedoslednosti;
- denarna politika mora biti usmerjena v prihodnost;
- centralna banka mora biti odgovorna;
- denarna politika mora skrbeti tako za BDP, kot za inflacijo;
- preprečitev finančne nestabilnosti, saj je z njo povezana večina gospodarskih zlomov.

4. VLOGA CENTRALNE BANKE

Denarno politiko posamezne države vodi centralna banka, v nekaterih državah pa ministrstvo za finance oz. državna zakladnica (treasury). Centralna banka je institucija, ki ne zasleduje profitnega motiva, temveč narodno gospodarske interese. Razlika med centralno banko in drugimi bankami je v tem, da centralna banka izdaja bankovce, čeprav tudi pri tem najdemo izjeme⁶. Za centralno banko pravimo, da je banka bank in države. Njeni komitenti so lahko tudi druge pravne osebe⁷, vendar kot denarna oblastna institucija ne sme dajati posojil podjetjem in posameznikom⁸ (Ribnikar, 1994, str. 41).

⁵ V nasprotnem primeru velik javni dolg oblikuje v prihodnosti inflacijo, s katero se centralna banka težko sooči. Posledica je višja obrestna mera, ki poveča breme in glavnico javnega dolga za vlado (Debelle, 1997, str. 9).

⁶Takšni izjemi sta banki na škotskem in severnem irskem. Tudi poslovne banke izdajajo denar – knjižni denar.

⁷Kot npr. podjetja in posamezniki, vendar le kot upniki na osnovi njenih bankovcev v obtoku.

⁸Če jih mora dati v zvezi z opravljanjem svoje osnovne funkcije (urejanje denarnega obtoka), jih daje tako, da nikogar ne privilegira. Posojila daje tistim z najboljšo boniteto, to je tistim, ki vedno in povsod dobijo posojilo po najnižji obrestni meri.

Namen delovanja centralne banke je doseganje končnega cilja⁹, vendar se samega po sebi ne more uporabiti kot vodilo za vodenje denarne politike, saj so časovni odlogi med sprejetjem določenega ukrepa denarne politike in odzivom končnega cilja zelo dolgi. Poleg tega lahko centralna banka zagotovo vpliva le na instrumentalne spremenljivke. Zato tukaj igrajo pomembno vlogo indikatorji¹⁰ in bližnji cilji¹¹ denarne politike, ker najhitreje zagotavljajo informacije o učinkovitosti delovanja denarne politike (Gray, Hoggarth, 1996, str. 5). Pri tem je dobro vedeti, da je končni cilj z instrumentalnimi spremenljivkami povezan na nepredvidljiv način in ta zveza (transmisijski mehanizem) je nepredvidljiva. Upoštevati je potrebno, da so bližnji cilji v vzročnem razmerju s končnimi cilji, saj predstavljajo nekakšen »taktičen« končni cilj, na katerega centralna banka vpliva kratkoročno; da so na razpolago statistični podatki o ciljnih spremenljivkah; da ima centralna banka pri politiki bližnjega cilja možnost vplivati na pričakovanja javnosti in na njeno zaupanje v napovedane cilje ter da je najprej potrebno določiti končni cilj, nato pa bližnjega, ki vodi k doseganju končnega cilja (Festić, 2000, str. 27). Kombinacije se razlikujejo od države do države, odvisno od njene razvitosti, finančnih trgov, zgodovine in podobno. Nekatere države vodijo podobno, če ne enake denarne politike, kar omogoča medsebojno primerjavo učinkovitosti ukrepov denarne politike. Strategija denarne politike je na daljši rok veljaven dokument, s katerim centralna banka z uporabo svojih instrumentov sledi svojim bližnjim ciljem. Končni cilj je navadno določen z zakonom (Von Hagen, 1998, str.1-2).

Dandanes večina centralnih bank kot svoj primarni končni cilj zasleduje cenovno stabilnost. Le ta omogoča nizko in stabilno inflacijo, kar pospešuje gospodarsko rast in izogib problemu časovne nedoslednosti ter fiskalne nadvlade, vendar mora pri tem zagotavljati še finančno stabilnost. Mnogi ekonomisti menijo, da mora imeti za njegovo uspešno doseganje centralna banka izbrano eksplicitno nominalno sidro oz. bližnji cilj. Največkrat izbira med deviznim tečajem, denarnim agregatom in inflacijsko stopnjo.

V zvezi s centralno banko se pojavlja pojem konzervativnost. Bolj je centralna banka konzervativna, manjša je nagnjenost k inflaciji in inflacijskim pričakovanjem¹². Konzervativnost v praksi pomeni, da imajo bankirji centralne banke drugačne preference kot politiki (to je zlasti vidno v obdobju pred volitvami). Gre za rešitev problema časovne nedoslednosti vlade in centralne banke. Če se preference bankirjev centralne banke razlikujejo od vladnih, je potrebno centralno banko zaščititi pred vmešavanjem politike - vlada centralni banki podeli določeno stopnjo neodvisnosti.

⁹ Centralna banka oz. denarne oblasti lahko izbirajo med sledečimi končnimi cilji: nizka stopnja inflacije oz. cenovna stabilnost, visoka stopnja zaposlenosti, plačilnobilančno ravnovesje in ustrezna stopnja rasti družbenega produkta. Poleg teh štirih se pojavljajo še stabilnost finančnega trga in finančnih institucij ter stabilnost obrestnih mer ter deviznega tečaja (Ribnikar, 1998, str. 46). Problem njihovega doseganja je v tem, da en cilj dosežemo običajno le, če se deloma ali v celoti odpovemo drugim ciljem, še posebej tedaj, ko imamo na voljo omejeno število instrumentov denarne politike (Ribnikar, 1995, str. 222); nekateri cilji so med seboj združljivi. Države lahko predpišejo različne prioritete doseganja ciljev, vendar to ni pravilo (Kugler, 1999, str. 97). V literaturi, ki obravnava institucionalno ureditev denarne politike, je končni cilj denarne politike tehtano povprečje odstopanja inflacije in vrzeli realnega BDP od zaželenih vrednosti; t.i. ciljna funkcija oz. funkcija izgube. Končni cilj mora biti povezan z blaginjo prebivalstva, ki jo predstavlja funkcija blaginje. Končni cilj mora biti formalno določen tako, da centralni banki omogoča dovolj manevrskega prostora na kratek rok, medtem ko je na dolgi rok jasno, da je končni cilj stabilnost cen.

¹⁰ Indikatorji denarne politike lahko istočasno nastopajo v vlogi bližnjega cilja denarne politike.

¹¹ Bližnji cilj mora biti izbran tako, da je v tesni povezavi s končnim ciljem na eni in z instrumenti denarne politike na drugi strani. Če denarna politika doseže bližnji cilj, je velika verjetnost, da uspešno doseže tudi končni cilj.

¹² Javnost ve, da konzervativnost centralne banke zagotavlja nižjo inflacijo.

Dejansko nobena centralna banka ni povsem neodvisna, saj ne more voditi denarne politike popolnoma neodvisno od vlade. Ločimo dvojne vrste neodvisnosti: neodvisnost pri izbiri instrumentov (ekonomska neodvisnost) in neodvisnost pri izbiri končnega cilja (politična neodvisnost) (Hayo, 1998, str. 256). Zaželeno je, da centralna banka prosto prilagaja instrumente denarne politike z namenom čimhitreje in uspešno doseči izbrani cilj. Na ta način je neodvisna pri izbiri instrumentov. Ni pa nujno, da je neodvisna pri izbiri končnega cilja (ga določi vlada). Centralna banka je neodvisna pri izbiri končnega cilja le, če je neodvisna od vlade. Ko je centralna banka neodvisna, je odgovorna sami sebi. Svojo odgovornost poveča še s svojo transparentnostjo. Centralna banka mora komunicirati z javnostjo, ji pojasniti svojo strategijo, cilje in načrte za doseg. S tem se zmanjša negotovost glede denarne politike, obrestnih mer in inflacije, kar omogoča privatnemu sektorju lažje planiranje. Najpogostejši način komunikacije je objava različnih poročil in tiskovne konference.

Danes v večini držav končni cilj določi država¹³ (v vlogi principala), centralna banka (v vlogi agenta) pa prosto uporablja svoje instrumente z namenom doseči cilj (Goodhart, 2006). V Švici, Evrosistemu in nekoč v Nemčiji je moč najti zakonodajni pristop: končni cilj je ohlapno določen z zakonodajo, natančnejša interpretacija pa je prepuščena centralni banki.

Centralna banka še vedno ostaja eden najmočnejših igralcev na makroekonomskem področju, saj neposredno izvaja denarno politiko z namenom doseči svoj končni cilj. Vendar pa se njena vloga spreminja in njena prihodnost ni popolnoma jasna. Navdušenje vlad za nacionalno valuto je vedno manjše, vse večja liberalizacija kapitalskih tokov in spremenljivost deviznih tečajev lahko vpliva na upad njihovega števila. Ustanavljanje novih denarnih unijs (npr. Evropska unija in ECB), oblikovanje t.i. »currency boards« ali celo popolnih valutnih substitutov lahko zmanjša število neodvisnih denarnih oblasti (Bofinger, 2001, str. 127).

5. CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE

Med drugo svetovno vojno in letom 1970 je prevladoval brettonwoodski sistem trdnih deviznih tečajev. Le ta je omogočal nadzor nad inflacijo v Združenih državah Amerike, kar so imele druge države za sidro cenovne stabilnosti. Po padcu tega sistema v letih 1971-1973 so nekatere države, tudi industrijsko razvite, še vedno vzdrževale režim trdnega deviznega tečaja in tako nadzorovale inflacijo. Njegove pogoje je bilo vedno težje izpolnjevati. K temu je v zadnjih dvajsetih letih pripomoglo še vse večje in nestabilno gibanje denarja preko meja, kar se je odražalo v valutnih krizah. Države so bile primorane režim trdnega deviznega tečaja zamenjati z režimom prilagodljivega deviznega tečaja. Pri tem so morale najti novo nominalno sidro. V začetku sedemdesetih let se je vedno več držav odločalo za ciljanje denarnega agregata. Pri tem bližnjem cilju centralna banka nadzira inflacijo preko ciljanja stopnje rasti denarja. Zaradi pogostih zgrešitev cilja in nestabilne zveze med ciljnim denarnim agregatom in končnim ciljem ga je večina držav v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja opustila. Inovacije na finančnih trgih in hitra modernizacija finančne tehnologije je dodatno povzročila nestabilno povpraševanje. Problem je bilo tudi pomanjkanje neodvisnosti centralne banke, ki je prisililo centralno banko k financiranju vladnega dolga.

¹³ Nekateri menijo, da vlada določi tudi bližnji cilj oz. pri ciljanju inflacijske stopnje ciljno numerično inflacijsko stopnjo.

V začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja se je, kot odgovor na pomanjkljivosti tradicionalnega vodenja denarne politike, pojavil nov bližnji cilj – inflacijska stopnja. Prehod na inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj je povzročil konceptualen preskok iz prejšnjih režimov. Bernanke jo je definiral kot »ogrodje denarne politike, za katero je značilno, da je javnost seznanjena o uradno določeni kvantitativni inflacijski stopnji (točka ali razpon), ki jo je potrebno dosegati na dolgi rok. Nizka in stabilna inflacija predstavlja primarni končni cilj denarne politike¹⁴«. Centralna banka se pri oblikovanju in izvajanju denarne politike osredotoči na nizko in stabilno inflacijo oz. da ponovni poudarek cenovni stabilnosti kot končnemu cilju.

Glavne značilnosti tega bližnjega cilja so javna objava dolgoročnega numeričnega cilja za inflacijo (najpogosteje je to CPI), institucionalna zaveza k cenovni stabilnosti kot primernemu dolgoročnemu končnemu cilju in njegova dosega, zmanjšana vloga ostalih bližnjih ciljev, večja transparentnost in odgovornost centralne banke za dosego cilja ter upoštevanje vseh razpoložljivih informacij (Macfarlane, 1997, str. 46). Glavna prednost pred ciljanjem deviznega tečaja je usmerjenost na domače razmere (tako kot pri ciljanju denarnega agregata). Hitrost šokov je pri temu bližnjemu cilju nepomembna, saj strategija denarne politike ni odvisna od stabilne zveze med denarnim agregatom in končnim ciljem, denarnim oblastem pa pri oblikovanju svoje strategije omogoča uporabo množice informacij. Za razliko od ciljanja denarnega agregata je tako kot ciljanje deviznega tečaja bolj transparentna in tako bolj razumljiva javnosti. Prav tako omogoča izognitev pasti časovne nedoslednosti, ki nastaja zaradi pritiskov vlade na centralno banko. Ta bližnji cilj omogoča osredotočenje političnih debat na to, kaj centralna banka na dolgi rok lahko naredi in česa ne. S tem se politični pritiski na centralno banko zmanjšajo ter posledično časovna nedoslednost.

Za ciljanje inflacije obstajata dva razloga:

- ponovni poudarek na cenovni stabilnosti kot končnemu cilju denarne politike;
- inflacijska stopnja kot bližnji cilj lahko zmanjša nagnjenost denarne politike k višji inflaciji.

Inflacijska stopnja kot bližnji cilj predstavlja nov okvir za vodenje denarne politike. Odločitve so sprejete na podlagi primerjave med pričakovano inflacijsko stopnjo in inflacijsko stopnjo, izbrano za cilj (oz. ciljno inflacijsko stopnjo). Zato nekateri ekonomisti označujejo ciljanje inflacije z naslednjo implicitno reakcijsko funkcijo (Hammermann, 2003, str. 3):

$$i_t = \bar{i} + \gamma (\pi_{t+T/it} - \Pi); \quad \gamma > 0$$

Povprečna obrestna mera je podana z $\bar{i}$. Napoved inflacije za obdobje T je odvisna od obstoječe obrestne mere i_t , ki je določena na podlagi za $\pi_{t+T/it}$ ¹⁵. Centralna banka objavi ciljno inflacijsko stopnjo Π . Parameter γ določa, kako močno se centralna banka odziva na

¹⁴ Pri tem centralna banka ne zapostavlja stopnje brezposelnosti in stopnje rasti BDP. Vendar ima na ti dve makroekonomske spremenljivki vpliv samo na kratek rok. Edina makroekonomska spremenljivka, na katero ima centralna banka vpliv na dolgi rok, je inflacijska stopnja.

¹⁵ Reakcijska funkcija je določena implicitno, ker sloni na prihodnjih informacijah. Lahko je transformirana v eksplicitno reakcijsko funkcijo z uporabo primerne napovedi inflacije, ki se jo napove na podlagi tekočih in preteklih informacij, t.i. vnaprej določenih spremenljivk.

odklone napovedane inflacije $\pi_{t+T/it}$ od ciljne inflacijske stopnje Π^{16} . Odkloni od inflacijskega cilja in povprečne kratkoročne obrestne mere $\bar{i}$ skupaj določajo dejansko obrestno mero i_t , ki je kot instrument pomembna pri usklajevanju pričakovane in ciljne inflacijske stopnje.

Uresničevanje tega cilja je v teoriji zelo preprosto. Najprej centralna banka napove gibanje inflacije v prihodnosti. To napoved primerja s ciljno inflacijsko stopnjo. Njena razlika kaže, v kolikšni meri se morajo instrumenti denarne politike prilagoditi. V primeru, da je napovedana inflacija v prihodnosti višja (nižja) od ciljne, bo centralna banka vodila restriktivno (ekspanzivno) denarno politiko (Green, 1996, str. 2). Transparentnost centralne banke je pomemben element denarne politike, saj je uspešnost ciljanja inflacije odvisna tudi od tega, kako javnost sprejme uradno objavljeno ciljno inflacijsko stopnjo. Omogoča lažjo in nazorno razlago ter pomoč pri oblikovanju denarne politike in boljšo oceno njenih učinkov. Namen transparentnosti je tudi vplivanje na inflacijska pričakovanja in discipliniranje vlade ter centralne banke kot dveh agentov družbe, kar vpliva na njuno odgovornost. Preglednost ciljanja inflacije tako na eni strani zmanjšuje nagnjenost centralne banke k inflaciji (inflacijsko gibanje hitro pride na dan), na drugi strani pa poveča instrumentalno neodvisnost centralne banke, saj ima banka možnost utemeljiti vzroke za svoje ukrepanje.

Za uspešno ciljanje inflacije morajo biti izpolnjeni naslednji pogoji (Masson, Savastano, Sharma, 1997, str. 7):

- neodvisnost centralne banke;
- sposobnost in pripravljenost denarnih oblasti, da ne ciljajo prioriteto drugih spremenljivk kot bližnjih ciljev (devizni tečaj, denarni agregat, stopnja zaposlenosti,...);
- fiskalna politika ne sme zapovedovati denarni;
- dolgoročna usmerjenost centralne banke.

Ko država izpolni predvsem prva dva pogoja, lahko prične z vodenjem denarne politike, katere izbrani bližnji cilj je inflacijske stopnja. Preden začne z izvajanjem takšne politike, mora predhodno izpolniti nekaj ključnih elementov:

- določiti jasno opredeljen kvantitativni cilj za inflacijo za nekaj obdobj vnaprej (Mishkin, 1998, str.18);
- nazorno in jasno obvestiti javnost, da daje prednost ciljanju inflacije pred ostalimi bližnjimi cilji (Debelle et al., 1998, str. 5);
- določiti modele za napovedovanje inflacije v prihodnosti, kateri vključujejo številne spremenljivke in indikatorje, ki nudijo uporabne informacije za napoved inflacije v prihodnosti;

¹⁶ Denarna oblast navadno določi ciljno inflacijsko stopnjo kot fiksno točko oziroma kot mejo ciljnega razpona, znotraj katerega lahko le ta niha (Green, 1996, str. 2).

- izbrati tak proces, ki bo omogočal izbiro instrumentov denarne politike za doseg ciljne inflacijske stopnje na podlagi inflacijskih pritiskov in napovedi inflacije v prihodnosti (včasih se ta tudi upošteva kot bližnji cilj denarne politike).

Dvanajst do osemnajstmesečni ali celo daljši časovni odlog predstavlja potreben čas, da spremembe in učinki denarne politike vplivajo na inflacijo in gospodarstvo. To pomeni, da mora denarna politika vedno upoštevati prihodnost in ustvariti pogoje, ki so danes potrebni za doseganje dolgoročne gospodarske rasti in oblikovanje novih delovnih mest v prihodnosti.

Ciljanje inflacije spremljata dva problema. Prvi je verodostojnost; javnost mora biti prepričana, da bo denarna oblast dosegla cilj oz. ciljno inflacijsko stopnjo. Drugi se nanaša na načrtovanje denarne politike (policy engineering) ali kako doseči cenovno stabilnost (Haldane, 1995, str. 135).

Izbira inflacijske stopnje za bližnji cilj omogoča najučinkovitejše doseganje cenovne stabilnosti, kar predstavlja jasen končni cilj denarne politike. K temu veliko pripomore dejstvo, da režim ciljanja inflacije temelji na podatkih iz prihodnosti in ne na preteklih kot pri ostalih spremenljivkah, izbranih za bližnji cilj. Zato pri vsem tem igra pomembno vlogo natančna napoved inflacije v prihodnosti, saj narekuje vodenje denarne politike oz. pravočasne spremembe v instrumentih denarne politike z namenom preprečiti visoko inflacijo.

Razumeti ga je mogoče kot poizkus bolj natančne določitve ciljne funkcije. V zakonih in statutih centralne banke so za inflacijo kriva tista določila, od katerih se zahteva izpolnjevanje več nasprotujočih si ciljev hkrati (npr. ZDA). Namen določitve inflacije za edini končni cilj je bil na dolgi rok doseči stabilnost cen. Tu se pojavi vprašanje, kako zagotoviti ustrezen odziv centralne banke na šoke, saj strogo ciljanje inflacijske stopnje povzroča prevelika nihanja BDP in zaposlenosti. Za sodobno vodenje denarne politike je ključnega pomena upoštevanje učinkov denarne politike na realni sektor. Nova Zelandija je to rešila tako, da je leta 1996 poleg stabilnosti cen prvič omenila še vzdržnost gospodarske rasti in brezposelnosti (vendar ne kot končnega cilja, temveč kot posledico stabilnosti cen). Leta 1999 je končni cilj določila bolj natančno: kot stabilnost cen, pri čemer bo centralna banka pazila, da se bo izognila nestabilnosti BDP, obrestnih mer in deviznega tečaja. Bank of England je določila cilj »za vse čase«. Odstopanja so dovoljena samo v primeru šokov, ki povzročijo nezaželena nihanja BDP (Goodhart, 2001, str. 166). Podobno so storile tudi druge centralne banke, ki ciljajo inflacijsko stopnjo. Dejansko se ciljanje inflacijske stopnje razume kot nekaj, kar je sicer potrebno doseči, vendar ne za vsako ceno. Zato ima centralna banka z zakonom predpisano skrb za stabilnost cen, vendar tako, da ima dovolj manevrskega prostora tudi za zagotavljanje stabilnosti BDP. Ta prilagodljivost pa lahko vodi k občasnim inflacijskim presenečenjem, ki praviloma vodijo k višji inflaciji, ne pa nujno k višjemu BDP. Ciljanje inflacijske stopnje dejansko ne zahteva ciljanja izključno inflacije. V praksi je večina držav ta problem rešila z natančno določitvijo cilja: ciljno točko ali razponom, izbiro ustrezne mere inflacije in ciljnim horizontom. Z ustrezno definicijo teh podrobnosti in kombinacijo med njimi je centralni banki zagotovljenega dovolj manevrskega prostora, da se lahko optimalno odziva na šoke.

Ciljanje inflacijske stopnje je postalo popularno tako iz pragmatičnih kot tudi teoretičnih razlogov. Nova Zelandija (1990) je bila prva država, ki je zaradi nezadovoljstva z drugimi bližnjimi cilji, izbrala inflacijo za svoj bližnji cilj. Kmalu so ji sledile Kanada (1991),

Velika Britanija (1992), Švedska in Finska (1993) ter Avstralija (1994), nato pa še vrsta drugih. Nekateri značilnosti tega bližnjega cilja so morda povezane s kulturnimi vrednotami teh držav (prve tri pripadajo anglosaksonskemu svetu). Centralne banke teh držav so bile v preteklosti močno odvisne od vlade in so imele težave z relativno visoko ter spremenljivo inflacijo. Nova strategija denarne politike je bila sprejeta ali skupaj z obsežnim programom gospodarskih reform (Nova Zelandija) ali po resni krizi s ciljanjem deviznega tečaja (Velika Britanija in Švedska). Glavni vzroki za prehod na nov bližnji cilj so bili nezadovoljstvo z obnašanjem in zagotavljanjem stabilnosti povpraševanja po denarju, težko zagotavljanje stabilne zveze med denarnim agregatom in končnim ciljem ter težave s trdnim deviznim tečajem. Med drugim so centralne banke imele težave z zagotavljanjem svoje verodostojnosti in z visokimi inflacijskimi pričakovanji. Od tod izvira nabor izrazov za ta bližnji cilj: govori se o inflacijskem cilju in ne o manj natančni stabilnosti cen. Na ta način so poudarile svojo odločenost, da zastavljeni cilj dosežejo.

5.1 PODROBEN OPIS CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE

V različnih državah ima izbira inflacijske stopnje kot bližnji cilj določene skupne točke. Zaradi nacionalnih razlik obstajajo razlike glede tega, kdo določi cilj, višine optimalne inflacijske stopnje, izbire cenovnega indeksa in širine ciljnega razpona. Tudi izvajanje denarne politike se med državami razlikuje, kar je podrobneje opisano v nadaljevanju dela, kjer so predstavljene izbrane države in njihov način vodenja denarne politike.

5.1.1 KDO DOLOČI CILJ

Proces določanja inflacijskega cilja je tesno povezan s pojmom neodvisnosti centralne banke. Pri tem ni nujno, da se neodvisnost nanaša na svobodno izbiro končnega cilja. Tako naj bi vlada dajala napotke centralni banki o ciljnih, centralna banka pa naj bi jih izpolnjevala oz. dosegala. Smiselno je, da ima osrednjo vlogo pri določanju inflacijskega cilja vlada, saj ima inflacija negativen vpliv na gospodarsko blaginjo (Kuroda, 1997, str. 251). Pomembno je, da je, zaradi verodostojnosti in učinkovitega ciljanja inflacijske stopnje, centralna banka pri izbiri instrumentov neodvisna (Heenan, Peter, Roger, 2006, str. 9).

Določitev inflacijskega cilja je zaradi nacionalnih razlik med državami različna. V nekaterih jih določi centralna banka sama, brez odobritve vlade (npr. Avstralija); v drugih je ciljna inflacijska stopnja rezultat dogovora med ministrstvom za finance in centralno banko (npr. Kanada); v tretjih je za denarno politiko odgovorna država oz. ministrstvo za finance, centralna banka pa samo svetuje pri sprejemanju odločitev, pomembnih za denarno politiko (npr. Velika Britanija). Ciljna inflacijska stopnja, ki jo določi centralna banka, je navadno kasneje odobrena še s strani vlade oz. ministrstva za finance. To poveča slogo med obema institucijama, drugače se lahko zmanjša učinkovitost in verodostojnost denarne politike (Debelle, 1997, str. 8).

Dejansko je za odločitev o ciljanju inflacijske stopnje potrebno splošno politično soglasje; brez slednjega je centralna banka ne izbere iz dveh razlogov. Prvič, če bi jo izbrala brez soglasja vlade, bi vlada omejila njeno neodvisnost. Drugič, uspešno ciljanje inflacijske stopnje zahteva popolno podporo fiskalne politike (Heenan, Peter, Roger, 2006, str. 8). V literaturi je ciljanje inflacijske stopnje interpretirano kot poskus uveljavitve pogodbenega

odnosa med centralno banko in vlado (npr. Nova Zelandija, Kanada, Velika Britanija) ali parlamentom (npr. Švedska). Vendar, v tej pogodbi navadno ni najti kazni za zgrešitve cilja. Izjema je Nova Zelandija, ki ima kot kazen zagroženo zamenjavo guvernerja. Bank of England pa mora samo pojasniti odstopanja, večja od ene odstotne točke, medtem ko kazen ni predvidena. Večina držav je namreč mnenja, da je že dovolj velika kazen za centralno banko izguba njenega ugleda (Briault, Haldane, King, 1996, str. 27) (glej Prilogo 2).

5.1.2 ČASOVNI HORIZONT

Od transmisijskega mehanizma je odvisna tudi dolžina časovnega horizonta. Le ta predstavlja čas, potreben za doseg cilja ter odseva sposobnost denarne politike, da kompenzira odklone, ki jih povzročijo kratkoročni šoki (Agenor, 2000, str. 34). Dejansko denarna politika na kratek rok, zaradi šokov, ne more vplivati na inflacijo; lahko pa jo nadzoruje dolgoročno, ko se gospodarstvo prilagodi novim razmeram.

Dolžina časovnega horizonta za doseganje bližnjega cilja ima več različnih vlog. Lahko odraža čas, ki preteče od ukrepa centralne banke do njegovega učinka. Lahko služi kot signal za dolgoročna inflacijska pričakovanja. Kot instrument lahko zagotavlja odgovornost centralne banke, da v določenem roku doseže cilj, itd. Pri ciljanju inflacijske stopnje se časovni horizont deli na tri dele. Prvi se nanaša na določitev ciljne inflacijske stopnje. Drugi je horizont napovedovanja, pri katerem centralna banka objavi svoje projekcije. Zadnji del predstavlja časovni okvir za doseg cilja (Heenan, Peter, Roger, 2006, str. 24). Navadno časovni horizont traja dve leti. Pomembno je, da se njegova dolžina prilagaja trenutnim situacijam v državi. Najpomembnejša razloga za to sta vloga dolgoročnega cilja pri stabilizaciji inflacijskih pričakovanj in želja po čimvečji prilagodljivosti centralnih bank pri odzivanju na šoke.

Ločimo dva časovna horizonta:

- optimalni horizont denarne politike (optimal policy horizon, v nadaljevanju OPH) (Smets, 2003, str. 1295):
OPH predstavlja obdobje, v katerem se doseže cenovno stabilnost pri uporabi optimalnih instrumentov denarne politike. Hitrost doseganja je odvisna od položaja gospodarstva, preferenc centralne banke in njene sposobnosti vodenja svoje denarne politike (Leitemo, 2003, str. 41). Navadno traja od 8 do 19 četrletij. OPH se lahko imenuje tudi optimalni stabilizacijski horizont;
- optimalni povratni horizont (optimal feedback horizon, v nadaljevanju OFH) (Batini, Nelson, 2000, str. 12):
OFH predstavlja optimalni reakcijski horizont. Njegova dolžina temelji na stopnji prihodnjega obnašanja gospodarstva (Leitemo, 2003, str. 41).

Časovni horizont mora biti določen tako, da je cilj dosežen v dolgoročnem obdobju. Optimalna dolžina časovnega horizonta je odvisna od preferenc nosilcev denarne politike ter pogostosti in vplivov šokov¹⁷ (Batini, Nelson, 2000, str. 30). Ožji časovni horizont zahteva aktivnejšo denarno politiko; to se najpogosteje odraža v večji spremenljivosti instrumentov, npr. obrestnih mer in deviznega tečaja (Blejer et. al., 2000, str. 25). Daljši

¹⁷ Pri tem se mora na njih odzvati postopoma, ne pa jih takoj nevtralizirati.

časovni horizont lahko negativno vpliva na verodostojnost centralne banke. Pri določitvi se centralna banka opira na izmenjavo med verodostojnostjo¹⁸ in spremenljivostjo denarne politike (Agenor, 2000, str.35).

Z vidika vplivanja na inflacijska pričakovanja bi bilo najboljše, če bi bila odgovornost centralne banke za doseganje končnega cilja takojšnja, hkrati pa bi bila višina končnega cilja določena za daljše časovno obdobje. Centralna banka tako ne bi imela motivov za povzročanje inflacije, vlada pa ne bi mogla spremeniti končnega cilja. Večina centralnih bank vsako leto ali na vsaj nekaj let na novo določi cilj. Problematična je dolžina transmisijskega mehanizma, saj zaradi njega ni smiselno, da se inflacija vrne na ciljno v zelo kratkem času. To bi povzročilo nihanjem BDP in nestabilnost instrumentov centralne banke. V primeru šokov, ki povzročijo odstopanja od cilja, centralna banka predvidi neko obdobje, v katerem se inflacija vrne na ciljno raven (npr. v Kanadi, na Novi Zelandiji, v Veliki Britaniji in na Švedskem jo vračajo postopoma, da se izognejo prevelikim nihanjem BDP). Pri ciljanju inflacijske stopnje je sprotna odgovornost praviloma zagotovljena, vendar le preko zahtev po preglednosti denarne politike, ne pa s strogimi zahtevami po doseganju ciljev na kratek rok. Zahteve po zagotavljanju odgovornosti v kratkem časovnem horizontu celo povzročijo manjšo preglednost, ki se pojavi, če bi centralna banka morala z vidika doseganja končnega cilja na kratki rok ukrepati, čeprav je to dolgoročno nepotrebno. To pa prinaša zmedo pri pričakovanih spremembah instrumentov centralne banke. Velika Britanija je problem dolžine časovnega horizonta rešila z določitvijo cilja »za vse čase« (dosegati ga mora tako, da v vsakem trenutku ohranja letno inflacijo med 1,5% in 3,5%). Ker meje niso ostre, omogoča centralni banki prilagodljivost kljub zahtevi po zagotavljanju cilja v vsakem trenutku. Pri ciljanju inflacijske stopnje centralne banke praviloma ne poznajo ostrega ločevanja med horizontom, v katerem bodo inflacijo vrnila na cilj, in časovnim horizontom napovedi inflacije. Ugotovljeno je, da le ta traja približno dve leti. Tudi napovedi za inflacijo so navadno narejene za to obdobje.

5.1.3 IZBIRA OPTIMALNE VIŠINE INFLACIJSKE STOPNJE

Centralne banke si prizadevajo za doseganje cenovne stabilnosti, pri tem pa ni določeno, kaj to pomeni. Guverner ameriške centralne banke Greenspan je izjavil, da je to inflacija, ki ne vpliva na dolgoročne odločitve investitorjev. Teoretično cenovna stabilnost predstavlja ničelno inflacijsko stopnjo. V praksi na ta koncept vplivajo različni dejavniki, ki se nanašajo na merjenje inflacijske stopnje (Debelle, 1997, str. 12). Mnenja ekonomistov so različna. Tako Fischer predlaga, naj bo inflacijska stopnja ničelna, če ne obstoji dolgoročna izmenjava med inflacijo in stopnjo brezposelnosti (ali inflacijo in gospodarsko rastjo), ali nizko pozitivna, če ni fiskalnega motiva za inflacijo. Friedman (Haldane, 1995, str. 85) zagovarja naravno stopnjo inflacije. To je stopnja, s katero se javnost strinja in jo tudi sprejme. Konieczny meni, da samo ničelna inflacijska stopnja lahko predstavlja verodostojen cilj. Vse ostale nizke in pozitivne stopnje prispevajo k določanju višje ciljne inflacijske stopnje.

Države različno opredeljujejo cenovno stabilnost kot končni cilj. Pri tem ne upoštevajo samo negativnega vpliva visoke inflacije, temveč tudi negativen vpliv pretirane dezinflacije oz. deflacije. Večina držav je za merjenje inflacijske stopnje izbrala indeks cen

¹⁸Verodostojnost pomeni mero zaupanja, ki jo ima javnost do centralne banke, ki vodi denarno politiko v smeri doseganja cilja. Denarna politika je verodostojna, če na podlagi določenih ciljev denarne politike centralna banka izbere pravilno kombinacijo instrumentov in jih uporabi ob primernem času (Kuroda, 1997, str. 10).

na drobno (Consumer Price Index - CPI). Zaradi tega se cenovna stabilnost definira z nizko pozitivno stopnjo in ne z ničelno inflacijsko stopnjo (Mishkin, Posen, 1997, str. 17).

Razlogi za nizko pozitivno in ne ničelno stopnjo inflacije so:

- nizka pozitivna inflacijska stopnja omogoča, zaradi nestabilnost cen in mezd, potrebne cenovne prilagoditve;
- nominalna rigidnost cen navzdol;
- nagnjenost k inflaciji navadno poviša CPI za 0.5 do 1 odstotne točke;
- kadar nominalna obrestna mera ni negativna, je najnižja stopnja realne obrestne mere enaka minus inflacijski stopnji. Če je inflacijska stopnja enaka nič, potem realna obrestna mera ne more biti negativna (Haldane, 1995, str.136);
- cilj je vedno malenkostno zgrešen;
- inflacija predstavlja nekakšen davek na denar. To naj bi bil dodaten argument za nizko pozitivno inflacijsko stopnjo, saj optimalna inflacijska stopnja kot davek na denar ni nič (Quarterly Review 1998/4, 1998, str. 7);
- prenizka stopnja inflacije ima negativne učinke na realno gospodarsko aktivnost¹⁹, saj povzroča finančno nestabilnost in pospešitev gospodarskega krčenja. Deflacija je povezana z recesijo oz. depresijo (npr. v tridesetih letih prejšnjega stoletja na Japonskem) (Mishkin, 1998, str. 20).

Navadno ciljna inflacijska stopnja znaša 2% letno (s tolerančnim intervalom +/- 1%), kar se razume kot cenovna stabilnost. Na tako nizki ravni bi bilo ciljanje nižje inflacije nesmiselno, saj bi bili stroški večji od koristi, ki bi jih prinesla nižja inflacijska stopnja. Pri nižji inflacijski stopnji bi bila tudi gospodarska rast nižja, medtem ko je pri višji spremljana z višjimi gospodarskimi stroški, negotovostjo in spremenljivostjo cen.

5.1.4 IZBIRA CENOVNEGA INDEKSA

Kako inflacijo meriti je ključno vprašanje pri ciljanju inflacije. Centralna banka za cilj izbere enega od množice indeksov cen, ki merijo cene različnih dobrin v različnih sektorjih po različnih metodah in na različnih ravneh agregacije. Odločitev za enega izmed mnogih vpliva na preglednost institucionalne ureditve ciljanja inflacijske stopnje, na način ocenjevanja uspešnosti centralne banke pri doseganju cilja in na njen manevrski prostor v primeru nepredvidenih šokov.

Vsebinske probleme spremljajo še tehnični; indeks cen mora biti razumljiv, dovolj širok, primerljiv med državami, nepristranski, časovno usklajen in zanesljiv (nebi smel biti podvržen velikim nihanjem od obdobja do obdobja). Večina naštetih lastnosti je nezdružljivih. Za ciljanje inflacijske stopnje se je potrebno najprej odločiti in nato določiti, katere cene v gospodarstvu predstavljajo inflacijo - to je definicijsko območje indeksa:

¹⁹ Inflacija nižja od 2% lahko vodi do višje brezposelnosti zaradi navzdol obrnjene rigidnosti v plačah. Visoka inflacija lahko predstavlja tako „pesek“ kot tudi „mazilo“ na trgu dela.

cene končnih izdelkov, cene proizvodnih dejavnikov, uvozne cene,... (Diewert, 2002, str. 9).

Pri merjenju inflacije oz. pri merjenju izbranega indeksa cen je potrebno upoštevati tri nagnjenosti:

- substitucijska nagnjenost (Agenor, 2000, str. 29):
do nje pride, ker potrošniki spremenijo svoje stroške – dražje proizvode zamenjajo s cenejšimi. Reden pregled uteži v indeksu in izbira proizvodov omogoča zmanjšanje substitucijske nagnjenosti;
- nagnjenost h kvaliteti (Agenor, 2000, str. 29):
nastane, ker se kvaliteta proizvodov in storitev v določeni kategoriji lahko spremeni. Ta sprememba ni vidna v računanem cenovnem indeksu. Če kvaliteta naraste in se to pri računanju indeksa v celoti ne upošteva, postane inflacija precenjena. Problem so tudi diskontne cene oz. popusti, saj se povečana potrošnja diskontnih izdelkov navadno ne odraža v tekoči inflaciji;
- nagnjenost k novim proizvodom (Bank of Canada: Monetary Policy, 2006):
na trgu se nenehno pojavljajo novi proizvodi, stari pa počasi izginjajo. Obseg nakupa novih proizvodov s strani gospodinjstev je odvisen od njihove cene. Ponavadi je le ta na začetku nižja od obstoječih proizvodov. Neupoštevanje tega vodi k precenjenosti inflacije.

Na splošno se inflacijska stopnja kot bližnji cilj izraža v obliki indeksa cen na drobno (CPI) in ne v obliki BDP deflatorja (GDP deflator) ali cenovnega deflatorja za potrošniške izdatke (price deflator for consumer expenditures).

BDP deflator pokriva širše področje proizvodov in zaradi tega ne predstavlja primerne indeksa za merjenje inflacije. Na njegovo gibanje vplivajo dejavniki, ki niso pomembni za gospodarstvo, npr. gibanje cen nekaterih proizvodov vpliva na odločitve o proizvodnji, ne pa na splošno raven cen. BDP deflator ne predstavlja indeksa potrošniških cen; ko se računa BDP deflator kot tehtano povprečje potrošniških cen, so lahko nekatere uteži (največkrat tiste, ki se nanašajo na uvoz) negativne (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str.148). Njegova slabost je tudi v tem, da vključuje cene preteklih, ne pa trenutno obstoječih in izvoznih proizvodov (Debelle, 1997, str. 12).

CPI je bolj poznan in razumljiv širši javnosti. Metode za njegov izračun so natančnejše in večkrat objavljene. Hkrati se lahko upošteva tudi kot indikator denarne politike. Problem merjenja inflacije, ki se izraža s CPI, je v zgoraj omenjenih nagnjenostih. Zato se CPI računa na podlagi reprezentativne košarice dobrin v določenem obdobju (mesec, leto). Vsaka dobrina v košarici ima svoj ponder, ki je odvisen od povprečne potrošnje določene dobrine. Porast v CPI je izražena s odstotnim porastom cenovnega indeksa v izbranem obdobju.

Realno sliko kratkoročnega trenda inflacije omogočajo mesečne primerjave sprememb indeksa, kar omogoča predvidevanje sezonskih nihanj cen in s tem lažje ugotavljanje vzrokov za njihovo rast oz. inflacijo. CPI predstavlja cene v preteklem obdobju in kot indikator osnovne inflacijske stopnje omogoča prikaz situacije v prihodnjem časovnem obdobju (Informational Backgrounds: Inflation-Control Targets, 1999). Z namenom odstranitve sezonskega gibanja je primernejše računati letni CPI, saj nudi boljšo

primerjavo med različnimi obdobji (npr. marec preteklo leto – marec tekoče leto) kot mesečni CPI.

Merjenje CPI vključuje tudi tiste proizvode, ki so podvrženi ponudbenim šokom in povzročajo nenadne spremembe njihovih cen, kar da lahko zavajajoče informacije o splošnem gibanju cen. Zato nekatere države rajši kot objavljeno inflacijsko stopnjo (headline inflation rate) uporabljajo osnovno inflacijsko stopnjo (core inflation rate). Le ta izključuje proizvode, katerih cene se pogosto spreminjajo, npr. sezone proizvode in energijo. S tem se želijo izogniti negativnim zunanjim vplivom sprememb, ki so povezani s ponudbenimi šoki (Cecchetti, Ehrmann, 2000, str. 3). Glavni motiv za to je, da se denarni politiki ni potrebno vseskozi odzivati na spremembe cenovne ravni zaradi nenehnih ponudbenih šokov. Tekoče standardne metode za izračun osnove inflacijske stopnje je težko določiti, saj je težko razločiti tudi šoke, ki ne spadajo v kategorijo CPI-ja (Roger, 1997, str. 3). Slabost izključevanja določenih komponent CPI-ja je, da takšen indeks ne predstavlja več tistega, kar bi moral. Zato se zastavlja vprašanje, kaj vključiti oz. izključiti iz indeksa (Svensson, 1999, str. 9).

Osredotočenost na osnovno inflacijsko stopnjo je lahko problematična, če so vse odločitve glede cen in mezd v gospodarstvu sprejete na podlagi objavljene inflacijske stopnje. Naslednji problem se nanaša na transparentnost. Osnovna inflacijska stopnja ni transparentna, razen, če jo določi in objavi statistični urad. Centralna banka jo mora zato javnosti še posebej pojasniti, predvsem njeno sestavo in povezanost z objavljeno.

Vsem pomislekom navkljub pa denarne oblasti upoštevajo tudi iz osnovne inflacijske stopnje izključene komponente. Popolno neupoštevanje izključenih komponent bi popačilo celotno sliko inflacije, kar bi pripeljalo do napačne ocene višine inflacije (Haldane, 1995, str. 43).

CPI ni ustrezno merilo za primerjavo med državami. Razlog so različne metode merjenj. Dobro primerjavo bi omogočila enotna definicija CPI, kot je npr. harmonizirani indeks potrošniških cen (HICP), razvit s strani ECB in Eurostata (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 181). Dejansko večina držav za ciljno stopnjo izbere letno stopnjo spremembe ciljnega cenovnega indeksa. S tem se izognejo kratkoročni spremenljivosti inflacije in odpravijo sezonsko komponento. Letne, mesečne ali četrtnete mere omogočajo najboljše tekoče informacije o gibanju cen (Heenan, Peter, Roger, 2006, str. 18) (glej Prilogo 3).

5.1.5 CILJNI RAZPON ALI TOČKOVNO DOLOČENA CILJNA INFLACIJSKA STOPNJA

Mnogi ekonomisti si skušajo odgovoriti na vprašanje, ali je inflacijsko stopnjo boljše izraziti kot točkovno določeno ciljno inflacijsko stopnjo ali kot ciljni razpon (največkrat okoli osrednje vrednosti). Problem ciljanja inflacije je v tem, da centralna banka zasleduje cilj, ki ga ne more popolnoma nadzirati. Slabo poznavanje strukture gospodarstva, transmisijskega mehanizma in rezultatov denarne politike ter negotovost glede prihodnjega gospodarskega razvoja še dodatno otežujejo doseganje izbrane ciljne inflacijske stopnje. V primeru zgrešitve cilja javnost ne ve, ali je to posledica napačne denarne politike ali nepredvidenih dogodkov. Pri odločitvi o izbiri točkovno določenega cilja ali razpona in njegovi širini pa je potrebno upoštevati še značilnosti posamezne države (Roger, Stone, 2005, str. 36).

V nekaterih državah so se za točkovno ciljno inflacijsko stopnjo²⁰ odločili predvsem s psihološkega vidika; drugi menijo, da razpon na finančne trge in javnost deluje nejasno, saj se ne ve, kaj je dejanski cilj: ali je to osrednja točka ali zgornja oz. spodnja mejna vrednost. S tem se poveča negotovost in napetost med centralno banko z njenimi cilji in ostalimi institucijami (Mishkin, Posen, 1997, str. 95). Prav tako menijo, da zgrešen ciljni razpon slabše vpliva na gospodarstvo, pričakovanja in zaupanje javnosti v izbrani cilj ter na verodostojnost centralne banke kot pa zgrešena točkovno določena ciljna inflacijska stopnja.

Točkovno določen cilj je pogosto zgrešen, ciljni razpon ne. Zato imajo te države ali dodatno določen tolerančni interval, znotraj katerega lahko inflacija niha (Debelle, 1997, str. 15) ali klavzule pobega (escape clause). Cukierman (Haldane, 1995, str. 123) meni, da v primeru racionalnih pričakovanj javnosti ni pomembno, ali centralna banka določi točkovni cilj ali ciljni razpon. Javnost pričakuje, da centralna banka mora doseči določen nivo inflacijske stopnje, naj bo določen kot fiksna točka ali razpon. Točkovno določena ciljna inflacijska stopnja je velikokrat nedosežena, hkrati pa zahteva nenehno prilagajanje instrumentov denarne politike, kar negativno vpliva na finančne trge (jih destabilizira); vendar omogoča boljšo osredotočenost na napoved inflacije v prihodnosti. Pri večji negotovosti je izbira ciljnega razpona primernejša, saj pomeni večjo svobodo centralne banke. Centralni banki da »pooblastilo«, do katere točke v razponu lahko, na podlagi svojih odločitev, prilagodi inflacijo šoku.

Posebna oblika ciljanja inflacijske stopnje je določitev zgornje meje dopustne inflacije (ceiling), ki jo uporabljata ECB in Švica. Ta definicija cilja ni povsem jasna pri spodnji meji. ECB in Švica to rešujeta tako, da poudarjata, da je deflacija nezaželena, vendar je težko sklepati, kolikšno inflacijo ciljata. Problem nastane, če se inflacija zmanjša pod spodnjo mejo, ki ne predstavlja dolgoročnega inflacijskega cilja, ampak je le eden od mejnikov na poti do njega. Primer so inflacijski cilji v času zniževanja inflacije, ki se pojavljajo skoraj v vseh državah na prehodu, ki ciljajo inflacijsko stopnjo. Zato je pomembna natančno definirana spodnja meja in predvsem njena trdnost. Ohlapna definicija povzroča nepreglednost denarne politike in s tem zmedo pri oblikovanju inflacijskih pričakovanj. Medtem ko je logično, da bo centralna banka zaostрила denarno politiko, če se inflacija približuje zgornji meji, to ni povsem logično za približevanje spodnji meji. To je odvisno od odločitve centralne banke; ali bo oportunistično znižala inflacijo z izkoriščanjem trenutnih ugodnih razmer za hitro in manj drago zniževanje inflacije, ali pa bo sledila dolgoročnim ciljem in v skladu z njimi inflacijo zniževala postopoma. Oportunistično zniževanje inflacije pomeni vseskozi restriktivno denarno politiko, spoštovanje dolgoročnih ciljev pa lahko pomeni ekspanzivnejšo denarno politiko tudi v času zniževanja inflacije (Clifton, 1999, str. 1).

Tu se pojavlja vprašanje o kaznovanju odmikov oz. prebojev ciljnega razpona ali točkovno določenega cilja. Kazen naj bi bila proporcionalna velikosti odmika od cilja: od nižje plače guvernerja do njegovega odstopa (Nova Zelandija ima najostrejšo kazen, saj zahteva odstop guvernerja v primeru zgrešitve cilja, četudi le začasno). Ostale države imajo milejše kazni in raje več pozornosti namenjajo svojemu ugledu. Za njih je namreč dovolj velika kazen izguba ugleda (Haldane, 1995, str. 221). Vsekakor pa vsak odmik oslabi verodostojnost centralne banke.

²⁰ Za točkovno določeno inflacijsko stopnjo se navadno odločijo države z verodostojnejšo denarno politiko.

5.1.6 ŠIRINA CILJNEGA RAZPONA

Izbira širine ciljnega razpona je odvisna od izmenjave med ozkim in širokim razponom. Ozek razpon predstavlja močnejšo predanost inflacijski stopnji kot bližnjemu cilju ter poudarja večjo odgovornost centralne banke, da doseže ciljno inflacijsko stopnjo. Širok razpon omogoča centralni banki večjo svobodo. Čimširši je ciljni razpon, tem večja je prilagodljivost in s tem tudi možnost, da centralna banka doseže cilj. Vendar ne predstavlja dobre osnove za napoved inflacije v prihodnosti, kar podaljša proces doseganja cenovne stabilnosti (Mishkin, Posen, 1997, str. 95).

Centralna banka navadno izbere simetrični ciljni razpon, saj obravnava deflacijo enako kot visoko inflacijo. V določenih primerih je simetrija nezaželeno. Če centralna banka verjame, da je izguba verodostojnosti s prekoračitvijo ciljnega razpona navzgor večja kot navzdol, se ji bolj splača določiti asimetrični razpon (Agenor, 2000, str.34).

Pri določanju širine ciljnega razpona je potrebno upoštevati štiri stvari. Ciljni razpon mora biti dovolj širok, da zajame posledice cenovnih šokov, ki se pojavijo v času med nekim ukrepom centralne banke in učinkom tega ukrepa na cene. Če cilj ni določen z osnovno inflacijo, mora biti razpon dovolj širok, da zajame nihanje ciljnega indeksa okoli zaželeno višine inflacije. Ciljni razpon mora biti širši, če želi centralna banka s tem blažiti učinke ponudbenih šokov na BDP. Poleg naštetega je potrebno upoštevati še negotovost pri pripravi napovedi inflacije. Našteti dejavniki na žalost niso koristni pri konkretnem določanju širine razpona, saj so odvisni od vrste in pogostosti cenovnih šokov in natančnosti modelov. Bolj uporabno je dejstvo, da je višina inflacije povezana z njeno spremenljivostjo: širina razpona je tako odvisna od višine inflacije – višja kot je, širši je razpon. Nekatere študije (Debelle, 1997, str. 16) poskušajo sistematično oceniti primerno širino ciljnega razpona. Izhajajo iz stohastične simulacije na malih modelih makroekonomije, kateri so podvrženi šokom, ki simulirajo motnje, ki naj bi prizadele gospodarstvo v resnici. Predvideva se, da centralna banka pozna strukturo svojega gospodarstva. Namen teh modelov je, da se na osnovi preteklosti dokaže, da bodo preboji ožjega ciljnega razpona bolj pogosti kot preboji širkega ciljnega razpona, tudi takrat, ko bo centralna banka sledila optimalni denarni politiki.

Če je verodostojnost nizka in so učinki denarne politike negotovi, je priporočljivo, da centralna banka določi širši ciljni razpon. Tako ima dovolj maneverskega prostora za napovedovanje inflacije in odzivanje na šoke. Problem je v tem, da širši kot je razpon, več možnosti ima centralna banka, da ravna po svoji presoji in se ne drži zastavljenega cilja, kar pomeni manjšo verodostojnost centralne banke. Bank of Canada se je zaradi tega odločila za uvedbo zelo ozkega ciljnega razpona ($\pm 1\%$), čeprav bi na podlagi empiričnih raziskav moral biti širši. S tem so želeli javnosti sporočiti svojo odločenost, da bodo znižali inflacijo, za kaj takega pa bi bil širok ciljni pas nesprejemljiv. Centralna banka ima znotraj ciljnega razpona neodvisnost glede določanja cilja, čeprav je največkrat formalno samo instrumentalno neodvisna, kar ima za posledico nevarnost izgube verodostojnosti. BUBA je npr. ob združitvi Nemčij začasno povečala ciljno inflacijo, ne da bi to posebej usklajevala z vlado. Centralne banke, ki so samo instrumentalno neodvisne, si tega ne morejo privoščiti. Pri tem si pomagajo s ciljnim razponom in določbo o dovoljenih odstopanjih od cilja v izjemnih okoliščinah; problem nastane, če je širok ciljni razpon izkoriščen tudi v normalnih razmerah.

Primer rešitve problema izmenjave med spremenljivostjo in verodostojnostjo je Velika Britanija. Z vidika odgovornosti uporablja ciljni razpon ($2,5\% \pm 1\%$), pri komuniciranju z

javnostjo pa se zanaša na osrednjo točko. Podobno počne pri napovedi inflacije, kjer je uporabljena kombinacija točke in vedno širšega razpona. Avstralija ima določen ciljni razpon, ki je zelo ozek, vendar ga imenuje »debela točka« (thick point). Ta odločitev je posledica obdobja, ko so inflacijo znižali na ciljno raven, ki jo je avstralska centralna banka šele kasneje določila za cilj (najprej jo je uporabljala kot sidro za inflacijska pričakovanja). Vendar to ne pomeni, da skuša za vsako ceno obdržati inflacijo znotraj meja ciljnega razpona, saj bi to terjalo pogoste in ostre ukrepe, ki bi povzročili nestabilnost gospodarstva. V nasprotju z Veliko Britanijo in Avstralijo, ki v času ciljanja inflacijske stopnje nista doživeli resnejših šokov, se je Izrael soočal z mnogimi. Prvotno so uporabljali zelo ozek ciljni razpon (1 odstotno točko v letu 1992) in celo ciljno točko (leta 1993 in 1994). Zaradi velikih nihanj inflacije so bili že v letu 1995 prisiljeni razširiti ciljni razpon (na 3 odstotne točke); v primeru šokov je ozek ciljni razpon dejansko nevzdržen (Grenville, 1997, str. 147).

Nekatere države so se odločile, da najprej določijo širši razpon, ki ga čez čas, ko se približujejo ciljni stopnji in ko odkloni niso več veliki in so manj pogosti, postopoma zožijo (Roger, Stone, 2005, str. 36). Znano je, da je lažje skržiti kot razširiti meje ciljnega razpona.

5.1.7 MEDSEBOJNO VPLIVANJE MED CILJNIM ČASOVNIM HORIZONTOM, ŠIRINO CILJNEGA RAZPONA, KLAUVZUL POBEGA IN IZBIRE OSNOVNE INFLACIJSKE STOPNJE

Časovni horizont na splošno predstavlja obdobje, v katerem je centralna banka odgovorna za doseg cilja. Vključuje tudi časovni odlog. Osrednji problem ciljanja inflacijske stopnje je, ker denarna politika s svojimi ukrepi na gospodarstvo in inflacijo vpliva z odlogom. Za države, ki so že znižale inflacijo, odlog navadno traja dve leti, lahko tudi več, vendar redko.

Prekratek časovni horizont vodi do problema nadzora, kar je posledica pogostih zgrešitev ciljne inflacijske stopnje, četudi je denarna politika vodena optimalno. Nekaj podobnega se je zgodilo na Novi Zelandiji leta 1995, ko je Reserve Bank of New Zealand prekoračila letno določen ciljni razpon. Ta zgrešitev je povzročila odpustitev guvernerja kljub temu, da je bila kratkotrajna in se je inflacija kmalu po tem vrnila na ciljno raven. Prekomerne zgrešitve povzročijo izgubo verodostojnosti centralne banke, kar se sicer v opisanem primeru ni zgodilo.

Prekratek časovni horizont in preozek ciljni razpon vodita do nestabilnosti instrumentov. Ta problem je še posebej pereč v malih odprtih gospodarstvih, saj se zanašata na manipulacijo deviznega tečaja z namenom doseči ciljno inflacijsko stopnjo. Devizni tečaj ima hitrejši učinek na inflacijo kot obrestna mera. Prekratek časovni horizont in ozek ciljni razpon lahko povzročita nezaželene odklone v stopnji rasti BDP, kar se je zgodilo v Novi Zelandiji. Preveč restriktivna denarna politika konec leta 1996 je prispevala k recesiji v letu 1997 in 1998. Situacijo so dodatno poslabšali negativni šoki azijske krize.

Z namenom izogniti se problemu nadzora in nestabilnosti instrumentov ima centralna banka štiri možnosti. Prvič, določi lahko »klavzule pobega«. To pomeni, da ob določenih pogojih²¹ inflacija lahko prekorači oz. zgreši ciljno. Drugič, cilja osnovno inflacijsko

²¹ Okoliščine, pri katerih se jih uporablja, morajo biti jasno določene.

stopnjo. Tretjič, razširi ciljni razpon in četrto, določi ciljne inflacijske stopnje za več let naprej.

Klavzule pobega je izbrala samo Nova Zelandija in se nanašajo na šoke ponudbe (samo ti se lahko opredelijo kot zunanji šoki). Pogostejše izbrana je bila osnovna inflacijska stopnja, vendar ima enake pomanjkljivosti kot klavzule pobega. Je tudi težje razumljiva v javnosti, poleg tega pa izključuje komponente, pomembne za potrošnika, kot npr. ceno energije. Zato je centralna banka pogosto podvržena kritikam, saj naj bi njeno vodenje denarne politike ne vključevalo skrbi za revnejše prebivalstvo. Razširitev mej ciljnega razpona tudi ni optimalna rešitev za problem nadzora in nestabilnosti instrumentov. Široke meje povzročijo zmedo v javnosti glede odločitev centralne banke, kar vodi k manjši verodostojnosti. Podaljšanje časovnega horizonta, z namenom uskladiti se s časovnimi odkloni učinkov denarne politike, naj bi rešilo problem nadzora in nestabilnosti instrumentov, vendar ima centralna banka lahko težave s prepričevanjem javnosti, da se zavzema vrniti inflacijo na ciljno raven.

Večina centralnih bank se je odločila za dvoletni časovni horizont, kar naj bi predstavljajo tudi optimalni časovni horizont. V primeru, da centralna banka da večji poudarek zmanjšanju spremenljivosti BDP, je daljši. Dolgi časovni odlogi lahko ogrozijo doseganje cilja, kar vpliva na slabšo verodostojnost centralne banke. Izbira daljšega časovnega horizonta je primerna ob določitvi večletnih letnih ciljnih inflacijskih stopenj ali ob določitvi dolgoročne inflacijske stopnje in napovedi za prihodnja leta (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str.15).

5.1.8 NEODVISNOST, ODGOVORNOST, TRANSPARENTNOST IN VERODOSTOJNOST CENTRALNE BANKE

Centralna banka mora doseči zastavljeni cilj. Pomembno je, da ima pri tem proste roke (Woodford, 2003, str.20). Pri ciljanju inflacijske stopnje gre za dva vzporedna pristopa: prvi je premik k večji konzervativnosti centralne banke, ki ga ponazarja natančnejša definicija inflacije kot (edinega) končnega cilja, drugi pa predstavlja težnjo k neodvisnosti centralne banke. Mnogi ekonomisti zagovarjajo instrumentalno neodvisnost centralne banke kot najpomembnejši predpogoj za prevzem ciljanja inflacijske stopnje, saj le ta zagotavlja verodostojno in učinkovito ciljanje inflacijske stopnje. Pri tem mora centralna banka paziti, da je vodenje denarne politike čimbolj neodvisno od fiskalne nadvlade, da odločitve glede izbire instrumentov niso podvržene vladni presoji in da na odločitve o vodenju denarne politike ne vplivajo posredni oz. neposredni vladni pritiski (Heenan, Peter, Roger, 2006, str. 9). Neodvisnost končnega cilja, za primerjavo, ni tako pomembna (npr. Velika Britanija) (Macfarlane, 2004). Ker konzervativnosti ni brez neodvisnosti, morata biti za ciljanje inflacijske stopnje izpolnjena oba pogoja (Cukierman et al., 1993, str. 102).

Odgovornost centralne banke je povezana z njeno neodvisnostjo. Večja odgovornost zahteva večjo neodvisnost. Najlažje je odgovornost opisati kot sporazum med vlado in centralno banko, kjer ima slednja obveznost izpolniti svojo dolžnost. Ta sporazum natančno določi dolžnosti in odgovornost centralne banke ter kazni v primeru neizpolnitve zahtev iz sporazuma (Kuroda, 1997, str. 302).

Ko centralna banka izbere inflacijsko stopnjo za svoj bližnji cilj, določi jasno in razmeroma lahko določljivo mero za presojo delovanja centralne banke. Odgovornost

centralne banke se nanaša tudi na razlago vzrokov za zgrešitev (odmike ali preboje) ciljnega razpona oz. točkovno določene ciljne inflacijske stopnje. Pri tem se naslanja na napoved inflacije v prihodnosti, ki jo uporabi kot kriterij za odgovornost (Debelle, 1997, str. 17). Večja odgovornost zmanjša ali omeji nagnjenost k inflaciji, poveča učinkovitost denarne politike, verjetnost doseganja in vzdrževanja nizke in stabilne inflacije ter stabilizira inflacijska pričakovanja²² (Svensson, 1996, str. 7).

S pojmom odgovornosti je tesno povezan pojem transparentnosti oz. dostopnosti denarnih oblasti za javnost. Če želi centralna banka povečati učinkovitost izvajanja denarne politike, mora vse njene spremembe ter razloge zanje jasno in natančno objaviti. Ker so se nekatere države, ki so izbrale inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj, v preteklosti srečevale s pomanjkanjem verodostojnosti, se sedaj še ne morejo zanašati na svoj ugled (Svensson, 1998, str. 19). Zato naj bi bilo ciljanje inflacije čimbolj transparentno, kar je lahko težavno. Centralna banka bi morala za učinkovito komunikacijo z javnostjo na razumljiv način predstaviti svoje končne in bližnje cilje, metode, s katerimi jih dosega ter načine odločanja in razloge za posamezne odločitve. Zato nekateri ekonomisti menijo, da je, zaradi kompleksnosti, ciljanje inflacijske stopnje kot bližnji cilj težko jasno opisati. Centralna banka skuša javnost prepričati, da jo zanima tako inflacija kot tudi BDP. Ciljanje inflacijske stopnje je tako pregledno le kar zadeva končni cilj, ne pa načina, kako bo ta dosežen.

Medtem ko javnost zagovarja večjo transparentnost, centralna banka zagovarja manjšo, saj zanje pomeni večjo svobodo. Vendar popolna transparentnost ne bo pripomogla k boljšemu doseganju cilja. Zaradi potrebe po zakonitem zasledovanju cenovne stabilnosti je nujno, da je javnost obveščena o strategiji in orientiranosti (ekspanzivna, restriktivna) denarne politike, o koristih cenovne stabilnosti, o nevarnostih visoke inflacije ter o namenih sprememb denarne politike (Posen, 2005). Transparentnost je koristna, če služi kot jasna komunikacija z javnostjo, če javnost in centralna banka enako interpretirata in razumeta strategijo in ukrepe denarne politike ter pomaga oblikovati podporo centralni banki, da optimalno vodi denarno politiko z osredotočenjem na dolgoročne cilje. Centralna banka objavlja različne publikacije²³ in redna poročila. Svojo transparentnost in s tem odgovornost pa dodatno poveča z rednim objavljanjem četrtnih inflacijskih poročil (v njih navadno objavijo tudi nedavni gospodarski razvoj in napoved inflacije v prihodnjih letih) (Mishkin, 1998, str. 22) (glej Prilogo 4).

Ali je denarna politika lahko popolnoma transparentna in odgovorna, če centralna banka poleg cenovne stabilnosti izbere še drug končni cilj? Odgovor je ne. Opazovalci namreč ne morejo ugotoviti, kolikšno utež da centralna banka posameznemu končnemu cilju in kateri končni cilj usmerja delovanje denarne politike (Carare, Stone, 2003, str.20).

Odprtost in transparentnost vodenja denarne politike sta pomembna dejavnika pri ugotavljanju verodostojnosti centralne banke. Centralna banka je za svoje odločitve odgovorna, zaradi česar je dodatno spodbujena k doseganju cilja (Agenor, 2000, str. 26). Verodostojnost učinkuje tudi tako, da javnost kratkoročnih nihanj inflacije ne razume kot

²² Inflacijska pričakovanja so pogosto oblikovana kot tehtano povprečje preteklih in prihodnjih komponent. Obstajajo tri vrste inflacijskih pričakovanj: nazaj usmerjena pričakovanja, pri katerih se verodostojnosti ne upošteva; vnaprej usmerjena pričakovanja, ki razumejo verodostojnost kot eksogeno spremenljivko in vnaprej usmerjena pričakovanja, v katerih se verodostojnost in inflacijska pričakovanja odzivajo endogeno glede na politiko zagotavljanja nizke inflacije (Isard, Laxton, Eliasson, 2001, str. 118).

²³ Različne publikacije omogočajo popoln prikaz odgovornosti centralne banke, saj je njeno delovanje in vodenje denarne politike nenehno pod budnim očesom javnosti (Kuroda, 1997, str. 311).

odstopanje od cilja, temveč kot posledice nepričakovanih dogodkov. Ciljanje inflacije se je pogosto (še posebej v državah na prehodu) uporabilo kot način reševanja problema verodostojnosti in večje odgovornosti centralne banke (Agenor, 2000, str.24).

5.1.9 NAPOVED INFLACIJE

Zaradi časovnih odlogov centralna banka s svojimi ukrepi ne sme čakati, da inflacija poraste, temveč mora ukrepati takoj, ko zazna signal o morebitnem zvišanju inflacije. Če čaka, bo prepozno. Zato napoved inflacije odigra pomembno vlogo, saj predstavlja ključni indikator položaja denarne politike (Leitemo, 2003, str. 41). Omogoča predčasno spremembo instrumentov denarne politike, do katere mora priti, še preden začne inflacija rasti ali padati²⁴. To pomeni, da omogoča predčasen odziv na inflacijo (pre-emptive strike) in s tem tudi najboljše doseganje cenovne stabilnosti (Woodford, 2003, str. 582). Transparentnost napovedi je pomembna, saj javnost lahko na podlagi poročil in napovedi oceni trenutne ukrepe centralne banke. Priprava takšnih poročil je tudi koristna za člane svetov centralne banke, saj se morajo pri pripravi poročil uskladiti o načinu analize dogajanj v gospodarstvu, vzrokih za inflacijo, transmisijem mehanizmu in možnih neugodnih dogodkih, ki bi lahko vplivali na inflacijo in BDP. Napoved inflacije ima tako dve vlogi: na eni strani služi kot sredstvo za komunikacijo z javnostjo, na drugi pa kot bližnji cilj centralne banke in prevzema vlogo denarnih agregatov pri vodenju denarne politike v preteklosti.

Običajno se napoveduje dve leti vnaprej oz. za dolžino časovnega horizonta (da se prilagodi dolžini transmisijskega mehanizma). Za razliko od ostalih bližnjih ciljev inflacijska stopnja avtomatično vključuje napoved inflacije in upošteva bistveno več indikatorjev trenutnih razmer. To potrjuje dejstvo, da pri tem bližnjem cilju vodenje denarne politike temelji na prihodnjih informacijah in ne na preteklih ali sedanjih. Omogoča tudi stabilizacijo inflacijskih pričakovanj (Debelle, 1997, str. 19).

V primeru nestabilnega in nezanesljivega gospodarstva je napoved inflacije in ocena o njenem gibanju, zaradi sprememb instrumentov denarne politike, tvegana²⁵. Dejansko centralne banke uporabljajo tako ekonomske modele kot tudi kvalitativno presojo ekonomskega obnašanja, odnosov in njihovih razlik med preteklostjo in napovedjo (Agenor, 2000, str.36). Ti modeli omogočajo simulacijo različnih scenarijev za možne razvoje dogodkov. Za dobro napoved ni pomembno samo zanašanje na podatke, ki so v trenutku sprejemanja že znani, temveč so pomembne tudi informacije o preteklih obdobjih (Debelle, 1997, str. 19). Le te omogočajo lažjo oceno zanesljivosti. Povezave med preteklimi in sedanjimi informacijami morajo biti stabilne. Osnovni princip napovedovanja zahteva, da napoved izhaja iz projekcij inflacije za prihodnja časovna obdobja. Pri tem ni nujno, da se opira na določen model (Svensson, 1996, str.19). Informacije naj bi vključevale podatke o denarnih agregatih, saj le ti najboljše ponazorijo gibanje inflacije (rast inflacije naj bi bila skladna z rastjo denarnega agregata oz. denarja v obtoku). Za majhno odprto gospodarstvo so pomembne informacije o deviznem tečaju.

²⁴ Vsi ukrepi centralne banke, ki se nanašajo na cilj, ki mora biti dosežen v prihodnosti, temeljijo na napovedih.

²⁵ V večini držav na prehodu administrativne ali kontrolirane cene predstavljajo pomembne komponente agregatnega cenovnega indeksa in s tem pomemben dejavnik kratkoročnega obnašanja inflacije. Dobro napovedovanje inflacije prav tako potrebuje vključitev eksplicitnih predpostavk o času in pogostosti sprememb teh cen.

Nekateri ekonomisti menijo, da se lahko napoved inflacije izbere kot "idealni bližnji cilj denarne politike". Za to obstaja več razlogov (Svensson, 1996, str. 18). Prvi je v sami definiciji napovedi, ki je povezana s prihodnjo inflacijo. Le ta predstavlja tekočo spremenljivko, ki je najbolj skladna s končnim ciljem, to je cenovno stabilnostjo. Napake pri napovedih se skuša omejiti z upoštevanjem vseh razpoložljivih informacij. Drugi razlog se nanaša na to, da je napoved inflacije lažje nadzirati. Poleg tega je za centralno banko bolj pomembna kot sama inflacija v prihodnosti, saj ji ni treba čakati dve leti, da preuči posledice realizirane inflacije, ker ji to omogoča že napoved inflacije za določeno obdobje v prihodnosti; na realizirano inflacijo vplivajo različni moteči dejavniki. Napoved inflacije je transparentna. Vključuje tudi napovedovanje denarne politike oz. kako voditi denarno politiko, da se doseže cilj. Tako so informacije, ki so pomembne za napoved inflacije, pomembne tudi za napoved denarne politike.

Inflacijska stopnja kot bližnji cilj tako zahteva dve stvari. Prva se nanaša na to, da je vodenje denarne politike tesno povezano z napovedmi inflacije v prihodnosti, saj dejansko pove, kako naj se centralna banka obnaša v prihodnosti (Woodford, 2003, str. 622). Druga se nanaša na morebitne napake pri napovedih, ki jih je treba čimprej odpraviti, kar omogoča uspešno doseganje ciljne inflacijske stopnje.

Napake pri napovedi inflacije v prihodnosti

Napake v napovedih so in bodo ostale. Potrebno jih je vzeti kot del celotnega procesa vodenja denarne politike. Posledica napačnih napovedi so šoki, ki prizadenejo vsak režim denarne politike, njihove posledice pa so težko odpravljive. Kljub dobrim in natančnim napovedim se lahko, kot rezultat dolgih časovnih odlogov in dolgega časovnega horizonta, pojavijo šoki, t.i. nepričakovani šoki. Ti šoki povzročijo odklone dejanske inflacijske stopnje od ciljne. Čas, ki je potreben, da se izolira negativen vpliv šokov ter da se naknadno doseže cilj, je odvisen od velikosti in moči šoka ter od verodostojnosti centralne banke (Quarterly Review 1998/4, 1998, str. 16).

Centralna banka lahko omeji negativen vpliv šokov na inflacijo tako, da določi širše meje ciljnega razpona ali širši tolerančni interval okoli točkovno določene ciljne inflacijske stopnje. Priporočljivo je, da centralna banka določi dovolj širok razpon ali tolerančni interval tako, da le ta ne bo ob vsakem manjšem šoku prebit. Šoki bi povzročili prepogosto spreminjanje in prilagajanje instrumentov, kar negativno vpliva na verodostojnost centralne banke. Izguba verodostojnosti zaradi pogostih odmikov od cilja je namreč večja kot so koristi ožjega razpona (Blejer et. al., 2000, str. 32).

Naslednji problem pri napovedi inflacije se nanaša na dolžino napovedi in obnašanje obrestnih mer. Napovedi inflacije za krajše obdobje (npr. dve leti) so izdelane ob predpostavki nespremenjenih obrestnih mer. Za daljša obdobja se v napovedi vključujejo načrtovane spremembe obrestnih mer. Nerealno je pričakovati, da bi obrestne mere ostale nespremenjene dve leti oz. bi se spreminjale v skladu s pričakovanji; to bi ogrozilo verodostojnost centralne banke, ki skuša ta problem rešiti na več načinov.

Problem je tudi z ročnostjo napovedi. Centralna banka lahko na inflacijo vpliva v različno dolgih obdobjih (transmisijski mehanizem prek deviznega tečaja je precej hitrejši kot preko obrestne mere), kar je povezano s spremenljivostjo BDP. Hitrejša vrnitev inflacije k ciljni zahteva uporabo deviznega tečaja kot instrumenta denarne politike (velja le za odprta gospodarstva), kar se kaže v večji spremenljivosti obrestnih mer in BDP. Zato je boljše, da

so napovedi narejene za daljše obdobje (praksa centralnih bank je, da je inflacija po dveh letih v napovedi blizu ciljni), saj se je tako lažje izogniti preveliki spremenljivosti BDP.

Če bi centralna banka v svoje napovedi vključila še tveganja, bi to pomenilo, da ne bi smela upoštevati nekaterih malo verjetnih dogodkov, dokler se zares ne zgodijo. Če bi jih upoštevala, bi večino časa zaradi preventivnega ukrepanja vodila ne najbolj ustrezno denarno politiko (Goodhart, 2001, str. 179-180).

Nekatere centralne banke (Bank of England) se skušajo izogniti napakam v napovedih z določitvijo konstantne obrestne mere. Inflacija se napove na podlagi trenutne obrestne mere in ob predpostavki njene nespremenljivosti; ta napoved dejansko ne zahteva nespremenjene obrestne mere ves čas - v primeru nevarnosti odklona dejanske inflacije od ciljne oz. napovedane, se le ta lahko spremeni (Woodford, 2003, str. 622). Na Novi Zelandiji problem rešujejo tako, da raven obrestnih mer in načrtovane spremembe za naslednjih nekaj obdobji določi guverner, za bolj oddaljena obdobja pa raven obrestnih mer ocenjujejo s pomočjo reakcijske funkcije, ki je podobna Taylorjevemu pravilu. Nekateri ekonomisti zagovarjajo pogojne napovedi.

Napake v napovedih so zadnja leta manj pogoste, kar je odraz boljših in natančnejših napovedi, nižje inflacije ter večje sposobnosti, odgovornosti in neodvisnosti centralne banke (Quarterly Review 1998/4, 1998, str. 25).

5.1.10 ODKLONI OD CILJNE INFLACIJSKE STOPNJE

Odkloni od ciljne inflacijske stopnje so največkrat posledica neustrezno vodene denarne politike. Pomembno je, da se ugotovijo njihovi vzroki, saj centralna banka le tako lahko oblikuje ustrezno kombinacijo instrumentov, ki omogočajo uspešno doseganje cilja v prihodnjem obdobju.

Nenačrtovani odkloni²⁶ od cilja, nepričakovani zunanji šoki znotraj časovnega horizonta, slab in počasen transmisijski mehanizem denarne politike, šoki, ki niso obravnavani kot svarila in če ciljna inflacijska stopnja ni izražena kot osnovna inflacijska stopnja temveč kot objavljena, lahko povzročijo napake pri napovedi inflacije v prihodnosti (Haldane, 1995, str. 261). Odkloni, kateri so posledica zunanjih nepričakovanih šokov, ki niso pod neposrednim nadzorom denarne politike (naftna kriza), so navadno veliki. Odklone zaradi nepredvidenih cenovnih šokov (spremembe v posrednih davkih in subvencijah) delno absorbira širši ciljni razpon. Najpogostejši vzroki zanje so značilne spremembe v pogojih trgovanja, ki so posledica sprememb v izvoznih ali uvoznih cenah, spremembe v stopnjah posrednih davkov, naravne nesreče, spremembe vladne ali lokalne oblasti in spremembe obrestnih mer, ki vplivajo na razlikovanje sprememb med CPI in CPI, ki izključuje komponento obrestnih mer (Kuroda, 1997, str. 247).

Nekateri ekonomisti menijo, da so vzroki za šoke časovni odlogi. Ker se centralna banka pri ciljanju inflacije zanaša na napoved inflacije v prihodnosti, se ne more popolnoma izogniti njenim napakam. Pri določanju cilja mora jasno izbrati ciljno inflacijsko stopnjo, za katero se pričakuje, da bo dosežena. Pri tem mora upoštevati šoke, ki se večkrat

²⁶ Centralne banke, še posebej v industrijsko razvitih državah, morajo ob odklonih (zaradi šokov) prilagoditi gibanje inflacije. V Veliki Britaniji morajo v primeru odklona od ciljne inflacijske stopnje za več kot 1 odstotno točko na novo določiti pot gibanja inflacije in dolžino obdobja, ki je potrebno, da se inflacija vrne na ciljno (Mishkin, 2000a, str. 9).

pojaviijo. Nepredvideni šoki onemogočajo dosego izbrane ciljne inflacijske stopnje. Zato mora centralna banka pri določanju svojega cilja upoštevati nekatere šoke, da v primeru njihovih nastankov ne spreminja instrumentov denarne politike. Pogosto spreminjanje instrumentov zmanjša verodostojnost cilja. Centralna banka namreč vodi denarno politiko v smeri čimhitrejšega doseganja cilja (Haldane, 1995, str. 260).

Pomembno je, da v primeru odklonov oz. odstopanja od cilja centralna banka predvidi obdobje, v katerem inflacijo postopoma vrne nazaj na ciljno raven. S tem se izogne prevelikim nihanjem BDP in instrumentov denarne politike.

5.1.11 VLOGA INDIKATORJEV PRI CILJANJU INFLACIJSKE STOPNJE

Pri ciljanju inflacijske stopnje države določijo številne indikatorje, ki omogočajo ocenjevanje stanja denarne politike. Indikatorji so spremenljivke, ki vsebujejo informacije, ki omogočajo napoved inflacije v prihodnosti (Pikkarainen, Ripatti 1995, str. 8). Najpogostejše so to denarni in kreditni agregati, obrestne mere in devizni tečaj. Skupno vsem indikatorjem je, da omogočajo opazovanje izboljšav v vseh gospodarskih sektorjih. Vsi indikatorji niso enako pomembni. Večjo težo imajo tisti, ki nudijo več koristnih informacij za napoved in za čimdaljše obdobje v prihodnosti. Drug z drugim se dopolnjujejo. Poleg informacij za natančno napoved vsebujejo še povratne informacije, ki so posebej pomembne v primeru hkratne uporabe večih indikatorjev. Kadar se pri izvajanju denarne politike vseh razpoložljivih informacij ne uporabi, lahko pride do nepopolnih povratnih informacij, kar ima za posledico napačne informacije za naslednjo napoved inflacije v prihodnosti. Natančne in dobre povratne informacije so pomembne, saj prispevajo k izboljšanju denarne politike (Pikkarainen, Tyrvaenen, 1993, str. 9).

Značilnosti indikatorjev (Muhleisen, 1995, str. 4):

- so pomoč pri zagovarjanju ukrepov denarne politike, podobno kot to omogočajo bližnji cilji;
- so spremenljivke, ki imajo dobro moč napovedovanja, a niso primerne za bližnji cilj, obdržijo pa pomembno vlogo pri odločitvah glede denarne politike;
- spremembe indikatorjev ne povzročijo nujno tudi spremembe v denarni politiki, saj centralna banka pri izbiri indikatorjev ni tako omejena kot pri izbiri bližnjega cilja;
- denarna politika je bolj prilagodljiva, saj lahko dotedanje indikatorje nadomesti z drugimi, ki so v tistem trenutku pomembnejši in primernejši.

Najboljši indikator je devizni tečaj; z njim centralna banka na inflacijo vpliva hitreje kot preko obrestne mere. Depreciacija vodi k višji inflaciji kot posledica višjih uvoznih cen in obratno. Posebej je nevarna za države na prehodu, ki imajo večji del dolga v tuji valuti. Z depreciacijo se dolg poveča, kar v najslabšem primeru vodi do valutne in finančne krize. Javnost in politiki pripisujejo deviznemu tečaju večji pomen in z opazovanjem gibanja deviznega tečaja pritiskajo na aktivnosti centralne banke. Prav tako omogoča ugotavljanje stanja denarne politike ter ima veliko napovedno in pojasnjevalno moč o inflaciji. Zato je pri njem potrebno identificirati vzroke za morebitne šoke. Brez tega je težko napovedati učinke deviznega tečaja na inflacijo. Bank of England je ta problem rešila z določitvijo premije tveganja deviznega tečaja. v zameno zmanjšanja vplivov šokov določila premijo

tveganja za devizni tečaj. Tudi kratkoročne obrestne mere so dober indikator inflacije, vendar imajo manjšo napovedno moč (Kuroda, 1997, str. 215).

Splošno znano je, da denarna politika deluje v negotovosti glede položaja gospodarstva ter velikosti in narave šokov, ki gospodarstvo prizadenejo. To je še posebej problematično pri ciljanju inflacijske stopnje, ko centralna banka pri izbiri instrumentov potrebuje podatke o prihodnji inflaciji, prihodnjem gibanju obrestne mere, denarnem agregatu ter o sedanjem stanju in prihodnjem gibanju gospodarstva. Pogosto različni indikatorji nudijo nasprotujoče si informacije. Centralna banka mora, z namenom da bo uspešna, dati primerne uteži različnim informacijam in iz njih izluščiti kar največ podatkov (Svensson, Woodford, 2003, str. 692).

5.2 IZMENJAVA MED SPREMENLJIVOSTJO BDP IN INFLACIJO

Ciljanje inflacijske stopnje je pogosto kritizirano, saj naj bi bilo usmerjeno le na inflacijo, kar pa ne drži. V praksi ni nikoli pojmovano kot striktno ciljanje inflacijske stopnje, saj želi centralna banka poleg nizke in stabilne inflacije doseči še stabilizacijo realne ekonomije (npr. zmanjšati razliko med dejanskim in potencialnim BDP). Zato BDP in njegova spremenljivost predstavlja pomembno določljivko pri oblikovanju napovedi inflacije in vpliva na hitrost vrnitve inflacije k ciljni (Vickers, 1998, str. 370).

Vloga stabilizacije BDP pri ciljanju inflacije je odvisna od narave in dolžine vpliva učinkov denarne politike na gospodarstvo ter verodostojnosti centralne banke. Navadno sprememba obrestne mere najprej vpliva na BDP in šele nato na inflacijo (preko neposrednega vpliva obrestne mere na proizvodno vrzel). Pozitivni šok povpraševanja zviša BDP nad potencialnega. Centralna banka na to odgovori z zvišanjem obrestne mere, s ciljem preprečiti zvišanje inflacije. Višina zvišanja obrestne mere je odvisna od uteži, ki jo centralna banka stabilizaciji BDP pripisuje: večja kot je, manjše je zvišanje obrestne mere, kar zmanjša spremenljivost BDP, vendar zviša spremenljivost inflacije. Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacije nastane zaradi različnih odlogov med vplivom spremembe obrestne mere na BDP in inflacijo. Ponudbeni šoki vplivajo samo na inflacijo, pri čemer BDP ostaja nespremenjen oz. na ravni, ki je enaka potencialnemu. Neglede na strukturo odlogov tudi tu obstaja izmenjava med spremenljivostjo inflacije in BDP. Da se inflacija vrne na ciljno raven, je potrebna nižja stopnja rasti BDP. Pri tem se spremenljivost inflacije zmanjša na račun višje spremenljivosti BDP.

Odprta gospodarstva se temu lahko deloma izognejo, saj so podvržena nenehnemu transmisijškemu učinku denarne politike na inflacijo: sprememba obrestne mere se hitro pokaže v spremembi deviznega tečaja, le ta pa na inflaciji. Znano je, da sprememba deviznega tečaja hitreje vpliva na spremembo inflacije kot sprememba obrestne mere. Pri tem je potrebno paziti, da ta sprememba in njen vpliv na devizni tečaj ne vpliva destimulativno na gospodarstvo (Blejer et al., 2000, str. 46).

Na izmenjavo spremenljivosti BDP in inflacije vpliva tudi izmenjava med verodostojnostjo centralne banke in prilagodljivostjo režima ciljanja inflacijske stopnje. Preveč prilagodljiv režim podceni zaupanje javnosti v ta bližnji cilj, preveč rigiden pa povzroči visoko spremenljivost BDP. V izogib temu mora biti centralna banka čimbolj verodostojna (glej Prilogo 5).

Tabela 1: Primerjava spremenljivosti (merjena kot standardni odklon) inflacije, BDP in obrestne mere pri posameznih bližnjih ciljnih v izbranih državah

	ciljanje deviznega tečaja			ciljanje denarnega agregata			ciljanje inflacijske stopnje		
	spr. infl	spr. BDP	spr. OM	spr. infl	spr. BDP	spr. OM	spr. infl	spr. BDP	spr. OM
Nova Zelandija	11,47	3,38	4,94				1,39	2,83	5,02
Kanada	5,98		9,36				1,32	10,97	3,53
Velika Britanija	5,0 (ERM: 4,4) 1,9 (ERM: 5,1) 10,4 (ERM: 9,5)			11,3	0,9	9,6	0,9	1,4	3,7
Švedska	7,2	3					1,5	2,4	
Finska	7,3 (ERM: 1,1) 7,8 (ERM: 3,1)						1,4	4	
Avstralija	15,5	2,8	5,3	8,4	2,9	9,4	1,7	1,1	3,6
Švica				2,3	2,4	5,6	1,3	3,2	2
Čile	22,3						8,2	5,5	4,1
Izrael	20,6						7,3		
Poljska	26,7	2,3					4,5	2	
Brazilijska	32,8	3,9					8,26	2,5	
EMU*							0,5	2,2	1,2
ZDA**				5,1		6,6	0,8		2,4
Japonska***				4,2		3,5	1,9		1,9

*ECB cilja dvostebni sistem: denarni agregat in inflacijsko stopnjo

**ZDA vodi just in time politiko

***Japonska implicitno cilja inflacijsko stopnjo

Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

5.3 VLOGA DENARJA IN DEVIZNEGA TEČAJA PRI CILJANJU INFLACIJSKE STOPNJE

Količina denarja v obtoku in sestava denarnega agregata je le ena od množice spremenljivk, ki jih spremlja centralna banka pri ciljanju inflacijske stopnje. Vloga in pomen denarnih agregatov sta odvisna njihove povezanosti z napovedjo inflacije. Če vsebujejo več informacij o inflacijskih pritiskih kot druge spremenljivke, bo njihov pomen pri vodenju denarne politike pomembnejši. Zveza med količino denarja v obtoku in višino inflacije je značilna za daljša obdobja in za države, ki so imele visoko inflacijo. Raziskave so pokazale, da je denarni agregat kot bližnji cilj postal manj pomemben, čim stabilnejše cene so v državi bile. Pomen denarnega agregata se navadno poveča takrat, ko centralni banki zaradi prenizke inflacije in nizkih obrestnih mer ostaja malo manevrskega prostora za nadaljnje zniževanje obrestnih mer. Količina denarja v obtoku je tako pomembna le dolgoročno in v izjemnih primerih, sicer pa so denarni agregati le eni izmed mnogih indikatorjev stanja gospodarstva.

Vloga deviznega tečaja pri ciljanju inflacijske stopnje je precej zapletena. Na eni strani predstavlja močan instrument denarne politike, ki se praviloma takoj prenese v inflacijo preko uvoznih in izvoznih cen, na drugi pa je povezan z višino domačih obrestnih mer, ki imajo učinke na daljši rok. Problem je še večji v državah, ki so majhne in odprte ter so podvržene šokom iz tujine. To še posebej velja za tranzicijske države, ki imajo primanjkljaj v plačilni bilanci in šibke finančne sektorje, kar poveča možnost kriz.

Države to skušajo rešiti z dvema pristopoma; prvi je, da se kot indikator uporablja indeks denarnih razmer (monetary condition index), pri drugem pa gre za odziv na spremembe deviznega tečaja glede na vzroke zanje.

Indeks denarnih razmer (v nadaljevanju MCI) predstavlja indikator za ugotavljanje stanja denarne politike, ki ne upošteva samo proizvodnega cilja, temveč ima vpliv tudi na devizni tečaj in inflacijo. MCI je tehtano povprečje sprememb realnega efektivnega deviznega tečaja in absolutne spremembe kratkoročne realne obrestne mere, kjer so uteži odvisne od relativnega učinka posamezne spremembe na agregatno povpraševanje. MCI se določa na podlagi agregatnega povpraševanja, kjer je proizvodnja y odvisna od realne obrestne mere r , realnega deviznega tečaja q in ostalih spremenljivk (Hammermann, 2003, str. 8-9):

$$y_t = \alpha r_t + \beta q_t$$

Čeprav obstajajo različne meritve MCI, je v osnovi odvisen od uravnotežene kombinacije realne obrestne mere in odklonov realnega deviznega tečaja od naravne ravni $\bar{r}$ in $\bar{q}$. MCI je lahko zapisan tudi:

$$MCI_t = r_t - \bar{r} - \delta (q_t - \bar{q})$$

Utež $\delta = \beta/\alpha$ meri relativni vpliv povpraševanja obrestne mere in deviznega tečaja.

MCI prikazuje položaj denarne politike ter vpliv obrestne mere in deviznega tečaja nanjo. Porast MCI ustreza restriktivni denarni politiki, njegov padec pa ekspanzivni. Centralne banke izračunajo gibanje optimalnega MCI – MCI^{opt} , ki temelji na napovedih eksogenih spremenljivk. Razlika med dejanskim MCI_t in MCI^{opt} povzroči spremembo denarne politike. Nominalna obrestna mera i_t se spremeni, tako da se MCI_t in MCI^{opt} izenačita (Hammermann, 2003, str. 9-10).

Pri določitvi obrestne mere je potrebno upoštevati vpliv deviznega tečaja na položaj denarne politike. Prav tako zvišanje obrestne mere ne vodi neposredno samo k restriktivni denarni politiki, temveč tudi preko nekritne obrestne paritete k apreciaciji deviznega tečaja, česar posledica je še bolj restriktivna denarna politika. Kakorkoli, oba kanala zvišata dejanski MCI (Hammermann, 2003, str.10).

Glavna kritika MCI se nanaša na izmenjavo med obrestno mero in deviznim tečajem. MCI dejansko predstavlja skupek instrumentov denarne politike. Če so tuje obrestne mere znane in nekritna obrestna pariteta velja, bo kakršnakoli sprememba obrestnih mer takoj vodila k spremembi deviznega tečaja in glede na to na prilagoditev denarne politike. To je v nasprotju z miselnostjo, da denarna politika reagira le na vzroke, ki povzročijo spremembo cen, ne pa na samo spremembo cen. Sprememba v tuji obrestni meri vodi do spremembe razpona obrestne mere. Novi razpon obrestne mere bo izražen z novim deviznim tečajem, kar bo vodilo v spremembo MCI. Vendar ta kritika ne vključuje vloge zunanje stabilnosti in tako določitev deviznega tečaja ni jasna. Odklon deviznega tečaja od svojega ravnotežja lahko vsebuje pomembne informacije za centralno banko.

MCI vključuje pomembne informacije za vodenje denarne politike. Kljub temu so indikatorji, zaradi preprostosti skupka instrumentov in transmisijskega mehanizma, tvegani. (Hammermann, 2003, str. 12). Prva, ki ga je začela uporabljati, je bila Bank of Canada.

Nekoliko drugačen pristop uporabljajo v Veliki Britaniji. Gre za natančno analizo vzrokov, ki so pripeljali do spremembe deviznega tečaja. Potrebno je ugotoviti njihov izvor in ali so začasni ali trajni. Centralna banka naj bi se praviloma odzvala le na šoke, ki izvirajo iz

domačega gospodarstva in ne na začasne šoke iz tujine. Glede na inflacijske pritiske, ki nastanejo zaradi povečane ali zmanjšane vrzeli BDP in so posledica šokov, je potrebno spremeniti obrestne mere (Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, 1999, str. 56-57).

5.4 CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE V TRANZICIJSKEM OBDOBJU: OD VISOKE DO CILJNE INFLACIJSKE STOPNJE

Denarne oblasti težko nadzirajo visoko inflacijo. Zaupanje javnosti v uspešno znižanje inflacije je odvisno od verodostojnosti centralne banke. Eden od načinov približevanja ciljni stopnji je postopno znižanje inflacije; s tem se je lažje izogniti šokom, povezanim s hitrim znižanjem inflacije. Za centralno banko je še težje, če izbere daljši časovni horizont. Ena od rešitev je izbira večletne letne ciljne inflacijske stopnje; začetni preširok ciljni razpon omaje zaupanje v doseganje cilja.

5.5 CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE KOT PRAVILO ALI PRESOJA CENTRALNE BANKE

V času zlate valute je veljalo pravilo, ki se je nanašalo na količino denarja v obtoku: v obtoku je lahko bilo toliko denarja, kolikor je bilo v državi zlata ali deviz z zlato podlago (Isard, 1995, str. 30-42). Takšno nominalno sidro sicer ni zagotavljalo stabilnosti cen, je pa omejevalo inflacijo. Z uveljavitvijo papirne valute se je postavilo vprašanje, kako določiti nominalno sidro. Pri tem so države največkrat izbirale med deviznim tečajem, denarnim agregatom, obrestno mero in inflacijo. Izkazalo se je, da je inflacija najprimernejše nominalno sidro, saj predstavlja ceno vsakega blaga v gospodarstvu. Težava inflacije kot nominalnega sidra pa je v tem, da ni pod neposrednim nadzorom centralne banke. Zato pri ciljanju inflacijske stopnje ni mogoče določiti preprostega pravila, kot je to veljalo v času zlate valute.

Bernanke označuje ciljanje inflacijske stopnje kot omejeno presojo (Bernanke et al, 1999, str. 21-23). Archer meni, da je mogoče vse denarne ureditve opisati kot pravilo in presojo hkrati; dejansko je na koncu vsako pravilo stvar presoje, saj ga je mogoče spremeniti. Pravilo je smiselno definirati kot omejitev ukrepov centralne banke, ki velja tudi v primeru nezanemarljivih sprememb okoliščin in nezanemarljivo dolgo časa. Določena bi morala biti s strani zakonodajne oblasti, katera lahko vpliva na motive centralne banke. Če pravilo postavi centralna banka sama, ga je kot pravilo mogoče pojmovati samo takrat, ko njegovo kršenje močno zmanjša njen ugled ali ji povzroči druge stroške. Presoja tako pomeni kakršnokoli odločitev znotraj omejitev, ki jih definira pravilo (Archer, 1997, str. 4-5).

Pravila je moč postaviti na treh ravneh: na ravni končnega cilja, bližnjega cilja in na ravni instrumentov denarne politike. Delijo se še na preprosta in optimalna ter glede na informacije, ki jih vključujejo.

Ciljanje inflacijske stopnje je pojmovano kot pravilo na ravni precej natančno določenega končnega cilja denarne politike. Od centralne banke tudi zahteva odzivanje na napoved inflacije. Glede na navedeno ga je mogoče označiti kot optimalno pravilo na ravni končnega cilja in na podlagi povratnih informacij. Na podlagi tega centralna banka izbira

instrumente v odvisnosti od napovedi inflacije, ki med drugim odražajo pogled centralne banke na transmisijski mehanizem njenih ukrepov (Woodford, 2003, str. 290-295).

Najbolj znano pravilo je pravilo konstantne stopnje rasti količine denarja v obtoku pri stoodstotnih obveznih rezervah, ki ga je predlagal Milton Friedman (Haldane, 1995, str. 9). Med pravili, ki močno omejuje možnost ukrepanja centralne banke, je ciljanje deviznega tečaja. Glede na lastnosti je zelo podobno Friedmanovemu pravilu, saj je preprosto in takoj preverljivo, pri tem pa centralna banka izgubi vse pristojnosti glede uravnavanja količine denarja ali obrestnih mer. Centralna banka z vezavo deviznega tečaja na neko stabilno valuto pridobi verodostojnost tuje centralne banke in tako zniža inflacijo.

Najbolj priljubljeno je Taylorjevo pravilo, ki ga zasleduje tudi FED. Centralna banka, ki se drži tega pravila, svojo nominalno obrestno mero določi tako, da ravnotežni realni obrestni meri prišteje inflacijo v preteklem letu, tako dobljeno obrestno mero pa zniža za polovico vrzeli BDP (če je negativna) in zviša za polovico odstopanja inflacije od ciljne (če je pretekla inflacija višja od ciljne). Ker se pretekla inflacija upošteva dvakrat, je dejanski odziv na povečanje inflacije za eno odstotno točko, povečanje nominalne obrestne mere pa za 1,5 odstotne točke. To pravilo je preprosto, sistematično in razumljivo, mogoče ga je kadarkoli preveriti ter ne povzroča dolgoročne nestabilnosti. Prednost je tudi v tem, da namesto ravni vsebuje vrzel BDP. Problem pa se nanaša na velikosti koeficientov, ki določajo odziv na inflacijo in vrzel BDP, na višino realne obrestne mere, na izbiro mere inflacije in metode ocenjevanja vrzeli BDP. Pravilo lahko povzroča velika nihanja obrestne mere centralne banke, kar slabo vpliva na finančne trge. Zato ga je smiselno uporabiti kot pripomoček pri odločanju (Woodford, 2003, str. 90-94).

McCallum predlaga pravilo, v katerem kot instrument centralne banke nastopa primarni denar. Prvotno je bilo razvito za ciljanje nominalnega BDP ob predpostavki ničelne ciljne inflacije in 3% letne rasti realnega BDP. Pravilo naj bi bilo primerno iz dveh razlogov: prvič, centralna banka v celoti nadzira primarni denar in drugič, tako dobljena količina primarnega denarja boljše odraža restriktivnost ali ekspanzivnost denarne politike (McCallum, 1989, str. 339-340). Njegova prednost pred Taylorjevim pravilom je, da za njegovo uporabo potrebuje manjše število ocen in je s tem manj podvrženo vplivu negotovosti ocen. Druga prednost je v zvezi z likvidnostno pastjo. Nominalna obrestna mera ne more biti negativna, zato Taylorjevo pravilo v teh razmerah daje slabše napotke (npr. Japonska). Obe pravili je mogoče izraziti kot pravili za obrestno mero.

Našteta pravila predpostavljajo, da se centralna banka odziva le na spremenljivke, ki so v trenutku odločanja znane. Pri tem gre za omejeno število spremenljivk, ki naj bi vsebovale vse pomembne informacije za odločanje. Vendar omenjena pravila ne upoštevajo časa, potrebnega za pojav učinkov ukrepov centralnih bank, ki se odločajo na podlagi napovedi inflacije v prihodnosti. Ustrezno pravilo bi moralo rešiti tri osnovne probleme denarne politike (Haldane, 1999, str. 5):

- upoštevati mora časovne odloge;
- zajemati vse razpoložljive informacije in
- omogočati stabilizacijo BDP.

To ponazarja pravilo na podlagi napovedi (forecast-based rule):

$$r_t = \gamma * r_{t-1} + (1 - \gamma) * r_t^* + \Theta (E_t \Pi_{t+j} - \Pi^*)$$

Realno obrestno mero r_t centralna banka doseže s spreminjanjem nominalne obrestne mere.

r^* ravnotežna realna obrestna mera

γ stopnja glajenja obrestnih mer

$\emptyset$ koeficient, ki kaže moč odziva centralne banke na odstopanja v napovedi inflacije j obdobji v prihodnosti $E_t \pi_t$ od ciljne inflacije π^*

Kljub temu, da gre za pravilo, ima centralna banka proste roke pri izbiri koeficientov γ in $\emptyset$ ter časovnega horizonta napovedi inflacije j . Najmanjšo spremenljivost inflacije in BDP lahko centralna banka doseže, če skuša inflacijo vrniti na cilj po preteku štirih do šestih četrtletij. To pravilo je dokaj neobčutljivo na različne modele gospodarstva in hitro preverljivo, kar je z vidika verodostojnosti centralne banke pomembno. Ko gre za daljše časovno obdobje to pravilo v resnici predstavlja ravnotežni pogoj, kar pomeni, da je obrestna mera centralne banke endogena in jo je potrebno določiti hkrati z drugimi spremenljivkami. Ker je to pravilo implicitno, njegova izpeljava zahteva natančno določen model gospodarstva, kar pomeni, da ni več enostavno preverljiv. Podobno pravilo uporabljata Kanada in Nova Zelandija (Svensson, 2001a).

Izmed omenjenih pravil nobeno ni izhajalo iz vnaprej določenega končnega cilja. Sicer vsebujejo spremenljivke, ki so lahko končni cilj, vendar so določene na podlagi tistega, na kar naj bi se centralna banka najbolj odzivala (ne pa na tistih, kar naj bi ciljalo). Pri ciljanju inflacijske stopnje je močno poudarjen prav končni cilj denarne politike. Pravilo, po katerem bi ravnala banka, se imenuje optimalno pravilo ciljanja in predstavlja ravnotežni pogoj, ki je izpeljan iz napovedi inflacije in vrzeli BDP. Teoretično je tako pravilo najbolj pravilno, pomembno pa je tudi to, da je zelo podobno ravnanju centralnih bank v praksi. Je tudi hitro preverljivo, saj centralna banka s primerjavo napovedi inflacije in vrzeli BDP hitro oceni, če je vse v redu (Svensson, 2001):

$$L_t = \frac{1}{2} ((\pi_{t+1,t} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+1,t}^2)$$

$\pi_{t+1,t}$... napoved inflacije

π^* ciljna inflacijska stopnja

$x_{t+1,t}$... napoved vrzeli BDP

λ relativna utež, ki določa pomen stabilizacije vrzeli BDP v ciljni funkciji centralne banke

Omenjena funkcija kaže na to, da centralna banka pri ukrepanju upošteva tako inflacijo kot tudi vrzel BDP. Če želi znižati inflacijo, lahko to stori šele po daljšem obdobju (navadno dveh let), saj njeni ukrepi na inflacijo prej nimajo vpliva. V vmesnem času pa vpliva na vrzel BDP. Ko zviša obrestno mero, se v naslednjem obdobju zmanjša BDP. Funkcija se spremeni za $\lambda^* \Delta x$. V naslednjem obdobju se zniža še inflacija in funkcija se spremeni za $-\Delta \pi$. Če naj ostane funkcija nespremenjena, morata biti obe spremembi enaki. Razmerje med njima se imenuje medsebojna stopnja substitucije inflacije za vrzel BDP:

$$MRS = - [\lambda (x_{t+2,t} - x_{t+1,t})] / [\pi_{t+2,t} - \pi^*]$$

V primeru, da centralna banka želi zvišati inflacijo po preteku dveh obdobji, pri čemer inflacija v ostalih obdobjih ostaja nespremenjena, ukrepa tako, da poveča BDP v naslednjem obdobju, kar poveča inflacijo v obdobju, ki bo sledilo. Ker to poveča inflacijo v tretjem obdobju, mora centralna banka v drugem obdobju znižati BDP in sicer za toliko, kolikor ga je zvišala v prvem obdobju. Optimalna kontrola inflacije zahteva kombinacijo

zvišanja in znižanja obrestnih mer. Ravnotežni optimalni pogoj se imenuje splošno pravilo ciljanja napovedi (general forecast-targeting rule):

$$\Pi_{t+2,t} - \Pi^* = -(\lambda/\alpha_x) * (x_{t+2,t} - x_{t+1,t})$$

Centralna banka na podlagi napovedi inflacije in vrzeli BDP analizira več različnih scenarijev in izbere tistega, ki je glede na končni cilj najboljši. To pravilo ima značilnosti ciljanja inflacijske stopnje, saj centralna banka ukrepa glede na vnaprej določen končni cilj, pri tem pa se ozira na napovedi.

Razlike med temi pravili se nanašajo predvsem na količino informacij, ki naj bi jo centralna banka uporabljala. Friedman ne dovoli uporabe nobenih informacij, Taylor dovoljuje samo uporabo informacij, ki jih dajeta trenutna inflacija in vrzel BDP. McCallum pravi, da sprememba obtočne hitrosti v preteklosti ne pove dovolj. Batini, Haldane in Svensson bi uporabljali napovedi, pri tem pa nihče ne pove, kako in na osnovi česa naj bodo pripravljene. V tem se razlikujejo bližnji cilji. Za nobenega ni mogoče reči, da je boljši od drugega. Dejansko pa je boljši tisti, ki je podprt z več informacijami. Pri uporabi pravila je potrebno vključiti modele gospodarstva. Ugotovljeno je bilo, da so pravila na podlagi napovedi bolj občutljiva na spremembo uporabljenega modela kot pravila, ki temeljijo na znanih podatkih (npr. Taylorjevo). Pomembno je, da centralne banke upoštevajo čimveč informacij, ki so jim na voljo, pri tem pa jih skušajo povezati v sistematično celoto. Potrebno je tudi vključiti dodatne informacije, kot npr. presojo bankirjev centralne banke. Vse to spremlja negotovost, zato morajo centralne banke ukrepati postopoma (Haldane, 1995, str. 13).

Ciljanje inflacijske stopnje je mogoče pojmovati kot pravilo le na nivoju končnega cilja. Ker kot pravilo postane težko preverljivo, ne more več opravljati vloge, ki naj bi jo opravljalo – preprečevanje inflacijskih presenečenj. S tem ne reši problema časovne nedoslednosti. Dobro pravilo mora tako biti malo več kot bolj natančna definicija končnega cilja ob upoštevanju, da centralna banka ne more vplivati na BDP. Prednost tega je, da daje centralni banki možnost odzivanja na šoke in upoštevanje širokega nabora informacij. V primerjavi s ciljanjem denarnega agregata in deviznega tečaja, ciljanje inflacijske stopnje predstavlja ohlapno pravilo, ki centralni banki omogoča več manevrskega prostora, kar je tudi razlog za njegovo priljubljenost (Woodford, 2003, str. 460-463).

5.6 PREDNOSTI IN SLABOSTI CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE

Glavna prednost ciljanja inflacijske stopnje je, kot pri ciljanju denarnega agregata, osredotočenost denarne politike na domače razmere in odzive na šoke v domačem gospodarstvu (Mishkin, 1999, str. 591). Pri tem različnost šokov ni pomembna, saj se denarna politika ne zanaša na stabilno zvezo denar – inflacija. Denarnim oblastem omogoča uporabo vseh razpoložljivih informacij pri oblikovanju strategije vodenja denarne politike (Mishkin, 1998, str.19). Zato je tudi odgovornost centralne banke pri tem bližnjem cilju največja (Mishkin, 1998, str.19). Naslednja prednost je, da pripomore k znižanju inflacije in ko je enkrat nizka, ostane na nizki ravni; dolgotrajno je ne zvišajo niti šoki (Kanada - kmalu po izbiri inflacijske stopnje so uvedli davek na nove proizvode in storitve, ki bi v primeru drugih bližnjih ciljev zvišal inflacijo) (Mishkin, 1999a, str. 591).

Inflacijska stopnja zagotavlja transparentnost, zato jo javnost dobro razume (Mishkin, 1998, str.19). Države so z njeno pomočjo povečale verodostojnost svoje denarne politike in centralne banke. Dejstvo je, da je ciljna inflacijska stopnja rezultat skupnega sporazuma fiskalnih in denarnih oblasti. Ciljanje inflacije se pogosto uporablja kot načrt za razlaganje učinkov denarne politike javnosti. Javnost je s tem seznanjena preko inflacijskih poročil in večje odgovornosti centralne banke. Pri vsem tem ni nepomembna verodostojnost, ki centralni banki omogoča, da na pričakovanja javnosti vpliva preko svojih uradnih poročil in analiz (Masson, Savastano, Sharma, 1997, str. 18). Prav tako omogoča osredotočenost na dolgoročno delovanje centralne denarne politike oz. na kaj lahko vpliva (nadzor inflacije) in kaj ne (večjo gospodarsko rast in zaposlenost na račun ekspanzivnejše denarne politike) (Mishkin, 1998, str.19). Vse to pa omogoča nižjo verjetnost pojava časovne nedoslednosti.

Zagotavlja tudi rast in ne vpliva na višjo spremenljivost stopnje rasti BDP. Ko je dosežena ciljna inflacijska stopnja, se stopnja rasti BDP in stopnja zaposlenosti vrne na raven pred znižanjem inflacije, prav tako se spremenljivost BDP ne poveča.

Vendar tudi t.i. »idealen« bližnji cilj ni brez slabosti. V nasprotju s ciljanjem deviznega tečaja in denarnega agregata, inflacijo denarne oblasti težje nadzirajo. To velja predvsem za države na prehodu, ki želijo znižati inflacijo in se ob tem soočajo z napakami pri napovedih; rešitev bi bila, če bi se te države odločile za ciljanje inflacijske stopnje šele po začetnem znižanju inflacije. To je bilo storjeno v Čilu, kjer je bila septembra 1990 izbrana šibka oblika ciljanja inflacijske stopnje. Dokler inflacija ni bila znižana, je bila denarna politika interpretirana kot inflacijska projekcija, po znižanju inflacije pa kot bližnji cilj (Mishkin, 1999, str. 596).

Problematična je že sama definicija bližnjega cilja. Največkrat je definirana kot primerna denarna politika, katere naloga je vzdrževanje cenovne stabilnosti. Ta definicija se sooča z dvema pomanjkljivostma: s strani oblikovanja denarne politike (nejasna definicija ne omogoča praktičnega vodila za vodenje denarne politike pri doseganju cenovne stabilnosti) in znanstvenega vidika (definicija vsebuje nekaj empiričnih testiranih omejitev izvedbe denarne politike in tako ne omogoča ciljanju inflacijske stopnje, da se loči od drugih stabilizacijsko orientiranih strategij). Po tej definiciji vse uspešne centralne banke ciljajo inflacijsko stopnjo, kar seveda ni res. Na podlagi te definicije bodo strategije, zasledovane s strani centralnih bank, padle. Ekonomska literatura je to definicijo zožila. Pri njej ima pomembno vlogo napoved prihodnje inflacije, saj pomembno vpliva na izbiro primernih instrumentov za doseganje ciljne inflacijske stopnje (Issing, 1996, str. 3).

Nekateri ekonomisti menijo, da inflacijska stopnja ne more preprečiti fiskalne nadvlade, kar dolgoročno lahko povzroči fiskalni deficit in »propad« ciljanja inflacijske stopnje. Problem je tudi visoka stopnja dolarizacije; še posebej je to značilno za države na prehodu, kjer podjetja, gospodinjstva in banke večino svojih sredstev hranijo v tuji valuti (največkrat USD). Ciljanje inflacijske stopnje pa zahteva veliko spremenljivost deviznega tečaja; deprecijacija povzroči zvišanje dolga, nominiranega v tuji valuti, kar poveča tveganje za finančno nestabilnost. Predvsem države na prehodu ne smejo zanemariti deviznega tečaja.

Naslednja slabost se nanaša na izbiro indeksa in merjenje inflacije - gre za vprašanje izbire cenovnega ali kakšnega drugega indeksa. Navadno države izberejo indeks cen na drobno. Iz njega izključijo različne proizvode, katerih cene zelo variirajo. Problem je tudi izbira točkovno določene ciljne inflacijske stopnje ali ciljnega razpona - ciljni razpon omogoča lažje doseganje cilja, saj manjši šoki ne povzročajo odklonov od cilja oz. ciljnega razpona,

ker inflacija niha znotraj njegovih meja. Slabost razpona se kaže v manjši verodostojnosti denarne politike, točkovno določena inflacijska stopnja pa v pogostih zgrešitvah cilja. Zato se pri njej zahtevajo klavzule pobega ali tolerančni interval.

Zaradi dolgih časovnih odlogov denarne politike so inflacijski rezultati vidi šele čez čas, tako da ta bližnji cilj javnosti ne poda takojšnjega signala o stanju denarne politike (Mishkin, 1999, str. 596). Dolgi časovni odlogi so problematični tudi zaradi pojava različnih zunanjih šokov, na katere centralna banka ne more vplivati in otežujejo pravilno sedanjo izbiro instrumentov, kar vodi k odklonom od cilja. Prav tako zaradi njih ni na razpolago takojšnjih informacij o položaju gospodarstva (Mishkin, 1999, str. 596). Problem je tudi zagotavljanje verodostojnosti, ki mora javnost prepričati v to, da bo denarna oblast z vsemi močmi dosegla cilj oz. ciljno inflacijsko stopnjo in načrtovano denarno politiko (policy engineering) ali kako doseči cenovno stabilnost (Haldane, 1995, str. 135).

Tudi preveliko zanašanje na napoved inflacije v prihodnosti ni dobro. Uspešno vodena denarna politika temelji na točni napovedi inflacije v prihodnosti. To izhaja iz dejstva, da inflacijska stopnja avtomatično vključuje napoved inflacije v prihodnosti, saj se inflacijski cilj določa za prihodnost oz. za določeno obdobje v prihodnosti. Napake pri napovedi navadno povzročijo večje odklone, kot to dopušča ciljni razpon ali tolerančni interval.

Zaradi negotovosti v transmisijem mehanizmu, dolgih časovnih odlogih, položaju gospodarstva, prihodnjih šokov v gospodarstvu ter drugih dejavnikov denarne politike na inflacijo se pojavi nepopoln nadzor nad njo. To otežuje ciljanje inflacije. Tudi opazovanje inflacije je težje, še posebej, ker je težko ločiti vplive denarne politike in drugih šokov na inflacijo. Vse to negativno vpliva na transparentnost in odgovornost centralne banke (Svensson, 1998, str. 16). Kljub temu, da je centralna banka vsaj instrumentalno neodvisna, se pogosto pojavi politično vmešavanje oz. oviranje. V odprtem gospodarstvu pa na domačo inflacijo vplivajo tudi tuje spremenljivke, kot npr. tuja inflacija, BDP in obrestna mera (Svensson, 1998, str. 17).

Doseganje ciljne inflacijske stopnje je na začetku povezano s počasnejšo gospodarsko rastjo, večjo proizvodno spremenljivostjo in višjo brezposelnostjo. Dosežena nizka ciljna inflacijska stopnja pozitivno vpliva na ponovno rast BDP in zaposlenosti. Dejansko ciljanje inflacije na kratek rok povzroči nestabilnost, zato je najboljša inflacijo ciljati dolgoročno (Leitemo, 2004, str. 713). Hitrost približevanja cilju je tako odvisna od več dejavnikov: začetne inflacijske stopnje, dolžine časovnih odlogov, natančnosti napovedi inflacije v prihodnosti, višine ciljne stopnje inflacije ali širine mej ciljnega območja,...

Problem je tudi prevelika transparentnost, saj je lahko za javnost nerazumljiva. Ko centralna banka, zaradi nove informacije, spremeni ciljno stopnjo ali podaljša horizont za doseganje cilja, lahko to javnost razume napačno, kar ogrozi verodostojnost centralne banke (Mishkin, 2004, str. 12).

Nekatere centralne banke zasledujejo dva končna cilja, katerima dajo enako utež (ZDA: cenovna stabilnost in polna zaposlenost). Večina pa jih razporedi po pomembnosti, pri čemer je cenovna stabilnost primarni končni cilj, drugi cilji pa se zasledujejo le, če so konsistentni s cenovno stabilnostjo. Ker ciljanje inflacijske stopnje zasleduje le dosego ciljne inflacije in ne BDP oz. stopnje zaposlenosti, je dejansko nekonsistenten z zasledovanjem več enakovrednih končnih ciljev. Zato mnogi ekonomisti obtožujejo ta bližnji cilj, da je »inflation nutter«, pomeni, da skrbi samo za znižanje inflacije in njeno

spremenljivost, kar seveda ne drži. Dejansko centralna banka pod tem bližnjim ciljem skrbi za doseganje nizke in stabilne inflacije kot tudi visoke in manj spremenljive stopnje rasti BDP. To mora jasno in nazorno povedati. En način je, da javnost prepriča, da bo inflacijo zniževala postopoma in s tem preprečila preveliko spremenljivost BDP. Druga možnost je, da podaljša časovni horizont za doseg ciljne inflacijske stopnje. Če tega ne stori, jo lahko vlada prisili, da zasleduje kratkoročno strategijo ekspanzivne denarne politike.

Nekateri ekonomisti menijo, da je ciljanje inflacijske stopnje togo, saj naj bi dopuščalo višjo spremenljivost stopnje rasti BDP (Mishkin, 2000, str. 4-6). Vendar to ne drži, saj ciljanje inflacijske stopnje ne predstavlja pravila za vodenje denarne politike. Pri njenem oblikovanju strategije vodenja se morajo nosilci denarne politike opirati na vse razpoložljive informacije, kar je včasih težko. Prav tako centralna banka nikoli ne zahteva, da bi se izločile nepomembne informacije in se uporabile samo pomembne (Mishkin, 2000a, str. 25).

Nevarnost pri ciljanju inflacijske stopnje je ničelna nominalna obrestna mera (kot posledica hitre deflacije); gospodarstvo v recesiji potrebuje ekspanzivno in ne restriktivne denarne politike. Centralna banka se tako sooči z likvidnostno pastjo, saj ni sposobna izdati obveznic z ničelno ali celo negativno nominalno obrestno mero - to se je pripetilo Japonski leta 1990; če se vnaprej določi inflacijski cilj in dolgoročna realna obrestna mera, ki pa ne sme pasti pod določeno mejo, se da temu izogniti (Loyaza, Soto, 2002, str. 10).

5.7 REŽIMI CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE

Režimi ciljanja inflacijske stopnje se delijo glede na razumljivost in verodostojnost centralne banke. Razumljivost je tesno povezana s transparentnostjo, saj je od nje odvisno, kako bo javnost seznanjena z bližnjim ciljem in kako dobro ga bo razumela (Laxton, N'Diaye, 2002, str. 3). Obstajajo trije režimi ciljanja inflacije (Carare, Stone, 2003, str.3):

- popolnoma pokrito ciljanje inflacije (full-fledged inflation targeting, v nadaljevanju FFIT):
je najpogostejša oblika ciljanja inflacije. Države, ki jo izberejo, so majhne ali srednje velike, vendar industrijsko razvite. Lahko so tudi geografsko srednje oz. velike, vendar srednje dohodkovno razvite (države na prehodu). Verodostojnost in transparentnost denarne politike je v teh državah visoka in so popolnoma predane temu bližnjemu cilju. Nova Zelandija je ta režim izbrala prva, leta 2001 pa še sedem industrijsko razvitih držav in 11 držav na prehodu;
- izbrano ciljanje inflacije (eclectic inflation targeting, v nadaljevanju EIT), lahko tudi implicitno sidro cenovne stabilnosti (implicit price stability anchor ali IPSA) (Carare, Stone, 2005, str. 2):
verodostojnost in odgovornost denarne politike in njihovih nosilcev v teh državah je nižja kot v državah, ki ciljajo FFIT. Te države se soočajo tudi s pomanjkanjem transparentnosti. Značilno zanje je, da se v preteklosti niso soočale z visoko inflacijo. Zgodovinsko nizka in stabilna inflacija ter visoka stopnja finančne stabilnosti jim omogoča prilagodljivost pri zasledovanju cenovne stabilnosti;
- ciljanje inflacije »lite« (Inflation targeting lite, v nadaljevanju ITL);

države objavijo širok inflacijski cilj. Zaradi majhne verodostojnosti niso sposobne ciljati inflacije. Pomanjkanje verodostojnosti namreč odseva ranljivost za gospodarske šoke, finančno nestabilnost in slabo institucionalno mrežo. ITL predstavlja tranzicijski režim, v katerem oblasti izvedejo strukturne reforme, potrebne za prevzem verodostojnega sidra. Ta režim je prevzelo 19 držav na prehodu, ki so zelo heterogene pri končnih ciljih in delovanju denarne politike. Prav tako se niso sposobne zavezati k verodostojnemu eksplicitnemu inflacijskemu cilju, saj so bolj izpostavljene finančnim in cikličnim šokom.

5.8 INFLACIJSKA STOPNJA ALI CENOVNA RAVEN ZA BLIŽNJI CILJ

Že od nekdaj sta visoka inflacija in deflacija glavni grožnji cenovni stabilnosti, ki predstavlja stabilno cenovno raven oz. situacijo z nizko in stabilno inflacijo (vključno z ničelno inflacijsko stopnjo) (Srour, 2001, str.1). Med tema dvema terminoma obstaja razlika. Cenovna raven je statična ali vsaj statična okoli trenda, nizka inflacija pa je dinamična. Tako ni mogoče enačiti nizke inflacije s stabilno cenovno ravno (Svensson, 1999, str. 198).

Države za doseganje cenovne stabilnosti izbirajo tudi med ciljanjem inflacijske stopnje in cenovne ravni. Kljub temu, da v duhu predstavljata eno in isto, med njima obstajajo razlike. Ciljanje inflacijske stopnje zmanjša negotovost glede prihodnjega gibanja cen, kar javnosti omogoča lažje načrtovanje potrošnje in investicij. Pri ciljanju cenovne ravni je ta negotovost še manjša, vendar povzroča nepotrebno spremenljivost BDP. Prav tako zagotavlja manjšo spremenljivost inflacije na dolgi rok, ne pa na kratek rok. Pri centralnih bankah, ki upoštevajo pravila, izbira cenovne ravni omogoča večjo stalnost. Ciljanje inflacijske stopnje med drugim zaznamuje optimalno denarno politiko z značilno stopnjo inercije obrestne mere. Prav tako povečanje inflacije danes ne bo vplivalo na inflacijo jutri, medtem ko povečanje cenovne ravni danes vpliva na cenovno raven jutri. To razjasni razliko med ciljanjem cenovne ravni in ciljanjem inflacijske stopnje. Pri ciljanju inflacijske stopnje začasni odkloni od cilja ne bodo povzročili prihodnje izgube, pri ciljanju cenovne ravni pa se morajo začasni odkloni od ciljne ravni kompenzirati v prihodnosti. Izbira cenovne ravni omogoča boljšo izmenjavo med spremenljivostjo inflacije in BDP kot to omogoča ciljanje inflacijske stopnje. Prav tako ima centralna banka pri tem bližnjem cilju večjo spodbudo za kompenzacijo šokov, saj jo ekonomisti definirajo kot postopek, v katerem centralna banka določi ciljno gibanje cenovne ravni. Vsakršen šok, ki potisne to raven stran od ciljne, mora dolgoročno biti popolnoma odstranjen. Ciljanje cenovne ravni pomeni, da ne obstoji dolgoročni odmik dejanske cenovne ravni od ciljne. Prednost je v tem, da zaradi tega ne pride do prerazdelitve premoženja med posojilojemalci in posojilodajalci. Pri ciljanju inflacijske stopnje lahko dolgoročno obstaja odmik dejanske inflacijske stopnje od ciljne. Za ciljanje cenovne ravni se centralna banka odloči takrat, ko prevladuje želja po stabilnosti tekočih cen in ko ni prevelikih stroškov zaradi spremenljivosti BDP (Srour, 2001, str.2). Prav tako je v boju proti deflaciji bolj zaželeno kot ciljanje inflacijske stopnje, saj predstavlja stabilnejša dolgoročna inflacijska pričakovanja za gospodarstvo.

Kljub temu, da je ciljanje cenovne ravni predmet mnogih razprav, je izbira med ciljanjem cenovne ravni in inflacijske stopnje odvisna od izmenjave med nizko spremenljivostjo cenovne ravni na eni ter visoko spremenljivostjo inflacije in BDP na drugi strani. Prednost ciljanja cenovne ravni je v zmanjšanju njegove dolgoročne spremenljivosti, kar naj bi bilo

koristno za dolgoročne pogodbe v nominalnih zneskih (povzroči povečanje gospodarske aktivnosti) ter preprečitev deflacije oz. deflacijske spirale (neanticipirana deflacija povzroči, da cenovna raven pade pod ciljno; če je ciljna cenovna raven verodostojna, se to odraža v višjih inflacijskih pričakovanjih, ki pa znižajo realno obrestno mero in stabilizirajo gospodarstvo, četudi je nominalna obrestna mera nespremenjena). Njena slabost je v višji spremenljivosti inflacije in BDP na kratki rok (Svensson, 1999a, str. 199).

Med tema dvema bližnjima ciljema države izbirajo inflacijsko stopnjo. V literaturi je opisano uspešno ciljanje cenovne ravni in s tem izogib deflaciji v Švedski, leta 1930 (Svensson, 1999, str. 198). V zadnjem času se pojavlja razmišljanje o »mešanem« ciljanju, ko centralna banka cilja nekaj med inflacijo in cenovno ravno.

6. IZKUŠNJE IZBRANIH DRŽAV, KI CILJAJO INFLACIJSKO STOPNJO

Večina centralnih bank si je v zadnjih desetletjih prejšnjega stoletja za svoj končni cilj izbrala cenovno stabilnost. Kot bližnji cilj pa vedno več držav izbira inflacijsko stopnjo. Nova Zelandija in Kanada sta bili prvi državi, ki sta formalno izbrali inflacijsko stopnjo za svoj bližnji cilj. Sledile so jima druge države, tako industrijsko razvite kot države na prehodu²⁷; do danes je ni opustila še nobena (izjema so države, ki so prevzele evro – Finska in Španija) in njihovo število narašča. Kljub temu, da so ključni elementi enaki, se mehanizem ciljanja med državami razlikuje.

Najprej sta kot prvi državi, ki sta se odločili za ciljanje inflacijske stopnje, predstavljeni Nova Zelandija in Kanada. Sledijo jima Velika Britanija, Švedska, Finska, Avstralija in Švica kot država, ki se je konec 20. stoletja odločila za ta bližnji cilj. V tretji skupini so Čile, Izrael, Poljska in Brazilija - države na prehodu, ki so izbrale ta bližnji cilj.

6.1 NOVA ZELANDIJA

Do sredine devetdesetih let prejšnjega stoletja je bila novozelandska centralna banka (Reserve Bank of New Zealand – RBNZ) organizirana podobno kot Bank of England; vsakodnevne odločitve je sprejemala z Ministrstvom za finance. V tem obdobju se je Nova Zelandija soočala z visoko, neobvladljivo inflacijo (več kot 10% letno, ki je trajala več kot desetletje) in nizko gospodarsko rastjo. Denarna politika je sledila gospodarskemu ciklu, ki je trajal tri leta in sovpadal z volitvami.

Leta 1984 je dosegla vrh s krizo deviznega tečaja, ki bi jo bilo moč primerjati z azijsko krizo dobro desetletje kasneje. Ciljanje trdnega deviznega tečaja je bilo pod velikim pritiskom (bil je zelo spremenljiv). Nova Zelandija je šla skozi drastične gospodarske reforme z namenom izboljšati gospodarsko situacijo. Marca 1985 so devizni tečaj

²⁷Ta premik jim je omogočil kontrolo nad inflacijo in posledično znižanje inflacije. Obstoje režimov trdnega deviznega tečaja, pomanjkanje finančnih sredstev, nerazvitega finančnega sistema, pomanjkanja instrumentov za uravnavanje deviznega tečaja, strah pred drsenjem (fear of floating) ter ostali dejavniki, so zelo oslabili učinkovitost denarne politike, kar je v teh državah otežilo uvedbo ciljanja inflacijske stopnje. Ciljanje inflacijske stopnje je še posebej problematično v dolariziranih gospodarstvih, kjer je večina dolga nominirana v dolarjih, med tem ko gospodarstvo temelji na lokalni valuti. Privatni sektor in banke postanejo ranljive na premike deviznega tečaja, do katerih navadno pride pri tem bližnjem cilju.

novozelandskega dolarja uskladili s končnim ciljem, to je cenovno stabilnostjo (prešli so na režim prilagodljivega deviznega tečaja). RBNZ je od Ministrstva za finance dobila jasna navodila, da je cenovna stabilnost glavni končni cilj denarne politike ter da nima interesa poznati načinov za njegovo doseg. S tem je RBNZ postala (instrumentalno) neodvisna. Neodvisnost je bila uradno zapisana v »The 1989 Act«, ki je stopil v veljavo 1. februarja 1990²⁸. Izvajanje denarne politike se je tako osredotočilo na znižanje inflacije. Ker je bilo vzdrževanje stabilnega (trdnega) deviznega tečaja na dolgi rok težko (Brash, 1999, str. 1), so marca 1990 izbrali nov bližnji cilj, to je inflacijsko stopnjo, s katerim so sovpadale številne reforme (davčna, delovne zakonodaje, privatizacije, nadzora kapitalskih tokov,...). Cilj so določili na podlagi sporazuma PTA (Policy Target Agreement) kot rezultat dogovora med Ministrstvom za finance in guvernerjem centralne banke. Prvi PTA sporazum je bil podpisan marca 1990, nato jih je bilo podpisanih še šest.

Izbira inflacijske stopnje za bližnji cilj se je izkazala za uspešno: gospodarstvo se je stabiliziralo, inflacija pa znižala. Prav tako se je stabiliziral devizni tečaj, kar je za majhno gospodarstvo, kot je Nova Zelandija, pomembno²⁹. Izkazalo se je, da njena spremenljivost ni imela velikega vpliva na realno proizvodnjo, prav tako ni bila povezana z avtomatično stabilizacijo zunanjih šokov; dejansko je bila rezultat brezciljne denarne politike (glej Prilogo 6) (Woglom, 2004).

PTA je najprej določil ciljni razpon inflacije v višini 0-2% letno. Doseči ta razpon je bilo težko, saj je inflacija, pred začetkom njenega ciljanja, znašala več kot 6% letno. Kljub temu so ta razpon dosegli decembra 1992. Tega leta je inflacija znašala 1%. Njihov nadaljnji cilj je bilo vzdrževanje inflacije znotraj ciljnega razpona, kar pa je bilo zaradi cenovnih šokov, kot posledica zunanjih vplivov, težko. Ciljni razpon je bil dvakrat prebit. Zato je novi PTA decembra 1996 razširil ciljni razpon na 0-3%. Nekateri so se zaradi dviga zgornje oz. porasta osrednje točke (z 1% na 1,5%) počutili izdano (Brash, 1997, str. 3). Njegov namen je bil (in je še vedno) vzdrževanje inflacije znotraj meja oz. čimbližje osrednji točki ciljnega razpona (1,5%); s tem naj bi se izognili odklonom, ki bi bili posledica šokov, vendar bi lahko presegli določeni razpon - to ne pomeni, da odklonov ni bilo in da jih ne bo, vendar so že upoštevani v napovedi ciljnega razpona; imenujejo se »opozorila« in opozarjajo na zunanje šoke, ki negativno vplivajo na CPI. Septembra 2002 so spodnjo mejo razpona dvignili na 1%, tako da ciljni razpon znaša 1-3% in mora biti dosežen na dolgi rok. Razlog za to je bilo dejstvo, da imata prenizka ali negativna inflacija enak vpliv na gospodarstvo kot previsoka inflacija (Bollard, Karagedikli, 2007).

Inflacijo merijo kot osnovni CPI, ki je določen na podlagi CPI-ja, izračunanega v statističnih uradih, iz katerega so izključeni stroški obresti, posredni davki, subvencije, stroški vlade in značilni cenovni učinki zaradi sprememb v trgovinskih razmerjih. Ti se

²⁸ Predstavlja osnovo za ciljanje inflacijske stopnje in temelji na šestih točkah (Brash, 1999, str. 4):

- denarna politika vpliva na inflacijo, pri tem pa ne more popolnoma podpreti visoke gospodarske rasti in zaposlenosti;
- glavni končni cilj je cenovna stabilnost;
- sporazum PTA je sklenjen med Ministrstvom za finance in RBNZ;
- potem, ko je PTA podpisan z obeh strani, je RBNZ popolnoma neodvisna pri oblikovanju in izvajanju denarne politike;
- guverner mora vsakih šest mesecev obveščati vlado o uspešnosti doseganja cilja in je lahko v primeru njegove zgrešitve odpoklican (odgovornost);
- zahteva visoko stopnjo transparentnosti.

²⁹ Devizni tečaj ima pomemben neposreden in posreden vpliv na cene; sprememba deviznega tečaja spremeni povpraševanje po domačih proizvodih, kar vpliva na spremembo inflacijskih pričakovanj in posledično na inflacijo. Zato je zaželeno, da centralna banka odkrije vzroke za spremembo deviznega tečaja, kar je težko.

sklicujejo na številna opozorila, ki so določena v sporazumu PTA. Opozorila opredeljujejo različne tipe šokov, katerim se RBNZ lahko prilagodi. Ti šoki povzročajo spremembe hipotekarnih obrestnih mer, cen (zaradi naravnih nesreč), posrednih davkov in ostalih cen, ki jih navadno določa vlada ter imajo neposreden vpliv na značilne spremembe v izvoznih oz. uvoznih cenah. Značilne spremembe so tiste, ki jih povzročijo kakršnikoli šoki, ki vplivajo na cenovno raven za več kot 0.25 odstotne točke letno (Debelle, 1997, str. 12).

Izbrani bližnji cilj je dejansko služil kot pomoč v dezinflacijskem procesu. Časovni potek procesa je bil vnaprej določen. Njegova dolžina je 5 let in je enaka dolžini mandata guvernerja centralne banke. Približno 18 mesecev je bilo namenjeno začetnemu znižanju inflacije. Za naslednje korake znižanja inflacije je bilo določeno 12 mesecev.

Zelo pomembna je natančna napoved inflacije v prihodnosti, saj z njeno pomočjo RBNZ vodi denarno politiko tako, da vzdržuje inflacijo znotraj ciljnega razpona. Glavni indikator, ki ga pri tem uporablja, je devizni tečaj³⁰, saj omogoča hitro reagiranje, je najbolj predvidljiv in dobro pojasnjuje inflacijske spremembe. Tudi kratkoročna obrestna mera je dober indikator, vendar je manj uporabljan kot devizni tečaj (Brash, 1998, str. 225). Zato je junija 1997 začela uporabljati MCI kot sredstvo prikaza gospodarskega položaja Nove Zelandije.

Kot glavni instrument uporablja uradno denarno obrestno mero (official cash rate - OCR). Njena sprememba vpliva na ceno izposojanja in potrošnjo.

RBNZ izdaja različne publikacije, v katerih poroča o uspešnosti doseganja in vzdrževanja inflacije znotraj ciljnega razpona. Vsakih šest mesecev izda Monetary Policy Statement. Napoved inflacije za naslednje obdobje navadno objavlja v biltenu Reserve Bank Bulletin. Guverner objavlja izjave v ustni in pisni obliki (Kuroda, 1997, str. 216). Od leta 1997 izdaja projekcije gibanja obrestnih mer in deviznega tečaja, ki naj bi bile skladne z dosego ciljne inflacijske stopnje (implicitna napoved odzivov denarne politike na napoved inflacije). Nova Zelandija je edina država, ki objavlja gospodarske napovedi, ki temeljijo na zunanjih denarnih pogojih (Brash, 2002).

6.2 KANADA

Kanada se je v osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja znašla v težkem obdobju visoke inflacije, ki je bila posledica deprecijacije kanadskega dolarja. Zato je guverner kanadske centralne banke (Bank of Canada – BoC) januarja 1998 objavil, da je glavni končni cilj denarne politika cenovna stabilnost. V tem letu se je inflacija gibala med 4% in 5%. Njen cilj je bil znižanje inflacije na raven, ki bi omogočila dolgoročno gospodarsko rast oz. doseči končni cilj, to je 1-3%. Zato je februarja 1991, na podlagi sporazuma med vlado (Ministrstvo za finance) in BoC, opustila ciljanje deviznega tečaja in pri izbiri novega bližnjega cilja sledila Novi Zelandiji, ki je kot prva država izbrala inflacijsko stopnjo za svoj bližnji cilj denarne politike. Glavni razlog za izbiro tega bližnjega cilja je bila potreba po nominalnem sidru, ki bi zagotavljala transparentnost in verodostojnost monetarnih institucij. Določili so ciljni razpon 1-3%, s središčno točko 2%. Kljub temu, da je njeno gospodarstvo močno povezano z ameriškim (ZDA), je s

³⁰Kljub temu, da devizni tečaj igra pomembno vlogo v denarni politiki, nima statusa bližnjega cilja. Je pa v veliko pomoč pri doseganju ciljnega razpona.

spremembo bližnjega cilja izbrala režim prilagodljivega deviznega tečaja. Le ta omogoča kanadskemu gospodarstvu večjo prilagodljivost in lažjo prilagodljivost šokom.

Po planu naj bi zadani ciljni razpon dosegli v treh zaporednih korakih in sicer (Mishkin, Posen, 1997, str. 54):

- do konca 1992 (22 mesecev po izbiri inflacijske stopnje kot bližnji cilj) naj bi se inflacija znižala na 3%;
- do junija 1994 na 2.5% in
- decembra 1995 na 2%.

Že decembra 1993 so jo uspešno znižali na 2%. Naslednji cilj je bilo vzdrževanje inflacije znotraj meja ciljnega razpona. V tem času sta se vlada in BoC odločili, da ciljnega razpona ne bosta spreminjali do konca 1998. Zaradi njenega uspešnega vzdrževanja sta se februarja 1998 ponovno odločili, da obstoječega ciljnega razpona ne bosta spreminjali do konca leta 2001 (Bank of Canada: Monetary policy, 2006). Hkrati sta se strinjali z namenom, da bosta pred koncem leta 2002 skupaj določili primeren dolgoročni cilj, ki bo skladen s cenovno stabilnostjo. Novembra 2006 je bil ciljni razpon 1-3% podaljšan do leta 2011. Pri tem bodo skušali dosegati sredinsko točko 2% (Bank of Canada: Monetary policy, 2006). Izbrani bližnji cilj je služil kot pomoč v dezinflacijskem procesu. Časovni potek procesa je bil vnaprej določen. Dolžina časovnega horizonta je enaka dolžini, ki dovoli gospodarstvu, da se prilagodi nizki inflaciji. Osemnajst mesecev je bilo namenjeno začetnemu znižanju inflacije (glej Prilogo 7).

Bližnji cilj je izražen v letni stopnji porasta celotnega CPI, saj naj bi predstavljal najboljše razpoložljivo merilo sprememb stroškov življenja. Kljub temu BoC za svoje aktivnosti upošteva osnovni CPI. Le ta predstavlja operativni bližnji cilj denarne politike, saj je boljši napovedovalec prihodnjih sprememb v celotnem CPI. Osnovni CPI namreč izključuje osem najbolj spremenljivih komponent: cene sadja, zelenjave, bencina, nafte, naravnih plinov, hipotekarnih obresti, medmestni transport in tobačne proizvode, kot tudi učinke posrednih davkov na ostale komponente. Veliko kratkoročnih gibanj celotnega CPI je posledica sprememb naštetih komponent in imajo tako le začasni učinek na inflacijo (celotni in osnovni CPI se na dolgi rok enako gibljeta). Denarna politika jih v tako kratkem času ne more kompenzirati. Z njihovo izključitvijo je osnovni CPI boljše merilo za inflacijski trend in tako primernejše sidro za denarno politiko (Why core and total, 2005).

Najpomembnejši indikator inflacije je realni denarni agregat M1. Realni zato, ker ga je potrebno prilagoditi stopnji inflacije. Omogoča dobre informacije za dolgoročno napoved inflacije v prihodnosti. Širok denarni agregat M3 je tudi dober indikator, a vsebuje informacije le za kratko obdobje in je zato primernejši za napoved proizvodnje (Monetary Policy Report, 1998, str. 27). BoC pri vodenju denarne politike kot instrument najpogosteje uporablja obrestno mero »čez noč«. Z njim lahko uspešno vpliva na stopnjo denarne ekspanzije, ki naj bi bila skladna z izbranim ciljem. Naraščanje (padanje) inflacije daje signal, da je obrestna mera prenizka (previsoka) in se mora zato povišati (znižati). Tako vodena denarna politika deluje kot nekakšen stabilizator rasti denarja. Če želijo zagotoviti dolgoročno gospodarsko rast, spodbuditi dolgoročno investiranje in omogočiti ustanavljanje novih služb, kar omogoča stabilna in nizka inflacija, morajo preprečiti ponoven porast inflacije.

Transmisijski mehanizem je kompleksen in obsega dolge in spremenljive odloge (šest do osem četrletij). Vodilna paradigma BoC je ekspliciten in dobro poznan transmisijski mehanizem, ki je sestavljen iz treh kanalov. Prvi je kanal pričakovanj - vpliv ciljnega razpona na obrestno mero »čez noč«. Drugi kanal poteka preko agregatnega povpraševanja in vrzeli BDP (kanal agregatnega povpraševanja). Tretji je kanal deviznega tečaja in vpliva na inflacijo preko deviznega tečaja. Pri tem BoC oblikuje in upošteva listo najpomembnejših šokov, ki najpogosteje prizadenejo gospodarstvo (glej Prilogo 8). BoC najpogosteje uporablja kanal agregatnega povpraševanja. Pri tem upošteva tudi inflacijska pričakovanja. Uporaba kanala deviznega tečaja omogoča hitrejše doseganje ciljne inflacijske stopnje, vendar povzroči večjo spremenljivost BDP (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 27).

Z zagotavljanjem transparentnosti je ta bližnji cilj postal razumljivejši tako javnosti kot podjetjem. Najpomembnejša prednost, ki jo je prinesel ta bližnji cilj, je osredotočenost na pričakovanja glede prihodnje inflacije, kar omogoča lažje podjetniške in privatne odločitve (Bank of Canada: Monetary policy, 2006).

6.3 VELIKA BRITANIJA

V zadnjih 30 letih se je Velika Britanija soočala s številnimi menjavami režimov denarne politike. Od leta 1973 dalje je centralna banka Anglije (Bank of England - BoE) ciljala širok denarni agregat M3, ki ga je uradno opustila leta 1987. Zamenjal ga je devizni tečaj z neuradno vezavo na nemško marko (marec 1987 - marec 1988). Britanska vlada se je za inflacijsko stopnjo, kot svoj bližnji cilj, odločila oktobra 1992, kot odgovor na neustreznost bližnjih ciljev v preteklosti, kar je bila že tretja večja sprememba denarne politike od leta 1973 dalje (Cobham, Zis, 2001, str. 4-5).

Leta 1987 je prišlo do prve spremembe v denarni politiki. Trdni devizni tečaj je zamenjal širok denarni agregat M3³¹. Denarne oblasti so svojo valuto vezale na nemško marko z namenom pridobiti koristi zaradi nizke inflacije v Nemčiji. Obrestne mere so se znižale za 2.5 odstotne točke. Prepozno zvišanje obrestnih mer je povzročilo, da se je objavljena inflacija zvišala z 3.3% leta 1988 na 11% leta 1990. Kot odgovor na to so se kratkoročne obrestne mere povišale z 7.5% maja 1988 na 15% oktobra 1989.

Oktobra 1990 je Velika Britanija vstopila v ERM. S tem se je obvezala, da tečaj svoje valute vzdržuje skladno z ostalimi članicami ERM. To je povzročilo takojšnje znižanje obrestnih mer za 1 odstotno točko. Sledila so nadaljnja znižanja, kar se je odražalo v vse višji inflaciji in izgubi verodostojnosti. Zaradi združitve obeh Nemčij in dolgoročne recesije doma je Velika Britanija septembra 1992 izstopila iz ERM (Mishkin, Posen, 1997, str. 71).

Trden devizni tečaj (Haldane, 1995, str. 59) ni bil učinkovit pri zmanjševanju inflacije, kljub temu, da je bila denarna politika restriktivna. Inflacija je sicer bila nekajkrat uspešno zavrta, vendar končni cilj ni bil nikoli dosežen. Izbrana inflacijska stopnja kot bližnji cilj

³¹ Za padec monetarizma kot makroekonomske doktrine ni bila kriva zavrnitev želje BoE po doseganju dolgoročne verodostojnosti temveč togost britanske denarne politike, še posebej v času, ko so globalni kapitalski trgi zaradi deflacije zahtevali večjo prilagodljivost (Press Release on Monetary and Exchange Rate Policy for 2005, 2004, str. 3).

naj bi omogočila nizko inflacijo in večjo verodostojnost pri dolgoročnem uresničevanju cenovne stabilnosti ter hkrati nov odnos med Ministrstvom za finance in centralno banko (glej Prilogo 9).

Drugače kot v ostalih državah je cilj izbralo Ministrstvo za finance oz. zakladnica, saj je BoE postala neodvisna šele maja 1997, ko ji je vlada predala nadzor nad obrestno mero s ciljem zasledovati inflacijski cilj, ki ga je določila vlada (Cobham, Zis, 2001, str. 4-5). Za denarno politiko je tako bil odgovoren minister za finance - državni zakladnik (Chancellor), BoE pa je imela funkcijo svetovanja pri sprejemanju odločitev, pomembnih za denarno politiko (The Seven Ages of Monetary Policy, 2004).

Z neodvisnostjo BoE je guverner postal odgovoren za doseganje ciljne inflacijske stopnje. S tem je zavezan, da ob vsakem odklonu od cilja, večjem od 1%, napiše ministru za finance oz. državnemu zakladniku odprto pismo. V njem razloži vzroke za odmike, kako bo inflacija omejena na ciljno raven, koliko časa bo za to potrebno in kakšen bo vpliv na cenovno stabilnost. Pod določenimi pogoji (zahteva javnosti in ekstremne gospodarske razmere) lahko navodila za vodenje denarne politike za določeno obdobje v prihodnosti še vedno izda zakladnica (BoE Report and Accounts 1998, 1998, str. 15).

Časovni horizont je najprej trajal do konca parlamentarnega obdobja - sredine leta 1997, po tem letu pa je omejen na dve leti. V tem obdobju je inflacija dosegla ciljni razpon 1-4%. Od leta 1997 dalje je povprečna inflacijska stopnja znašala 2,4%. Nizki inflaciji se je pridružila stalna rast proizvodnje in zaposlenosti (George, 2002, str. 4). BDP je v povprečju rasel 3% letno.

Inflacijski cilj se je prvotno izražal v obliki indeksa cen na drobno - RPIX. To je bil RPI (Retail Price Index), iz katerega so izključevali hipotekarne obrestne mere. Meje ciljnega razpona so oktobra 1992 znašale 1-4%. Junija 1997 so na novo določili točkovno ciljno inflacijsko stopnjo, ki je znašala 2.5% s tolerančnim intervalom +/- 1%. Cilj je bil potrjen marca 1998 v publikaciji "Budget Statement" (The British Economy, 1998, str. 8).

Ciljna inflacijska stopnja sedaj znaša 2% in je merjena kot 12 mesečni porast CPI. Ta bližnji cilj je bil objavljen v pismu kanclerja vladi 10. decembra 2003. Nova stopnja bližnjega cilja je 0,5% nižja od stare zaradi razlike v načinu izključevanja plačil hipotekarnih obresti. RPIX je služil kot dobro merilo inflacije, vendar je bilo pomembnejše, da odločitve temeljijo na relevantnih in točnih meritvah inflacije. RPIX je bil oblikovan tako, da je zadovoljil veliko potreb, kar pa je bilo slabo za dolgoročne compromise. Iz njega so izključene hipotekarne obresti.

Glavni instrument, ki ga BoE uporablja, je kratkoročna obrestna mera. Določa jo Komite denarne politike (Monetary Policy Committee – MPC)³² banke. Postavljena je na ravni, ki zagotavlja, da je povpraševanje v gospodarstvu skladno z njegovo produktivno kapaciteto. Če je prenizka, povpraševanje preseže ponudbo, kar vodi k inflacijskim pritiskom in obratno. MPC se srečuje mesečno, člani so enakopravni, v primeru neodločenega izida glasovanja odloči glas guvernerja. Odločitev o obrestni meri je objavljena takoj. Ozek denarni agregat M0 in širok denarni agregat M4 sta najbolj uporabna indikatorja inflacije (Bank of England: Monetary policy, 2006). Dolgoročne obrestne mere posredujejo določene informacije, primerne za BDP deflator in objavljeno inflacijsko stopnjo, kratkoročne pa za osnovno inflacijsko stopnjo. Krivulja donosnosti in razpon med giltoni

³² Sestavljen je iz devetih članov – pet jih prihaja iz BoE, štirje pa so zunanji in jih določi vlada.

(vrsta državnih obveznic v Veliki Britaniji) in ostalimi vrednostnimi papirji posredujejo zelo malo informacij za napoved inflacije v prihodnosti. Zanimivo je, da nominalni efektivni devizni tečaj ni dober indikator, saj tečaj britanski funt/evro ne nudi zadostnih informacij (Baumgartner, Ramaswamy, 1996, str. 8).

Ključno vprašanje za BoE je bilo, kako se bo odzivala na gibanje deviznega tečaja. To vprašanje je postalo ključno, še posebej po močni depreciaciji angleškega funta, s katero se je Velika Britanija soočila septembra 1992. Način, za katerega se je odločila, je pravočasna identifikacija šokov, ki bi vplivali na spremembo deviznega tečaja. Tako je razvila množico načinov razčlenitve sprememb deviznega tečaja in na ta način lažje predvideva gibanje deviznega tečaja v prihodnosti (Blejer et. al, 2000, str. 59).

BoE je februarja 1993 začela izdajati inflacijska poročila - Inflation Report (izdaja jih četrtletno) skupaj s projekcijami realnega BDP. V njih predstavlja svoje napovedi inflacije za dve leti vnaprej. Poročila vsebujejo tudi ostale napovedi, narejene na podlagi različnih modelov. Z namenom povečanja svoje transparentnosti je BoE začela izdajati zapiske srečanj (The Minutes of Meeting) med guvernerjem BoE in ministrom za finance - državnim zakladnikom. Objavlja jih z enomesečnim odlogom. Poleg tega izdaja dve napovedi za inflacijo v prihodnosti: kratkoročno - tri mesece vnaprej in dolgoročno - dve leti vnaprej (Debelle, 1997, str. 18).

6.4 ŠVEDSKA

Za uspešno ciljanje inflacije je potrebna neodvisnost centralne banke in prvi korak k neodvisnosti Banke Švedske (Severiges Riksbank - RB) se je zgodil leta 1988. V tem obdobju RB še ni ciljala inflacije temveč trden devizni tečaj. Kljub temu se je neposredno osredotočila na doseganje končnega cilja - cenovne stabilnosti (Heikensten, 1999). Inflacija je bila višja kot v državah, ki so bile glavne švedske trgovinske partnerice.

Zaradi zloma švedske krone novembra 1992, ki je bila vezana na DEM in nato na ECU, je bila RB prisiljena zamenjati svoj dotedanji bližnji cilj (trden devizni tečaj). Navadno ga zamenja denarni agregat, vendar se ob tem pojavi problem nadzora: ožji denarni agregat je lažje nadzorovati, vendar ne prispeva dovolj k doseganju cenovne stabilnosti; širši denarni agregat je v tesni zvezi s končnim ciljem, vendar ga je težko nadzorovati. Zato se je RB odločila za ciljanje inflacijske stopnje; 15. januarja 1993 je brez kakršnegakoli sporazuma z vlado izbrala nov bližnji cilj - inflacijsko stopnjo, glavni končni cilj, cenovna stabilnost, pa je ostal nespremenjen. RB se je odločila za točkovno določeno inflacijsko stopnjo, ki znaša 2%, s tolerančnim intervalom $\pm 1\%$. Določila jo je sama, brez odobritve vlade, vendar jo je naknadno odobrilo Ministrstvo za finance. Zaradi časovnih odlogov cilja do leta 1995 ni bilo moč doseči, vendar je bila inflacija kljub temu že v letu 1994 uspešno znižana na 2.2% (leta 1993 je znašala 4.6%). Inflacija je izražena z letnim CPI (Baumgartner, Ramaswamy, Zettergen, 1997, str. 4).

Potek ciljanja inflacije na švedskem je bil razdeljen v tri faze (Blejer et al., 2000, str. 33). V prvi (1993-95) so objavili in dokončno oblikovali strategijo ciljanja inflacijske stopnje. Glavni cilj je bil preprečiti zvišanje inflacije. RB je začela objavljati inflacijska poročila in druge publikacije, ni pa objavljala napovedi inflacije. Inflacijska pričakovanja so padla na 3%, kar je predstavljalo zgornjo mejo tolerančnega intervala. V drugi fazi (1996-97) so predstavili napoved ciljanja inflacijske stopnje. RB je pri objavljanju različnih publikacij

dajala vedno večji pomen napovedi inflacije, kar se je odražalo v inflacijskih pričakovanjih, ki so padla na 2,5%. V tretji fazi (od 1998 dalje) je bilo predstavljeno gibanje inflacije v prihodnosti, pri čemer je bil upoštevan tudi interval zaupanja. Dolgoročna inflacijska pričakovanja so padla pod 2% (glej Prilogo 10).

Najboljši indikator inflacije je ožji denarni agregat M0. Pomembna indikatorja sta tudi široki denarni agregat M3 in inflacijska pričakovanja. Vrzel BDP, obrestna mera in kreditni agregati vsebujejo določene informacije, primerne za napoved, vendar so le te omejene na krajši časovni horizont. Kljub temu omogočajo dobro bazo podatkov za BDP deflator. Terminalske obrestne mere predstavljajo slab indikator in s tem slabe informacije za napoved. Obrestni meri trimesečnih zakladnih menic in petletnih obveznic vsebujeta nekatere informacije, ki so vezane na zelo kratko časovno obdobje (trimesečna zakladna menica omogoča ustrezne informacije samo za en teden) in nista primerna indikatorja. Devizni tečaj (švedska krona/ameriški dolar, švedska krona/evro) ne ponuja potrebnih informacij (Baumgartner, Ramaswamy, Zettergren, 1997, str. 4).

RB je redno obveščala javnost o uspešnosti doseganja cenovne stabilnosti. Navadno informacije objavljala guverner RB preko televizije in drugih medijev. Trikrat letno Ekonomski oddelek RB izdaja publikacijo "Inflation and Inflation Expectations in Sweden". Ta vsebuje povzetek analize RB o stanju inflacije na švedskem in pregled inflacijskih instrumentov. Pomembna so tudi ostala inflacijska poročila, ki jih objavlja že od oktobra 1993, saj nazorno prikazujejo prizadevanja RB, da bi dosegla in nato vzdrževala cenovno stabilnost.

6.5 FINSKA

Banka Finske (Suomen Pankki - SP) je februarja 1993 za svoj bližnji cilj izbrala inflacijsko stopnjo, saj je bila verodostojnost denarne politike v režimu trdnega deviznega tečaja (finska marka je bila vezana na ECU) nizka. Zaradi slabe valutne stabilnosti je bila izbira ciljanja inflacije primernejša od izbire denarnega agregata.

SP se je odločila za točkovno določeno ciljno inflacijsko stopnjo, ki je znašala 2% letno. Določila jo je sama, brez odobritve vlade, vendar jo je naknadno odobrilo Ministrstvo za finance. Svoj cilj je izražala z osnovno inflacijsko stopnjo, ki jo je računala kot CPI. Iz njega je odstranila učinke vladnih subvencij, posrednih davkov, cen hiš in hipotekarnih obrestnih mer (Muhleisen, 1995, str. 1).

Namen izbranega cilja je bilo preprečiti ponovno depreciacijo finske marke in vzdrževati inflacijo na ciljni ravni. Že konec leta 1993 je objavljena inflacijska stopnja dosegla ciljno raven 2%, medtem ko jo je osnovna inflacijska stopnja dosegla leto dni kasneje. Izbrana višina ciljne inflacijske stopnje (2%) je bila skladna s cenovno stabilnostjo v ostalih državah članicah evropske unije (glej Prilogo 11).

Odločila se je za petletni časovni horizont, saj je predvidevala, da ciljna inflacijska stopnja zaradi časovnih odlogov ne bi bila dosežena do konca leta 1995.

Najpomembnejši indikator inflacije je bila (in je na nacionalni ravni še vedno) cena surovega lesa (stumpage price), saj igra pomembno vlogo v lesni in papirni industriji. Predstavlja indikator stroškov za lesno industrijo. Porast cen je nakazal porast proizvodnje

v lesni industriji in s tem večji dohodek za lastnike gozdov; zato so te cene tesno povezane z gospodarskimi prihodki. Poleg cen surovega lesa so dobri indikatorji še devizni tečaj, CPI, stroški delovne sile, obrestne mere in njihovi razponi - spread (Muhleisen, 1995, str. 14).

Na cene so lahko vplivali različni dejavniki, ki so povzročili prekoračitve cilja. SP se je temu izognila tako, da so se pri oblikovanju in vodenju denarne politike zanašali na natančno napoved inflacije za nekaj let vnaprej. Natančna napoved zahteva pozorno opazovanje gospodarskega razvoja (Monetary Policy in the Nordic Countries: Experiences since 1992, 1997, str. 28).

Oktobra 1996 je Finska vstopila v ERM. Obvezala se je, da bo devizni tečaj med finsko marko in ostalimi valutami držav članic ERM vzdrževala znotraj določenega razpona, +/- 15% okoli centralnega paritetnega tečaja. Zaželeno so bila čimmanjša nihanja deviznega tečaja oz. čimvečja valutna stabilnost, kar je zagotavljala le nizka in stabilna inflacija. Zato je vzdrževanje cenovne in valutne stabilnosti ostajalo glavni končni cilj Finske (Bank of Finland, 1996, str. 4). Leta 1999 je prevzela enotno valuto evro.

Kot članica ESCB in Evrosistema, SP predstavlja nacionalno centralno banko evroobmočja. To pomeni, da je končni cilj SP enak cilju Evrosistema: zagotavljati cenovno stabilnost in podpreti ostale cilje ekonomske politike, ki ne škodujejo cenovni stabilnosti. Odgovorna je za vzdrževanje valutne ponudbe na finskem, za investiranje tujih deviznih sredstev (rezerv) in prispeva k učinkovitosti ter razvoju plačilnega in finančnega sistema (Bank of Finland: Monetary Policy, 2004).

6.6 AVSTRALIJA

Ciljanje inflacijske stopnje je za Avstralijo pomenilo evolucijo denarne politike. Ta bližnji cilj je bil izbran kot formalni dogovor med Reserve Bank of Australia (RBA) in vlado (zastopa jo vladna zakladnica – Ministrstvo za finance). Njegova izbira je temeljila na pragmatičnem odzivu v obdobju visoke inflacije in negotovi vlogi denarne politike (Debelle, Stevens, 1995, str. 3).

Vodenje denarne politike v Avstraliji se po drugi svetovni vojni deli na štiri obdobja (Macfarlane, 1997, str. 2):

- obdobje ciljanja stabilnega oz. trdnega deviznega tečaja, ki je trajalo do zgodnjih sedemdesetih let;
- obdobje ciljanja denarnega agregata med leti 1976 in 1985;
- obdobje tranzicije, ki sledi opustitvi ciljanja denarnega agregata in je trajalo do leta 1990;
- obdobje ciljanja inflacije od aprila 1993 dalje.

Avstralija je bila do šestdesetih let država z nizko inflacijo. To obdobje je sovpadalo z obdobjem ciljanja deviznega tečaja. Svojo valuto je vezala na ameriški dolar. V tem obdobju sta bili dve večji spremembi; prva leta 1949, ko je Avstralija sledila devalvaciji

britanskega funta in druga leta 1967 ob ponovni devalvaciji funta, ki pa ji Avstralija ni sledila. V sedemdesetih letih se je soočila z visoko inflacijo.

Leta 1976 je prišlo do odločitve o spremembi bližnjega cilja – izbran je bil širok denarni agregat M3. Razlog so bili pozitivni rezultati držav z enakim bližnjim ciljem (Nemčija in Švica). Ciljanje denarnega agregata je bilo uspešno pri znižanju inflacije in doseganju ostalih končnih ciljev. Zaradi problemov, kot so pomanjkanje verodostojnosti, pogoste spremembe instrumentov denarne politike ter nestabilna zveza med denarno ponudbo in končnim ciljem, tudi ta režim ni omogočil dolgoročnega doseganja cenovne stabilnosti. Od leta 1980 do 1989 se je povprečna letna inflacijska stopnja gibala okoli 8% (Debelle, Stevens, 1995, str. 4). Sledilo je t.i. tranzicijsko obdobje. V tem obdobju so z učinkovito kombinacijo različnih instrumentov uspešno znižali inflacijo na raven, ki je bila skladna s cenovno stabilnostjo.

RBA je za svoj bližnji cilj aprila 1993 izbrala inflacijsko stopnjo. Za razliko od nekaterih držav, ki so izbrale inflacijsko stopnjo za bližnji cilj med dezinflacijskim procesom, je Avstralija izbrala ta cilj šele, ko je inflacijo znižala (glej Prilogo 12). Namen izbranega cilja je bil enak kot v ostalih državah - vzdrževati inflacijo na nizki ravni ter čimprej pridobiti koristi od nizke inflacije. Vlada je ciljno inflacijsko stopnjo odobrila v sporazumu »Statement on the Conduct of Monetary Policy« (Stevens, 2003, str. 18).

Avstralija je, v nasprotju z ostalimi državami, dolžino časovnega horizonta uskladila z dolžino gospodarskega cikla. Ta mora biti natančno določena, saj nejasno definirana dolžina časovnega horizonta vpliva na slabšo učinkovitost denarne politike. S tem se je izognila problemu prekratkega oz. predolgega časovnega horizonta. Prednost izbire njegove dolžine se je pokazala v času azijske krize; pričakovana deprecijacija je sicer vplivala na višjo inflacijo, le ta pa ni presegla 3%. Padcu gospodarske rasti navkljub je obrestna mera ostala nespremenjena. RBA je bila prepričana, da zaradi nizke inflacije ni bilo potrebno ustvariti inflacijskih pritiskov z namenom pospešitve gospodarske rasti.

Avstralija za merjenje inflacije uporablja osnovni CPI, iz katerega so izključene hipotekarne obrestne mere, posredni davki in ostali proizvodi s spremenljivimi cenami (npr. cena hrane in energije). Ciljno inflacijsko stopnjo določi RBA, brez odobritve vlade, vendar jo naknadno odobri Ministrstvo za finance; znaša 2-3%. Ne imenujejo je »ozek ciljni razpon«, temveč »debela točka - thick point«. S tem se je RBA izognila negotovosti v napovedi inflacije v prihodnosti (Macfarlane, 1998, str. 14). Ciljanje inflacijske stopnje je zavezano k »vnaprej gledani politiki«; instrumenti denarne politike se prilagajajo tako, da se pričakovana dolgoročna inflacijska stopnja giblje med 2-3%. V primeru nepričakovanega šoka je RBA zavezana k čimhitrejšemu doseganju ciljne stopnje (Debelle, Stevens, 1995, str. 5).

RBA štirikrat letno izdaja Statement on Monetary Policy, v katerem predstavi oceno gospodarskih gibanj ter vidik o gibanju inflacije in BDP. To poročilo je zamenjalo poročili Statement on Monetary Policy in Quarterly Reports on the Economy and Financial Markets (Reserve Bank of Australia: Monetary Policy, 2007).

6.7 ŠVICA

Leta 1973 je Švica opustila ciljanje deviznega tečaja in ga zamenjala s ciljanjem denarnega agregata. Izbira denarnega agregata za bližnji cilj denarne politike je temeljila na stabilni zvezi med povpraševanjem po denarju in gospodarsko aktivnostjo. Odločili so se za denarni agregat M1 (Rich, 2000). Do leta 1990 so ciljno stopnjo denarnega agregata M1 določali letno, od 1990 dalje pa so določali njegovo petletno ciljno pot (gibanje). Leta 1999 so se odločili za ciljanje inflacije.

V drugi polovici šestdesetih let je bila inflacija visoka. Švicarska centralna banka (v nadaljevanju SNB) je bila prisiljena vzdrževati trden devizni tečaj, zato ni mogla absorbirati pritoka deviz. To je vodilo v neželjeno ekspanzijo domačega primarnega denarja, zaradi česar se je Švica soočila s t.i. uvoženo inflacijo. Neuspešno je bilo tako ciljanje deviznega tečaja kot tudi restriktivna denarna politika za ubranitev švicarskega gospodarstva in inflacije (Rich, 2000).

Na začetku sedemdesetih let je postala plačilna bilanca nevzdržna. Investitorji so dejansko pričakovali, da bodo denarne oblasti v Švici in drugje po Evropi revalvirale svoje valute. Posledično je bila Švica preplavljena s prilivi špekulativnega kapitala, kar je povzročilo ekspanzijo primarnega denarja in visoko inflacijo. Leta 1971 so se prilivi umirili, vendar so se v začetku leta 1973 ponovno pojavili ter povzročili ekspanzijo primarnega denarja in s tem povezano inflacijo.

Švica se je pred tem soočila z visoko inflacijo samo dvakrat in sicer v prvi in delno v drugi svetovni vojni, zato javnost ni tolerirala visoke inflacije v prvi polovici sedemdesetih let. Pod pritiskom vlade je SNB vodila restriktivno denarno politiko, kar ji je omogočilo, da je znižala inflacijo za 10% v letih 1973-74 oz. na manj kot 2% leta 1976. Posledica je bila recesija gospodarstva. SNB je bila prisiljena zamenjati bližnji cilj, če je hotela zasledovati in vzdrževati cenovno stabilnost. Odločili so se za ciljanje denarnega agregata in režim prilagodljivosti deviznega tečaja (Rich, 2000).

Inflacija se je merila z indeksom potrošniških cen (CPI) ter se gibala v povprečju 2,8% letno. V obdobju 1975-99 se je inflacija zvišala samo dvakrat in sicer leta 1981 (nad 7%) in 1991 (nad 6%). Od leta 1993 je bila konstantno nizka.

Kljub temu, da je večletno ciljanje denarnega agregata omogočilo SNB zahtevano prilagodljivost, ni pomagalo pri reševanju problemov iz preteklih let. Trije problemi so ostali (Rich, 2000):

- SNB ni mogla izključiti nestabilnosti povpraševanja po primarnem denarju;
- povpraševanje po denarju bi moralo biti na dolgi rok stabilnejše kot na kratki. Pogoste spremembe primarnega denarja je bilo težko razložiti in so predstavljale zavajajoč signal za vodenje denarne politike;
- kljub signalom določeni odkloni od cilja niso bili dovolj transparentni. Za SNB bi bilo boljše, če bi javnosti razložila zapletene analize denarne politike in odločitve, ki so slonele na teh analizah.

Ti problemi so SNB prisilili do ponovne presoje primernosti ciljanja denarnega agregata. SNB se je konec leta 1999 odločila za nov bližnji cilj in sicer za inflacijsko stopnjo (glej Prilogo 13). Pri tem se ni odpovedala vlogi denarja kot pomembnega indikatorja. Zaradi

težav pri natančnem merjenju inflacije ima SNB rajši ciljni razpon kot ciljno točko. Kljub temu, da ni določila spodnje meje, je jasno pokazala, da ni naklonjena deflaciji.

Denar v Švici ostaja najpomembnejša določljivka inflacije na dolg rok. Zaradi tega SNB ni sledila ECB pri dvostebnem sistemu. Bila je mnenja, da bi z dvostebnim sistemom denarne politike javnost le begala. Napoved inflacije tako ostaja glavni kompas denarne politike, denarni agregat M3 pa pomembna spremenljivka v tej napovedi. Denarni agregat M3 prav tako predstavlja glavni indikator denarne politike, saj daje dobre informacije o prihodnjem inflacijskem trendu. Poleg tega upošteva še druge indikatorje kot so izkoriščenost proizvodnih kapacitet, obrestne mere, stopnjo brezposelnosti, devizni tečaj, plače in različne cenovne indekse. Cilj vsega tega je dobiti sliko gospodarskega položaja in gibanja cen v prihodnosti (Faber, Rous, 2000, str. 4). Tudi SNB je za glavni instrument izbrala kratkoročno referenčno obrestno mero (3M LIBOR za CHF), katere ciljni razpon znaša 0,25–1,25% (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str. 42). SNB četrtletno objavlja oceno uspešnosti denarne politike. Sočasno objavlja Monetary Policy Report. Dvakrat letno ima konferenco za novinarje, na kateri Svet SNB objavi informacije o gospodarskem položaju države in komentarje k denarni politiki.

Prezgodaj je govoriti o uspešnosti novega bližnjega cilja. Glede transparentnosti je boljši kot ciljanje denarnega agregata. Švica je majhna in odprta država, obdana z državami, ki so leta 1999 prevzele enotno skupno valuto evro. Zato so nekateri ekonomisti predlagali ponovno ciljanje deviznega tečaja in vezavo švicarskega franka na evro, kar bi povzročilo izgubo denarne avtonomije; vodenje samostojne denarne politike pa ima svoje prednosti³³ (Rich, 2000).

6.8 ČILE

V zadnjih štiridesetih letih se je Čile soočil z različnimi režimi deviznega tečaja. Razlog za to so bili različni končni cilji, ki jih je centralna banka zasledovala (Morande, Tapia, 2002, str. 1). V letih 1986-98 je zasledovala naslednje končne cilje: stabilnost valute, stabilna mednarodni in domači plačilni promet. Pomembnost teh ciljev se je z leti spreminjala. Po krizi leta 1982-83 je postal glavni končni cilj zmanjšanje primanjkljaja plačilne bilance in mu je bila nizka in stabilna inflacija podrejena. To je trajalo vse do leta 1990, ko je nizka in stabilna inflacija ponovno postala prioriteta (Cabrera, Lagos, 2002, str. 197-201).

Zgodovino inflacije v Čilu sta zaznamovala dva stabilizacijska programa v letih 1959-62 in 1979-82, vendar sta se oba izkazala za neuspešna (Blejer et. al, 2000, str. 64). Temeljila sta na deviznem tečaju kot glavnem sidru za stabilizacijo, katere glavni cilj je bila omejitev rasti cen in inflacijskih pričakovanj ter zagotavljanje konzervativnega obnašanja fiskalne in denarne politike (Edwards, Lefort, 1998, str. 21). Zaradi velikih kapitalskih prilivov³⁴, visoke zadolženosti in slabega nadzora nad bankami, so ga leta 1982 opustili. Posledica je bila apreciacija pesa in nato deficit v tekočem delu plačilne bilance (Morande, Tapia, 2002,

³³ Kljub temu, da sta si švicarska in evropska denarna politika podobni, specifični gospodarski pogoji povzročijo različna gospodarska okolja. Avtonomna denarna politika in ščitenje cenovne stabilnosti pojasni velike investicije v CHF kot koristno diverzifikacijo portfeljev. Zaradi velikega povpraševanja po CHF so obrestne mere nižje kot v drugih evropskih državah in predstavljajo konkurenčno prednost za domačo industrijo in potrošnike.

³⁴ Visok priliv kapitalskih tokov je bil posledica nizke obrestne mere v ZDA ter ponovnega odkrivanja Južne Amerike s strani investorjev.

str. 2). Opustitev trdnega deviznega tečaja in izbira drsečega razpona (crawling band) ni pomenila »osvoboditve deviznega tečaja«, nižje inflacije in večje makroekonomske stabilnosti, temveč vzdrževanje deprecijacije deviznega tečaja, ki bi stimulirala izvoz in s tem povezano gospodarstvo. V tem obdobju se je izvoz v povprečju povečal za 10,6% letno, BDP je znašal 6,5%, povprečna letna inflacija pa 20%. Širina razpona se je razširila z 0,5% leta 1984 na 5% leta 1990 (Morande, Tapia, 2002, str. 2).

Politične spremembe v devetdesetih letih (konec vojaškega režima), ponovno večji kapitalski prilivi, nadaljnja želja po znižanju inflacije in konec leta 1989 prvič neodvisna centralna banka (Central Bank of Chile - CBC)³⁵ (glej Prilogo 14), so januarja 1991 pripeljale do izbire novega bližnjega cilja – inflacijske stopnje³⁶. Razlog za tako zgodnjo izbiro inflacijske stopnje za bližnji cilj (september 1990) je bilo zagotavljanje eksplicitnega inflacijskega cilja javnosti. Glavna značilnost ciljanja inflacijske stopnje v Čilu je njena postopnost pri znižanju inflacije, na podlagi katere so jo uspešno znižali z 27,3% leta 1990 na 2,3% leta 1999. Septembra 1999 je CBC določila ciljno točko 3,5% za leto 2000, od leta 2001 pa je v veljavi ciljni razpon 2-4%, ki ga mora doseči v eno oz. dvoletnem časovnem horizontu. Septembra 1999 je tako začela ciljati »popolnoma pokrito ciljanje inflacije« (full-fledged inflation targeting) (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 291).

V letih 1997-98 se Čile ni mogel izogniti azijski krizi. Izvoz v Azijo se je zmanjšal za 23%, peso je depreciral (grožnja ciljanju inflacije), razpon deviznega tečaja je bil razširjen na 25%; junija 1998 je bil ponovno zmanjšan na 5,5% (2,5% pod in 3% nad centralnim paritetnim tečajem). To je bila tvegana poteza, saj je ogrozila verodostojnost CBC in ubranitev pesa pred nadaljnjo deprecijacijo. Zaradi ruske razglasitve moratorija na odplačevanje dolga se je obrestna mera zvišala (Morande, Tapia, 2002, str. 3). Razpon je bil 16. septembra 1998 ponovno povečan na 7%, do konca leta pa na 10%. Obrestna mera, ki je bila glavni instrument denarne politike, je narastla z 8,5% na 14%. Pri tem je bil cilj zmanjšati potrošnjo privatnega sektorja z namenom soočiti se z velikim deficitom tekočega dela plačilne bilance (Morande, Tapia, 2002, str. 6). Nenehne spremembe razpona so povzročile spremembo režima deviznega tečaja. Zato so se septembra 2000 odločili za režim prilagodljivega deviznega tečaja – režim čisto drsečega deviznega tečaja (Berg, Borensztein, Mauro, 2002, str. 12).

Inflacijska stopnja se je postopoma približala ciljni (3% leta 1999), spremenljivost deviznega tečaja se je zmanjšala. Depreciacija pesa v letu 2001 se je pripisala šokom, ki so zaradi krize v Argentini prizadeli čilsko gospodarstvo, (Morande, Tapia, 2002, str. 42). Ta deprecijacija ni povzročila zmanjšanja deviznih rezerv in obrestnih mer, kot se je to dogajalo v preteklosti. V letu 2004 je inflacija padla pod ciljni razpon 2-4%, kar je za čilsko gospodarstvo pomenilo nov fenomen.

Inflacija je merjena kot objavljeni CPI (headline CPI). Zaradi njegove prevelike spremenljivosti so izbrali osnovni CPI, ki izključuje najbolj spremenljive komponente:

³⁵ Osnovni ustavni akt CBC pravi, da je glavna naloga CBC doseganje in vzdrževanje stabilne valute, težnja k nizki in stabilni inflaciji, t.j. cenovni stabilnosti ter normalno delovanje notranjega in zunanega plačilnega sistema. CBC tako uravnava količino denarja v obtoku ter kreditne, finančne in menjalne zadeve (Cabrera, Lagos, 2002, str. 199).

³⁶ S ciljanjem inflacije so skušali vplivati na inflacijska pričakovanja. Z objavo ciljne inflacijske stopnje so vplivali na natančnejše napovedi gibanja inflacije v prihodnosti in s tem na manjši vpliv indeksacijskega mehanizma, ki je bil v Čilu dokaj močan. To je vplivalo na lažje zniževanje inflacije v devetdesetih letih. Centralna banka je do leta 1998 objavljala letno ciljno inflacijsko stopnjo in sicer septembra za prihodnje leto. Septembra 1999 je še zadnjič objavila letno ciljno inflacijsko stopnjo za leto 2000 ter določila ciljni razpon 2-4%, ki je začel veljati leta 2001 (Schmidt-Hebbel, Werner, 2002, str. 4).

cene zelenjave, sadja in kuriva. CBC je za glavni instrument izbrala operacije odprtega trga, s katerimi vplivajo na medbančne obrestne mere. Poleg tega CBC določa obrestne mere »čez noč« z namenom doseganja ciljne inflacijske stopnje (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 292).

Maja 2000 so začeli izdajati Monetary Policy Report. Izdajajo ga trikrat letno (januar, maj in september). V njem predstavijo in razložijo inflacijske trende in njihove posledice na vodenje denarne politike, dolgoročno ogrožje, ki ga uporablja svet CBC pri oblikovanju denarne politike ter informacije o prihodnji inflaciji in BDP (MPR, 2004, str. 5). Prav tako izdajajo mesečne zapiske srečanj (monthly monetary policy meetings) z 90 dnevnim zamikom.

6.9 IZRAEL

Izrael predstavlja primer države, ki cilja dva bližnja cilja: devizni tečaj in inflacijsko stopnjo. V preteklosti se je srečeval z visoko inflacijo, ki je bila leta 1984 400 %. Država je bila na robu krize, kar se je kazalo v počasni gospodarski rasti, rasti zunanjega dolga in hiperinflaciji. Sredi leta 1985 so se odločili za ambiciozen stabilizacijski program, ki je slonel na treh pomembnih elementih (Edwards, Lefort, 1998, str. 25):

- kontrola fiskalnega deficita;
- socialni pakt, dogovorjen med sindikati, vlado in privatnim sektorjem ter
- trden, vendar prilagodljiv nominalen devizni tečaj.

V mnogih pogledih je bil program uspešen: leta 1985 je inflacija znašala 185%, 1986 se je znižala na 20%, 1987 pa na 16%. Posledica tega je bila apreciacija domače valute, kar je prizadelo izraelski izvoz. Nastali problem so reševali načrtno s periodično devalvacijo valute, kateri je sledila nova vezava. Januarja 1989 so se odločili za drsečo mejo deviznega tečaja (crawling band), s katerim so hoteli braniti dva cilja: nizko in stabilno inflacijo ter preprečiti valutno krizo (Edwards, Lefort, 1998, str. 25).

V začetku leta 1991 so se odločili za napovedano drsečo mejo deviznega tečaja, na katero sta vplivala dva dejavnika in sicer, da je dotedanji razpon temeljil na negotovosti in da naj bi nov razpon vplival na inflacijska pričakovanja (kljub temu je razpon ostal $\pm 5\%$) (Edwards, Lefort, 1998, str. 26). Odločitev je vnesla manj negotovosti in spremenljivosti obrestnih mer, nič več prevrednoten devizni tečaj, znižanje inflacije v začetku devetdesetih let in neboleče spremembe, npr. velike kapitalske odlive v zadnjem četrtletju leta 1992 (v višini 20% notranjih rezerv) (Edwards, Lefort, 1998, str. 26). Drseča meja deviznega tečaja je kljub temu predstavljala oviro pri doseganju cenovne stabilnosti. To se je kazalo v obrestni meri, saj je bila njena raven, potrebna za doseganje nizke in stabilne inflacije, neusklajena z ravno, potrebno za vzdrževanje nominalnega deviznega tečaja (Agenor, 2000, str. 42). Bitka proti visoki inflaciji se je, navkljub 20% letno, znašla na mrtvi točki. Program je zašel v verodostojnostno krizo (Edwards, Lefort, 1998, str. 27). Potreba po spremembi denarne politike je bila nujna, zato so decembra 1991, poleg prilagodljivega deviznega tečaja, za bližnji cilj izbrali še inflacijsko stopnjo³⁷. Samo ciljanje inflacije je, zaradi majhnega in odprtega gospodarstva, kakršno v Izraelu je, neizvedljivo. Inflacijsko

³⁷ Ciljna inflacijska stopnja oz. razpon se je gibal: 1992: 14-15%, 1993: 10%, 1994: 8%, 1995: 8-11%, 1996: 8-10%, 1997: 7-10%, 1998: 7-10%, 1999: 4% in od leta 2000 dalje 3-4% (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str. 42).

stopnjo so tesno povezali s ciljanjem deviznega tečaja. Zaradi nestabilne povezave med instrumenti in inflacijo so se v Izraelu odločili za ciljni razpon 8-11% (Haldane, 1995, str. 45) (glej Prilogo 15). Sedaj znaša ciljna inflacijska stopnja 2,5%.

Za merjenje inflacije izraelska centralna banka (BoI) upošteva objavljeni CPI, ki vključuje vse proizvode in storitve; vključene so vse, tudi zelo spremenljive cene sezonskih proizvodov (sadje, zelenjava, hipotekarne obresti), ki predstavljajo do 40% CPI. Pri oblikovanju denarne politike se upošteva tudi osnovni CPI (izključuje hipotekarne obresti, cene sadja in zelenjave). Konec decembra objavijo ciljno inflacijo za naslednje leto. Glavni instrument, ki ga uporabljajo, je kratkoročna obrestna mera in denarni agregat M1. Ciljna inflacijska stopnja je bila leta 1992 formulirana kot ozek razpon in sicer 1%, v letih 1993 in 1994 pa točkovno določena. Od leta 1995 dalje je določena kot širok razpon s širino 2% (1996) ali 3% (1995 in 1997). Ciljni devizni tečaj se določa kot ciljna inflacijska stopnja plus predvidevanje o prihodnjem gibanju inflacije v tujini, povezana preko paritete kupne moči, ki pravi, da mora biti deprecijacija izraelskega deviznega tečaja – shekel - enaka razliki med izraelsko in tujo inflacijo. BoI od marca 1998 izdaja redna inflacijska poročila. Prav tako izdaja publikacijo »Recent Economic Developments« in letna poročila.

Usklajevanje obeh ciljev je bilo večkrat oteženo, še posebej zaradi nepričakovanih pritokov tujega kapitala in imigracij iz bivše Sovjetske zveze. To je povzročilo visoke stroške fiskalne politike in pritiske na apreciacijo deviznega tečaja. Kljub temu, da nesoglasja med obema ciljema ostajajo, se je inflacija znižala na zmerno raven.

6.10 POLJSKA

Poljska je bila priča velikemu padcu inflacije od začetka tranzicijskega obdobja do danes: od 150% leta 1990 na manj kot 10% leta 2001. V zadnjih letih je bila občasno celo nižja od inflacije v evroobmočju. K temu je delno pripomoglo ciljanje inflacijske stopnje, za katerega se je odločila leta 1998 (Allard, 2007, str. 3). Pred tem je ciljala kombinacijo dveh bližnjih ciljev: količino denarja v obtoku in drseč trdni devizni tečaj (crawling peg). Končni cilj je bil že takrat cenovna stabilnost. Poleg tega je poljska centralna banka – Narodna banka Poljske (v nadaljevanju NBP) stremela k razvoju modernega finančnega trga. Razlog za izbiro ciljanja inflacije je bila priprava na vključitev v EU in kasneje v EMU.

V obdobju drsečega trdnega deviznega tečaja je svojo valuto vezala na košarico petih valut. Maja 1995 so dopustne meje razširili z $\pm 7\%$ na $\pm 15\%$. Devizni tečaj je začel zelo variirati. Leta 1998 je bila intervencijska politika, kot instrument centralne banke, dokončno opuščena. Odločili so se za režim prilagodljivega deviznega tečaja in nov bližnji cilj.

Ciljanje deviznega tečaja se na poljskem ni obneslo. V tem obdobju je bilo zunanje ravnotežje večkrat moteno. Povprečna stopnja deprecijacije poljskega zlota je večkrat prekoračila diferencial obrestne mere glede na Nemčijo. Intervencijske aktivnosti so bile majhne. Tudi obrestne mere so ostale na nizki ravni (Bofinger, Wollmershäuser, 2003). Situacija se je spremenila na začetku druge polovice leta 1994. Poljska se je odprla tujemu kapitalu. Kljub temu se je še vedno soočala z nizko gospodarsko rastjo in z restriktivno denarno politiko, ki je skupaj z dezinflacijskim procesom povečala vrzel BDP. Temu je prispevalo tudi dejstvo, da je NBP bila sposobna absorbirati samo del deviznih presežkov.

(Bofinger, Wollmershäuser, 2003). Deprecijski pritisk so deloma omilili z dvigom kratkoročnih obrestnih mer (leta 1996). Situacija se je leta 1998 ponovila. Z namenom čimprej znižati inflacijo na evropsko raven, so izbrali inflacijsko stopnjo, kar je za seboj potegnilo spremembo režima deviznega tečaja (Bofinger, Wollmershäuser, 2001, str. 40). Režim drsečega trdnega deviznega tečaja je zamenjal režim prilagodljivega deviznega tečaja. Ta sprememba je bila potrebna tudi zaradi določitve centralne paritetne vrednosti, ko bo Poljska vstopila v ERM II. Centralna paritetna vrednost odraža tržno ceno, ki pa jo je v režimu drsečega trdnega deviznega tečaja težko določiti. Prehod na prilagodljiv devizni tečaj je bil postopen (najprej so razširili dovoljene meje) in so nanj v celoti prešli aprila 2000.

Ciljanje inflacijske stopnje je NBP predstavila septembra 1998 v Srednjeročni strategiji denarne politike (glej Prilogo 16). Zastavila si je tako kratkoročen kot tudi dolgoročen inflacijski cilj. Odločila se je za ciljni razpon. Inflacijska stopnja je merjena kot CPI. Leta 2001 je NBP za leto 2002 postavila drugačen cilj: odločili so se za točkovno določeno ciljno inflacijsko stopnjo in sicer 5% z $\pm 1\%$ razponom. Leta 2003 so ciljno inflacijsko stopnjo znižali na 4%, leta 2004 pa na 2,5% z $\pm 1\%$ intervalom, ki ga nameravajo vzdrževati do vstopa v ERM II. Sedaj ta cilj dosegajo z nižjo obrestno mero (Allard, 2007, str. 8).

Najpogosteje se NBP poslužuje kratkoročnih obrestnih mer kot instrumenta denarne politike. NBP skuša delovati čimbolj transparentno. V ta namen obvešča javnost o uspešnosti ciljanja inflacije, o instrumentih za njegovo doseg in o gospodarskem položaju. Objavlja Poročila o inflaciji, ki izhajajo četrtno, publikaciji Srednjeročna strategija denarne politike in Usmeritve denarne politike za prihodnje leto.

Problem pri Poljski in drugih državah na prehodu je, da se pred tranzicijo soočajo z velikim vladnim oz. javnim »podjetniškim« sektorjem, kar otežuje ločenost fiskalne in denarne politike. V centralnem planskem gospodarstvu privatni sektor ne obstaja. Denarna in fiskalna politika sta eno in isto. V času tranzicije privatizacija oblikuje privatni sektor, kar povzroči ločitev javnega in privatnega sektorja. Fiskalna politika se pojavi v obliki javnih izdatkov, davkov, vladnega proračuna. Javni dolg postane operativen. Država se sooči s tržno orientiranim gospodarstvom, v katerem je meja med fiskalno in denarno politiko jasno začrtana.

6.11 BRAZILIJA

Braziliya se je soočala s hiperinflacijo. Z uvedbo t.i. Načrta »REAL« marca 1994, ki je predstavljal program ekonomske stabilizacije, temelječ na ciljanju deviznega tečaja (brazilski real so vezali na USD), so uspeli znižati inflacijo z 2.700% letno na 9% letno. V obdobju 1994-97 so močno liberalizirali gospodarstvo, okrepili finančni sistem in izvedli pomembne strukturne reforme. Gospodarska rast je znašala 4% letno. Problem, ki je ostajal, je bilo neravnotežje v javnih financah. Povečanje javnofinančnega in plačilnobilančnega deficita je povzročilo veliko občutljivost Braziliye na spremembe kratkoročnih obrestnih mer in deviznega tečaja. Braziliya zato ni bila več sposobna zadržati vezave svoje valute na USD.

Do prvega špekulativnega napada na brazilski real je prišlo oktobra 1997 ob izbruhu azijske krize in ruskega moratorija na odplačilo dolga. S pravočasnim povečanjem

obrestnih mer in najavo fiskalnega paketa (novi davki in omejevanje porabe) je Braziliji uspelo preprečiti odtok kapitala in s tem izbruh finančne krize (Loayza, Soto, 2002, str. 17). Čeprav je pritisk na domačo valuto nekoliko popustil, je bilo ob bistveno zmanjšanem obsegu deviznih rezerv že takrat jasno, da se krizi brez resnega programa ekonomske stabilizacije, podprtega s paketom mednarodne finančne pomoči s strani IMF, ne bo moč izogniti (Mrak, 2002, str. 625).

Socialna občutljivost in politični odpor proti predlaganim ukrepom sta omejevala izpolnjevanje programa ekonomske stabilizacije. Delno zaradi tega in delno zaradi pomanjkanja deviznih rezerv centralna banka ni mogla ubraniti deviznega tečaja³⁸ pred novim valom špekulativnih napadov (Mrak, 2002, str. 625). Šest mesecev pred krizo se je zgodil preobrat v fiskalni politiki. Kljub temu nihče ni verjel v izboljšanje stanja, v katerem se je znašla Brazilija. V tem času je obrestna mera še vedno znašala 38%. Pri spremembi obrestne mere je morala brazilska centralna banka (v nadaljevanju CBB) upoštevati gibanje inflacije v prihodnosti. Glede na občutljivost javnofinančnega in plačilnobilančnega deficita je obstajalo tveganje, da bi politika visoke obrestne mere potisnila Brazilijo na napačno pot z naraščajočim dolgom glede na BDP (debt – to – BDP koeficient). Vse to je vodilo k napadu na devizni tečaj. Konec januarja 1999 je objavila dokončno prekinitev vezave brazilskega reala na USD (Fraga, 2004).

Izbira novega bližnjega cilja in sprememba režima deviznega tečaja je bila nujna. CBB je izbrala denarno politiko, ki temelji na ciljanju inflacije (Schmidt-Hebbel, Werner, 2002, str. 5). Drugače kot ostale države je Brazilija ta bližnji cilj izbrala sredi krize. Njegova izbira, 1. junija 1999, je za seboj potegnila mnoge institucionalne spremembe – zagotovljena je bila neodvisnost centralne banke, povzemanje meritev fiskalne politike,...³⁹ (glej Prilogo 17). Potrditev novega bližnjega cilja je bila takojšnja, z izvedbo pa so počakali še pol leta. Potrebno je bilo indeksirati cene in ugotoviti njihov učinek na učinkovitost denarne politike (Loayza, Soto, 2002, str. 17).

Ciljanje inflacije je Brazilija povzela od Velike Britanije in Švedske. Določitev tehnične in institucionalne infrastrukture je bilo potrebno izvesti v štirih mesecih (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 290). Ciljna inflacijska stopnja je bila najprej določena kot ciljni razpon 3 – 8%. Leta 2001 so ga zožili na 2-6%, središčna točka je bila 4%. Leta 2002 so se odločili za točkovno določeno ciljno inflacijsko stopnjo, ki znaša 3,5%, kljub temu pa so obdržali zgornjo mejo pri 6%. Ker je Brazilija tranzicijska država, bi bilo boljše, če bi ohranili ciljni razpon (Blejer et. al., 2000, str. 92).

Za merilo inflacije so izbrali objavljeni široki indeks potrošniških cen (headline broad consumer price index – IPCA). Ciljna inflacijska stopnja je bila dosežena leta 1999 in 2000, leta 2001 in 2002 pa ne (leta 2001 7,7% - ciljni razpon 2-6%, leta 2002 12,5% - ciljni razpon 1,5-5,5%); vzrok, obrazložen v pismu guvernerja⁴⁰ januarja 2002, je bila devalvacija brazilskega reala in porast cen, ki jih nadzoruje vlada; dejavniki v letu 2001 so bili domača energetska kriza, upadajoča svetovna gospodarska rast in 11. september, v letu

³⁸ V začetku leta 1999 je bil USD vreden 1,2 brazilskega reala, konec februarja 1999 pa 2,15 reala.

³⁹ Brazilija je bila soočena s šibko fiskalno politiko, nizko verodostojnostjo monetarnih institucij in pomanjkanjem neodvisnosti centralne banke. Neglede na te pomanjkljivosti in škodljive šoke je bila inflacija z mehanizmom ciljanja inflacijske stopnje uspešno nadzorovana.

⁴⁰ Če cilj ni dosežen, mora guverner napisati pismo ministru za finance, v katerem razloži razloge za zgrešitev cilja in ukrepe za ponovno doseganje cilja (Schmidt-Hebbel, Werner, 2002, str. 5).

2002 pa večja nenaklonjenost tveganju na mednarodnih trgih kapitala in negotovost zaradi nove vlade (Schmidt-Hebbel, Werner, 2002, str. 5).

V obdobju ciljanja inflacije se je Brazilija soočila z mnogimi zunanjimi šoki (visoke cene nafte, povečana mednarodna finančna nestabilnost, itd.) in domačimi izzivi (fiskalna šibkost, indeksacija, oslavljen finančni sektor, itd.) (Loayza, Soto, 2002, str.18). To je tudi razlog, da še danes ni uspela doseči ciljne ravni. Kljub temu se je izbira tega bližnjega cilja izkazala za uspešno; inflacijska pričakovanja so se zmanjšala, prav tako sta se znižali inflacija in obrestna mera ter zvišala gospodarska rast (Minella et all., 2003, str. 1022). K temu kot tudi večji verodostojnosti monetarnih institucij je pripomoglo razumno vodenje fiskalne politike. Gledano naprej bi popolna avtonomija monetarnih institucij in oženje ciljnega razpona pripomogli k večji verodostojnosti tega bližnjega cilja in k manj občutljivemu gospodarstvu na šoke.

Odločitve o denarni politiki so posredovane Komiteju denarne politike CBB, ki se srečuje vsakih pet tednov. CBB izdaja statistične biltene mesečno ter inflacijska poročila četrtletno (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 291). Poleg tega izdajajo zapisnike srečanj (osem dni po srečanju), delovne zvezke in tehnična poročila o delovanju centralne banke, z namenom javnosti razkriti rezultate in metode različnih ekonomskih raziskav (Carson, Enoch, Dziobek, 2002, str. 277).

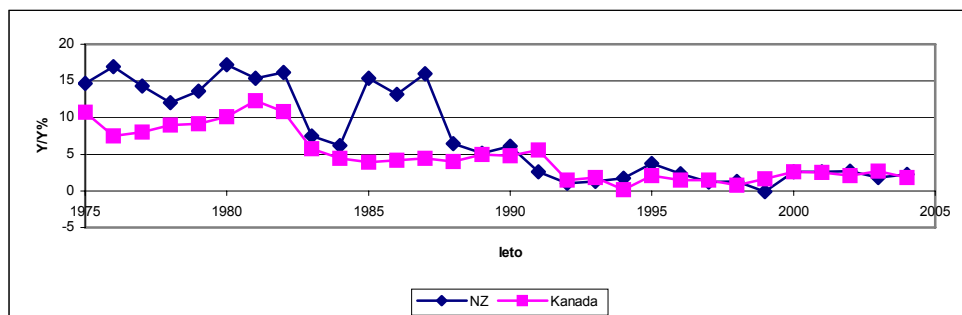
7. PRIMERJALNA ANALIZA

7.1 PRVA SKUPINA DRŽAV: Nova Zelandija in Kanada

Nova Zelandija in Kanada sta bili prvi državi, ki sta prekinili s tradicionalnim načinom vodenja denarne politike in izbrali ciljanje inflacijske stopnje, z namenom znižati inflacijo.

V povprečju je bila letna inflacijska stopnja na Novi Zelandiji v obdobju ciljanja deviznega tečaja 12,5%. Z izbiro novega bližnjega cilja (inflacijsko stopnjo) se je inflacija v dveh letih znižala na ciljno raven. Februarja 1992 je podobno storila Kanada; inflacija se je s 7% že konec istega leta znižala pod 2%. V letih 2000-03 se je gibala med 2-3%.

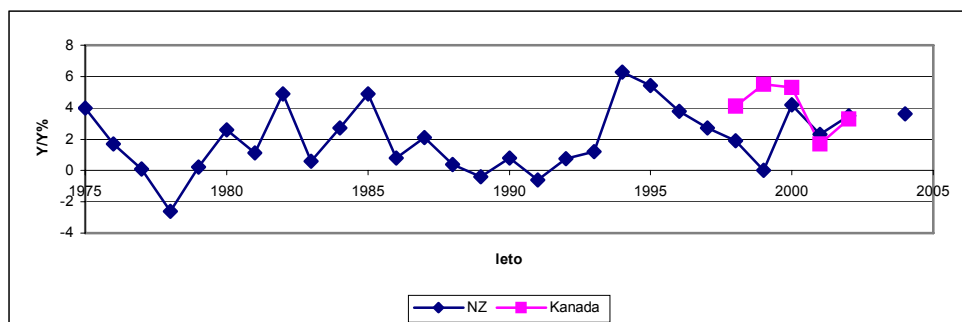
Slika 1: Gibanje inflacijske stopnje na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Učinki nižje inflacije so se hitro pokazali v stopnji gospodarske rasti, ki se je zvišala. V povprečju je bila v vsaki državi za eno odstotno točko višja kot pri ciljanju ostalih bližnjih ciljev.

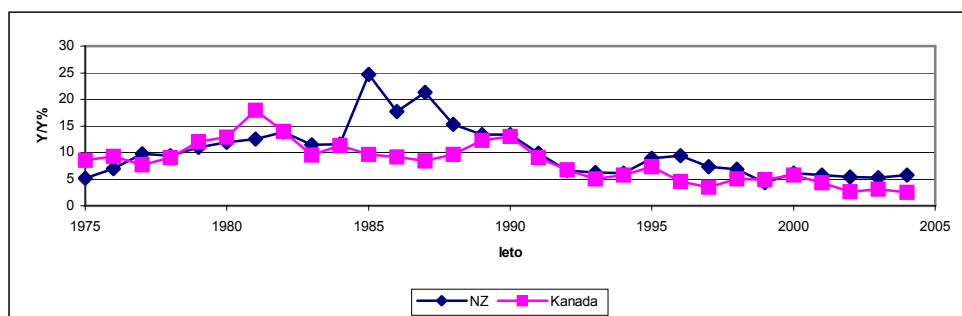
Slika 2: Gibanje stopnje rasti BDP na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

V času ciljanja inflacijske stopnje je obrestna mera v obeh državah nižja kot v obdobju ciljanja drugih bližnjih ciljev. Njen porast je bil opazen v prvih letih izbire ciljanja inflacijske stopnje, vendar ni dosegel ravni maksimuma iz obdobja ciljanja deviznega tečaja. Zadnji manjši porast obrestnih mer je bil zaznan v obdobju finančne krize.

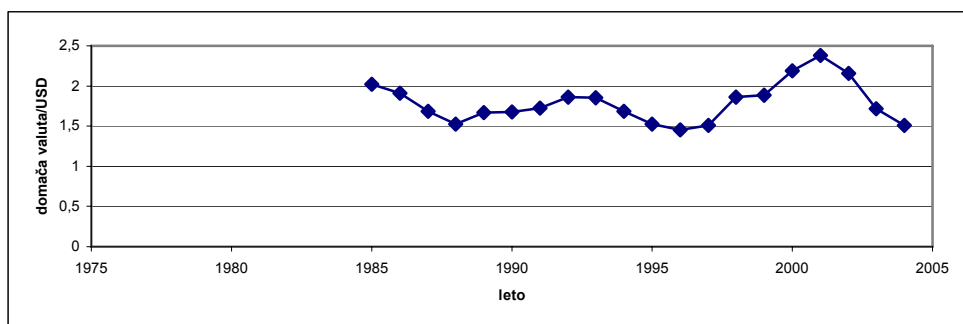
Slika 3: Gibanje obrestne mere na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

V obdobju ciljanja deviznega tečaja se je le ta v opazovanih državah gibal znotraj določenih meja. Kadar so bili ciljani drugi bližnji cilji, je bilo njegovo nihanje večje, vendar je prevladovalo mnenje, da nihanje deviznega tečaja ne povzroča večjih negativnih učinkov na realni sektor, kakršne sicer povzroča visoka inflacija.

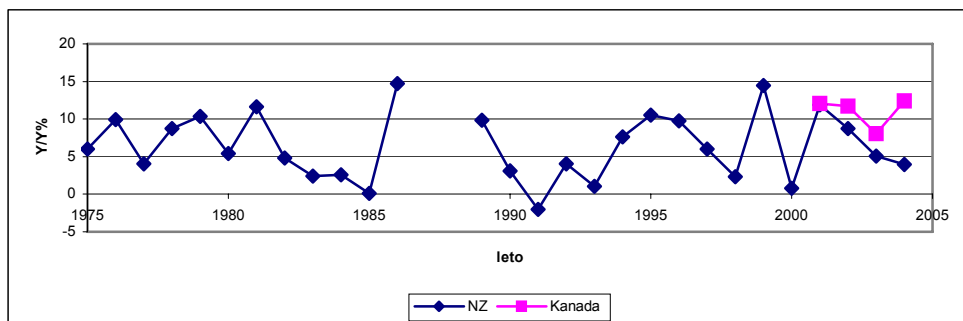
Slika 4: **Gibanje deviznega tečaja na Novi Zelandiji v obdobju 1975-2004**



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

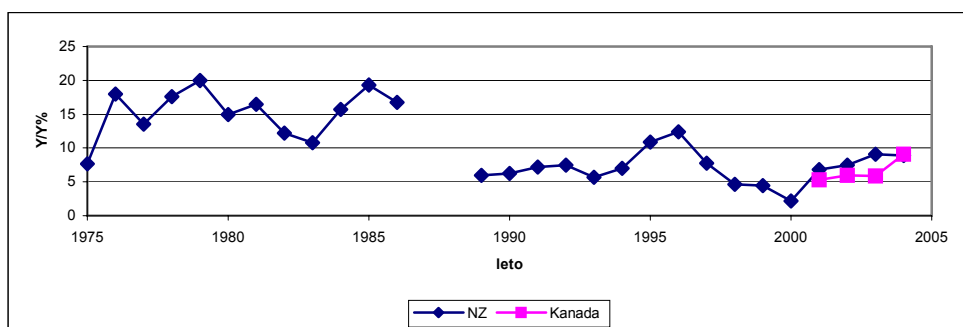
Iz analize je razvidno, da je stopnja rasti denarnih agregatov višja v času visoke inflacije in obratno. Nihanje pa je večje v obdobju ciljanja inflacijske stopnje kot v obdobju ciljanja drugih bližnjih ciljev.

Slika 5: **Gibanje denarnega agregata M1 na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004**



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 6: **Gibanje denarnega agregata M3 na Novi Zelandiji in v Kanadi v obdobju 1975-2004**



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Izkušnje teh dveh držav s ciljanjem deviznega tečaja niso bile dobre. Gre za industrijsko razviti in gospodarsko odprti državi, ki sta svoji valuti vezali na valuto države, s katero sta imeli pomembno mednarodno menjavo in je bila geografsko najbližja industrijsko razvita država. Zaradi nedoseganja cenovne stabilnosti sta morali poiskati nov bližnji cilj. Odločili sta se za ciljanje inflacijske stopnje. Inflacija se je znižala, stopnja rasti BDP se je stabilizirala.

7.2 DRUGA SKUPINA DRŽAV: Velika Britanija, Švedska, Finska, Avstralija in Švica

Novi Zelandiji in Kanadi so sledile druge industrijsko razvite države.

V obdobju ciljanja denarnega agregata je bila v povprečju letna inflacija v Veliki Britaniji 11%. V obdobju članstva v ERM se je znižala na 5,6%. Po izbiri inflacijske stopnje za bližnji cilj (oktober 1992) je inflacija še isto leto padla pod 4%.

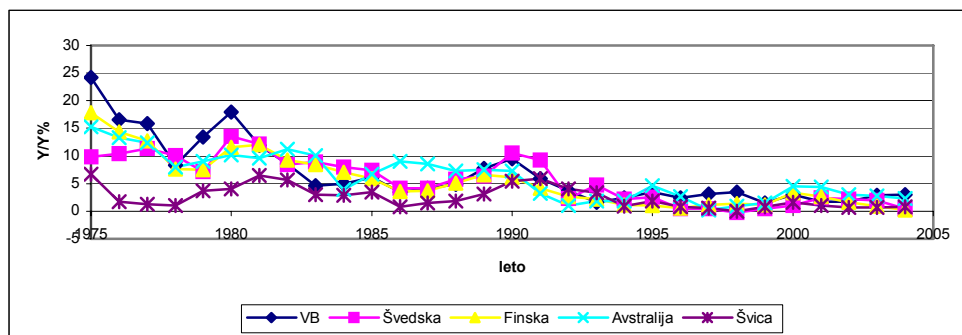
Švedska je pričela s ciljanjem inflacije januarja 1993. Po enem letu je inflacija padla pod 3%. Leta 1998 se je soočila celo z deflacijo.

V obdobju ciljanja deviznega tečaja (do 1992) se je inflacija na finskem gibala nad 4%. Po prehodu na nov bližnji cilj (inflacijsko stopnjo) v letu 1993 se je znižala na 2,2%, s čimer je bil izpolnjen eden od pogojev za vstop v ERM. V času ERM ni presegla 2% (izjemi sta bili leti 2000-01, ko se je zvišala nad 2,5%).

Avstralija je ciljanje deviznega tečaja, zaradi dobrih izkušenj v Nemčiji in Švici, leta 1976 zamenjala z denarnim agregatom, ki ga je ciljala do leta 1985. V povprečju je letna inflacijska stopnja v tem obdobju znašala 7,9%. Sledilo je t.i. tranzicijsko obdobje, v katerem se je inflacija znižala. Od leta 1993 naprej Avstralija cilja inflacijsko stopnjo. Z izjemo let 1995-96 in 2000-01 se je inflacija gibala pod 3%.

Na začetku opazovanega obdobja je inflacija v Švici znašala 6,7%. Z izbiro novega bližnjega cilja in restriktivno denarno politiko je 1976 padla pod 2%. Drugi odklon navzgor je bil v letu 1981, a se je z vodenjem restriktivne denarne politike v štirih letih znižal pod 1%. Vodenje neustrezne restriktivne denarne politike je bilo vzrok naraščajoči inflaciji v obdobju 1988-1991. Od leta 1994 je stabilna, pod 2%. Uvedba novega bližnjega cilja (1999) ima »naloge vzdrževanja« inflacije pod 2%.

Slika 7: Gibanje inflacijske stopnje v Veliki Britaniji, na švedskem, finskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004

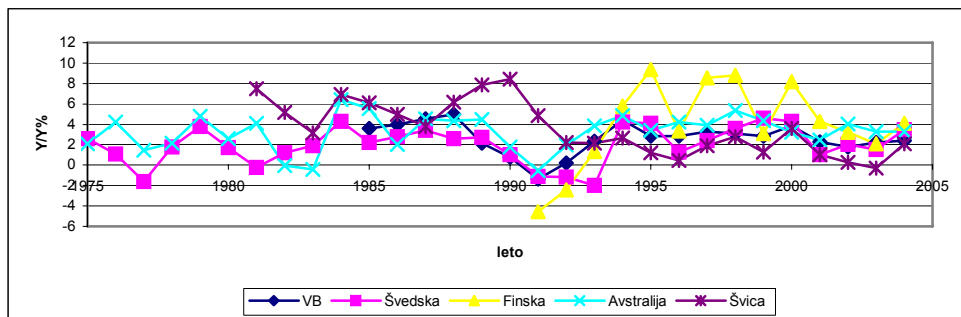


Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Učinki nižje inflacije so se hitro pokazali v stopnji gospodarske rasti, ki se je v vseh opazovanih državah zvišala. V povprečju je bila v skoraj vsaki državi za eno odstotno točko višja kot pri ciljanju ostalih bližnjih ciljev. Za Švico so podatki na voljo od leta 1981 in kažejo, da se je stopnja rasti BDP do leta 1991 skoraj vedno gibala nad 4%, nato je

upadala do azijske krize, ko je nekoliko porasla. Naslednja opaznejša rast sega v leto 2000, ko je Švica pričela s ciljanjem inflacije. Leta 2001 je Švico zajel val recesije; hitro si je opomogla in že leto dni kasneje je stopnja rasti BDP dosegla 2,1%.

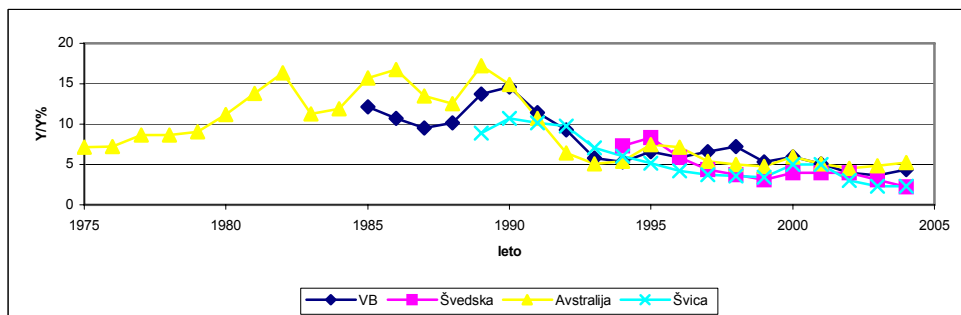
Slika 8: Gibanje stopnje rasti BDP v Veliki Britaniji, na švedskem, finskiem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Obrestna mera je bila najvišja v obdobju ciljanja deviznega tečaja, v Avstraliji pa v tranzicijskem obdobju. Ponoven porast je bil opažen v prvih letih izbire ciljanja inflacijske stopnje, vendar ni dosegel ravni maksimuma iz obdobja ciljanja deviznega tečaja. Zadnji manjši porast obrestnih mer je bil zaznan v obdobju finančne krize. Obrestna mera v Švici je v želji po nižji inflaciji padala do leta 1999 (najstarejši podatki o obrestni meri segajo v leto 1989). Leta 2000 je ponovno preseгла 5%, od takrat je v trendu zniževanja.

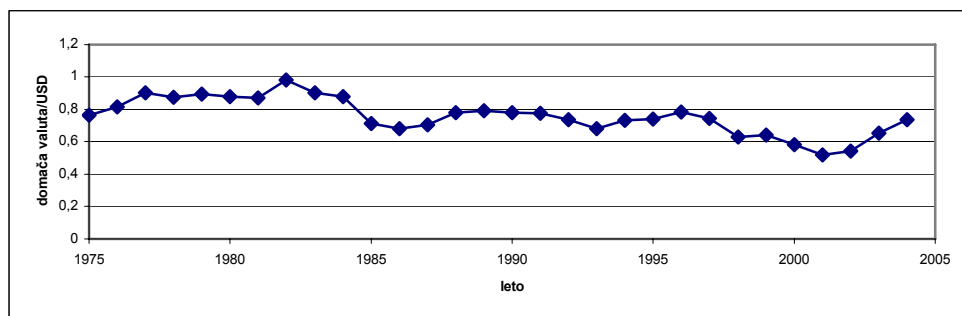
Slika 9: Gibanje obrestne mere v Veliki Britaniji, na švedskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

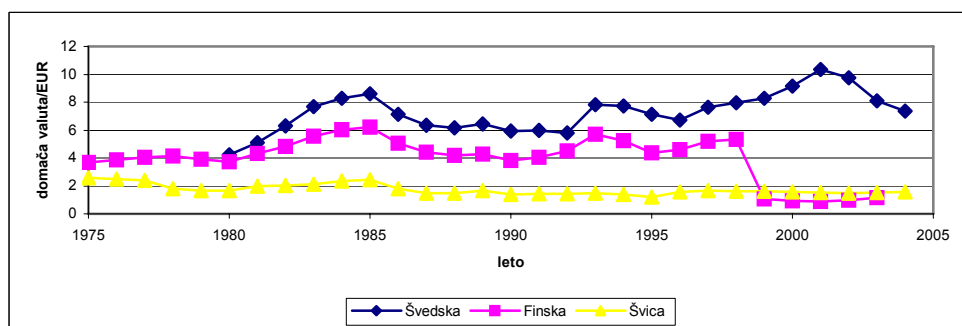
V obdobju ciljanja deviznega tečaja se je le ta v opazovanih državah gibal znotraj določenih meja. Kadar so bili ciljani drugi bližnji cilji, je bilo njegovo nihanje večje, vendar je prevladovalo mnenje, da nihanje deviznega tečaja ne povzroči večjih negativnih učinkov na realni sektor, kakršne sicer povzroča visoka inflacija. Največje nihanje tečaja je v času ciljanja denarnega agregata občutila Avstralija, vendar se je v tranzicijskem obdobju umirilo. V Švici je devizni tečaj v opazovanem obdobju apreciiral, izjemi sta obdobji 1980-1985 in 1995-1997, ko je depreciiral. Dosežena nizka inflacija je imela pozitiven vpliv na njegovo manjšo spremenljivost. Druga izjema je Finska, saj je septembra 1996 ponovno stopila v sistem trdnega deviznega tečaja oz. ERM.

Slika 10: Gibanje deviznega tečaja v Avstraliji v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

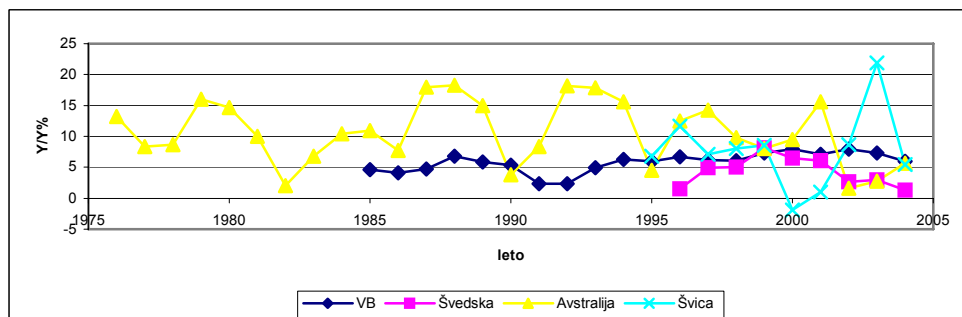
Slika 11: Gibanje deviznega tečaja na švedskem, finskem in v Švici v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

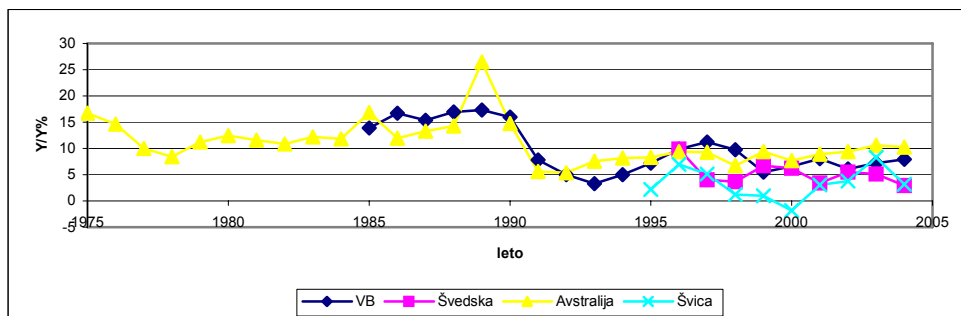
Velika Britanija je ciljala denarni agregat od padca brettonwoodskega sistema do leta 1987, Avstralija od 1985 do 1992, Švica pa ga je leta 1999 zamenjala z inflacijsko stopnjo. Od takrat dalje Švica denarne agregate uporablja kot indikatorje denarne politike. Iz analize je razvidno, da je stopnja rasti denarnih agregatov višja v času visoke inflacije in obratno.

Slika 12: Gibanje denarnega agregata M1 v Veliki Britaniji, na švedskem, Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 13: Gibanje denarnega agregata M3 v Veliki Britaniji, na švedskem, v Avstraliji in Švici v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Izbrano skupino sestavljajo industrijsko razvite države, ki so se za ciljanje inflacijske stopnje odločile zaradi dobrih izkušenj Nove Zelandije in Kanade. Dotedanji bližnji cilji namreč niso bili uspešni pri zagotavljanju cenovne stabilnosti. Izjema je Švica, ki je ciljanje denarnega agregata povzela po nemškem modelu. Zaradi težav iz obdobja ciljanja deviznega tečaja (nestabilno povpraševanje in pomanjkanje transparentnosti) so ga zamenjali s ciljanjem inflacije, kar je za majhno in odprto gospodarstvo, obdano z državami članicami EU in EMU, smiselno. Zato se zastavljajo vprašanja o smiselnosti ponovne izbire deviznega tečaja za bližnji cilj in vezave švicarskega franka na evro; to bi pomenilo izgubo denarne avtonomije, kar pa Švice nebi bistveno prizadelo, saj že sledi smernicam ECB (isti cilji in delovanje); ima pa vodenje samostojne denarne politike prednosti.

7.3 TRETJA SKUPINA DRŽAV: Čile, Izrael, Poljska in Brazilija

V to skupino so zajete države na prehodu, ki so se odločile za ciljanje inflacijske stopnje. V Čilu so leta 1975 oblikovali stabilizacijski program, ki je temeljil na ciljanju deviznega tečaja. Tudi ciljanje plazečega deviznega tečaja ni bilo uspešno, saj je bila inflacija leta 1991 še vedno nad 20%. Politične spremembe v devetdesetih letih, večji kapitalski prilivi, želja po znižanju inflacije in neodvisna centralna banka so bili povod za izbiro novega bližnjega cilja - inflacijske stopnje. Do leta 1995 so inflacijo znižali pod 10%, ciljno inflacijsko stopnjo 3% pa dosegajo od leta 2000 dalje.

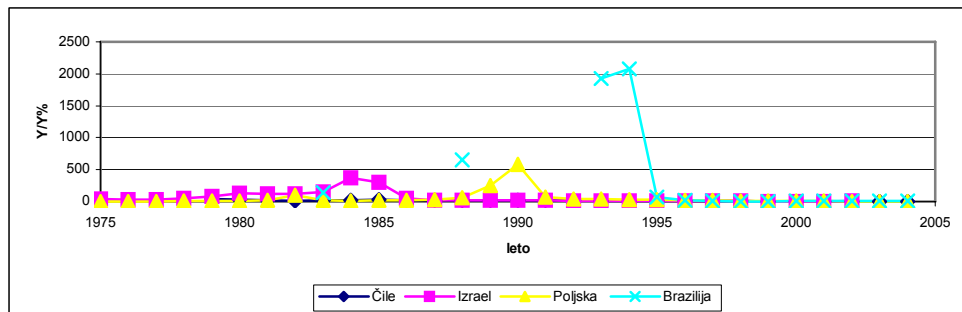
Izrael je v sedemdesetih in osemdesetih letih ciljal devizni tečaj in se soočal s hiperinflacijo. Stabilizacijski program je prispeval k začetnemu znižanju inflacije. S ciljanjem plazeče meje so inflacijo leta 1991 uspeli znižati pod 20%. Decembra 1991 so izbrali dvojni bližnji cilj in sicer devizni tečaj in inflacijsko stopnjo; inflacija je v devetih letih padla pod 2%; ponovno je narasla leta 2004.

Poljska se je v času ciljanja deviznega tečaja soočala s hiperinflacijo. Zamenjava bližnjega cilja z uravnavanjem drsenjem deviznega tečaja je sicer pripomogla k njenemu znižanju, vendar je bila še vedno nad 20%. Zaradi gospodarskih in monetarnih kriterijev za vstop v EU je leta 1999 za bližnji cilj izbrala inflacijsko stopnjo. Dve leti po njeni uvedbi je inflacija padla pod 10%, leta 2002 pa je znašala 1,95%.

Brazilija je do junija 1994 ciljala devizni tečaj. Svojo valuto je vezala na USD. V tem obdobju se je soočala z visoko inflacijo. Julija 1994 je pripravila t.i. Stabilizacijski program. Inflacija se je že v prvem letu znižala na 66%, po dveh pa pod 10%. Trend zniževanja se je nadaljeval do junija 1999, ko so izbrali ciljanje inflacijske stopnje.

Inflacija je znašala 4,8%. Leta 2000 se je trend, zaradi devalvacije brazilskega reala in negotove tranzicije brazilskega gospodarstva, obrnil. Leta 2004 je inflacija padla pod 7%.

Slika 14: Gibanje inflacijske stopnje v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004

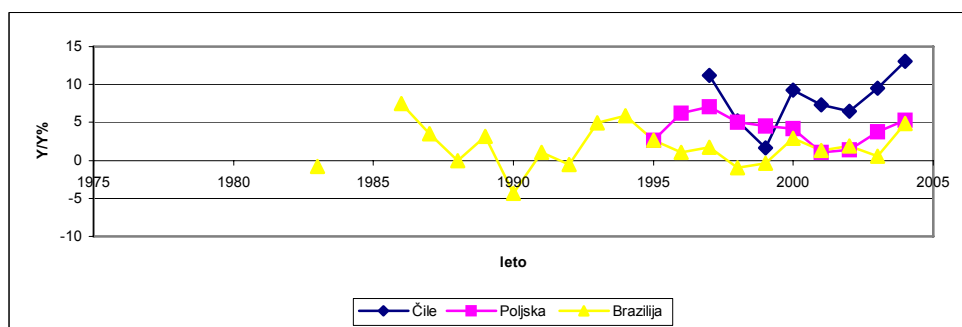


Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Podatkov o stopnji rasti BDP za Izrael ni bilo moč pridobiti, za Čile pa so nepopolni. Četudi azijska kriza na inflacijo ni imela bistvenega vpliva, se je rast BDP z 11,1% (leta 1997) znižala na 1,6% (leta 1999). Od leta 2000 dalje je vsakoletna rast BDP višja od 6%. Na poljskem je v opazovanem obdobju stopnja rasti BDP nihala, vendar je bila vedno pozitivna. Z izbiro ciljanja inflacije je tudi stopnja rasti BDP padla, kar je povezano z začetnim znižanjem inflacijske stopnje. Pozitivni učinki novega bližnjega cilja so se pokazali šele leta 2003, ko je stopnja rasti BDP zrasla na 3,8%, leto dni kasneje pa na 5,3%.

V opazovanem obdobju je stopnja rasti BDP v Braziliji nihala, tako v pozitivno kot negativno smer. K zvišanju in stabilizaciji BDP ni prispevalo niti ciljanje inflacije.

Slika 15: Gibanje stopnje rasti BDP v Čilu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

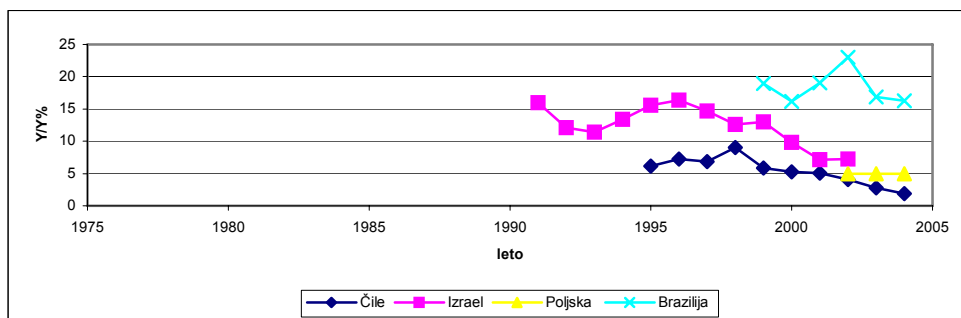
Glavni instrument vodenja denarne politike v Čilu je enodnevna medbančna obrestna mera. Podatki o njeni višini so dostopni od leta 1995 dalje, ko so v Čilu že ciljali inflacijsko stopnjo. Občuten porast obrestne mere je opazen leta 1998, v času azijske krize, s katere dvigom je bilo uspešno preprečeno zvišanje inflacije.

Podatki o gibanju kratkoročne obrestne mere v Izraelu so na voljo od leta 1991 dalje, kar sovпада z uvedbo dvojnega bližnjega cilja. Na začetku je bila obrestna mera visoka (15,9%), saj je obstajala težnja po močnem znižanju inflacije; pod 10% je padla šele leta 2000, ko je inflacija znašala 0,1%.

Podatkov o gibanju obrestne mere za poljsko ni bilo na razpolago, zadnja tri leta v opazovanem obdobju pa znaša 5%.

Podatki o gibanju obrestne mere v Braziliji so na voljo od leta 1999 dalje. Pri določanju njene višine so se ozirali na pričakovano inflacijo.

Slika 16: Gibanje obrestne mere v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

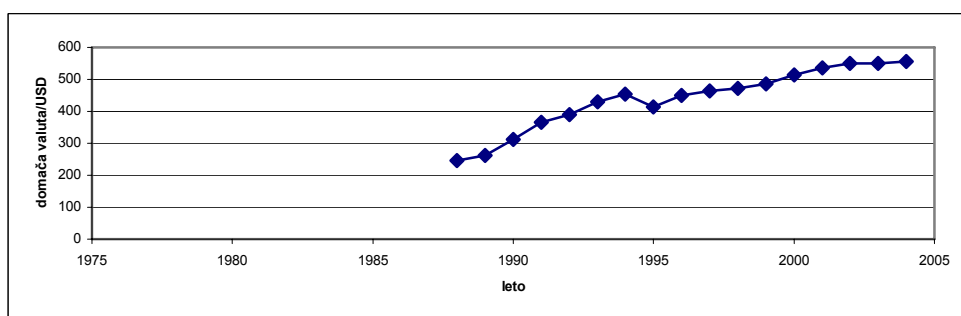
Drugi instrument denarne politike v Čilu je bil devizni tečaj, katerega uporaba se je najbolj odrazila v času azijske krize, ko se je izvoz v Azijo zmanjšal za 23%. Kljub kratkotrajni apreciaciji pesa v letu 1995 se je trend njegove deprecijacije nadaljeval, kar je močno ogrozilo nizko inflacijo, proti katere zvišanju so se borili z višjo obrestno mero. Podatki o gibanju deviznega tečaja so na razpolago od leta 1989.

Podatki o deviznem tečaju za Izrael niso dostopni.

Vrednost poljskega zlota je do leta 1990 močno nihala, kasneje pa je opazna stalna deprecijacija. Obdobje deprecijacije (1999-2001) sovпада s spremembo izbire bližnjega cilja (inflacijske stopnje).

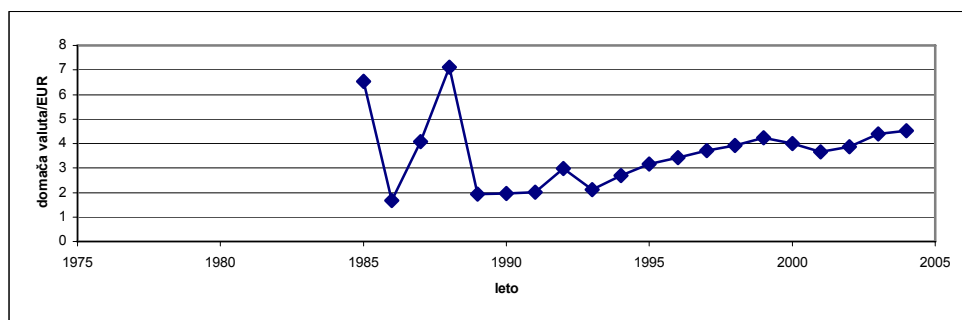
Podatkov o gibanju deviznega tečaja v Braziliji nismo mogli pridobiti.

Slika 17: Gibanje deviznega tečaja v Čilu v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 18: Gibanje deviznega tečaja na poljskem v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

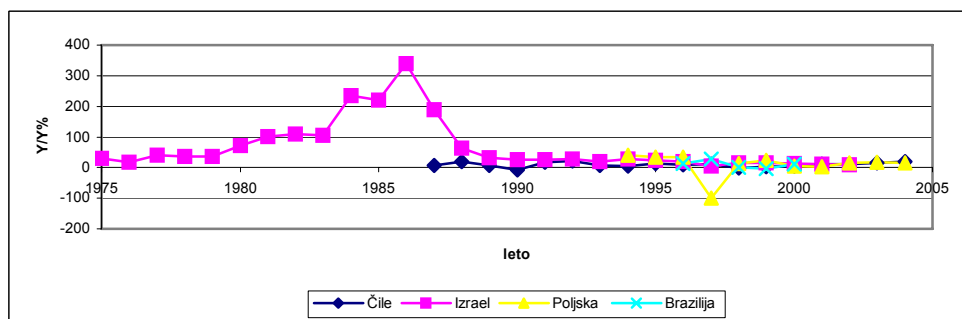
V vseh državah se gibanje stopnje rasti denarnih agregatov ujema z gibanjem inflacije; ko je ta višja, je tudi stopnja rasti denarnih agregatov višja in obratno.

Izrael kot instrument denarne politike poleg obrestne mere uporablja še denarni agregat M1.

Poljska ni nikoli ciljala denarnega agregata. S ciljanjem inflacije se je stopnja rasti denarnega agregata M1 sicer znižala, vendar je večja odvisnost vidna med denarnim agregatom M2 in inflacijo; ko se je inflacija znižala, se je znižala tudi stopnja rasti M2 in obratno.

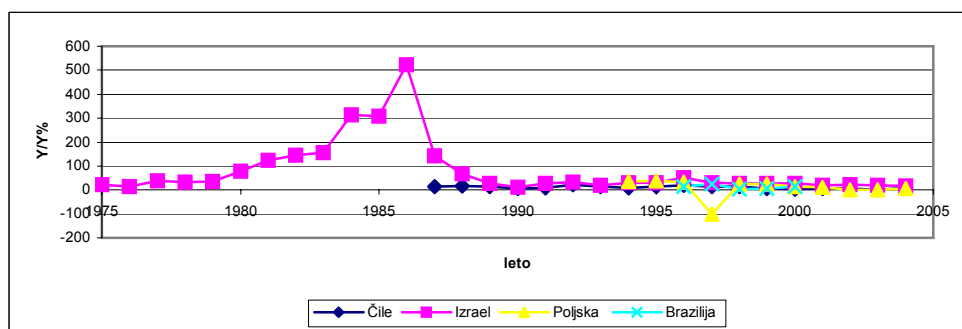
Podatki o stopnji rasti denarnih agregatov v Braziliji so dosegljivi za obdobje 1996-2000.

Slika 19: Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M1 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004



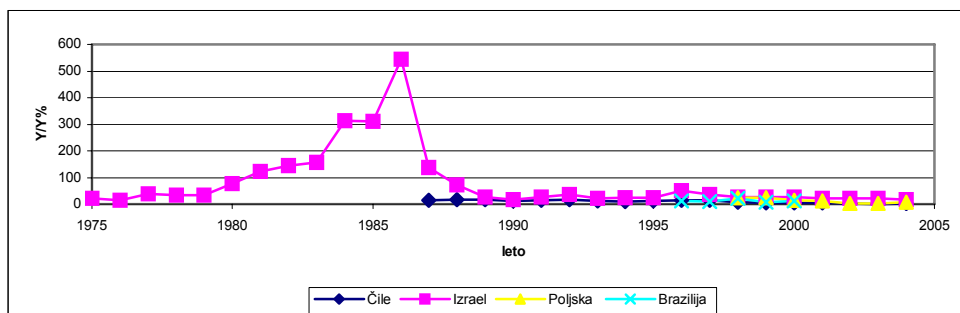
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 20: Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M2 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 21: **Gibanje stopnje rasti denarnega agregata M3 v Čilu, Izraelu, na poljskem in v Braziliji v obdobju 1975-2004**



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Izbrane države spadajo v skupino držav na prehodu, ki so kot bližnji cilj izbrale, tako kot industrijsko razvite države, inflacijsko stopnjo, z namenom doseči in vzdrževati cenovno stabilnost. Za države na prehodu je ciljanje inflacijske stopnje vprašljivo, saj mnogokrat ne izpolnjujejo pogojev za ciljanje inflacije; marsikatera je šele z njenim ciljanjem dobila neodvisno centralno banko. Nekatere države so se odločile za kombinacijo dveh bližnjih ciljev, kar se je izkazalo za drzno, vendar uspešno odločitev; drzno zaradi neskladnosti med dvema bližnjima ciljema (ki so ju uspešno kombinirali), uspešno pa, ker so postopoma začeli izpolnjevati pogoje za samo ciljanje inflacije.

Za Čile in Izrael se je izbira inflacijske stopnje kot bližnjega cilja (oz. kombinacija z deviznim tečajem) izkazala za dobro. V obeh državah se je inflacija znižala na raven industrijsko razvitih držav, s čimer je bilo zagotovljeno uspešno vzdrževanje cenovne stabilnosti. Mnogi ekonomisti menijo, da je za majhno odprto gospodarstvo primernejše ciljanje deviznega tečaja, vendar sta imeli obravnavani državi s tem v preteklosti slabe izkušnje. Izbira denarnega agregata zaradi nestabilnega povpraševanja po denarju in nestabilne zveze med izbranim denarnim agregatom in končnim ciljem ni bila smiselna. Problem Poljske je velik vladni in javni podjetniški sektor, kar otežuje ločljivost med fiskalno in denarno politiko. Posledično se je Poljska soočala z visoko inflacijo in nizko stopnjo rasti BDP. Za vključitev v EU je morala izpolnjevati Maastrichtske kriterije, ki zahtevajo tudi nizko in stabilno inflacijo, katere dosego ji je omogočila izbira inflacijske stopnje za bližnji cilj.

O uspešnosti ciljanja inflacijske stopnje v Braziliji še ne moremo govoriti, saj je za bližnji cilj izbrano prekratko obdobje. Zaradi nenehnih šokov Braziliji še ni uspelo doseči ciljane inflacijske stopnje, kljub temu pa je prinesla nekatere pozitivne premike: stabilnejši BDP in nižjo inflacijo, ki pa še ni dosegla ciljane ravni (Minella et al., 2003, str. 1016). Glede na to, da so jo povzeli zaradi pozitivnih izkušenj v Veliki Britaniji in Švedski, lahko predvidevamo, da bo uspešno zagotavljala cenovno stabilnost. Ciljanje denarnega agregata bi bilo verjetno, zaradi nestabilnega povpraševanja po denarju in negotove tranzicije gospodarstva, neuspešno. Za slab bližnji cilj se je izkazalo tudi ciljanje deviznega tečaja.

8. CILJANJE INFLACIJSKE STOPNJE V EVROPSKI MONETARNI UNIJI, ZDRUŽENIH DRŽAVAH AMERIKE IN NA JAPONSKEM

8.1 EVROPSKA MONETARNA UNIJA (EMU)

Ideja evropske monetarne integracije sega v zgodnja sedemdeseta leta. Ker je skupna valuta zahtevala veliko stopnjo ekonomske usklajenosti in političnega sodelovanja med državami, je bil proces evropske monetarne integracije zahteven in dolgotrajen. Nedvomno je okrepil evropska integracijska prizadevanja ter evropsko ekonomsko in politično identiteto, saj je evropsko gospodarstvo, tudi po monetarni strani, povezal v skupen trg, na katerem se je okrepila konkurenca in sprožil proces povezovanj, združevanj in prevzemov (Mrak, 2002, str. 386).

Po neuspelem poskusu oblikovanja evropske monetarne unije v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je to ponovno postalo aktualno proti koncu osemdesetih let. Deloresovo poročilo leta 1989 se je nanašalo na postopno oblikovanje EMU v treh fazah (Festić, 2002, str. 4):

- prva faza se je začela leta 1990. Odpravila je vse omejitve glede prostih pretokov kapitala med državami članicami EU. Prav tako so se države članice EU dogovorile o sodelovanju na področju gospodarske, finančne in denarne politike in sistemu mehanizmov menjalniških tečajev;
- v drugi fazi (1994) je bil ustanovljen Evropski monetarni inštitut (EMI) kot predhodnik Evropske centralne banke (ECB), z namenom pripraviti vse potrebno za njeno ustanovitev. V tej fazi je bila med državami kandidatkami za EMU dosežena pomembna makroekonomska konvergenca;
- v tretji fazi, ki se je začela leta 1999 (namesto 1997), je bila oblikovana EMU – druga največja monetarna unija za ZDA. Končala se je z uvedbo skupne evropske valute EURO.

Uvedba evra je potekala postopoma (Mrak, 2002, str. 405):

- v prvi fazi, 1. januarja 1999, so uvedli evro⁴¹ kot negotovinski, knjižni denar ter trajno in nespremenljivo fiksirali konverzijske tečaje nacionalnih valut držav članic EMU v razmerju do evra;
- v drugi fazi, 1. januarja 2002, je bil uveden gotovinski evro: bankovci in kovanci;
- v tretji fazi, 1. marca 2002, je evro postal edino zakonito plačilno sredstvo v državah članicah EMU. Nacionalne valute teh članic so bile umaknjene iz obtoka.

Dogovorjeno je bilo, da bo valuta EMU stabilna. Da bi zadostili temu pogoju so določili, da lahko v EMU vstopijo le države, ki izpolnjujejo potrebne pogoje glede

⁴¹ 1. januarja 1999 je evro zamenjal dotedanji ECU v razmerju 1:1. Pol leta pred uvedbo evra so fiksirali medsebojne konverzijske tečaje valut držav kandidatk za EMU.

makroekonomske konvergence, t.i. Maastrichtske kriterije⁴², ki so stopili v veljavo novembra 1993 (Cabos, Funke, Siegfried, 1999, str. 1).

Skupni denar je zahteval skupno denarno politiko. Le ta je, če je hotela biti konsistentna, morala biti centralizirana v rokah nadnacionalne denarne oblasti, ki je zadolžena za vodenje skupne denarne politike. V EMU to vlogo igra ECB. Ustanovljena je bila 1. junija 1998 kot neodvisna centralna banka⁴³ (Article 108) s sedežem v Frankfurtu. Skupno denarno politiko je začela voditi 1. januarja 1999. ECB je osrednja institucija EMU. Najvišji organ odločanja je Svet ECB, ki je sestavljen iz šestih članov Izvršilnega odbora in guvernerjev nacionalnih centralnih bank evroobmočja. Svetu ECB in Izvršilnemu odboru predseduje predsednik ECB. Izvršilni odbor ECB sestavljajo predsednik, podpredsednik in štirje člani. Odgovoren je za izvajanje denarne politike, pripravljanje sestankov Sveta ECB in upravljanje tekočega poslovanja ECB. Razširjeni svet predstavlja tretji organ odločanja v ECB, katerega člani so predsednik, podpredsednik in guvernerji nacionalnih centralnih bank. Prispeva k usklajevanju denarnih politik držav članic, ki še niso prevzele evra in sodeluje pri pripravi na širitev evroobmočja.

Pri vodenju denarne politike evroobmočja se ECB povezuje s centralnimi bankami držav članic⁴⁴ EMU, s katerimi skupaj predstavlja Evropski sistem centralnih bank (ESCB). Dejavnosti ESCB se izvajajo v skladu s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti in Statutom evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke; izvajajo jih organi odločanja ECB. Svet ECB je tako odgovoren za oblikovanje denarne politike, Izvršilni odbor pa je pooblaščen za izvajanje denarne politike v skladu z odločitvami Sveta in smernicami, ki jih določi Svet (Izvajanje Denarne Politike v Euroobmočju, 2006, str. 8). ECB ima ekskluzivno pravico izdajanja bankovcev in je edina dobaviteljica bančnih rezerv znotraj evroobmočja. V sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami zbira potrebne statistične podatke. Prav tako določa, kako naj bo Evrosistem predstavljen v mednarodni javnosti. S tem monopolom ima možnost vplivati na pogoje denarnega trga in upravljati s kratkoročno obrestno mero (The Monetary Policy of the ECB, 2004, str. 10). Skupna denarna politika se tako določa centralizirano (ECB), izvaja pa decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank – le te nimajo več denarne suverenosti in so tako le agent oz. podružnice ECB. Operacije denarne politike se izvajajo pod enakimi pogoji v vseh državah članicah. Posledica ustanovitve EMU je sprememba vodenja makroekonomske politike znotraj in zunaj Evrope. Uvedba nove valute je ustvarila konkurenco ameriškemu dolarju in japonskemu jenu (Pappa, 2004, str. 754).

Nov režim skupne denarne politike je spremenil način oblikovanja pričakovanj. Obstajalo je tveganje, da so empirične povezave med gospodarskimi spremenljivkami, ki so se uporabljale za podatke iz preteklosti, nestabilne. To bi pomenilo slabše informacije o makroekonomskih spremenljivkah (Bofinger, 2003). Oblikovanje EMU je namreč vodilo k nastanku novega gospodarskega območja, za katerega podatki iz preteklosti niso bili zbrani. Denarni podatki, plačilna bilanca, usklajen indeks potrošniških cen (Harmonised

⁴² Predstavljajo kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju monetarnih, fiskalnih in devizno - tečajnih politik držav članic EU.

⁴³ Niti ECB niti katerakoli nacionalna centralna banka države članice evroobmočja ne sme zahtevati ali sprejemati navodil od kateregakoli drugega organa. Poleg tega Evrosistem ne sme dajati posojil organom skupnosti ali nacionalnim vladam, kar ga dodatno varuje pred političnim vmešavanjem. Evrosistem ima vse instrumente in pristojnosti, ki jih potrebuje za izvajanje učinkovite denarne politike. Člani organov ECB so lahko razrešeni v primeru hujših kršitev ali nezmožnosti, da bi opravljali svoje delo.

⁴⁴ Centralne banke držav, ki se niso vključile v EMU, so ohranile svojo samostojno denarno politiko glede na svojo zakonodajo ter niso vpletene v oblikovanje denarne politike EMU.

Index of Consumer Prices – v nadaljevanju HICP)⁴⁵ in drugi podatki so tako bili razpoložljivi šele na začetku delovanja EMU (Bofinger, 2003).

Prioritetni končni cilj, ki ga ECB zasleduje, je cenovna stabilnost⁴⁶ in jo je potrebno dosegati in vzdrževati kot dolgoročni cilj (Smets, 2003, str. 1294). Definicija cenovne stabilnosti, dne 13. oktobra 1998, je bila naslednja (Svensson, 1999, str. 34): »Cenovna stabilnost naj bo definirana kot letni porast harmoniziranega indeksa potrošniških cen za območje evra pod 2%«. Pri tem je potrebno upoštevati, da mora ECB zasledovati tudi druge cilje, kot sta npr. gospodarska rast in visoka stopnja zaposlenosti.

Problem, s katerim se ECB pri zasledovanju končnega cilja srečuje, je v njegovi izvedbi. Cilj interpretira kot dolgoročno inflacijsko stopnjo znotraj razpona 0-2%⁴⁷ (Svensson, 2000, str. 2). Nekateri ekonomisti menijo, da je razpon postavljen prenizko in preozko:

- ekonomisti se strinjajo, da je nekaj inflacije koristno za gospodarstvo, saj omogoča večjo prilagodljivost realnih plač, kar posledično vpliva na nižjo zaposlenost. Ta teza zagovarja inflacijsko stopnjo v višini 2-3% letno. Z objavo maksimalne inflacijske stopnje v višini 2% ECB cilja stopnjo inflacije, ki je glede na zgoraj navedeno dejstvo pod optimalno ravno, kar poveča togost gospodarstva. Zasledovanje prenizke inflacijske stopnje poveča brezposelnost;
- s poskusom ECB približati inflacijsko stopnjo 0%, se poveča tveganje, da bo le ta postala negativna. Padec cen potisne gospodarstvo v deflacijsko spiralo, iz katere je težko izstopiti;
- v primeru, da ECB uspe doseči ciljno inflacijsko stopnjo, lahko v nekaterih državah le ta pade pod nič odstotkov. Deflacijo v teh državah bo težko nadzorovati;
- nizka inflacijska stopnja onemogoča hiter odziv na recesijo. To se je zgodilo leta 2001, ko je ECB odlašala pri znižanju obrestne mere (ker je bila inflacija nad 2%). ECB je počasi le reagirala na nevarnost pojava recesije - nazadnje je znižala obrestno mero. FED, ki ni imela postavljene tako nizke inflacijske stopnje, recesija ni ogrozila;
- gospodarstvo je pogosto predmet šokov, kar še oteži nadzor nad ciljno inflacijo. Prenizko ciljana inflacija in preozek interval sta zato pogosto nedosežena, kar zmanjša verodostojnost. Ciljni razpon je bil pogosto zgrešen, zato so se pojavile težnje k razširitvi razpona (1,5-3%, središčna točka 2%).

⁴⁵ HICP je indeks, ki temelji na cenah proizvodov in storitev namenjenih potrošnji na območju članic Evropske unije z namenom neposrednega zadoščanja potrošniških potreb. Biti mora izračunan na primerljivi osnovi in pri tem upoštevati razlike nacionalnih indeksov potrošniških cen. Za njegov izračun je potrebno definirati proizvode in storitve, populacijo potrošnikov, geografsko področje ter cene in uteži. HICP meri povprečno spremembo cene na osnovi spremembe izdatkov za vzdrževanje potrošniškega vzorca in populacijske sestave glede na referenčno obdobje. (Carson, Enoch, Dziobec, 2002, str. 150).

⁴⁶ Article 105 Pogodbe EU (European Union Treaty).

⁴⁷ Zgornja meja 2% je jasno določena, spodnje pa ECB ni želela natančno določiti. Razlog je bil v nepoznavanju merskih nagnjenosti HICP, vendar je spodnjo mejo kljub temu določila v višini 0% (Svensson, 1999, str. 34).

ECB je izbrala kombinacijo ciljanja denarnega agregata⁴⁸ in ciljanja inflacijske stopnje (Truman, 2004). Odločila se je za t.i. dvostebno ciljanje. S tem si je zagotovila vse pomembne informacije za oceno tveganja glede doseganja cenovne stabilnosti. EU kot celota je v nasprotju s posameznimi članicami relativno zaprto gospodarstvo. Tečaj evra v razmerju do dolarja je manj pomemben in prepuščen trgu. Zato ciljanje deviznega tečaja⁴⁹ ni primerno. ECB je izbrala režim prilagodljivega deviznega tečaja, da lahko po potrebi intervenira (Mrak, 2002, str. 411).

V nasprotju z nemško centralno banko (Deutsche Bundesbank, v nadaljevanju BUBA) se ECB ni odločila za popolno ciljanje denarnega agregata, temveč za šibko obliko ciljanja denarnega agregata v obliki referenčne vrednosti za denarni agregat M3, ki mora biti izpeljana v smislu združljivosti s končnim ciljem. Razlogi za to so nestabilno in vnaprej nepredvidljivo povpraševanje po denarju, slaba kvaliteta stopnje rasti denarja, če se uporablja kot samostojen in edini indikator zagotavljanja cenovne stabilnosti ter problem kontrole denarnega agregata s pomočjo kratkoročne obrestne mere (Rudebusch, Svensson, 1999, str. 14). Denarni agregat, kot referenčna vrednost, izraža stabilno (ali vsaj predvidljivo) zvezo s cenovno ravno v nekem časovnem horizontu. Stabilnost zveze med denarjem in ceno je ocenjena v kontekstu enačbe povpraševanja po denarju. Obstoje dolgoročne zveze med denarjem in cenovno ravno je pogojen z razvojem drugih ključnih makroekonomskih spremenljivk, kot npr. obrestno mero in realnim BDP. Ta zveza mora biti na dolgi rok stabilna. ECB referenčne vrednosti ne določa kot ciljni koridor, temveč primerja gibanje trimesečne povprečne letne rasti M3 z njegovo referenčno vrednostjo.

Ker denarni agregat ne igra glavne vloge na kratek rok, je ECB znižala njegov pomen. Odločitve ECB temeljijo na »ekonomskih analizah odkrivanja kratkoročnih in dolgoročnih tveganj pri zagotavljanju cenovne stabilnosti«. Nekateri zato menijo, da ECB denarni agregat uporablja kot indikator tveganja zagotavljanja končnega cilja in ne kot bližnji cilj (Rudebusch, Svensson, 1999, str. 17).

Drugi steber predstavlja ciljanje inflacijske stopnje. Ta steber je skoraj identičen napovedi inflacije z zaupnim območjem. Ocena sloni na širokem razponu gospodarskih indikatorjev, ki vsebujejo veliko spremenljivk in predstavljajo vodilne indikatorje za gibanje cen v prihodnosti. Le ti vključujejo: plače, devizni tečaj, cene obveznic in krivuljo donosa, različne merilce realne aktive, indikatorje fiskalne politike, cenovne in stroškovne indekse ter poslovne in potrošniške raziskave; ne vključujejo pa denarnih podatkov (denarnega agregata in kratkoročne obrestne mere), saj so ti zajeti v prvem stebru. Problem, ki se tu pojavi, je, zaradi odsotnosti prej omenjenih indikatorjev, težava pri oceni gibanja cen v prihodnosti ter razlaga povezave med stebroma (Scheller, 2004, str. 84).

⁴⁸ ECB je bila pod vplivom BUBE (Deutsche Bundesbank), na katero je močno vplivala monetaristična analiza Milтона Friedmana. Le ta pravi, da je inflacija denarni fenomen vedno in povsod. Na podlagi tega je ECB dala pomembno vlogo denarju in strategiji denarne politike (t.i. prvi steber). To je vodilo k formulaciji referenčne vrednosti za stopnjo rasti denarja 4,5% (M3, omejen na dolgi rok), ki naj ne bi bila prekoračena. ECB je tako edina centralna banka v industrijsko razvitem svetu, ki je dala takšen pomen denarnemu agregatu. Vse ostale so ga zaradi različnih vzrokov opustile. Veliko je dokazov, da so v svetu z nizko inflacijo in stalnimi finančnimi inovacijami denarni agregati zelo nezanesljiv pokazatelj prihodnje inflacije. Njihov prevelik poudarek lahko da centralni banki napačne signale.

⁴⁹ Article 4 of European Union Treaty omenja, da devizni tečaj pomebno služi končnemu cilju, vendar ne predstavlja bližnjega cilja. Kljub temu ni zanikan, saj njegovo gibanje pomembno vpliva na oblikovanje strategije denarne politike. Je namreč pomemben element transmisijskega mehanizma ter vpliva na sedanji in prihodnji gospodarski položaj (Detken, Gaspar, 2003, str. 1).

Različne diskusije o obeh stebrih in stabilizacijsko orientirani denarni politiki so pokazale, da je ta strategija preozka in preveč splošna, da bi lahko služila za ogrodje dobri denarni politiki. Prvi steber namenja veliko pozornost stopnji rasti denarja, drugi se osredotoča na relevantne dejavnike. Ne ve se, kaj bi bilo, če bi stebra dala nasprotujoče si rezultate. Ta strategija predstavlja nekakšno kombinacijo šibke oblike ciljanja denarnega agregata in implicitne oblike ciljanja inflacije.

Mnogi menijo, da bi ECB morala izbrati samo ciljanje inflacije. Tu se pojavi problem določitve ciljne inflacijske stopnje; če bi bila le ta pod 2%, bi v nekaterih državah obstajalo tveganje za deflacijo in zaostrene fiskalne pritiske (Truman, 2004). Vendar samo ciljanje inflacijske stopnje ne bi bilo uspešno, saj osredotočenost samo na napoved inflacije ne zagotavlja dovolj širokega ogrodja za odkrivanje »groženj« zagotavljanju cenovne stabilnosti. Tudi fiksni časovni horizont, za katerega je narejena napoved inflacije v določenih situacijah, ne predstavlja optimalnega horizonta, saj nekateri dejavniki lahko vplivajo na inflacijo še po njegovem zaključku (The Monetary Policy of the ECB, 2004 str. 56).

Izbira instrumentov je odvisna od razmerja med avtonomnim povpraševanjem po likvidnosti in avtonomno ponudbo likvidnosti. Osnovni koncept denarne politike evroobmočja je zasnovan na predpostavki o strukturnem primanjkljaju. Najpomembnejši instrument za uravnavanje likvidnosti bančnega sistema so operacije odprtega trga, odprte ponudbe bankam⁵⁰ in obvezne rezerve (Danmark Nationalbank: Monetary Policy Strategies, 2005). Operacije odprtega trga imajo pomembno vlogo pri uravnavanju obrestnih mer, likvidnosti na trgu in za signaliziranje naravnosti denarne politike. Za izvajanje operacij trga ima Evrosistem na razpolago pet vrst instrumentov. Najpomembnejši so povratne transakcije (repo pogodbe, zavarovalna posojila), dokončne transakcije, izdaja dolžniških certifikatov, valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog. Ponudbo za operacije trga da ECB, ki tudi odloča o instrumentu in njegovih pogojih izvršitve. Lahko se izvršijo na podlagi standardnih avkcij, hitrih avkcij ali dvostranskih postopkih (Izvajanje Denarne Politike v Euroobmočju, 2006, str. 8) (glej Prilogo 18). Glede na njihove cilje, rednost in postopke se delijo na (ECB: Monetary Policy, 2007):

- operacije glavnega refinanciranja – so redne povratne transakcije za povečanje likvidnosti, organizirane tedensko in z dospelostjo enega tedna. Izvajajo jih nacionalne centralne banke na podlagi standardnih avkcij;
- operacije dolgoročnega refinanciranja – so povratne transakcije za povečanje likvidnosti, organizirane mesečno in z dospelostjo treh mesecev. Nasprotnim strankam omogočajo dodatno dolgoročnejše refinanciranje in jih izvajajo nacionalne centralne banke na podlagi standardnih avkcij;
- operacije finega uravnavanja – izvajajo se s ciljem uravnavati likvidnost na trgu in obrestne mere, zlasti z izravnavo učinkov, ki jih imajo na obrestne mere nepričakovana nihanja likvidnosti na trgu. Izvajajo se kot povratne ali dokončne transakcije valutnih zamenjav in zbiranja vezanih vlog. Njihovo izvajanje je pod okriljem nacionalnih centralnih bank na podlagi hitrih avkcij ali dvostranskih postopkov;

⁵⁰ Največkrat se uporablja (ECB: Monetary Policy, 2007):

- mejno kreditiranje (marginal lending facility) – z namenom uravnavanja »likvidnosti čez noč«. Obrestna mera tega kreditiranja navadno določa zgornjo mejo obrestne mere »čez noč«;
- depoziti (deposit facility) – pri NCB imajo »depozite čez noč«. Obrestna mera teh depozitov navadno predstavlja spodnjo mejo obrestne mere »čez noč«.

- strukturne operacije – izvajajo se na osnovi izdaje dolžniških certifikatov, povratnih in dokončnih transakcij, kadar želi ECB prilagoditi strukturno pozicijo Evrosistema do finančnega sektorja. Povratne transakcije in izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev se izvajajo v okviru nacionalnih centralnih bank na podlagi standardnih avkcij, dokončne transakcije pa se izvajajo na podlagi dvostranskih postopkov.

Namen odprtih ponudb je povečati ali umikati »likvidnost čez noč«, signalizirati splošno naravnost denarne politike in določiti mejo nihanja obrestnih mer čez noč. Odprto ponudbo upravljajo decentralizirano nacionalne centralne banke. Nasprotno stranke imajo na lastno pobudo na voljo dve odprti ponudbi, pod pogojem, da izpolnjujejo določene operativne pogoje (ECB: Monetary Policy, 2007) (glej Prilogo 19):

- odprta ponudba mejnega posojila omogoča nasprotnim strankam od nacionalnih centralnih bank pridobitev »likvidnosti čez noč« na podlagi primerne finančne premoženja za zavarovanje terjatev. Obrestna mera za mejno posojilo navadno predstavlja zgornjo mejo obrestne mere na »trgu čez noč«;
- odprto ponudbo mejnega depozita nasprotno stranke uporabijo za plasiranje »depozitov čez noč« pri nacionalnih centralnih bankah. Njena obrestna mera navadno predstavlja spodnjo mejo obrestne mere na »trgu čez noč«.

Sistem obveznih rezerv Evrosistema se uporablja za kreditne institucije v evroobmočju za stabilizacijo obrestnih mer denarnega trga in ustvarjanja strukturnega likvidnostnega primanjkljaja. Rezerve, ki jih mora zagotoviti vsaka institucija, se določijo glede na postavke njene bilance stanja. Z namenom stabilizacije obrestnih mer sistem obveznih rezerv omogoča uporabo metod povprečenja. Izpolnjevanje obveznih rezerv se določi na podlagi povprečnih dnevnih stanj rezervnih imetij za obdobje izpolnjevanja (Izvajanje Denarne Politike v Euroobmočju, 2006, str. 9).

Odločitve o izbiri instrumentov bi se morale sprejemati na podlagi vseh razpoložljivih informacij, ki naj bi vključevale tudi pogojne napovedi inflacijske stopnje. Ker je evroobmočje zavrnilo razpoložljivost teh informacij, dovolilo pa natančen pregled svojih napovedi, je težko govoriti o primernosti izbire instrumentov (Svensson, 2000a, str.7). Svet ECB lahko kadarkoli spremeni instrumente, pogoje, merila in postopke za izvajanje operacij denarne politike (Izvajanje Denarne Politike v Euroobmočju, 2006, str. 11).

ECB največkrat uporablja naslednje indikatorje: privatna inflacijska pričakovanja, raziskave o napovedi inflacije, donosi obveznic in plače (Bofinger, 2001, str.3).

ECB je neodvisna že od ustanovitve naprej. Gradi na svoji odgovornosti, pri kateri pa se pojavlja problem demokratičnega deficita, ker ni jasno določeno, komu in kako je ECB odgovorna glede vodenja skupne denarne politike (Mark, 2002, str. 410). Transparentnost izkazuje z redno objavo letnih poročil, četrtnimi poročili o aktivnosti v Evrosistemu, tedenskimi konsolidiranimi finančnimi poročili, z mesečnimi bilteni pa zagotavlja obveščenost javnosti o svojih načrtih in ciljih ter objavlja še druge publikacije (Svensson, 2000, str.6).

Za vse nove članice EU se pričakuje, da bodo čez čas postale članice EMU. Dvoletno članstvo v ERM II je predpogoj za vključitev v EMU. Fiksacija centralne paritete omogoča dragoceno orientacijo za tuje devizne trge ter vodenje denarnih in ostalih ekonomskih politik. Na drugi strani pa ta fiksacija, zaradi tolerančnega intervala, omogoča dovolj prilagodljivosti pri prilagajanju zunanjim in notranjim šokom. Prav zaradi tolerančnega

intervala mnogi ekonomisti trdijo, da ERM II predstavlja režim srednje trdnega deviznega tečaja (Bohnec, 2003, str. 5). Pri tem je pomembno, da tečaj dve leti ne sme preseči dopustnih mej – tolerančnega intervala. V primeru preboja se centralni paritetni tečaj določi ponovno in od dneva fiksacije prične teči novo dvoletno obdobje. Šele po uspešni dvoletni ubranitvi centralnega paritetnega tečaja se država lahko vključi v EMU (Solbes, 2003). Z naraščanjem števila članic v EMU bo za ECB postalo vodenje uspešne denarne politike večji izziv. Verjetnost asimetričnih šokov se bo povečala. Nekatere države lahko pričakujejo porast inflacije in inflacijske pritiske, druge pa deflacijske.

Države EU se za vstop v EMU odločajo na podlagi »cost-benefit« analize. Vedno pogosteje se bo dogajalo, da bodo države kandidatke ugotovile, da je strategija ECB neskladna z njihovim gospodarskim položajem. Takšne situacije povzročajo napetost, tako na ravni ECB kot v državi kandidatki. Četudi danes večina držav kandidat za vstop v EMU vidi koristi v EMU in ECB ter so njihovi cilji bolj ali manj skladni z njihovimi nacionalnimi gospodarskimi pogoji in interesi, to ni vedno dovolj za vstop v EMU. ECB pri tem ne more narediti veliko (glej Prilogo 20).

Kljub temu, da vsaka država želi določiti svojo, lahko ECB določi le eno skupno obrestno mero (na podlagi povprečja gospodarskih stanj držav članic EMU⁵¹), ki pa ne zadovolji različnih nacionalnih gospodarskih zahtev. To je cena za koristi, ki jih članice pričakujejo od skupne valute. Problem skupne obrestne mere članice lahko rešujejo z uporabo instrumentov za odpravo asimetričnih šokov.

8.2 ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE

Federal Reserve System (FED) je centralna banka Združenih držav Amerike. Ustanovljena je bila leta 1913 z »Act of Congress« in je sestavljena iz uprave guvernerjev v Washingtonu in dvanajstih območnih bank (Federal Reserve District Banks). Od vlade je neodvisna, odgovorna je kongresu. Za vodenje denarne politike je odgovoren Komite FED (Federal Open Market Committee – Fed's FOMC). FOMC se v Washingtonu sreča osemkrat letno in je sestavljen iz 12 članov (FED: Monetary Policy, 2005).

Glavne naloge FED so (Overview of the Federal Reserve System, 2007):

- vodenje nacionalne denarne politike z namenom vplivati na denarne in posojilne pogoje v gospodarstvu, s ciljem dosegati maksimalno zaposlenost, cenovno stabilnost in zmerne dolgoročne obrestne mere;
- nadzorovati in pripravljati zakonodajo za bančne oz. depozitne institucije z namenom zagotavljati varnost finančnega sistema in potrošnikov;
- vzdrževati stabilnosti finančnega sistema;
- zagotavljati finančne storitve depozitnim institucijam, vladi, tujim uradnim institucijam in imeti glavno vlogo v nacionalnem plačilnem sistemu.

Depozitne institucije imajo v območnih bankah svoje račune, ki jih kontrolira FED in s svojo obrestno mero (federal funds rate) vpliva na ponudbo in povpraševanje po sredstvih depozitnih institucij pri območnih bankah. FOMC določa obrestno mero v višini, ki naj bi zagotavljala doseganje končnih ciljev (Monetary Policy and the Economy, 2007).

⁵¹ To zagotavlja, da so odločitve o obrestni meri narejene na podlagi potreb evroobmočja kot celote.

FED določa nacionalno denarno politiko z namenom doseči končne cilje, ki so zapisani v 1977. amandmaju »Federal Reserve Act« (Chapter 4: Annual Monetary Targets, 2004). Cenovna stabilnost predstavlja predpogoj za maksimalen možni BDP in zaposlenost ter za zmerne dolgoročne obrestne mere. FED zaradi napetosti med končnimi cilji kratkoročno pogosto niha med inflacijskimi pritiski in višjo stopnjo zaposlenosti ter BDP, cenovno stabilnost pa lahko zagotavlja dolgoročno. Problem je še večji, če se inflacijska pričakovanja vključijo v različne odločitve, npr. o plačah in če so informacije nepopolne (na voljo so s časovnim odlogom in ne takoj), kar dodatno otežuje doseganje cenovne stabilnosti. FED prispeva k finančni stabilnosti tako, da umirja finančne apetite in preprečuje odklone v finančnem sektorju. Končne cilje je lažje doseči, če jih javnost razume in verjame, da bo FED napela vse moči, da jih doseže (Monetary Policy and the Economy, 2007).

Od ustanovitve dalje je FED zamenjala mnogo strategij denarne politike. Med drugo svetovno vojno so ciljali obrestno mero (vzdrževanje »T-bill rate« na nizki ravni), s katero so omogočali financiranje vojne. Kontrola cen je preprečevala visoko inflacijo. Po odpravi nadzora cen po drugi svetovni vojni so se ZDA soočile z naraščajočo inflacijo. V času korejske vojne so bili prisiljeni ta bližnji cilj opustiti. Zamenjal ga je brettonwoodski sistem, pri čemer je imel USD poseben položaj; ZDA je preprečeval oz. jim odvzel možnost in moč, da bi postavile tečaj USD v odnos do druge valute (Chapter 18: Conduct of Monetary Policy: Goals and Targets, 2004). Gre za t.i. problem n-te valute. Ta vloga je bila specifična tudi v tem, da ZDA ni bilo potrebno intervenirati na deviznem trgu, temveč so bile na razpolago tujim denarnim oblastem, če so le te želele dolarje zamenjati za zlato po fiksni ceni. Dolar je igral podobno vlogo kot zlato v sistemu zlatega standarda; vse valute so bile vezane na USD, ta pa je bil edini neposredno zamenljiv za zlato. Ta obvezna obveza ZDA o zamenjavi USD za zlato je bila kritični element, na katerem je bil zgrajen brettonwoodski sistem in zaradi katerega je tudi propadel (Chapter 18: Conduct of Monetary Policy: Goals and Targets, 2004).

Leta 1970 se je ameriško gospodarstvo soočilo s t.i. veliko inflacijo (Great Inflation), proti kateri so se skušali ubraniti z 1977. amandmajem »Federal Reserve Act«, v katerem je bilo prvič eksplicitno zapisano, da je nacionalni končni cilj denarne politike cenovna stabilnost. V njem je tudi zapisano, da mora FED vzdrževati dolgoročno rast denarnih in kreditnih agregatov, ki naj bi bili sorazmerni z dolgoročno rastjo proizvodnje in s tem gospodarstva. Vse to pa naj bi vplivalo na maksimalno zaposlenost⁵², stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere.

Po propadu brettonwoodskega sistema so se odločili za ciljanje denarnega agregata (ciljali so ga v letih 1979-82). V tem obdobju so bile spremembe obrestnih mer pogoste. Zaradi nestabilnega povpraševanja po denarju, še posebej v obdobjih nenehnih finančnih inovacij, so ga opustiti.

⁵² Kar se tiče maksimalne zaposlenosti, bi bilo potrebno upoštevati maksimalno znosno zaposlenost, ki je bila določena v »Humphrey-Hawkins Act« (uradni naslov: The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978). Le ta določa numerične definicije oz cilje. Akt določa dva končna cilja: 4% stopnjo brezposelnosti kot polno zaposlenost in 3% inflacijo kot cenovno stabilnost. To sta bila začetna cilja, ki sta morala biti dosežena do leta 1983. Do leta 1988 naj bi inflacijo znižali na 0%. Ta dezinflacijska politika ni ovirala dosege cilja polne zaposlenosti. Čas, v katerem je bilo potrebno doseči ali vzdrževati cenovno stabilnost in polno zaposlenost, so od leta 1988 vsako leto sproti določali v Economic Report of the President. Radikalna desna republikanska stranka je ta akt ukinila in ga zamenjala z mandatom čiste cenovne stabilnosti.

Glavni cilj FED je ponovno postalo doseganje cenovne stabilnosti. Vrnila se je k ciljanju obrestne mere (overnight federal funds rate). Ciljala jo je v letih 1989-96. Dejansko je FED že od leta 1980 zasledovala politiko upravljanja kratkoročne obrestne mere z namenom nadzirati inflacijo. Visoka obrestna mera (leta 1981 12% in 1982 9,9%), ki je sicer gospodarstvo pripeljala v recesijo (1981-82 –Volckerjeva recesija; Paul Volcker je bil v tem času glavni mož FED), je uspešno pripomogla k znižanju inflacije na 4% (Leigh, 2005, str. 13).

Oktobra 1987 je glavni sedež FED zasedel Alan Greenspan. Z mednarodnim sodelovanjem, sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja, je FED zniževala vrednost dolarja na tujih deviznih trgih. Njegova visoka vrednost na teh trgih je povzročila predrag ameriški izvoz, kar se je kazalo v visokem deficitu tekočega dela plačilne bilance (Balls, 2005). V letih 1988-89 je obrestna mera ponovno zrasla in se približala 7%. S tem so poizkušali preprečiti rast inflacije. Postavljen je bil razpon 3-4%. Leta 1994 je FED ponovno intervenirala na tujih deviznih trgih. Vrednost dolarja je padla prenizko, kar je ogrozilo pozicijo dolarja kot svetovne valute. Obrestno mero so ponovno zvišali. Zaradi finančne krize v Aziji, je leta 1998 ponovno znižala obrestno mero, s ciljem vzdrževati ameriško gospodarsko ekspanzijo. Leta 2000 se je soočila z recesijo. Inflacija se je gibala med 1-2%. FED je ponovno znižala obrestno mero in hkrati opustila njeno ciljanje (Chapter 18: Conduct of Monetary Policy: Goals and Targets, 2004).

Danes FED javno priznava, da vodi »just in time« politiko oz. da nima določenega nominalnega sidra. Namesto tega pri vodenju denarne politike uporablja vse razpoložljive informacije⁵³, ki omogočajo skrbno izbiro široke palete indikatorjev, ki držijo inflacijo na želeni stopnji (Economics focus. Follow the money, 1998). Poleg vseh razpoložljivih informacij se pri oblikovanju strategije za vodenje denarne politike naslanja na oceno gibanja inflacije v prihodnosti. Napoved inflacije je, tako kot pri ciljanju inflacijske stopnje, pomembna, saj mora centralna banka zaradi časovnih odlogov reagirati, še preden pride do spremembe inflacije. Natančno oceno pa je mogoče dobiti le v državah, katerih centralne banke so verodostojne (kar v ZDA je). Zato mnogi pravijo, da FED implicitno cilja inflacijsko stopnjo.

Glavni instrumenti, ki jih za uravnavanje obrestne mere FED pri vodenju denarne politike uporablja, so operacije odprtega trga, obvezne rezerve, pogodbeni kliring bilanc⁵⁴ in posojanje na podlagi diskontnega okna (the Discount Window)⁵⁵ (The Implementation of Monetary Policy, 2007). Na odločitve o obrestni meri vpliva tudi Taylorjevo pravilo. Dejansko Taylorjevo pravilo⁵⁶ karakterizira denarno politiko FED, saj pomaga

⁵³ Dolgoročno je proizvodna rast in zaposlenost odvisna od različnih dejavnikov, ne samo od denarne politike. Pri tem skuša FED najprej oceniti sedanji in prihodnji (npr. za dve leti vnaprej) položaj gospodarstva. Te ocene primerja s končnimi cilji. Če nastane razlika med oceno in ciljem, se mora odločiti, kako hitro in na kakšen način bo ta razmik odpravila (FED: Monetary Policy, 2005).

⁵⁴ Dodaten obseg denarja, ki ga depozitna institucija poleg obveznih rezerv hrani pri območnih bankah/FED.

⁵⁵ Vrste posojil:

- primarni kredit – ročnost: čez noč; obrestna mera: eno odstotno točko nad federal funds rate;
- sekundarni kredit – ročnost: navadno čez noč (ni nujno); obrestna mera: navadno pol odstotne točke nad obrestno mero za primarni kredit;
- sezonski kredit – ročnost: dolgoročno; obrestna mera: tržna obrestna mera.

Po zakonu morajo biti ta posojila zavarovana.

⁵⁶ Obrestna mera je odvisna od odklona med realnim BDP in polno - zaposlenim BDP ter odklonom med dejansko in ciljno inflacijsko stopnjo ter sloni na zagotavljanju tako cenovne stabilnosti kot tudi gospodarske rasti.

oblikovalcem denarne politike pri stabilizaciji BDP ter hkrati zagotavlja nizko inflacijo, skladno s ciljno stopnjo (Meyer, 2006).

Glavna prednost »just in time« strategije je njena uspešnost: ZDA so uspele znižati inflacijo na 3% do konca leta 1991 in jo od takrat vzdržujejo na nizki ravni. Tudi stopnja rasti BDP je visoka in stopnja brezposelnosti daleč od stopnje večine držav OECD. Z vključitvijo obnašanja v prihodnosti se je uspešno izognila problemu časovne nedoslednosti.

Pomanjkanje transparentnosti šteje za glavno pomanjkljivost. Odsotnost nominalnega sidra, ob morebitnih šokih, poveča izpostavljenost inflacijskim pritiskom in tako vpliva na višja inflacijska pričakovanja. Prav tako je težko upoštevati oz. vključiti dolgoročne učinke ponudbenih šokov. Ta strategija temelji na individualistih centralne banke oz. se zanaša na njihovo znanje in sposobnosti. Ko pride do njihove zamenjave, to lahko postane velik problem. Zato so uspešnost te strategije prepisovali Alanu Greenspanu, ki naj bi predstavljal nominalno sidro za to strategijo (Mishkin, 1999a, str. 599).

Pomanjkljivost »just in time« politike se je v ZDA pokazala leta 1997. Po obdobju nekajkratnega znižanja obrestne mere jo je FED zvišala za 0,25%. Čeprav je bil ta porast majhen, je imel močan vpliv na ameriško gospodarstvo in nižjo zaposlenost. Zaradi pomanjkanja transparentnosti je to zvišanje povzročilo veliko kritik (Mishkin, 1999a, str. 601). V istem obdobju je Bank of England zvišala svojo obrestno mero, kar pa ni imelo negativnega odziva (Velika Britanija je v tem času že ciljala inflacijo), saj je bila javnost o tem obveščena in je to odločitev ter posledice na dolgi rok razumela. Odsotnost eksplicitnega sidra in pomanjkanje transparentnosti za FED pomeni težje uravnavanje inflacije v prihodnosti, še posebej ob nezaželenih šokih (Press Release on Monetary and Exchange Rate Policy for 2005, 2004, str. 3). Kljub temu je FED pod taktirko Alana Greenspana dosegla izjemen gospodarski uspeh; nizko in stabilno inflacijo ter le dve recesiji (1990-91 in 2001). Morebitne nevarnosti porasta inflacije se brani z zvišanjem obrestne mere (v letu 1995 jo je zvišala z 3% na 4,7%). Uspešna je bila tudi pri znižanju stopnje brezposelnosti (Mishkin, 1999a, str. 599). Njen uspeh temelji na dolgoročnem usmerjanju zagotavljanja nizke in stabilne inflacije ob upoštevanju vseh razpoložljivih informacij pri določitvi instrumentov in v naprej usmerjeni denarni politiki.

Pogosto se zastavlja vprašanje, kako bi bilo, če bi FED izbrala ciljanje inflacijske stopnje. Dejansko je FED v zadnjih desetletjih vodila zelo uspešno denarno politiko in se pri tem postavlja vprašanje, če je sploh smiselno vpeljati ciljanje inflacijske stopnje. Ta bližnji cilj bi za FED pomenil jasno ogrožje denarne politike, ki bi se osredotočil na to, kar FED lahko doseže. Cilj bi prispeval tudi k večji transparentnosti, kar bi pomagalo pri oblikovanju inflacijskih pričakovanj in večje odgovornosti FED pri zagotavljanju cenovne stabilnosti (Mishkin, 2004, str. 4). Vendar pa bi povzročil kratkoročno izmenjavo med gospodarsko in inflacijsko stabilnostjo, kar bi ogrozilo stabilnost gospodarstva in finančnih trgov (glej Prilogo 21).

Mnogi ekonomisti menijo, da bo s prihodom Bernanke na čelo FED le ta prej ali slej za svoj bližnji cilj izbrala inflacijsko stopnjo. Eksplicitno ciljanje inflacijske stopnje v ZDA bi zmanjšalo nestabilnost realnega sektorja, saj bi imeli inflacijski šoki zaradi boljših napovedi inflacijskih pričakovanj manjši vpliv na inflacijo. Poleg tega bi se nosilci denarne politike odzvali na šoke povpraševanja bolj agresivno (Meyer, 2006). V primeru, da se FED odloči za ciljanje inflacijske stopnje, bi morala določiti ciljno inflacijsko stopnjo, kako bo inflacijo merila in časovni horizont. Bernanke predlaga za mero inflacije osnovni

CPI, za ciljno stopnjo inflacije pa 1,5% kot središčno točko znotraj razpona 1-2%. Za časovni horizont bi določili horizont, v katerem bi se inflacija znižala na ciljno ob upoštevanju Taylorjevega pravila; optimalni horizont bi bil določen kot prilagodljiv in ne nespremenljiv (Meyer, 2006). Drugi menijo, da bi ciljanje inflacije za FED pomenilo izgubo prilagodljivost, kar bi povzročilo večjo spremenljivost BDP, čeprav to Bernanke zanika. Meni, da s tem bližnjim ciljem lahko zmanjša spremenljivost tako inflacije kot BDP (Gramlich, 2005).

Kljub temu, da FED ne cilja inflacijske stopnje, lahko rečemo, da je njena politika temu bližnjemu cilju blizu (mnogi trdijo, da FED implicitno cilja inflacijsko stopnjo). Za eksplicitno ciljanje inflacijske stopnje potrebuje dovoljenje Kongresa. Glavna ovira in skrb FED za izbiro inflacijske stopnje za bližnji cilj je, da bi Kongres vztrajal na polni zaposlenosti kot glavnemu končnemu cilju denarne politike (Meyer, 2006).

Navkljub uspešni sedanji »just in time« politiki, bi bila izbira eksplicitnega bližnjega cilja na dolgi rok koristna. Razlogi so:

- FED danes vodi denarno politiko dobro. Kaj bo v prihodnosti, se ne ve;
- eksplicitni bližnji cilj bi zmanjšal negotovost glede prihodnje inflacije, finančnih trgov in gospodarstva na splošno;
- večji poudarek na inflacijskih pričakovanjih. Za uspešno ciljanje inflacijske stopnje bi moral FED določiti cenovno stabilnost za primarni končni cilj in začeti izdajati redne projekcije ali napovedi gibanja gospodarstva in makroekonomskih kazalcev – poudarek na večji transparentnosti (Bernanke, 2003).

Glede na navedeno, bi bilo dobro, če bi FED v prihodnosti izbrala inflacijsko stopnjo za svoj bližnji cilj; zaradi izredno dobro vodene denarne politike s strani Alana Greenspana, bi njena izbira pomenila malo koristi za FED. Vendar pa je čas, da se zagotovi nadaljevanje Greenspanove uspešne zapuščine in prav ciljanje inflacijske stopnje bi to omogočilo najboljše.

8.3 JAPONSKA

V osemdesetih letih prejšnjega stoletja je bil za Japonsko značilen gospodarski razcvet⁵⁷, ki pa se ni nadaljeval v devetdesetih. Po uspešnem in dinamičnem razvoju je bil padec konec dvajsetega stoletja pravo presenečenje. Zaostajanje med hitro gospodarsko rastjo in porastom inflacije je bilo daljše kot običajno. Spremembe je zahtevalo tudi mednarodno okolje. Obrestna mera je, kljub zvišanju v ZDA in Nemčiji avgusta 1988, ostala nizka. Japonska je to argumentirala z dejstvom, da imajo že tako nizko inflacijo. Ta argument je povzročil, da je kot največji upnik vzdrževala nizko obrestno mero kot temelj globalne stabilnosti in rasti (Yamaguchi, 2004), kar je vodilo k nastanku mehurčka cen sredstev (asset-price bubble), ki se je pojavil v drugi polovici osemdesetih let. Tudi nekatere druge države (npr. Velika Britanija in Švedska) so se v približno istem obdobju soočile s tem

⁵⁷ Makroekonomsko okolje je bilo edinstveno. CPI je bil blizu ničle že tri leta, realna rast pa se je gibala okoli 5% letno. Glavni elementi, ki so povzročili neinflacijsko okolje, so (Yamaguchi, 2004):

- zapoznili učinki apreciacije JPY glede na USD;
- spremenjena struktura trga dela, ki je, zaradi slabših tržnih pogojev, pomagala pri ublažitvi pritiskov na plače. Glavne spremembe vključujejo večji vpliv žensk (večja neodvisnot pri delu za polovičen čas), pritok tujih delavcev in premik iz samozaposlujočega posla k bolj modernemu;
- zaradi boljših in nižjih kapitalskih ter kreditnih stroškov so podjetja veliko investirala, kar je povzročilo hitrejšo rast produktivnosti in nižje stroške dela.

mehurčkom, vendar ni imel istega učinka kot na japonskem. Zastavlja se vprašanje, čemu (Bofinger, 2001, str. 311)?

Japonska se je soočala z dolгим obdobjem deflacije in likvidnostne pasti. Osredotočila se je na izvedbo sledečega (Svensson, 2002, str. 2):

- na navzgor obrnjeno ciljno pot cenovne ravni;
- na deprecijacijo valute ter
- na prihodnjo opustitev vezave v zameno za ciljanje inflacije, ko bo ciljna cenovna raven dosežena. Ciljna cenovna raven je namreč predstavljala najboljše nominalno sidro in zavarovanje pred izmuzljivo se inflacijo (run-away inflation). Predstavlja tudi izhod v sili za začasno vezavo.

Tudi dejanska cenovna raven je bila pod pričakovano. To je povečalo realno vrednost dolga, posledično pa poslabšalo bančne in podjetniške bilance. Cenovna luknja⁵⁸ je znašala 10-20% ali celo več (Svensson, 2002, str. 2).

Na japonsko denarno politiko je imelo močan vpliv Taylorjevo pravilo⁵⁹. Po padcu brettonwoodskega sistema je bila nominalna obrestna mera prenizka. Posledično je bila relativna obrestna mera v letih 1974-78 negativna. Po prvem cenovnem naftnem šoku (1973-75) se je inflacija zvišala, kar je povzročilo restriktivno denarno politiko. Obrestna mera je bila nad referenčno vrednostjo, ki jo je določalo Taylorjevo pravilo. V letih 1989-95 ga je japonska centralna banka (v nadaljevanju BoJ) uporabljala pri oblikovanju politike obrestnih mer. Od leta 1995 je BoJ zasledovala politiko ničelne obrestne mere (zero interest rate policy); kratkoročna obrestna mera je bila blizu ničle. S tem so želeli stimulirati »deflacijsko« gospodarstvo (Bofinger, 2001, str. 312-313). Razloge za izbiro te politike je japonska vlada utemeljevala z naslednjimi dejstvi:

- serijo neuspešnih poizkusov rešitve pred deflacijo in ponovnega zagona japonskega gospodarstva so želeli prekiniti z znižanjem obrestne mere za »depozite čez noč«. Obrestna mera okoli nič bi varovala pred bankroti korporacij in zavrla naraščanje brezposelnosti;
- nizka obrestna mera zniža stroške vlade pri najemu posojil; enako je s podjetji.

Nizka oz. ničelna obrestna mera se je izkazala kot »usodno zdravilo« za investitorje in banke; investitorji niso več videli povezave med investicijskim tveganjem in donosom.

Težko bi trdili, da je bila denarna politika v obdobjih 1984-88 ekspanzivna. Primerjava odklonov Taylorjevega pravila v treh G3 državah je pokazala, da denarna politika ni bila glavni vzrok za mehurček in/ali deflacijo konec dvajsetega stoletja, temveč sta to bili zgodovinsko nizki nominalna kratkoročna in dolgoročna obrestna mera. Dolgoročna obrestna mera je bila še posebej nizka v letih 1986-89, kar se je odražalo v negativnem razponu donosa obrestne mere (razliki med dolgoročno in kratkoročno obrestno mero). Od januarja 1980 do leta 1985 je USD v razmerju do DEM in JPY apreciiral. Zaradi tega so tuji investitorji rajši izbirali JPY in DEM, kar je na japonskem znižalo donosnost obveznic. Majhni odkloni od Taylorjevega pravila v letih 1989-98 kažejo, da BoJ ni bila kriva za deflacijo konec dvajsetega stoletja (Bofinger, 2001, str. 313).

⁵⁸ Cenovna luknja (price gap) je razlika med ciljno in dejansko cenovno ravno.

⁵⁹ Držati obrestno mero konstantno v primeru normalnih gospodarskih razmer oz. jo zvišati, ko se pričakuje višja inflacija in obratno (Bofinger, 2001, str. 269):

$i_t - \pi_t = R + \alpha (\pi_t - \pi^*) + \beta ((Y_t - Y^*)/Y^*)$

Negativno poslovanje japonskega gospodarstva je bilo moč razložiti z upoštevanjem deviznega tečaja jena. Od leta 1985 dalje je JPY v razmerju do USD apreciral (prej depreciral). Močnejša vala apreciacije sta se pojavila v letih 1990-95 in 1998-99. To je bilo povezano z negativnim izvozom in pojavom negativne vrzeli BDP (Bofinger, 2001, str. 315). Niti Nemčija niti ZDA nista bili nikoli podvrženi tolikšni apreciaciji (Bofinger, 2001, str. 315).

Za negativno poslovanje japonskega gospodarstva konec dvajsetega stoletja je bila tako kriva nekontrolirana apreciacija JPY. »Pricing to market strategy«, ki se je pojavil sočasno, je povzročil padec marž in poslabšanje investicijskih pogojev japonskih proizvodnih podjetij. Nadaljevanje nestabilnosti deviznega tečaja je oviralo reševanje japonskega gospodarstva. Aprecijajo JPY v devetdesetih letih bi bilo mogoče omejiti. Dejansko je BoJ močno in uspešno intervenirala šele v letih 1999-2000 in tako preprečila, da bi devizni tečaj padel pod 100 JPY za USD (Bofinger, 2001, str. 315).

Medtem ko Taylorjevo pravilo razloži gibanje nominalne obrestne mere na Japonskem, BoJ nikoli ni bila preveč jasna glede svojega pogleda na denarno politiko. V zadnjih nekaj letih je politika ničelne obrestne mere odsevala bolj potrebe japonskega gospodarstva kot jasen koncept denarne politike.

V sedemdesetih je BoJ za svoj bližnji cilj izbrala širok denarni agregat. Kot rezultat močnega procesa finančne liberalizacije in inovacij je BoJ leta 1990 opustila ciljanje denarnega agregata in izbrala implicitno ciljanje inflacijske stopnje. Japonska je spadala v skupino držav, ki ni nikoli objavila eksplicitnega bližnjega cilja. Kot glavni instrument uporablja operacije odprtega trga, s katerimi uravnava kratkoročno obrestno mero (Nishimura, 2006) (glej Prilogo 22).

8.4 PODOBNOSTI IN RAZLIKE MED EVROPSKO MONETARNO UNIJO, ZDRUŽENIMI DRŽAVAMI AMERIKE IN JAPONSKO

V nadaljevanju je predstavljena primerjava med vodenjem denarne politike treh največjih gospodarstev sveta: Združenih držav Amerike (FED je bila ustanovljena leta 1914), Evropske monetarne unije (ECB je bila ustanovljena leta 1998) in Japonske (Bank of Japan je bila ustanovljena leta 1882).

Glede na to, da sta EMU in ZDA največji monetarni uniji, ima ECB kot centralna banka podobno vlogo kot FED, nacionalne banke Evrosistema pa vlogo regionalnih bank v ZDA. Srečanja Sveta guvernerjev ECB so analogna srečanjem FOMC. V evroobmočju je Svet ECB odgovoren za oblikovanje denarne politike, v ZDA je to FOMC. Razlika med tema dvema centralnima bankama je v načinu glasovanja; v ECB imajo vsi guvernerji nacionalnih bank pri vseh odločitvah enakovreden glas, česar v FED nimajo (nekateri guvernerji se celo ne udeležujejo vseh srečanj). V BoJ ima glavno besedo Svet BoJ, ki ga sestavlja guverner, dva namestnika in šest zunanjih članov (imenovani so za obdobje petih let). BoJ je organiziran kot predstavništvo z 32 lokalnimi podružnicami in 12 lokalnimi enotami (Gerdesmeire, Mongelli, Roffia, 2007, str. 10).

Tabela 2: Primerjava glavnih nalog FED, ECB in BoJ

	FED	ECB	BoJ
oblikovanje in vodenje denarne politike	da	da	da
izdaja bankovcev	da	da	da
vodenje operacij deviznega tečaja	da	da	da
držanje in uravnavanje obveznih rezerv	da	da	da
vpliv na fiskalno politiko	da	nacionalne centralne banke	da
zagotavljanje cenovne in finančne stabilnosti	da	da	da
nadzor nad bankami	da	nekatero nacionalne centralne banke	na podlagi pogodbe
nadzor nad plačilnim sistemom	da	da	da
zbiranje statističnih podatkov	da	da	da
sodelovanje pri srečanjih mednarodnih denarnih institucij	da	da	da

Vir: Gerdesmeier, Mongelli, Roffia: The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences, 2007, str. 12

Glavni končni cilj ECB je doseganje in vzdrževanje cenovne stabilnosti. FED in BoJ zasledujeta več končnih ciljev, pri čemer daje BoJ prednost cenovni stabilnosti.

Tabela 3: **Elementi ogrodja denarne politike v FED, ECB in BoJ**

	FED	ECB	BoJ
telo določanja denarne politike	FOMC	Svet ECB, Izvršilni odbor ECB in nacionalne centralne banke	Svet BoJ
končni cilj denarne politike	maksimalna zaposlenost, cenovna stabilnost in zmerna dolgoročna obrestna mera	cenovna stabilnost	cenovna stabilnost in stabilnost finančnega sistema
bližnji cilj denarne politike	just in time	dvostebni sistem	implicitno ciljanje inflacijske stopnje
neodvisnost	da	da ⁶⁰	da ⁶¹
transparentnost	objava zapisnika srečanja FOMC, tiskovna konferenca pred srečanjem Kongresa, mesečni bilten	tiskovna konferenca po zaključku zasedanja Sveta ECB, letno poročilo, mesečni bilten	takojšna objava po zaključku zasedanja Sveta BoJ, tiskovna konferenca guvernerja, mesečna in četrtletna poročila
odgovornost	Kongresu	Evropskemu parlamentu, Komisiji in Konziliju EU	Ministrstvu za finance
strategija denarne politike	stališče tveganosti	vnaprej usmerjena strategija	usmerjeno na informacije, ki vsebujejo raznolike gospodarske indikatorje
izvajanje denarne politike	centralizirano	decentralizirano	centralizirano
vodenje politike deviznega tečaja	Zakladnica ZDA	nacionalne centralne banke	Ministrstvo za finance

Vir: Gerdesmeier, Mongelli, Roffia: The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences, 2007, str. 14

Iz navedenega izhaja, da ECB in FED delujeta na podobnih organizacijskih temeljih, BoJ pa samostojno. Podobnosti med ECB in FED ter drugačnost BoJ izhajajo predvsem iz dejstva, da sta EMU in ZDA predstavnici denarne unije, razlike pa izhajajo iz zgodovinskih, kulturnih in političnih okolij.

9. PRIMERNOST IN USPEŠNOST CILJANJA INFLACIJSKE STOPNJE

Ciljanje inflacije je priljubljeno predvsem v državah, ki se trudijo znižati visoko inflacijo. Redke so države, ki so se za ciljanje inflacijske stopnje odločile po predhodnem znižanju visoke inflacije (Avstralija). Ta bližnji cilj se je izkazal za najhitrejši način znižanja inflacije in nato kot najlažji za vzdrževanje nizke in stabilne inflacije (Loyaza, Soto, 2002, str. 6).

Države se zanj odločijo iz naslednjih razlogov (Brash, 2002):

- želje po pridobitvi verodostojnega nominalnega sidra denarne politike (pogosto po obdobju visoke inflacije in nezadovoljstvu nad drugimi bližnjimi cilji);
- želje po neodvisnosti centralne banke, vsaj s strani instrumentov, vendar pod pogojem, da je ta neodvisnost povezana z odgovornostjo centralne banke;

⁶⁰ Predstavlja najbolj neodvisen sistem centralnih bank na svetu.

⁶¹ Neodvisna od leta 1997.

- želje po znižanju socialnih in gospodarskih stroškov dezinflacije.

Izbira ciljanja inflacije je primerna za države, ki so vsaj srednje ali visoko dohodkovno razvite (high and middle income developing countries) in kjer je finančni sistem primerno razvit, saj le takšen omogoča uporabo neposrednih instrumentov denarne politike. Če države na prehodu izpolnjujejo te pogoje, je tudi za njih izbira tega bližnjega cilja primerna (Loyaza, Soto, 2002, str. 5).

Vodenje denarne politike v državah na prehodu se razlikuje od vodenja v industrijsko razvitih državah. Države na prehodu se navadno soočajo s šibkim finančnim sistemom, nizko verodostojnostjo monetarnih institucij, denarno nestabilnostjo, visoko inflacijo, z dolarizacijo obveznosti (večina obveznosti je nominirana v tuji valuti, največkrat v USD) in veliko občutljivostjo na nenadno prekinitev kapitalskih prilivov. Vse to vpliva na visoko inflacijo, nižjo gospodarsko rast in pojav valutnih kriz.

Tudi v državah na prehodu je ta bližnji cilj pomagal k znižanju inflacije, ne da bi prišlo do visokih stroškov (počasnejše gospodarske rasti, večje proizvodne spremenljivosti in višje brezposelnosti). Ciljanje inflacije jim prinaša dodatne koristi, npr. usklajen načrt za inflacijska pričakovanja in odgovornost centralne banke. Kljub temu se države na prehodu soočajo z naslednjimi problemi:

- večina držav na prehodu ima visoko inflacijo, zato je za njih težje napovedati točno inflacijo v prihodnosti. Kljub temu, da je ciljna inflacijska stopnja nekoliko višja kot v industrijsko razvitih državah, obstaja večja verjetnost zgrešitve cilja (Masson, Savastano, Sharma, 1997, str. 33);
- prvi pogoj za ciljanje inflacije je prioriteta inflacijski stopnji pred drugimi bližnjimi cilji. Države na prehodu imajo navadno precejšen delež sredstev in obveznosti nominiranih v tuji valuti; pri ciljanju inflacijske stopnje je devizni tečaj popolnoma gibljev in »podrejen« doseganju ciljne inflacijske stopnje. Depreciacija domače valute povzroči povečanje kreditnega bremena, kar lahko vodi do finančne krize (Croce, Khan, 2004);
- v večini primerov neodvisnost centralne banke obstaja le na papirju. Vse odločitve so še vedno odvisne od vlade. Razlog je potreba po financiranju fiskalnega deficita. Nekatere države na prehodu so uspešno znižale vladni deficit, druge se še vedno soočajo z njim. Centralne banke se zato obotavljajo pri odločitvi za višjo obrestno mero, kljub temu, da bi to bilo potrebno zaradi brzdanja inflacije (Croce, Khan, 2004);
- nekatere države na prehodu imajo problem pri pridobivanju pomembnih informacij za napovedovanje inflacije (npr. podatki za vodilne indikatorje in zanesljive ekonometrične modele) (Croce, Khan, 2004);
- kapitalski tokovi zahtevajo intervencije centralne banke pri deviznem tečaju⁶², še posebej v primeru nepričakovanih šokov (Khan, 2003, str.12);

⁶² Ravnanje s spremenljivostjo deviznega tečaja predstavlja izziv pri ciljanju inflacijske stopnje. V primerjavi z gospodarsko razvitimi državami so države na prehodu občutljivejše na finančne krize. Spremenljivost trga deviznega tečaja zahteva stalno prilagajanje stopnje inflacijskih pričakovanj, kar lahko vodi do nedoseganja ciljne inflacijske stopnje. Splošno pravilo zahteva, da centralna banka ne spreminja deviznega tečaja do nesprejemljivih ravni. Z njegovim spreminjanjem pa lahko kroti inflacijske pritiske in zmanjša finančni vpliv

- potrebno je zmanjšati »pass-through« učinek deviznega tečaja, t.j. zmanjšati učinek uvoznih cen na inflacijo;
- pomanjkljivo razviti domači finančni trgi;
- makroekonomske zveze in strukture (še posebej transmisijski mehanizem) je težko oceniti, ker so le te manj stabilne kot v industrijsko razvitih državah;
- ciljanje inflacijske stopnje je diskrecijsko in v državah na prehodu diskrecijska politika pomeni vnašanje negotovosti (Festić, 2001a, str. 10).

Kljub naštetim problemom se tudi države na prehodu odločajo za ciljanje inflacije kot samostojni bližnji cilj ali, kot je pogostejše, v kombinaciji z drugim bližnjim ciljem, npr. inflacijsko stopnjo in deviznim tečajem (Izrael in Čile). Ciljanje inflacije jim ponuja mnogo operativnih prednosti, saj med drugim prisili institucije denarne politike, da pospešijo reforme, povečajo transparentnost, izboljšajo povezavo med vlado in centralno banko (vključno z njeno neodvisnostjo) in izboljšajo fiskalni položaj (Masson, Savastano, Sharma, 1997, str. 37). Prav tako nudi »obljubo za zbliževanje z mednarodno ravno inflacijo« (Minella et al., 2003, str. 1016).

Glavna razlika v ciljanju inflacije med industrijsko razvitimi državami in državami na prehodu je v finančni stabilnosti, vplivu gibanja deviznega tečaja in občutljivosti na šoke. Države na prehodu imajo slabše razvit finančni sistem in so bolj občutljive na nenadne spremembe deviznega tečaja in šoke.

Predpogoj za ciljanje je seveda zagotovitev institucionalnih pogojev, ki bodo omogočili uspešnost te strategije. To pomeni, da morajo trg denarja, medbančni in kapitalski trg delovati tako, da bo zagotovljeno prenašanje impulzov denarne politike na sekundarne denarne agregate (tečaj, obrestno mero) in na gospodarstvo v skladu s teorijo. Ciljanje inflacijske stopnje je tako primerno za gospodarstva, v katerih je realni sektor stabilen (Festić, 2001, str. 10).

Za mala odprta gospodarstva ciljanje inflacije ni najbolj primerno. Pri njih ponudbeni šoki odigrajo pomembno vlogo (te države so navadno zelo odvisne od izvoza). Prav tako je potrebno upoštevati problem rasti cen v tujini, ki se implementirajo v cene majhnega gospodarstva, na katere centralna banka nima vpliva (predvsem rast cen nafte in njenih derivatov) (Festić, 2001a, str. 10).

Glede na izkušnje držav, ki so se odločile za ciljanje inflacijske stopnje, ni dvoma, da ta bližnji cilj pomeni uspeh pri doseganju cenovne stabilnosti. To je vidno tako v državah, ki so se pred njegovo izbiro soočale z visoko inflacijo (predvsem države na prehodu), kot v državah, ki so imele zmerno inflacijo (Kanada, Švedska, Velika Britanija) oz. so je pred tem znižale (Avstralija). Inflacijo so uspešno znižale na ciljno raven in jo na njej tudi vzdrževale (niti šoki niti ciklične ekspanzije niso povzročile njenega zvišanja), bolj uspešno kot pri izbiri drugih bližnjih ciljev. Države, ki so se soočale z visoko inflacijo, so

na sredstva in obveznosti, nominirana v tuji valuti. Države na prehodu, ki ciljajo inflacijsko stopnjo, navadno prevzamejo t.i. politiko umazanega drsečega deviznega tečaja (dirty-floating exchange rate policy). Intervencije so kar se da transparentne. Tako se centralne banke izognejo temu, da bi zmanjšale verodostojnost denarne politike ter da javnost nebi stabiliziranja deviznega tečaja razumela kot prednosti pred zagotavljanjem cenovne stabilnosti (Minella et al., 2003, str. 1034).

najprej izvedle dezinflacijski proces, v katerem je bližnji cilj inflacijska stopnja služil kot vodilo za znižanje inflacije. V nekaterih državah na prehodu ta bližnji cilj ni bil tako uspešen, predvsem zaradi napačno vodene denarne ali nadvlade fiskalne politike.

Do danes še nobena država, ki se je za ciljanje inflacije odločila, tega cilja ni opustila (izjema so države, ki so se vključile v ERM II). Kljub občasnim velikim šokom in odklonom je cilj uspešen pri dolgoročnem zagotavljanju cenovne stabilnosti, tako v industrijsko razvitih državah kot v državah na prehodu. Le te se za razliko od industrijsko razvitih držav po znižanju inflacije srečujejo z višjo spremenljivostjo inflacije in so občutljivejše na šoke ter zgrešitve cilja. Kljub temu se je inflacijska stopnja izkazala za uspešen nadomestek tradicionalnim načinom vodenja denarne politike (Roger, Stone, 2005, str. 32).

10. SKLEP

V zadnjem stoletju se je število centralnih bank zelo povečalo. V začetku 20. stoletja je samo 18 držav imelo svojo centralno banko, danes to število znaša 172. Centralna banka še vedno ostaja eden najmočnejših igralcev na makroekonomskem področju, saj neposredno izvaja denarno politiko z namenom doseči njen končni cilj. Vendar pa se njena vloga spreminja in njena prihodnost ni popolnoma jasna. Navdušenje vlad za nacionalno valuto je vedno manjše. Vse večja liberalizacija kapitalskih tokov in spremenljivost deviznih tečajev lahko vpliva na upad njihovega števila. Ustanavljanje novih denarnih unij in s tem povezanih skupnih centralnih bank, oblikovanje valutnih odborov ali celo popolnih valutnih substitutov, lahko zmanjša število neodvisnih denarnih oblasti. Do 90. let prejšnjega stoletja so skoraj vse centralne banke za glavni končni cilj denarne politike izbrale cenovno stabilnost oz. stabilno in nizko inflacijsko stopnjo.

Do končnega cilja je pot dolga. Zato centralne banke določijo nekaj bližnjih ciljev, ki kažejo, ali je delovanje centralne banke usmerjeno k dosegu končnega cilja denarne politike (danes najpogostejše izbran končni cilj je cenovna stabilnost). Bližnji cilj naj bi služil kot sredstvo komunikacije centralne banke z javnostjo. Z njim razkrije namene in morebitne akcije na področju denarne politike, saj večje razumevanje bližnjega cilja v javnosti pripomore k doseganju in vzdrževanju cenovne stabilnosti, brez obdobj visoke inflacije.

Hipotezo smo testirali in potrdili s pomočjo študija teorije iz strokovne literature ter s primerjalno analizo izbranih makroekonomskih spremenljivk v izbranih državah. V opazovanem obdobju (časovna vrsta 30 let, od 1975-2004) so bili analizirani ciljani bližnji cilji, značilnosti posameznega obdobja ciljanja določenega bližnjega cilja in vzroki za zamenjavo bližnjih ciljev.

V nadaljevanju sklepnega poglavja sledijo:

- zaključki in ugotovitve,
- zastavljeni cilj, ter
- opis možnih izhodišč za nadaljnjo raziskovalno delo na področju, ki ga predlagana naloga obravnava.

10.1 ZAKLJUČKI IN UGOTOVITVE

V preteklih desetletjih so se države soočale z visoko inflacijo in njenimi negativnimi učinki na gospodarstvo. Vsaka po svoje se je skušala z uspešno kombinacijo fiskalne in denarne politike boriti proti njej in njenim negativnim učinkom ter uspešno doseči cenovno stabilnost. Velja tudi obratno: prenizka oz. negativna inflacija prav tako slabo vpliva na gospodarsko rast.

Inflacijska stopnja kot nov bližnji cilj se je pojavila v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Razvoju je botrovalo nezadovoljstvo oz. slabi rezultati ciljanja deviznega tečaja (ni neodvisnosti) in denarnega agregata (težko je zagotavljati stabilno zvezo med denarnim agregatom in izbranim končnim ciljem). Ker je osredotočena neposredno na končni cilj denarne politike, t.j. nizko in stabilno inflacijo, omogoča centralni banki prilagodljivejše odzivanje na različne šoke, česar tradicionalni načini vodenja denarne politike ne omogočajo; ciljanje inflacijske stopnje omogoča upoštevanje bistveno večje količine informacij iz različnih virov, kar pripomore k njeni optimalnosti. Leta 1991 so se za inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj odločile le štiri centralne banke, leta 1998 jo je ciljalo že 40.

S ciljanjem inflacijske stopnje so centralne banke odgovornejše, poslovanje pa transparentnejše in uspešnejše. Njena prednost je, da omogoča denarni politiki osredotočenje na domače razmere in hitre odzive na šoke. Prehod na inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj denarne politike povzroči konceptualen preskok iz prejšnjih režimov, saj ga centralna banka zagovarja kot interpretacijo končnega cilja, to je cenovno in valutno stabilnost.

Ciljanje inflacijske stopnje je pogosto kritizirano, češ da je usmerjeno le k inflaciji in ne tudi k BDP. Teoretične študije so dokazale, da tudi striktno ciljanje inflacije upošteva BDP, saj le ta igra pomembno vlogo pri napovedovanju inflacije v prihodnosti. Večina držav upošteva izmenjavo med spremenljivostjo inflacije in spremenljivostjo BDP. Hkrati z določanjem ciljne inflacijske stopnje centralne banke določajo želeno stopnjo stabilizacije BDP.

Ciljanje inflacije ima tri značilnosti:

- denarna politika je zavezana k dolgoročnemu doseganju vnaprej določene stopnje inflacije - dolgoročna cenovna stabilnost je določena kot osnovni dolgoročni končni cilj denarne politike. Ciljanje inflacije ne predstavlja samo boja proti inflaciji, temveč tudi boj proti deflaciji. Vse države, ki ciljajo inflacijsko stopnjo, sprejemajo ta cilj simetrično: prenizka inflacija ni nič boljša od visoke inflacije. Verodostojno ciljanje inflacije, ki vpliva na inflacijska pričakovanja (nad ničlo), preprečuje pojav deflacije, katera se ne kaže v začasnem padcu cen, temveč v stalnih in zelo razširjenih pričakovanjih po padcih cen;
- centralna banka je dolgoročno zavezana k doseganju nizke in stabilne inflacije in
- ciljanje inflacije predstavlja odprt in transparenten režim denarne politike.

Najpogostejši razlogi za njeno izbiro:

- ciljanje denarnega agregata je lahko vprašljivo zaradi izbire vrste denarnega agregata (širokega ali ozkega);

- zaradi obnašanja ekonomskih subjektov lahko pride do nezaželenih gibanj širokih denarnih agregatov, ki jih centralna banka težko nadzoruje;
- časovni zamik učinkov denarne politike zamegli razmerje med bližnjim in končnim ciljem denarne politike;
- pri ciljanju denarnega agregata je odklone od bližnjega in končnega cilja je težko nadzorovati, saj ekonomski subjekti s svojim obnašanjem vplivajo na široke denarne agregate, inflacija pa je odvisna od stopnje rasti denarnih agregatov. Verjetnost doseganja želene inflacijske stopnje je odvisna od stabilne zveze med bližnjim in končnim ciljem, prognoze sprememb multiplikatorjev, obtočnih hitrosti denarnih agregatov in od prognoze stopnje rasti realne proizvodnje;
- primarna slabost ciljanja deviznega tečaja je onemogočenje neodvisne denarne politike, odzivanja na domače šoke oziroma prevelika odvisnost na denarno politiko, gospodarske razmere in šoke države, na katero vežejo svojo valuto;
- ciljanje inflacije predstavlja najboljši prispevek k dolgoročno nizki in stabilni inflaciji, dolgoročni gospodarski rasti, zaposlenosti in višjemu življenjskemu standardu. Pri vsem tem igra pomembno vlogo natančna napoved inflacije, saj narekuje vodenje denarne ter deloma fiskalne politike in politike plač oz. pravočasne spremembe v instrumentih denarne politike, z namenom preprečiti visoko inflacijo.

Prve so ta bližnji cilj izbrale industrijsko razvite države, najprej Nova Zelandija in Kanada, sledile so ji Velika Britanija, Švedska, Finska, Avstralija in Švica. Med naštetimi državami so obstajale razlike: pred njeno izbiro so ciljale različne bližnje cilje, v času njenega prevzema so imele različno stopnjo inflacije. V glavnem so države uporabile ta bližnji cilj kot sredstvo za zniževanje inflacije ter nadaljnje vzdrževanje nizke in stabilne inflacije oz. cenovne stabilnosti. Avstralija pa je inflacijo znižala že prej in jo s ciljanjem vzdrževala nizko.

Uspešnost tega bližnjega cilja je povzročila, da se je vedno več držav odločilo zanj, tudi države na prehodu; slednje inflacije niso mogle ciljati identično kot industrijsko razvite države, saj niso v celoti izpolnjevale pogojev za njeno ciljanje. Določene države na prehodu namreč nimajo razvitega političnega in institucionalnega okolja za uspešno vodenje denarne politike. Prav tako se v času tranzicije (prehod v tržno-orientirano gospodarstvo) oblikuje privatni sektor in se ločuje od javnega. Fiskalna politika se pojavlja v obliki javnih izdatkov, davkov in vladnega proračuna. Javni dolg postane operativen. Nekateri ekonomisti zato trdijo, da je za te države primernejša izbira ciljanje deviznega tečaja. Zato se odločajo ali za drzno kombinacijo dvojnega ciljanja (Izrael) ali za predhodni strogi dezinflacijski proces (Čile), pri katerem ciljanje inflacijske stopnje predstavlja vodilo za ta proces. Ciljanje inflacijske stopnje se je za te države izkazalo za primerno; nudi namreč mnogo operativnih prednosti ter omogoča nosilec denarne politike poglobljanje reform, povečanje transparentnosti, izboljšanje fiskalnega položaja ter znižanje inflacije na mednarodno raven. Za mala odprta gospodarstva ciljanje inflacijske stopnje ni tako primerno, saj so zelo odvisna od izvoza. Pri tem je potrebno upoštevati problem rasti cen v tujini, ki se implementirajo v majhna gospodarstva in na katere centralna banka nima vpliva (predvsem rast cen nafte in njenih derivatov).

Države, ki so izbrale ciljanje inflacijske stopnje, so kmalu po njeni izbiri uspešno znižale inflacijo na ciljno raven. Začetno znižanje je imelo vpliv na druge makroekonomske spremenljivke: znižano stopnjo rasti BDP, višjo obrestno mero, višjo stopnjo brezposelnosti in večjo spremenljivost deviznega tečaja. Ti »negativni« učinki so bili kratkotrajni. Kmalu se je stopnja rasti BDP zvišala in bila višja kot pri drugih bližnjih

ciljih, obrestna mera in stopnja brezposelnosti pa se je znižala. Tudi devizni tečaj⁶³ je postal orodje za upravljanje z inflacijo.

Različni šoki sicer lahko vplivajo na premike ciljne inflacijske stopnje za več kot 1%, vendar držav, ki ciljajo inflacijo, ne prizadenejo tako močno kot države, ki ciljajo druge bližnje cilje. Lahko se jim celo izognejo. K temu pripomore dejstvo, da ciljanje inflacije ne temelji na stabilni zvezi med denarnim agregatom in končnim ciljem ter da so pri oblikovanju denarne politike uporabljene vse razpoložljive informacije. Podatkov o tem, kako se ta bližnji cilj obnaša v primeru njegove izbire v času deflacije, ni.

Nekateri menijo, da je znižanje inflacije in njene spremenljivosti, znižanje obrestne mere in zvišanje dolgoročne gospodarske rasti, brezposelnosti in življenjskega standarda, posledica nečesa drugega, ne pa izbire inflacijske stopnje kot bližnjega cilja denarne politike. Vendar to ne drži, saj je prav ta bližnji cilj povzročil konceptualni preskok v denarni politiki in ji dal velik poudarek na doseganje cenovne stabilnosti. Druge države, npr. ZDA, ki niso izbrale inflacijske stopnje za bližnji cilj, so nizko inflacijo dosegle z močnim nominalnim sidrom, na katerega so »sidrale« svoj končni cilj. V ZDA je nominalno sidro predstavljal Alan Greenspan. Kljub temu, da ciljanje inflacijske stopnje predstavlja močno nominalno sidro, ni edino.

Ciljanje inflacije predstavlja zanesljivo rešitev bližnjega cilja denarne politike za mnogo držav, ki imajo politično željo in tehnične kapacitete za prevzem in vodenje odgovorne makroekonomske politike. Trend kaže, da ga bo v naslednjih letih prevzelo vedno več držav. Nenazadnje na to kaže odločitev ECB, ki je poleg denarnega agregata za bližnji cilj, kot drugi steber, izbrala še inflacijsko stopnjo.

10.2 ZASTAVLJEN CILJ

Delo temelji na dejstvu, da je glavni problem denarne politike, in s tem tudi države, visoka inflacija (ali negativna inflacija) in njeni negativni učinki na gospodarstvo. Vsaka od držav se bori proti njej s kombinacijo fiskalne in denarne politike. Pri tem je pomembna izbira bližnjega cilja denarne politike. Države največkrat izbirajo med tremi bližnjimi cilji: denarnim agregatom, deviznim tečajem in inflacijsko stopnjo. Nekatere se odločajo za kombinacijo dveh bližnjih ciljev.

V delu smo ugotavljali, zakaj je ciljanje inflacijske stopnje tako uspešno pri doseganju in vzdrževanju cenovne stabilnosti. Namen je celovita predstavitev denarne politike in inflacijske stopnje kot bližnjega cilja denarne politike.

Cilj dela je dokazati hipotezo, da inflacijska stopnja kot bližnji cilj denarne politike uspešno omogoča doseganje in zagotavljanje cenovne stabilnosti na dolgi rok, brez obdobj visoke inflacije. Uspešnost tega bližnjega cilja je v izpolnjevanju sledečih pogojev: neodvisnost centralne banke, sposobnost in pripravljenost denarnih oblasti, da ne ciljajo prioriteto drugih spremenljivk kot bližnjih ciljev (devizni tečaj, denarni agregat, stopnja zaposlenosti,...), fiskalna politika ne sme zapovedovati denarni, dolgoročna usmerjenost centralne banke, določitev jasno opredeljenega kvantitativnega cilja za inflacijo za nekaj

⁶³ Ciljanje inflacije je vsaj delno združljivo s politiko stabiliziranja tečaja. Stabilen devizni tečaj pomeni, ob podmeni stabilnih tujih cen, majhno spremenljivost uvoznih cen, ki se všttevajo v indeks potrošniških cen in zato tudi stabilnosti cen nasploh (še zlasti v gospodarstvu, kjer je delež potrošniških dobrin iz tujine velik).

obdobij vnaprej, nazorno in jasno obveščati javnost (o ukrepih centralne banke) ter določitev modelov za napovedovanje inflacije v prihodnosti, ki vključujejo številne spremenljivke in indikatorje, kateri omogočajo uporabne informacije za napoved inflacije v prihodnosti, izbrati tak proces, ki bo omogočal izbiro instrumentov denarne politike za doseg ciljne inflacijske stopnje na podlagi inflacijskih pritiskov in napovedi inflacije v prihodnosti. Hipotezo smo testirali in potrdili na podlagi izsledkov iz strokovne literature in primerjalne analize.

Obstajajo številne prednosti ciljanja inflacije kot najučinkovitejšega bližnjega cilja denarne politike. S teoretično podlago in primerjalno analizo (preko navzkrižne časovne in navzkrižne državne primerjave) je bilo ugotovljeno, da je med bližnjimi cilji ciljanje inflacije najuspešnejše pri doseganju in zagotavljanju cenovne stabilnosti, brez večjih stroškov in spremenljivosti BDP. Vendar to ne pomeni, da predstavlja zadosten pogoj za uspeh. Kot pri drugih bližnjih ciljih je tudi njen uspeh odvisen od ustaljenosti. Napačna fiskalna, denarna in tečajna politika vsako ciljanje obsodi na propad in inflacijska stopnja pri tem ni izjema. Največja pridobitev ciljanja inflacije, poleg verodostojnosti in inflacijskih pričakovanj, je prisila centralne banke, da komunicira z javnostjo⁶⁴ ter da stoji za svojimi dejanji.

Ciljanje inflacijske stopnje omogoči:

- večjo neodvisnost centralnih bank;
- boljšo komunikacijo oz. transparentnost ter odgovornost centralne banke;
- uspešnost pri znižanju inflacije ter vzdrževanju nizke in stabilne inflacije;
- lažje soočanje s šoki - ponudbeni šoki nimajo močnega vpliva na dvig inflacije;
- znižanje koeficienta žrtvovanja (sacrifice ratio⁶⁵) in spremenljivosti BDP;
- spremenljivost, ki omogoča prilagoditev začasnih inflacijskih šokov, da ne vplivajo na srednjeročni cilj;
- bolj jasno osredotočenost na inflacijo.

Države so s ciljanjem inflacije pričele v času, ko ni bilo veliko ponudbenih šokov (razen naftni šoki in krize v latinski Ameriki, Aziji in Rusiji, ki pa niso prizadele vseh držav ali pa so imele kratkotrajen učinek) in so bili makroekonomski pogoji dobri (vključno z nizkim fiskalnim deficitom). Oba dejavnika otežujeta ocenjevanje njene prednosti pred drugimi bližnjimi cilji ter interpretacijo empiričnih študij.

Pri tem je potrebno poudariti, da kljub dobrim rezultatom ciljanja inflacijske stopnje, ne obstoji najboljši način za vodenje denarne politike z namenom doseganja in vzdrževanja cenovne stabilnosti. Različne strategije vodijo do uspešne denarne politike, njihova izbira pa je odvisna od institucionalnega, gospodarskega in socialnega okolja posamezne države. Ostro preudarni nadzor in »prava« - nedominantna fiskalna politika samo pripomoreta k uspešnemu vodenju denarne politike.

⁶⁴ Pri asimetričnih informacijah med centralno banko in drugimi agenti dobra komunikacija in transparentnost opozori javnost pred neskladno denarno politiko ter negotovo prihodnostjo.

⁶⁵ Koeficient žrtvovanja: za koliko se zniža stopnja zaposlenosti ali outputa zaradi znižanja inflacije za 1 odstotno točko.

10.3 MOŽNOSTI ZA NADALJEVANJE IN RAZŠIRITEV RAZISKAVE

Delo se umešča v raziskovalno področje proučevanja makroekonomije oz. natančneje, na ožje področje proučevanja denarne politike in njenih bližnjih ciljev. Pričujoče raziskovalno delo predstavlja razširitev znanj o denarni politiki pri zagotavljanju cenovne stabilnosti. Delo namreč predpostavlja, da institucije denarne politike največkrat izbirajo med tremi bližnjimi cilji; med njimi postaja najpopularnejša inflacijska stopnja.

Kot pomemben prispevek predlaganega dela velja omeniti analizo rezultatov na podlagi razpoložljivih podatkov, ki je potrdila inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj za doseg končnega cilja.

Prvotna ideja o vključitvi večjega števila držav v primerjalno analizo in podrobni preučitvi ostalih bližnjih ciljev ni bila izvedljiva, bodisi zaradi težav pri pridobivanju podatkov bodisi zaradi omejenosti obsega dela. Že pri izbranih državah ni bilo moč dobiti vseh zelenih podatkov, večkratnemu posredovanju in prošnjam na različne mednarodne in državne institucije navkljub. Neglede na to imajo rezultati svojo uporabno vrednost.

Rezultati, ki so prikazani v tej raziskavi, so uporabni za:

- centralne banke, ki se odločajo med bližnjimi cilji;
- za različne raziskovalne institucije, ki se ukvarjajo s problemom visoke inflacije in kako jo znižati ter kako zagotoviti dolgoročno cenovno stabilnost;
- prispevek k ekonomski politiki ter v razširitvi spoznanj o denarni politiki pri zagotavljanju cenovne stabilnosti.

Raziskava je v predstavljeni obliki dobra osnova za nadaljevanje raziskovalnega dela, predvsem v smislu zagotavljanja cenovne stabilnosti. Pri tem imamo v mislih dejstvo, da je od odločitve prve države za izbiro inflacijske stopnje kot bližnjega cilja preteklo relativno malo časa (še ne dve desetletji) in da kljub pozitivnemu rezultatu, ki ga daje ta bližnji cilj, težko zagotovo trdimo, da zagotavlja cenovno stabilnost. Dejstvo pa je, da od vseh bližnjih ciljev najboljše prispeva k njenemu zagotavljanju.

Obstajajo možnosti metodoloških in vsebinskih izboljšav, s katerimi bi pridobili še nekatere dodatne informacije o učinkovitem doseganju cenovne stabilnosti oz. bi eventualno lahko izboljšali kvaliteto že dobljenih informacij. Izboljšave so mogoče pri zagotavljanju dostopnejših in popolnejših informacij oz. podatkovnih baz, izboljšanjem pojasnjevanju razlik v učinkovitosti posameznega bližnjega cilja in vsebinskih dopolnitvah.

11. LITERATURA

1. Agenor Pierre-Richard: Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting. Washington : The World Bank, 2000. 81 str., 8 tbl.
2. Allard Celine: Inflation in Poland: How Much Can Globalization Explain. Washington : IMF Working Papers, WP/07/41, 2007. 22 str.
3. Archer J. David: The New Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy. Journal of Monetary Economics, Amsterdam, 39(1997), str. 3-15.
4. Balls Ed: Delivering Economic Stability.
[URL: www.hm-treasury.gov.uk/media/E9E/57/DeliveringEconomicStability.pdf], 12.10.2005.
5. Batini Nicoletta, Nelson Edward: Optimal horizons for inflation targeting. London : Bank of England, 2000. 38 str.
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/workingpapers/wp119.pdf>], 25.12.2003.
6. Baumgartner Josef, Ramaswamy Ramana: Inflation Targeting in the United Kingdom. Information Content of Financial and Monetary Variables. Washington : IMF Working Paper, WP/96/44, 1996. 23 str., 5 tbl.
7. Baumgartner Josef, Ramaswamy Ramana, Zettergren Goran: Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden. Washington : IMF Working papers, WP/97/34, 1997. 31 str., 1 pril., 8 tbl.
8. Berg Andrew, Borensztein Eduardo, Mauro Paolo: An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 178, 2002. 27 str., 4 pril., 9 tbl.
9. Bernanke S. Ben et al.: Inflation Targeting. Princeton : Princeton University Press, 1999. 382 str.
10. Bernanke S. Ben: A Perspective on Inflation Targeting. Washington : The Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economics, 2003.
11. Blejer Mario I. et al.: Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies. Washington : IMF, 2000. 94 str.
12. Bofinger Peter: Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments. Oxford : Oxford University Press, 2001. 454 str.
13. Bofinger Peter: The monetary policy framework of the ECB. Universität Würzburg.
[URL: <http://209.85.135.104/search?q=cache:Ct2IsxBC65AJ:aei.pitt.edu/571/01/5-BofingerMain%2520-The%2520monetary%2520policy%2520framework%2520of%2520the%2520ECB.pdf+the+monetary+policy+framework+of+the+ECB&hl=sl&ct=clnk&cd=5>], 26.12.2003.
14. Bofinger Peter, Wollmershäuser Timo: Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order. London : Center for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 3064, 2001. 62 str.
15. Bofinger Peter, Wollmershäuser Timo: Exchange Rate Policies for the Transition to EMU. [URL: <http://www.eestipank.info/pub/en/majandus/rahasysteem/raamistik/>], 26.12.2003.
16. Bohnec Darko: The impact of EU Enlargement- Challenges for Monetary and Exchange Rate Policies. Ljubljana : Bank of Slovenia, 2003. 6 str.
17. Bollard Alan, Karagedikli Özer: Inflation Targeting: The New Zealand Experience and Some Lessons. [URL: <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/2361827.html>], 02.05.2007.
18. Brash T. Don: The new inflation target and New Zealanders' expectations about inflation and growth. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Wellington, 60(1997), 1, str. 3-8.

19. Brash T.Don: Inflation Targeting in New Zealand: experience and practice. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Wellington, 61(1998), 3, str. 221-227.
20. Brash T.Donald: Inflation Targeting: An Alternative Way of Achieving Price Stability. 50th Anniversary of Central Banking in the Philippines. Manila : Reserve Bank of New Zealand, 1999, 12 str.
21. Brash T.Donald: Inflation targeting 14 years on. The American Economics Association Conference. Atlanta : Reserve Bank of New Zealand, 2002. [URL: <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0114682.html>], 05.02.2007.
22. Briault Clive, Haldane G. Andrew, King A. Mervyn: Independence and Accountability. London : Bank of England, Working Paper Series No. 49, 1996. 49 str.
23. Cabos Karen, Funke Michael, Siegfried A. Nikolaus: Some Thoughts on Monetary Targeting vs. Inflation Targeting. Hamburg : Universität Hamburg, WPS No. 8/99, 1999. 20 str.
24. Cabrera Angel, Lagos Luis Felipe: Monetary Policy in Chile: A Black Box?. Santiago de Chile : Central Bank of Chile, 2002. str. 197 – 245.
[URL: <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc/pdf/dtbc88.pdf>], 15.08.2005.
25. Carare Alina, Stone R. Mark: Inflation Targeting Regimes. Washington : IMF Working Papers, WP/03/9, 2003. 36 str.
26. Carare Alina, Stone R. Mark: Inflation targeting regimes. Elsevier B.V., 2005, str. 1-19. [URL: www.elsevier.com/locate/eer], 15.05.2005.
27. Carson Carol S., Enoch Charles, Dziobek Claudia: Statistical Implications of Inflation Targeting: Getting the right numbers and getting the numbers right. Washington : IMF, 2002. 376 str.
28. Cecchetti Stephen, Ehrmann Michael: Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 69, 2000. 35 str.
29. Clifton Eric V.: Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?. Washington : IMF, IMF Policy Discussion Paper No.8, 1999. 23 str.
30. Cobham David, Zis George: The Cost of Political Intervention in Monetary Policy. St. Andrews : University of St. Andrews, 2001. 21 str., 8 tbl., 1 pril.
31. Croce Enzo, Khan S. Mohsin: Monetary Regimes and Inflation Targeting. [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/pdf/croce.pdf>], 15.06.2004.
32. Cukierman Alex et al.: Central Bank Independence, Growth, Investment, and Retail Rates. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, B.k., 39(1993), str. 95-140.
33. Debelle Guy, Stevens Glenn: Monetary Policy Goals for Inflation in Australia. Sydney : Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9503, 1995. 31 str.
34. Debelle Guy: Inflation Targeting in Practice. Washington : IMF Working Papers, WP/97/35, 1997. 32 str.
35. Debelle Guy et al.: Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy. Washington : IMF, Economic Issues No. 15, 1998. 16 str.
36. Detken Carsten, Gaspar Vitor: Managed Floating: A Fearless Way Out of the Corner?. Bonn : Deutsche Bank Research Workshop, 2003. 21 str.
37. Diewert Erwin: Harmonized Index of Consumer Prices: Their Conceptual Foundation. Frankfurt am Main : European Central bank, Working Paper No. 130, March 2002. 80 str.
38. Edwards Sebastian, Lefort Fernando: Stabilization, Persistence and Inflationary Convergence: A Comperative Analysis. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 37, 1998. 31 str., 9 tbl.
39. Faber Sophie, Rous Eveline: Money and Monetary Policy. Bildung und Wirtschaft, Zürich, 2000, 1, 8 str., 4 tbl.

40. Festić Mejra: Monetarno ciljanje ali inflacijsko ciljanje za zniževanje inflacije v Sloveniji?. Bilten EDP, Maribor, 23(2000), 2/3, str. 17-23.
41. Festić Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 3, str. 7-11.
42. Festić Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001a), 4, str. 6-11.
43. Festić Mejra: Monetarna politika Slovenije in Evropska Monetarna Unija. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 4, str. 2-8.
44. Fiorencio Antonio, Bello Moreira R. Ajax: Measuring the stability of the price system. Economic Modelling, Elsevier Science B.V., 2001, 18, str. 381-397.
45. Fraga Armino: Monetary Policy in a Transition to a Floating Exchange Rate: Remarks on the Recent Brazilian Experience.
[URL: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1999/S99frag.pdf>], 25.03.2004.
46. George Edward: Monetary Challenges. Birmingham : RSA Lectures, 2002. 14 str.
47. Gerdesmeier Dieter, Mongelli Francesco Paolo, Roffia Barbara: The Eurosystem, The US Federal Reserve and The Bank of Japan: Similarities and Differences. Frankfurt am Main : European Central Bank, Working Paper Series No. 742, 2007. 45 str.
48. Goodhart A.E. Charles: Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, St. Louis, July/August 2001, str. 165-182.
49. Goodhart A.E. Charles: Whither Central Banking?.
[URL: http://www.rbi.org.in/scripts/BS_entireSearch.aspx?search5hing=goodhart], 15.04.2006.
50. Gramlich M. Edward: The Politics on Inflation Targeting. The Euromoney Inflation Conference. Paris, 2005.
[URL: <http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2005/2005052>], 05.05.2007.
51. Gray Simon, Hoggarth Glenn: Introduction to Monetary Operations. London : Center for Central Banking Studies Bank of England, 1996, 10, 47 str.
52. Green H. John: Inflation Targeting. Theory and Policy Implications. Washington : IMF Working papers, WP/96/65, 1996. 17 str.
53. Grenville Stephen: The Evolution of Monetary Policy: From Monetary Targets to Inflation Targets. Sydney : Reserve Bank of Australia, 1997. 158 str.
54. Haldane G. Andrew: Targeting Inflation. London : Bank of England, 1995. 276 str.
55. Haldane G. Andrew: Pursuing Price-Stability. Evidence from the United Kingdom and Other Inflation Targeters. London : Bank of England, 1999. 17 str.
56. Hammermann Felix: Comparing Monetary Policy Strategies: Towards a Generalized Reaction Function. Kiel : Kiel Institute for World Economics, Kiel Working Paper No. 1170, 2003. 25 str.
57. Harley Ed, Davies Stephen: Low Inflation. The Financial Services Authority, London, 2001, 14, 73 str.
58. Hayo Bernd: Inflation culture, central bank independence and price stability. European Journal of Political Economy, Elsevier Science B.V., 1998, 14, str. 241-263.
59. Heenan Geoffrey, Peter Marcel, Roger Scott: Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications. Washington : IMF Working Papers, WP/06/278, 2006. 57 str.
60. Heikensten Lars: The Riksbank's inflation target-clarification and evaluation. 1999.
[URL: www.riksbank.com/templates/speech.aspx?id=6452], 19.12.2004.
61. Hoggarth Glenn: Introduction to Monetary Policy. London : Centre for Central Banking Studies Bank of England, 1996. 25 str.
http://europa.eu.int/comm/economy_finance], 06.12.2003.

62. Informational Backgrounders: Inflation-Control Targets. Ottawa : Bank of Canada. [URL: <http://www.bank-banque-canada.ca/english/bg-p-6.htm>], 7.3.1999.
63. Isard Peter: Exchange Rate Economics. Cambridge : Cambridge University Press, 1995. 275 str.
64. Isard Peter, Laxton Douglas, Eliasson Ann-Charlotte: Inflation targeting with NAIRU uncertainty and endogenous policy credibility. Journal of Economic Dynamics & Control, Elsevier Science B.V., 2001, 25, str. 115-148.
65. Issing Otmar: Einführung in die Geldpolitik. 6 izdaja, München : Verlag Vahlen, 1996. 293 str.
66. Issing Otmar: Why Price Stability?. First ECB Central Banking Conference. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2000, str. 179-2002.
67. Izvajanje Denarne Politike v Euroobmočju: Splošna Dokumentacija o Instrumentih in Postopkih Denarne Politike Eurosistema. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2006. 105 str.
68. Khan S. Mohsin: Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy. Washington : IMF Working Papers, WP/03/56, 2003. 17 str.
69. King Mervyn: Challenges for Monetary policy: New and Old. London : Bank of England. [URL: <http://www.frbkc.org/PUBLICAT/SYMPOS/1999/s99king.pdf>], 10.01.2004.
70. Kugler Peter: Price level trend-stationarity and the instruments and targets of monetary policy: An empirical note. Economics Letters, Elsevier Science S.A., 1999, 63, str. 97-101.
71. Kuroda Iwao: Towards more Effective Monetary Policy. London : Macmillan Press LTD, 1997. 439 str.
72. Laxton Douglas, N'Diaye Papa: Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Trade-Off: Some Evidence from 17 Industrial Countries. Washington : IMF Working Papers, WP/02/220, 2002. 39 str.
73. Leigh Daniel: Estimating the Implicit Inflation Target: An Application to U.S. Monetary Policy. Washington : IMF Working Papers, WP/05/77, 2005. 24 str.
74. Leitemo Kai: Inflation Targeting and Monetary Policy. Oslo : University of Oslo, 2003. 145 str.
75. Leitemo Kai: A game between the fiscal and the monetary authorities under inflation targeting. European Journal of Political Economy, Elsevier Science B.V., 2004, 20, str. 709-724.
76. Loayza Norman, Soto Raimundo: Inflation Targeting: An Overview. Santiago de Chile : Central Bank of Chile, 2002. 21 str.
77. Macfarlane I.J.: Monetary Policy: Past and Future. Hobart : Reserve Bank of Australia, 1997. 22 str.
78. Macfarlane I.J.: Australian Monetary Policy in the Last Quarter of the Twentieth Century. Sydney : Reserve Bank of Australia, 1998. 23 str.
79. Macfarlane I.J.: Monetary Policy and Financial Stability. [URL: www.rba.gov.au/Speeches/2004/sp_gov_161104.html], 12.12.2004.
80. Masson R. Paul, Savastano A. Miguel, Sharma Sunil: The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. Washington : IMF Working Papers, WP/97/130, 1997. 53 str., 6 pril., 6 tbl.
81. McCallum Benett T: Monetary Economics. Theory and Policy. New York : Macmillan Publishing Company, 1989. 356 str.
82. Meyer H.Laurence: Coming Soon: An Inflation Target at the FED. [URL: www.bankofcanada.ca/en/conference/2006/ny_meyer.pdf], 05.03.2006.
83. Milesi-Ferretti Gian Maria: A simple model of disinflation and the optimality of doing nothing. European Economic Review, Elsevier Science B.V., 1995, 39, str. 1385-1404.

84. Minella Andre et al.: Inflation targeting in Brazil: Constructing credibility under exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, Elsevier Ltd., 2003, 22, str. 1015-1040.
85. Mishkin S. Frederic: What Monetary Policy Can do and Cannot Do. *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanism*. Wien : Oesterreichische Nationalbank, 1996. str. 13-32.
86. Mishkin S. Frederic, Posen S. Adam: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *Economic Policy Review*, New York, 3(1997), 3, str. 9-96.
87. Mishkin S. Frederic: International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Stockholm : Institute for International Economic Studies, Seminar paper No. 648, 1998. 46 str.
88. Mishkin S. Frederic: International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Cambridge : National Bureau of Economics Research, NBER Working Paper Series WP 7044, 1999. 46 str.
89. Mishkin S. Frederic: International experiences with different monetary policy regimes. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier Science B.V., 1999a, 43, str. 579-605.
90. Mishkin S. Frederic: Inflation Targeting in Emerging Market Countries. Cambridge: National Bureau of Economics Research, NBER Working Paper Series WP 7618, 2000. 12 str.
91. Mishkin S. Frederic: From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. Conference of the Bank of Mexico: »Stabilization and Monetary Policy: The International experience«. Mexico : Columbia University, 2000a, 39 str.
92. Mishkin S. Frederic, Schmidt-Hebbel Klaus: One decade of Inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 101, 2001. 39 str., 4 tbl.
93. Mishkin S. Frederic: Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting. New York : Columbia University, 2004. 15 str.
94. Monetary Policy in the Nordic Countries: Experiences since 1992. Basle : BIS, 1997. 263 str.
95. Morande G. Felipe, Tapia Matias: Exchange Rate Policy in Chile: From the Band to Floating and Beyond. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 152, 2002. 46 str.
96. Mrak Mojmir: Mednarodne Finance. Ljubljana : GV Založba, 2002. 682 str.
97. Muhleisen Martin: Monetary Policy and Inflation Indicators for Finland. Washington : IMF Working Paper, WP/95/115, 1995. 40 str. 7 prl.
98. Nishimura Kiyohio G.: The New Policy Framework of the Bank Of Japan in an Uncertain World. [URL: <http://www.boj.or.jp/en/type/press/koen/ko0606c.htm>], 27.06.2006.
99. Pappa Evi: Do the ECB and the FED really need to cooperate? Optimal monetary policy in a two-country world. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier Science B.V., 2004, 51, str. 753-779.
100. Pikkarainen Pentti, Tyrvaenen Timo: The Bank of Finland's Inflation Target and the Outlook for Inflation over the Next Few Years. *Bank of Finland Bulletin*, Helsinki, 67(1993), 6-7, str. 8-13.
101. Pikkarainen Pentti, Ripatti Antti: The role of monetary indicators in the design of monetary policy. *Bank of Finland Bulletin*, Helsinki, 69(1995), 8, str. 3-8.
102. Posen Adam S.: Monetary Transparency in a Time of Change. [URL: <http://www.iie.com/publications/papers/posen 0997.htm>], 25.05.2005.
103. Press Release on Monetary and Exchange Rate Policy for 2005, Ankara : The Central Bank of the Republic of Turkey, 2004, 43, 19 str.

104. Ribnikar Ivan: Centralna banka. Bančni vestnik, Ljubljana, XLII(1994), 6, str. 41-42.
105. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. 1. del: Denarni sistem. III. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 333 str.
106. Ribnikar Ivan: Od bližnjega do končnega cilja denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 4, str. 45-48.
107. Rich George: Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective. Zürich : Swiss National Bank, 2000. [URL: www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/1468-2362.00060], 12.01.2004.
108. Roger Scott: A robust measure of core inflation in New Zealand, 1949-96. Auckland: Reserve Bank of New Zealand, 1997. 26 str.
[URL: http://www.rbnz.govt.nz/research/discusspapers/g97_7.pdf], 18.12.2003.
109. Roger Scott, Stone Mark: On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. Washington : IMF Working Papers, WP/05/163, 2005. 67 str.
110. Rudebusch Glenn, Svensson E.O. Lars: Eurosystem Monetary Targeting: Lessons from U.S. Data. Stockholm : Institute for International Economic Studies, SP No. 672, 1999. 28 str.
111. Scheller K. Hanspeter: The European Central Bank: History, Role and Function. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. 227 str.
112. Schmidt-Hebbel Klaus, Werner Alejandro: Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate. Santiago de Chile : Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 171, 2002. 22 str, 18 pril., 9 tbl.
113. Smets Frank: Maintaining price stability: How long is the medium term?. Journal of Monetary Economics, Elsevier Science B.V., 2003, 50, str. 1293-1309.
114. Solbes Pedro: Exchange rate policies and EMU participation of accession countries. EU Institutions press releases, 2003. [URL: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/03/103/0/RAPID&format=HTML&aged=&language=EN&guiLanguage=en>], 22.12.2003.
115. Sroul Gabriel: Price-Level versus Inflation Targeting in a Small Open Economy. Ottawa : Bank of Canada Working Paper 24, 2001. 20 str.
116. Sterne Gabriel: Inflation Targets in a Global Context. London : Bank of England, 2002. 56 str.
117. Stevens Glenn: Inflation Targeting: A Decade of Australian Experience. Sydney : Reserve Bank of Australia Bulletin, 2003. str. 17-29. [URL: http://www.rba.gov.au/Speeches/2003/sp_dg_100403.html], 20.12.2003.
118. Svensson E. O. Lars: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. London : Bank of England, 1996. 37 str.
119. Svensson E O Lars: Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. Stockholm : Institute for International Economic Studies, Working paper No. 646, 1998. 50 str.
120. Svensson E O Lars: Price stability as a target for monetary policy: Defining and maintaining price stability. Stockholm : Institute for International Economic Studies, Working paper No. 673, 1999. 49 str.
121. Svensson E O Lars: Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability. Cambridge : National Bureau of Economics Research, NBER Working Papers Series 7276, 1999a. 49 str.
122. Svensson E. O. Lars: Forward – Looking Monetary Policy, Leading Indicators, and the Riksbank's Inflation Report vs. the ECB's Monthly Bulletin. Stockholm : Stockholm University, 2000. 5 str.
123. Svensson E. O. Lars: The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or not?. Stockholm : Institute for International Economic Studies, Working paper No. 681, 2000a. 10 str.

124. Svensson O.E. Lars: What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules, 2001.
[URL: <http://www.princeton.edu/~svensson/>], 11.05.2004.
125. Svensson O.E. Lars: Independent Review of the Operation of Monetary Policy, 2001a. [URL: <http://www.princeton.edu/~svensson/>], 11.05.2004.
126. Svensson E. O. Lars: Monetary Policy and Real Stabilization. Princeton : Princeton University and NBER, 2002. 43 str.
127. Svensson E O Lars, Woodford Michael: Implementing Optimal Policy through Inflation – Forecast Targeting. Princeton : Princeton University and NBER, 2003. 70 str.
128. The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2006. 105 str.
129. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. 126 str.
130. Truman M. Edwin: Inflation Must Become Europe's Target. [URL: <http://www.iie.com/publications/papers/truman1202.htm>], 12.06.2004.
131. Von Hagen Jürgen: Money Growth Targeting. Stockholm : Institute for International Economic Studies, SP No. 643, 1998. 32 str., 2 pril.
132. Woglom Geoffrey: Inflation Targets: One Size Fits All?. [URL: <http://www.amherst.edu/~grwoglom/>], 13.07.2004.
133. Woodford Michael: Interest & Prices: Foundations of a Theory of Monetary policy. Princeton : Princeton University Press, 2003. 785 str.
134. Woodford Michael: Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy. Princeton : Princeton University Press, 2003a. 54 str.
135. Yamaguchi Yutaka: Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience. [URL: <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/2001/me19-S1-14.pdf>], 25.03.2004.

12. VIRI

1. Australian Bureau of Statistics. Canberra. [URL: <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs@.nsf/web+pages/statistics?opendocument>], 12.02.2004.
2. Bank of Finland. Helsinki : Bank of Finland, 1996. 15 str.
3. Brazilian Institute of Geography and Statistics – IBGE. [URL: <http://www.ibge.gov.br/english/default.php>], 15.05.2004.
4. Central Statistical Office. Warsaw. [URL: <http://www.stat.gov.pl/english/index.htm>], 15.06.2004.
5. Chapter 4: Annual Monetary Targets.
[URL: www.bankofcanada.ca/en/res/wp/1999/peytrignet-final.pdf], 22.12.2004.
6. Chapter 18: Conduct of Monetary Policy: Goals and Targets.
[URL: <http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261/chapter18.pdf>], 22.12.2004.
7. Deflation – an outline of the problems. [URL: www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rutor_IR/IR03_3_box4.pdf], 20.01.2005.
8. Deutsche Bundesbank: Monatsbericht April 1999. Deutsche Bundesbank, Bonn, 4(1999), str. 47-63.
9. Economic and Financial Data for Sweden. Stockholm : Sveriges Riksbank.
[URL: <http://www.riksbank.com/swedishstat/>], 15.03.2004.
10. Economics focus. Follow the money. 1998. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/FollowM.tml>], 11.06.2004

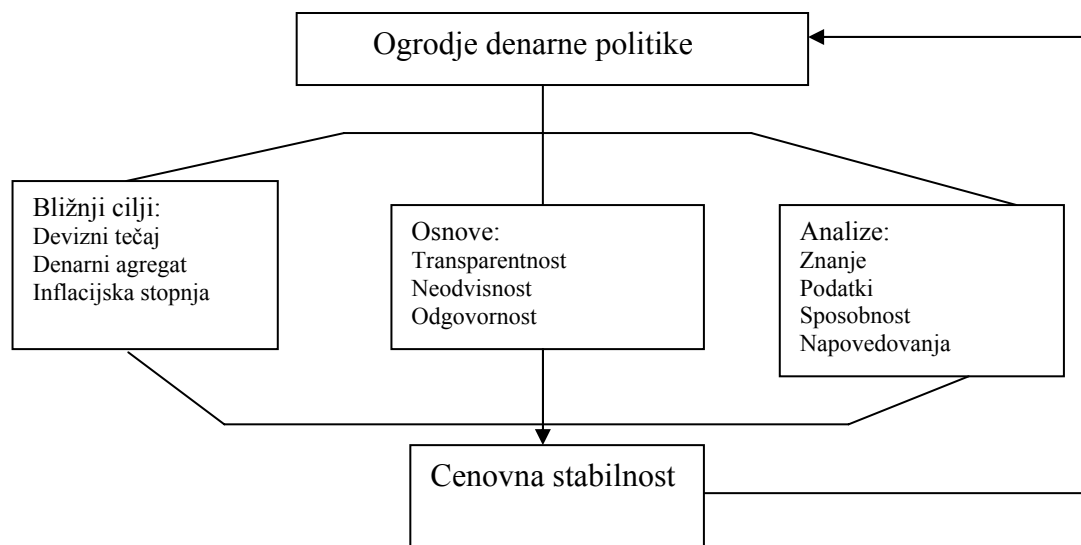
11. Economics Statistic. Santiago de Chile : Central Bank of Chile.
[URL:<http://www.bcentral.cl/eng/economic-statistics/index.htm>], 10.05.2004.
12. Eurostat. [URL:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1090,30070682,1090_33076576&_dad=portal&_schema=PORTAL], 15.06.2005.
13. Monetary Policy. Helsinki : Bank of Finland.
[URL: http://www.bof.fi/eng/2_rahapolitiikka/], 18.12.2004.
14. Monetary Policy. Washington : FED.
[URL: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>], 18.04.2005
15. Monetary Policy. Ottawa : Bank of Canada.
[URL: <http://www.bankofcanada.ca/en/monetary.htm>], 10.04.2006.
16. Monetary Policy. London : Bank of England. [URL:
<http://www.bankofengland.co.uk>], 19.12.2006.
17. Monetary Policy. Frankfurt am Main : European Central Bank. [URL:
<http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html>], 18.04.2007.
18. Monetary Policy and the Economy. Washington : FED. [URL:
<http://www.federalreserve.gov/policy.htm>], 04.05.2007.
19. Monetary Policy. Sydney : Reserve Bank of Australia.
[URL: <http://www.rba.gov.au/MonetaryPolicy/>], 10.05.2007.
20. Monetary Policy Report. Ottawa : Bank of Canada, 1998. 30 str.
21. Monetary Policy Strategies. Kobenhavn : Danmark Nationalbank. [URL:
<http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/8b8fe2a60c3a10cbc1256be5005.a8elfabe.0>], 01.04.2005.
22. Overview of the Federal Reserve System. Washington : FED.
[URL: http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf], 18.01.2007.
23. Quarterly Review 1998/4. Stockholm : Sveriges Riksbank, 4(1998), 105 str.
24. Rates and Statistics. Ottawa : Bank of Canada. [URL:
<http://www.bankofcanada.ca/en/rates/index.html>], 15.04.2004.
25. Series Database. Jerusalem : Bank of Israel. [URL:
<http://www.bankisrael.gov.il/series/en/>], 11.05.2004.
26. Statistics. Auckland : Reserve Bank of New Zealand. [URL:
<http://www.rbnz.govt.nz/statistics/>], 12.02.2004.
27. Statistics. Helsinki : Bank of Finland. [URL:
<http://www.bof.fi/en/tilastot/index.htm>], 20.04.2004.
28. Statistics. London : Bank of London. [URL:
<http://www.bankofengland.co.uk/statistics/index.htm>], 15.04.2004.
29. Statistics: Releases and Historical Data. Washington : FED. [URL:
<http://www.federalreserve.gov/releases/>], 20.06.2004.
30. Statistics. Sydney : Reserve Bank of Australia. [URL:
<http://www.rba.gov.au/Statistics/Bulletin/index.html>], 18.01.2004.
31. Statistics. Tokyo : Bank of Japan. [URL:
<http://www.boj.or.jp/en/theme/research/stat/index.htm>], 30.06.2004.
32. Statistics. Zürich : Swiss National Bank. [URL: <http://www.snb.ch/en/iabout/stat>], 30.04.2004.
33. Statistics Finland. Helsinki. [URL: http://www.tilastokeskus.fi/til/aiheet_en.html], 20.04.2004.
34. Statistics New Zealand. Auckland. [URL:
<http://www.stats.govt.nz/economy/default.htm>], 12.02.2004.
35. Statistics Sweden. Stockholm. [URL:
<http://www.ssd.scb.se/databaser/makro/start.asp?lang=2>], 15.04.2004.
36. The British Economy. London : Foreign and Commonwealth Office London, 1998.

- 4 str.
37. The Implementation of Monetary Policy. Washington : FED. [URL: <http://www.federalreserve.gov/publications.htm>], 04.05.2007.
 38. The Seven Ages of Monetary Policy. [URL: <http://www.economicsuk.com/research/david-sevenages.html>], 15.09.2004.
 39. Why core and total. Ottawa: Bank of Canada. [URL: <http://www.bankofcanada.ca/en/monetary.htm>], 16.09.2005.

PRILOGE – SEZNAM PRILOG

Priloga 1: Ogrodje denarne politike.....	ii
Priloga 2: Odločitve o denarni politiki.....	iii
Priloga 3: Odločitve o ciljni inflacijski stopnji.....	iv
Priloga 4: Odgovornost in transparentnost centralnih bank.....	v
Priloga 5:	
Slika 1: Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju inflacijske stopnje.....	vi
Slika 2: Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju deviznega tečaja.....	vii
Slika 3: Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju denarnega agregata.....	viii
Priloga 6: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na Novi Zelandiji v obdobju 1975-2004.....	ix
Priloga 7: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Kanadi v obdobju 1975-2004.....	ix
Priloga 8: Transmisijski mehanizem denarne politike v Kanadi.....	x
Priloga 9: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Veliki Britaniji v obdobju 1975-2004.....	x
Priloga 10: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na švedskem v obdobju 1975-2004.....	xi
Priloga 11: Gibanje inflacijske stopnje in stopnje rasti BDP na finskem v obdobju 1975-2004.....	xi
Priloga 12: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Avstraliji v obdobju 1975-2004.....	xii
Priloga 13: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Švici v obdobju 1975-2004.....	xii
Priloga 14: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Čilu v obdobju 1975-2004.....	xiii
Priloga 15: Gibanje inflacijske stopnje in obrestne mere v Izraelu v obdobju 1975-2004.....	xiii
Priloga 16: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na poljskem v obdobju 1975-2004.....	xiv
Priloga 17: Gibanje inflacijske stopnje v Braziliji obdobju 1975-2004.....	xiv
Priloga 18: Pregled operacij odprtega trga v Evrosistemu.....	xv
Priloga 19: Pregled odprtih ponudb.....	xv
Priloga 20: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v EMU v obdobju 1975-2004.....	xvi
Priloga 21: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v ZDA v obdobju 1975-2004.....	xvi
Priloga 22: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na japonskem v obdobju 1975-2004.....	xvii
Priloga 23: Slovar prevodov angleških izrazov.....	xviii

PRILOGA 1: Ogradje denarne politike



Vir: Sterne Gabriel: Inflation Targets in a Global Context, str 35, 2002

PRILOGA 2: Odločitve o denarni politiki

Država	Začetek ciljanja	Kdo odloča	Število članov		Pogostost srečanja	Javno dostopni dokumenti
			Notranji	Zunanji		
Nova Zelandija	marec 1990	guverner	/	/	/	/
Kanada	februar 1991	vladni konzilij	6	0	8 x letno	ne
Velika Britanija	oktober 1992	MPC	5	4	mesečna	da, z dvo-tedenskim zamikom
Švedska	januar 1993	svet centralne banke	6	0	8 x letno	da, z dvo-tedenskim zamikom
Avstralija	april 1993	svet centralne banke	3	6	mesečna	Ne
Izrael	juni 1997	guverner	/	/	/	/
Poljska	oktober 1998	monetarni konzilij	1	9	mesečna	da, s šest-tedenskim zamikom
Braziliya	juni 1999	svet centralne banke	8	0	mesečna	da, z osem-dnevnim zamikom
Čile	september 1999	svet centralne banke	2	3	mesečna	da, z dvanajst-tedenskim zamikom

Vir: Heenan, Peter, Roger: Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, 2006, str. 11

PRILOGA 3: Odločitve o ciljni inflacijski stopnji

Država	Začetek ciljanja	Merilo inflacije	Točkovni cilj	Ciljni razpon	Osnova za računanje	Časovni horizont	Napovedovalni horizont
Avstralija	april 1993	objavljeni CPI	/	2-3%	letna (Y/Y %)	dolgoročni	4-6 četrletij
Brazilija	junij 1999	objavljeni CPI	4% (2003) 3,75% (2004)	±2% (1999-2002) ±2,5% (od 2003)	letna (Y/Y %)	letni	6-8 četrletij
Kanada	februar 1991	objavljeni CPI	2%	1-3%	letna (Y/Y %)	petletni	6-8 četrletij
Čile	september 1999	objavljeni in osnovni CPI	3%	2-4%	letna (Y/Y %)	dolgoročni	8 četrletij
Izrael	junij 1997	objavljeni CPI	/	1,3%	letna (Y/Y %)	nedoločen	dve letni
Nova Zelandija	marec 1990	objavljeni CPI	/	3-5% (1990) 0-2% (1992-96) 0-3% (1997-2001) 1-3% (od 2002)	letna (Y/Y %)	dolgoročni	ni določen
Poljska	oktober 1998	objavljeni CPI	pod 4% (do 2003) 3% (2003) 2,5% (od 2004)	spreminjajoč (1999-2001) ±1 (od 2002)	letna (Y/Y %)	dolgoročni	ni določen
Švedska	januar 1993	objavljeni CPI	2% (od 1995)	±1	letna (Y/Y %) in letni povprečni	nedoločen	eno do dve leti
Velika Britanija	oktober 1992	objavljeni CPI	/ (1992-95) 2,5% (1996-2004) 2% (od 2004)	1-4% (1992-96) ±1 (od 1996)	letna (Y/Y %)	letni	12 četrletij

Vir: Heenan, Peter, Roger: Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, 2006, str. 8 in 19

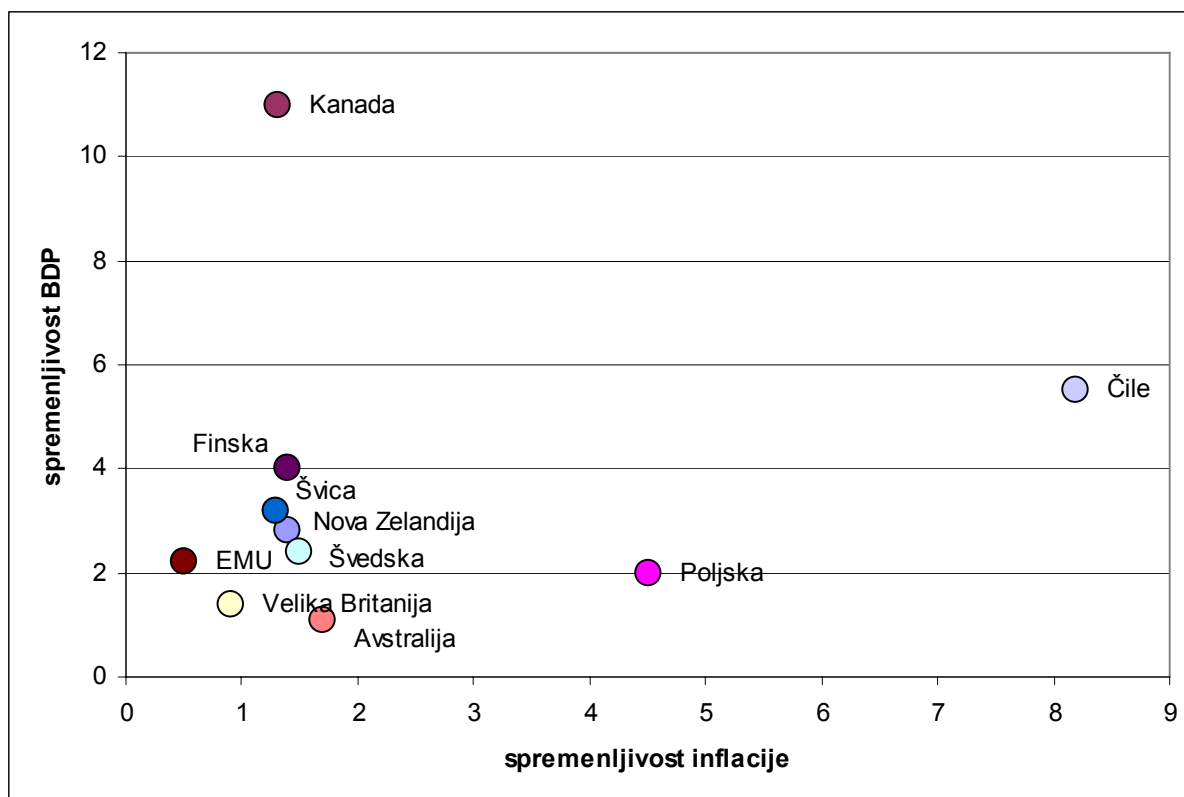
PRILOGA 4: **Odgovornost in transparentnost centralnih bank**

Država	Publikacije »Publicy Minutes«	Poročanje vladi	Mesečna poročila	Posebna poročila o zgrešitvi cilja	Uporaba klavzul pobega
Avstralija	ne	da	četrtno	ne	ne
Kanada	ne	da	polletno	da	ne
Čile	da (90 dnevni zamik)	da	četrtno	ne	ne
Izrael	da	da	polletno	ne	ne
Nova Zelandija	ne	da	četrtno	da	posebne zahteve
Poljska	ne	da	četrtno	ne	posebne zahteve
Švedska	da	da	3x letno	da	posebne zahteve
Velika Britanija	da	da	četrtno	da	ne

Vir: Heenan, Peter, Roger: Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, 2006, str. 12

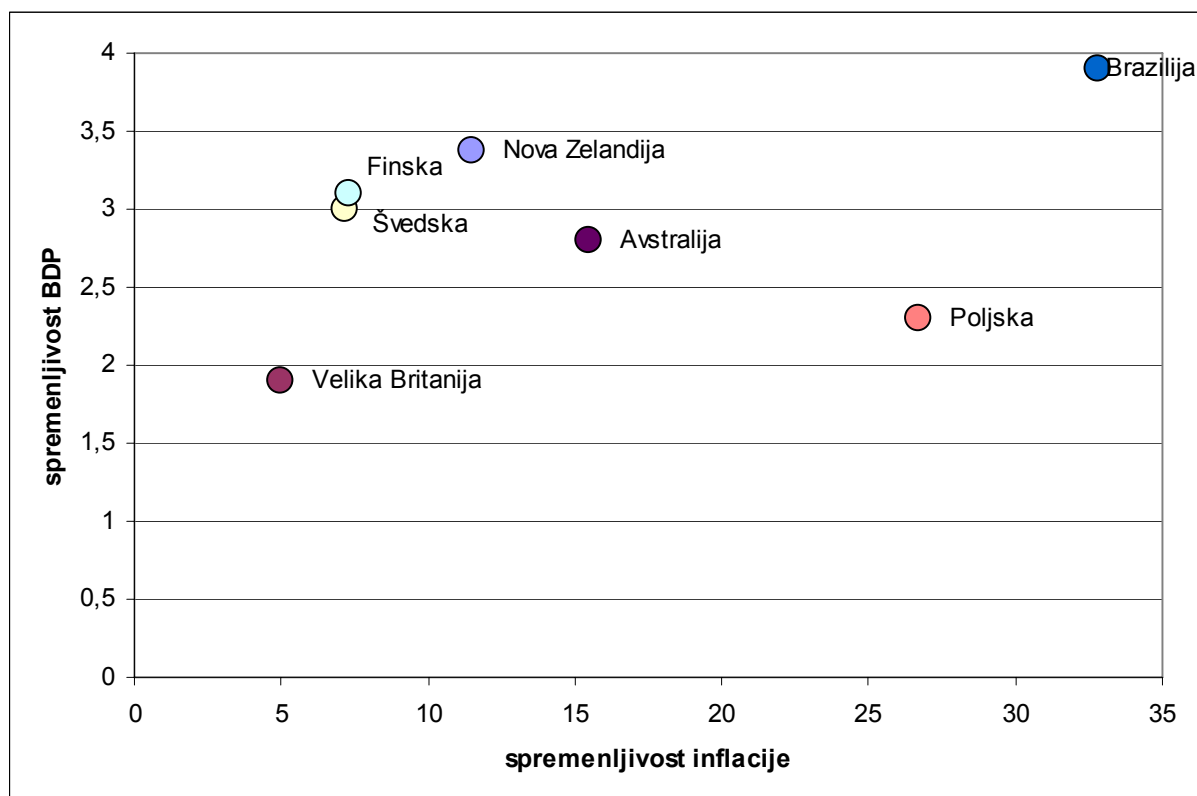
PRILOGA 5:

Slika 1: **Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju inflacijske stopnje**



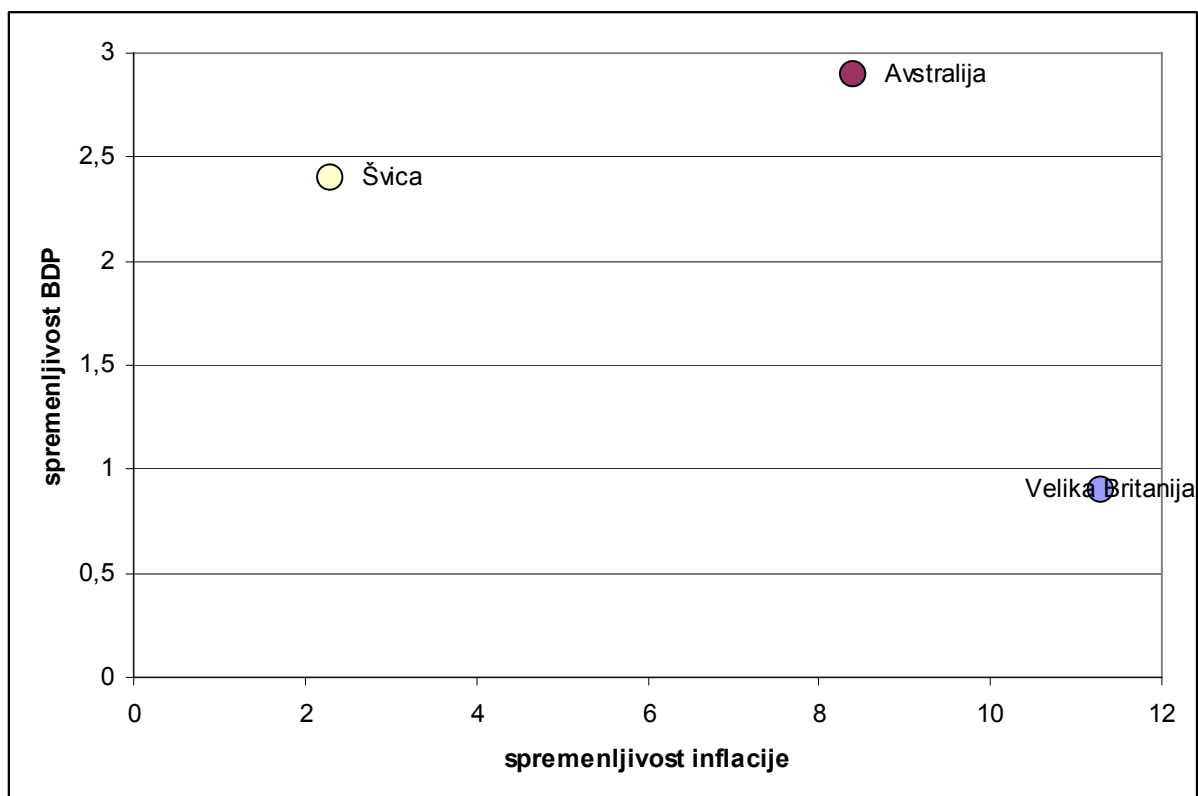
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 2: **Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju deviznega tečaja**



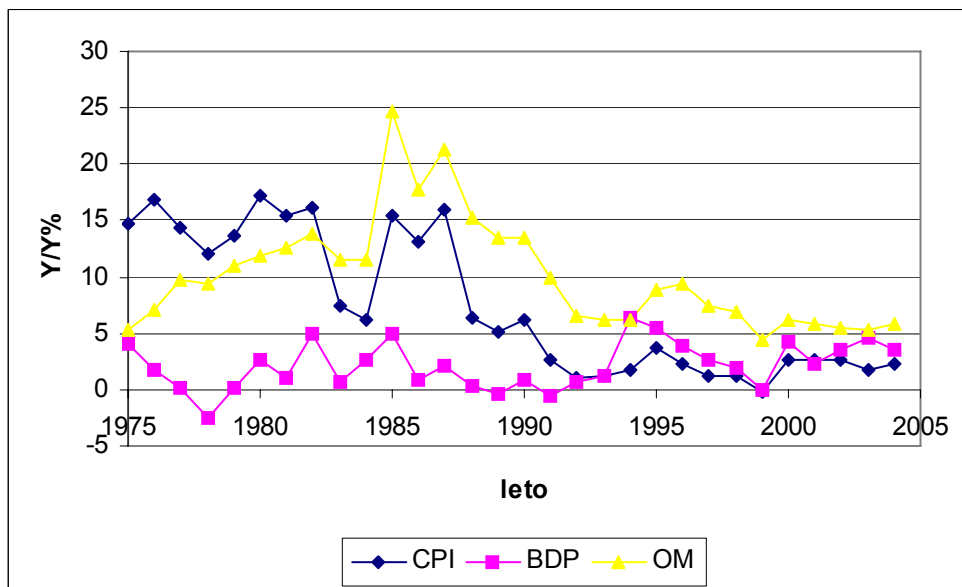
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

Slika 3: **Izmenjava med spremenljivostjo BDP in inflacijo pri ciljanju denarnega agregata**



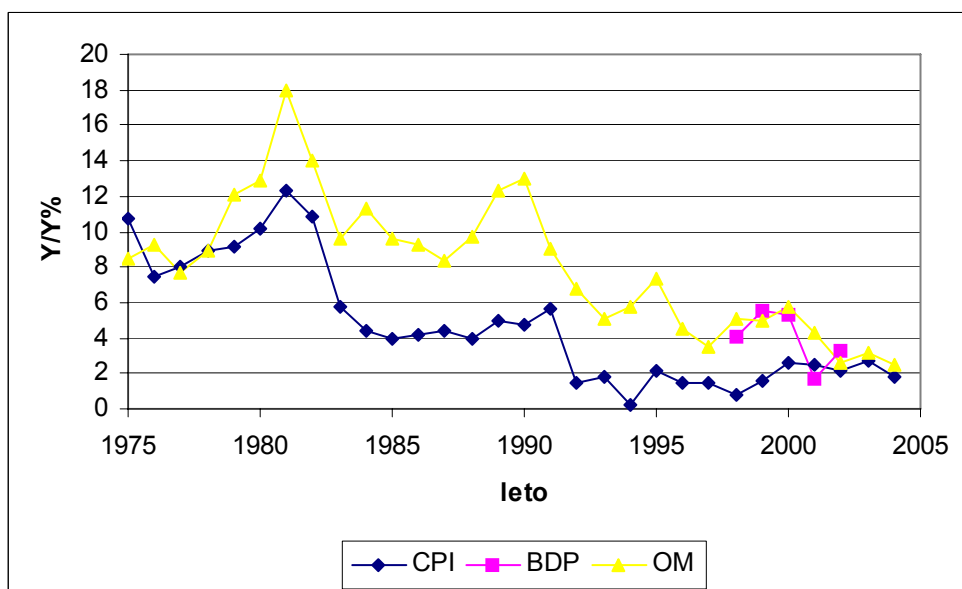
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 6: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na Novi Zelandiji v obdobju 1975-2004



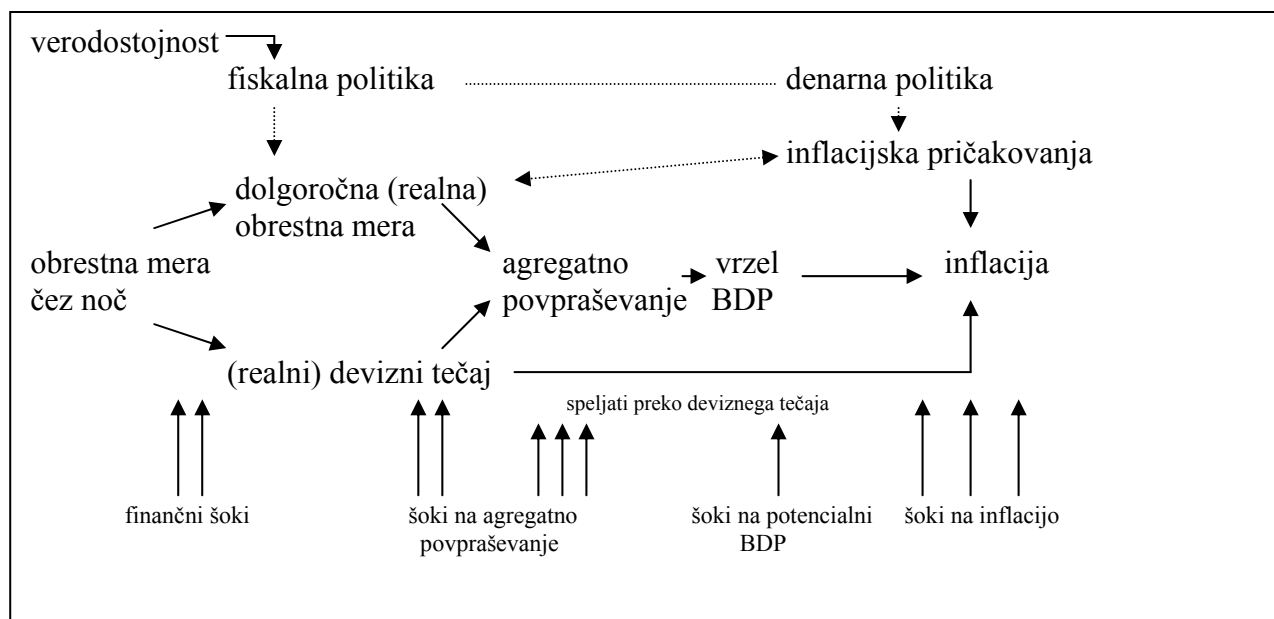
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 7: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Kanadi v obdobju 1975-2004



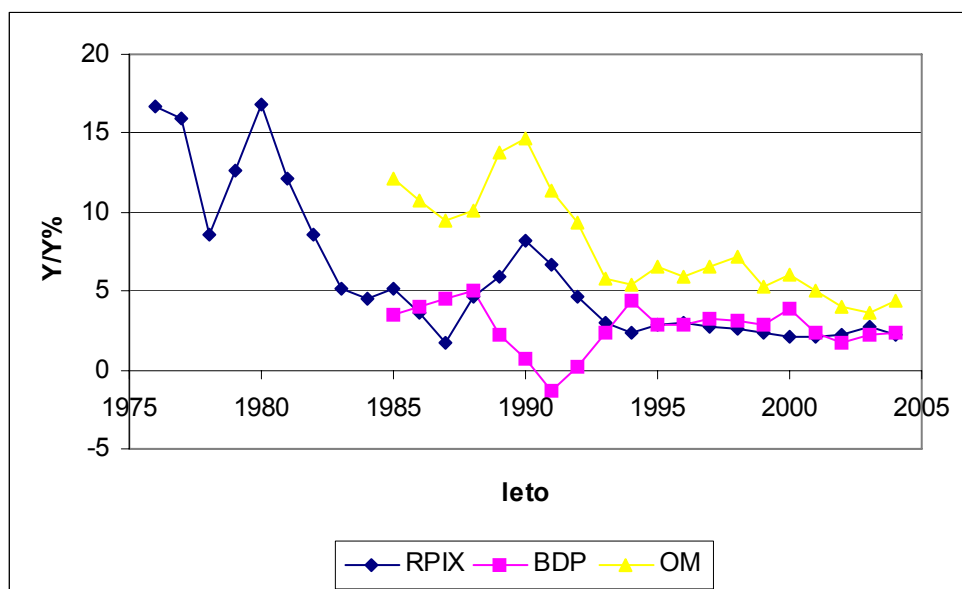
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 8: Transmisijski mehanizem denarne politike v Kanadi



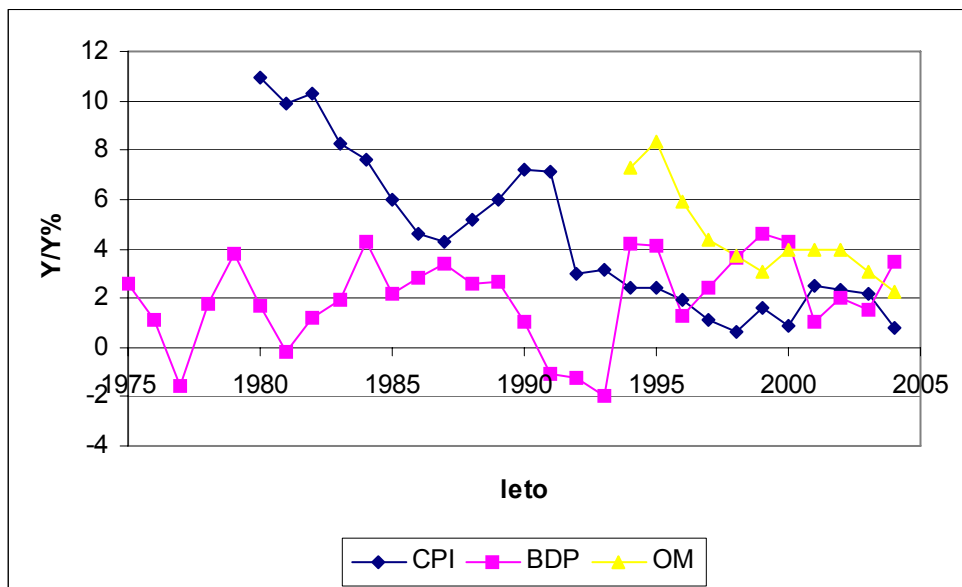
Vir: Blejer et al.: Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Economies, 2000, str. 38

PRILOGA 9: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Veliki Britaniji v obdobju 1975-2004



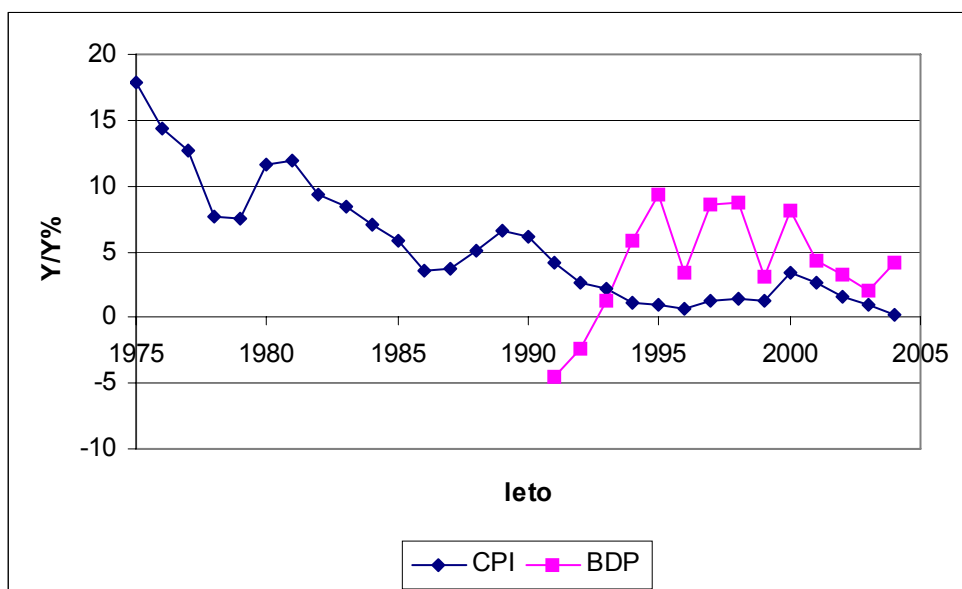
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 10: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na švedskem v obdobju 1975-2004



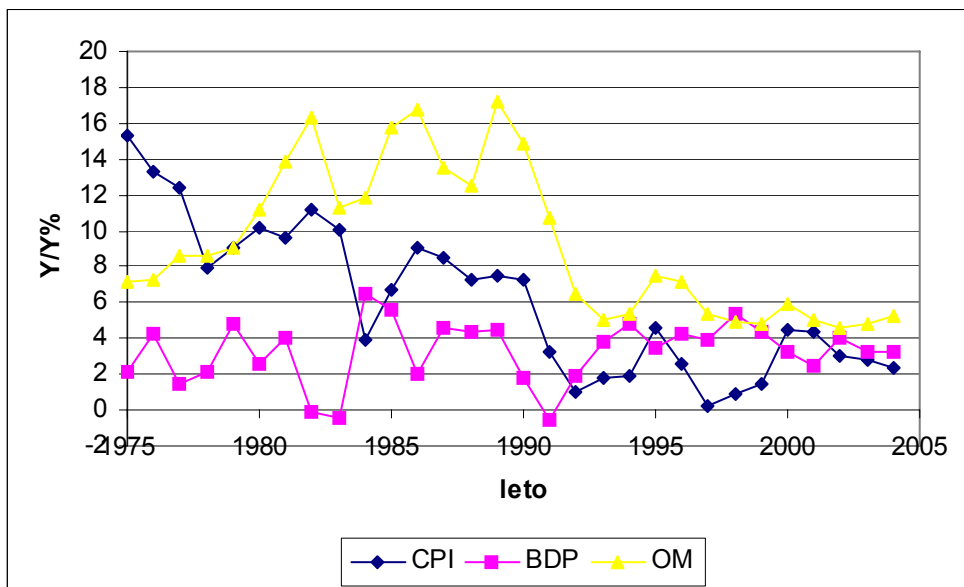
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 11: Gibanje inflacijske stopnje in stopnje rasti BDP na finskem v obdobju 1975-2004



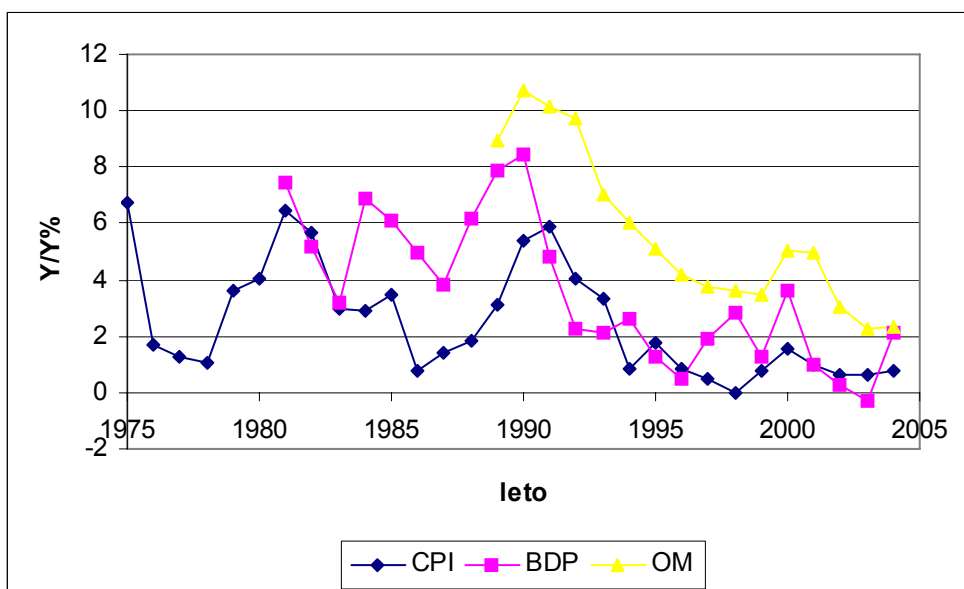
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 12: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Avstraliji v obdobju 1975-2004



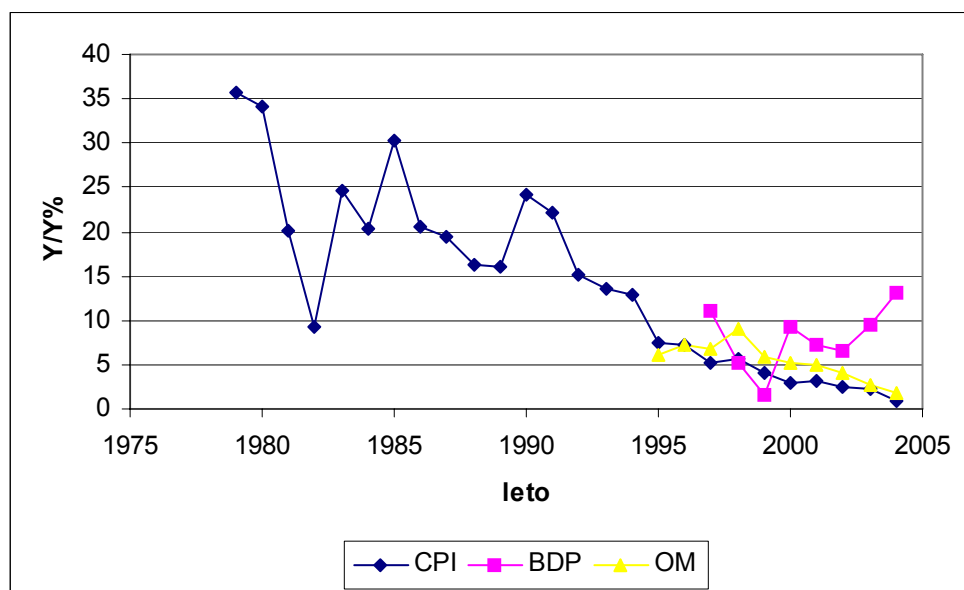
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 13: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Švici v obdobju 1975-2004



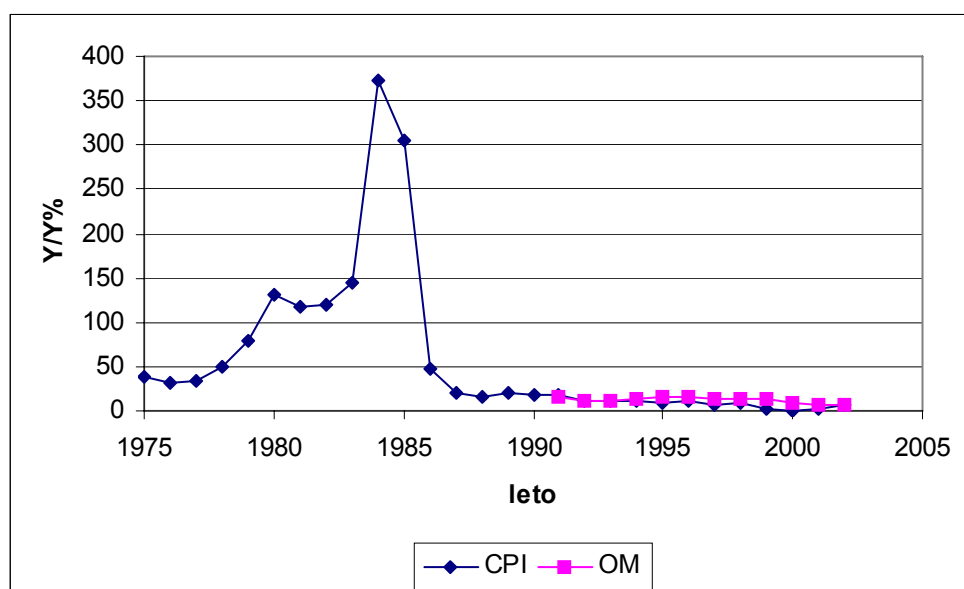
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 14: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v Čilu v obdobju 1975-2004



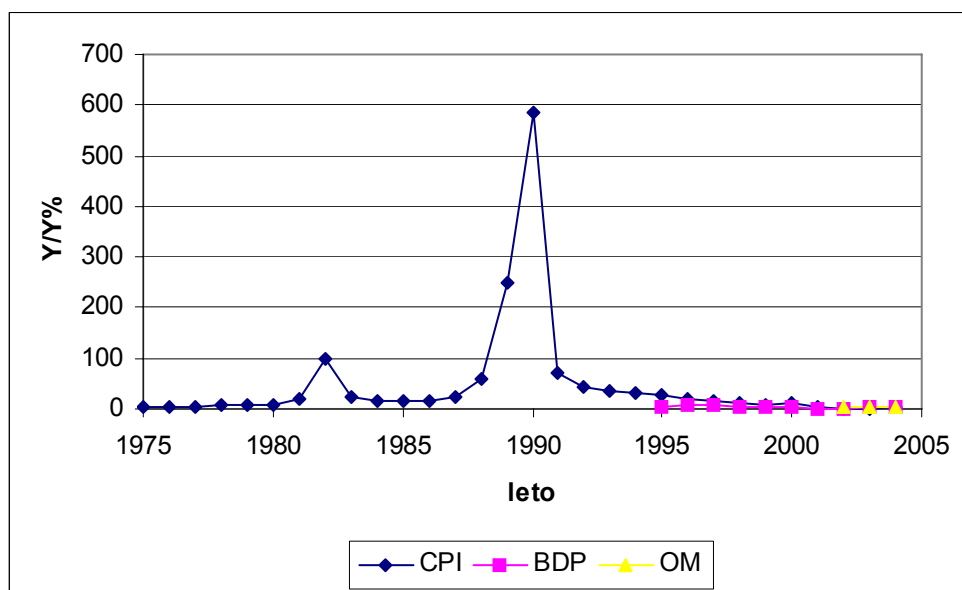
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 15: Gibanje inflacijske stopnje in obrestne mere v Izraelu v obdobju 1975-2004



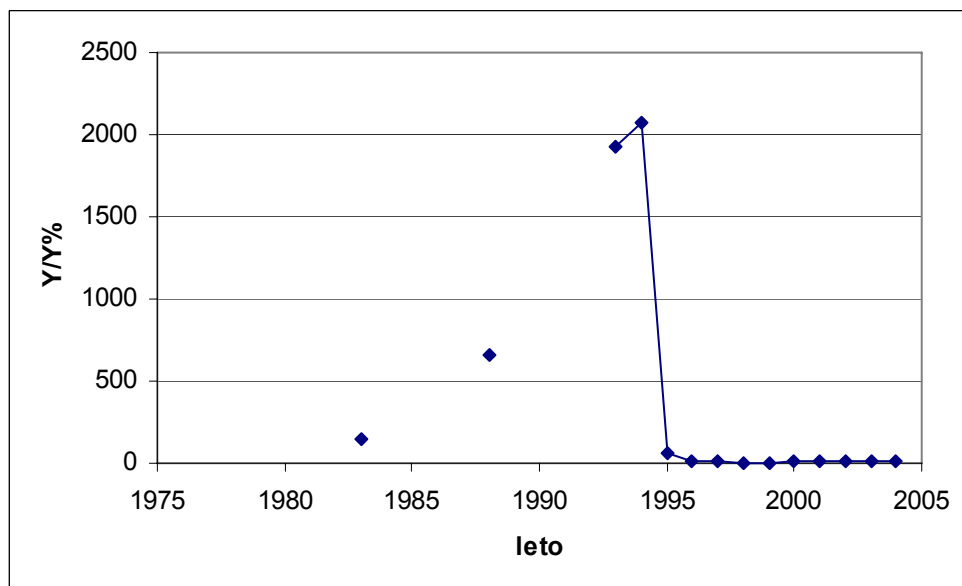
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 16: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na poljskem v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 17: Gibanje inflacijske stopnje v Braziliji v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 18: Pregled operacij odprtega trga v Evrosistemu

	vrste transakcij		dospelost	pogostost
	povečanje likvidnosti	umikanje likvidnosti		
operacije glavnega refinanciranja	povratne transakcije		en teden	tedensko
operacije dolgoročnega refinanciranja	povratne transakcije		tri mesece	mesečno
operacije finega uravnavanja	povratne transakcije	valutne zamenjave	nestandardizirano	občasno
	valutne zamenjave	zbiranje vezanih vlog		
		povratne transakcije		
	dokončni nakupi	dokončne prodaje		
strukturne operacije	povratne transakcije ali dokončni nakupi	izdaja dolžniških certifikatov ali dokončne prodaje	standardizirane/ nestandardizirane	občasno in redno

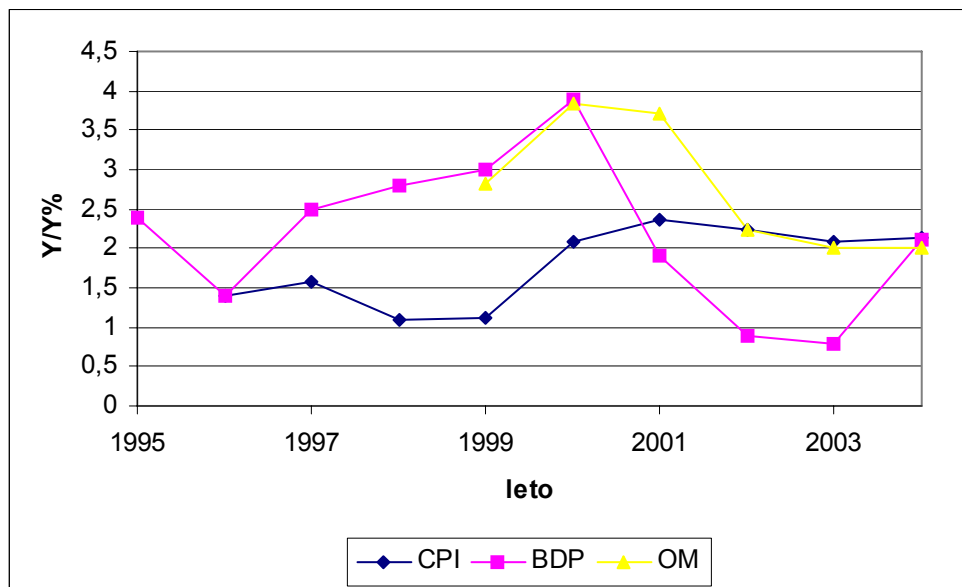
Vir: The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, 2006, 14-19 str.

PRILOGA 19: Pregled odprtih ponudb

	vrste transakcij		dospelost	pogostost
	zagotavlja likvidnost	absorbira likvidnost		
mejno posojilo	povratne transakcije		čez noč	glede na potrebo
mejni depozit		vloge	čez noč	glede na potrebo

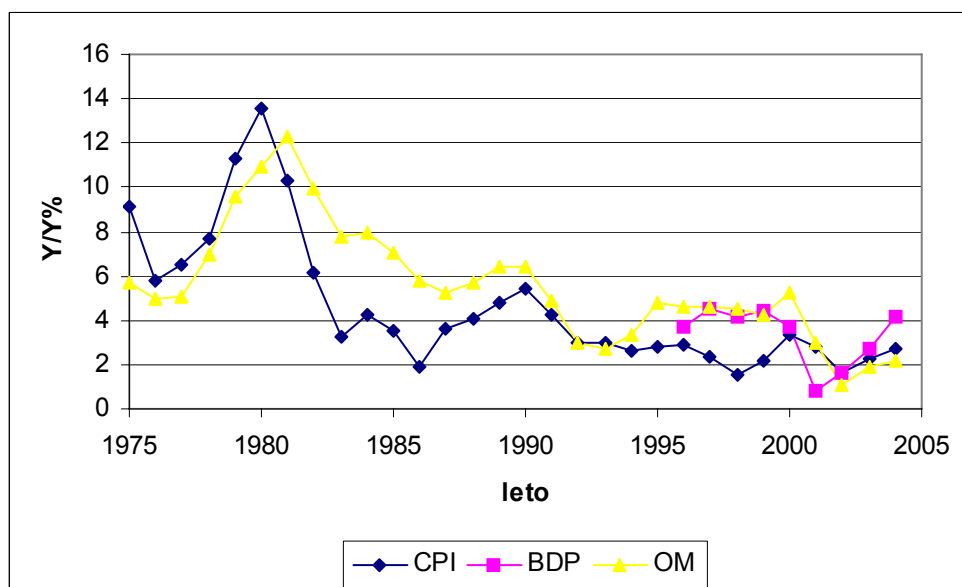
Vir: The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, 2006, 20-22 str.

PRILOGA 20: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v EMU v obdobju 1995-2004



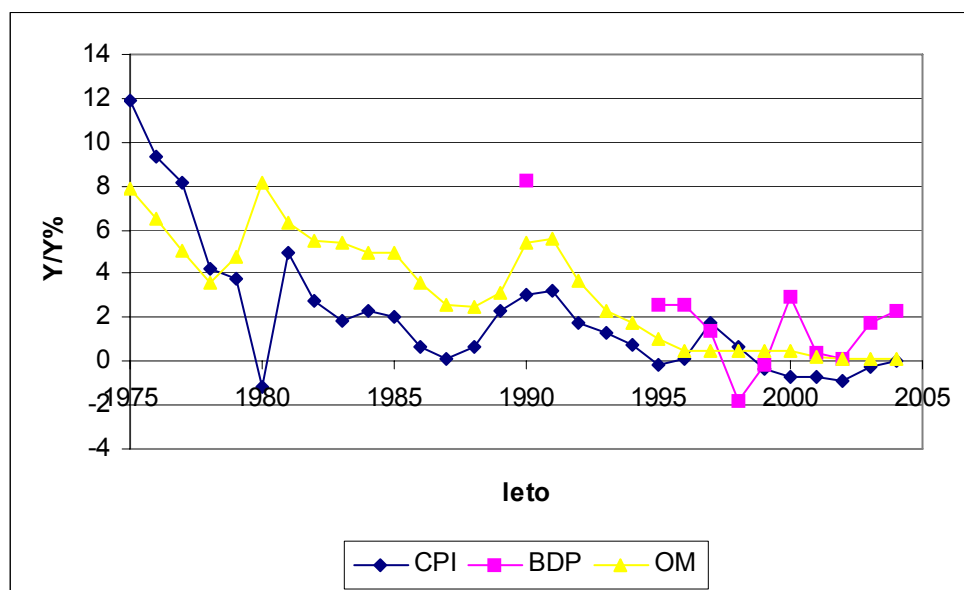
Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 21: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere v ZDA v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 22: Gibanje inflacijske stopnje, stopnje rasti BDP in obrestne mere na japonskem v obdobju 1975-2004



Vir: lastni izračuni na podlagi statističnih podatkov

PRILOGA 23: Slovar prevodov angleških izrazov

accountability	odgovornost
annual report	letno poročilo
anticipated inflation	anticipirana inflacija
asset-price bubble	mehurček cen sredstev
bandwidth	širina ciljnega razpona
bias	nagnjenost
breach	preboj, prelom
caveat	svarilo
ceiling	zgornja meja
central bank independence	neodvisnost centralne banke
Chancellor	minister za finance ali državni zakladnik (Velika Britanija)
coincident indicator	sočasni indikator
Consumer Price Index (CPI)	indeks cen na drobno ali indeks maloprodajnih cen
core inflation rate	osnovna inflacijska stopnja
crawling band	drseči razpon
crawling peg	drseč trdni devizni tečaj
credibility	verodostojnost
deposit facility	depoziti
dirty-floating exchange rate policy	politika umazanega drsečega deviznega tečaja
discount window	diskontno okno
disinflationary process	dezinflacijski proces
eclectic inflation targeting	izbrano ciljanje inflacije
escape clause	klavzule pobega
fear of floating	strah pred drsenjem
Federal Open Market Committee	Komite FED
fiscal dominance	fiskalna nadvlada
full fledged inflation targeting	popolnoma pokrito ciljanje inflacije
forecast-based rule	pravilo na podlagi napovedi
GDP deflator	BDP deflator
general forecast-targeting rule	splošno pravilo ciljanja napovedi
general instruments	splošni instrumenti denarne politike
great inflation	velika inflacija
goal	končni cilj denarne politike

headline broad consumer price index	široki indeks potrošniških cen
headline inflation rate	objavljena inflacijska stopnja
Harmonised Index of Consumer Prices - HICP	Harmonizirani indeks potrošniških cen
high and middle income developing countries	srednje ali visoko dohodkovno razvite države
implicit price stability anchor	implicitno sidro cenovne stabilnosti
indicators	indikatorji denarne politike
indirect tax	posredni davek
Inflation forecast	napoved inflacije v prihodnosti
Inflation report	inflacijsko poročilo
Inflation targeting	ciljanje inflacijske stopnje
Inflation targeting lite	ciljanje inflacije »lite«
instrumental variables	instrumentalne spremenljivke
instruments direct	neposredni instrumenti denarne politike
instruments indirects	posredni instrumenti denarne politike
instruments of monetary policy	instrumenti denarne politike
lag	odklon
lagging indicator	zaostali indikator
leading indicator	glavni indikator
marginal lending facility	mejno kreditiranje
middle point of the band	osrednja točka razpona
monetary condition index (MCI)	indeks denarnih razmer
Monetary Policy Committee	Komite denarne politike
official cash rate	uradna denarna obrestna mera
open market policy	politika odprtega trga
optimal feedback horizont	optimalni povratni horizont
optimal policy horizont	optimalni horizont denarne politike
output gap	proizvodnja luknja
over-riding objective	glavni / najbolj pomemben cilj
parity rate	uradni tečaj
pegged to one currency	vezava na eno valuto
point target for the inflation rate	točkovno določena ciljna inflacijska stopnja
policy engineering	načrtovanje denarne politike
pre-emptive strike	predčasni napad na inflacijo
price deflator for consumer expenditures	cenovni deflator za potrošniške izdatke

price gap	cenovna luknja
price index	cenovni indeks
price stability	cenovna stabilnost
proximate goal	bližnji cilj denarne politike
qualitative instruments	kvalitativni instrumenti denarne politike
quantitative instruments	kvantitativni instrumenti denarne politike
Retail Price Index (RPIX)	indeks cen na drobno ali indeks maloprodajnih cen (Velika Britanija)
run-away inflation	izmuzljiva inflacija
sacrifice ratio	koeficient žrtvovanja
scope	področje/območje delovanja
seigniorage	monopolni dobiček centralne banke
selective instruments	selektivni instrumenti denarne politike
spread	razpon
stock of money	količina denarja v obtoku
stumpage price	cena surovega lesa (Finska)
target	bližnji cilj denarne politike
target inflation rate	ciljna inflacijska stopnja
target range for the inflation rate	razpon ciljne inflacijske stopnje
targeting	ciljanje
the base rate	osnovna ali izhodiščna obrestna mera
The Minutes of Meeting	zapiski srečanj med guvernerjem BoE in državnim zakladnikom ali ministrom za finance
time horizon	časovni horizont
thick point	debela točka
tools of monetary policy	instrumenti denarne politike
transparency	transparentnost
treasury bill	zakladna menica
ultimate target	končni cilj denarne politike
unanticipated inflation	neanticipirana inflacija
underlying inflation rate	osnovna inflacijska stopnja
zero interest rate policy	politika ničelne obrestne mere