

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

GOSPODARSKA RAST IN INFLACIJA

Ljubljana, november 2004

ALEKSANDER HRVATIN

IZJAVA

Študent Aleksander Hrvatin izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	INFLACIJA	3
2.1	STROŠKI INFLACIJE	4
2.1.1	<i>PRIČAKOVANA INFLACIJA</i>	5
2.1.2	<i>NEPOPOLNO PRIČAKOVANA INFLACIJA</i>	5
2.2	VZROKI INFLACIJE	6
3	GOSPODARSKA RAST	8
3.1	DEJAVNIKI GOSPODARSKE RASTI.....	9
4	SKUPNI DEJAVNIKI INFLACIJE IN GOSPODARSKE RASTI	12
5	PRERAZDELITEV DOHODKA Z INFLACIJO	13
5.1	MODEL PRERAZDELITVE MED PLAČAMI IN DOBIČKI	13
5.2	PRERAZDELITEV ZARADI DAVČNIH MOTENJ	15
6	VPLIV INFLACIJE NA RAST PREKO FINANČNIH TRGOV	15
6.1	VPLIV FINANČNIH STOGOV NA RAST DOHODKA	16
6.2	NELINEARNI VPLIV INFLACIJE NA GOSPODARSKO RAST	19
6.3	TEŽAVE Z NAPAČNO IZBIRO IN MORALNIM HAZARDOM	22
6.4	INFLACIJA KOT DAVEK NA FINANČNA SREDSTVA.....	22
6.5	OPTIMALNA STOPNJA INFLACIJE	23
6.6	STROŠKI OCENJEVANJA DONOSNOSTI NA FINANČNIH TRGIH	24
6.7	VLOGA FINANČNIH POSREDNIKOV V ODNOSU INFLACIJA-RAST	26
7	KRATKOROČNI ALI DOLGOROČNI UČINEK INFLACIJE NA GOSPODARSKO RAST	27
8	PROTIINFLACIJSKA POLITIKA IN NIČELNA INFLACIJA	28
8.1	SUMMERSOV UČINEK	29
8.2	PROTIINFLACIJSKA POLITIKA V RAZMERAH HIPERINFLACIJE	30
9	SKLEP	31
11	LITERATURA	33
12	VIRI	35
13	SLOVAR	

KAZALO SLIK

SLIKA 1: INFLACIJA V EVROPSKI UNIJI IN IZBRANIH ČLANICAH V LETIH OD 1994 DO 2003 .	8
SLIKA 2: GOSPODARSKA RAST V EVROPSKI UNIJI IN IZBRANIH ČLANICAH V LETIH OD 1994 DO 2003	10
SLIKA 3: RAST INVESTIRANJA V EVROPSKI UNIJI IN IZBRANIH ČLANICAH V LETIH OD 1995 DO 2004	10
SLIKA 4: RAST INVESTICIJ IN BDPJA V EVROPSKI UNIJI IN SLOVENIJI V LETIH OD 1994 DO 2003	11

1 UVOD

Na gospodarsko rast vpliva mnogo dejavnikov. Predvsem z vidika ekonomske politike je pomembno vedeti, kateri izmed njih nanjo najzanesljiveje vpliva in hkrati v kolikšni meri. Zato je dejavnike gospodarske rasti potrebno kvantificirati in segmentirati po pomembnosti. Velika večina teh dejavnikov je že znana, prav tako so znani najznačilnejši vplivi vsakega izmed njih na gospodarsko rast. V teoriji se vpliv nekaterih dejavnikov razlikuje večinoma zaradi različnih definicij in predpostavk ter različnih kombinacij, v katerih se ta dejavnik pojavlja.

Poleg gospodarske rasti je v širšem pojmovanju gospodarskega razvoja z vidika ekonomske politike za nek ekonomski prostor pomembno časovno spreminjanje treh osnovnih makroekonomskih dejavnikov, kot so inflacija, (ne)ravnotežje javnih financ in brezposelnost. Vsi trije so tako po ekonomski teoriji kot tudi empirično med seboj povezani. Inflacija pa je že po definiciji negativen dejavnik, ki pa načeloma ne vpliva na gospodarsko rast. Večinoma je v teoriji negativno opredeljena permanentna inflacija, ki lahko preide v hiperinflacijo in preko inflacijske spirale privede gospodarstvo v recesijo. Zato inflacija dolgoročno ni vzdržna.

Dolgo časa je v teoriji veljal tradicionalni pogled, oprt na teoriji Phillipsove krivulje s predpostavko, da obstaja negativna (pozitivna) povezava med inflacijo in brezposelnostjo (produktom). Glede na Tobin-Mundellovo hipotezo dvig inflacije povzroči prenos denarja v dolgoročne investicije, posledično s pozitivnim vplivom na rast proizvoda. Nasprotno je Feldstein (1982) prikazal mehanizem, po katerem inflacija s pomočjo davkov povzroči povečanje stroškov kapitala in zato znižanje investicij in gospodarske rasti.

Vendar pa je v zadnjih letih vpliv inflacije na rast postal aktualnejši, zato so ekonomisti naredili mnogo raziskav na to temo. Barro (1995) tako na primer ugotavlja, da ima konstantna inflacija negativen dolgoročen vpliv na gospodarsko rast. Hkrati opozori tudi na posrednika, saj po njegovem mnenju inflacija vpliva na investiranje in posredno na rast. Fischer (1993) ugotavlja, da ima inflacija dolgoročno pozitiven vpliv na gospodarsko rast, vendar le, ko je razmeroma nizka. Če se inflacija poveča, je korelacija negativna. Nekateri ekonomisti so se zavzemali za teorijo pozitivnega učinka inflacije na rast, vendar so raziskave vedno znova empirično dokazale vpliv v obliki konveksne (izbočene) funkcije z enim (ali več¹) vrhom, ki pa še zmeraj niso zanesljivo razložile mehanizmov. Kasnejše raziskave so ponudile jasnejšo sliko. Negativno razmerje med inflacijo in gospodarsko rastjo je povezano povežala z epizodnimi visokimi stopnjami inflacije.

¹ Večina raziskav je že v osnovi predpostavljala funkcijo z enim vrhom in so temu primerno statistično testirali funkcije takšne oblike.

Ugotovitev, da je pojav epizodnih visokih inflacij primarni vir negativnega razmerja inflacija-rast, je za preučevanje povezave finančnega razvoja in rasti bistvenega pomena. Razlog je v tem, da finančno posredništvo postane v razmerah zelo visoke inflacije oteženo. Informacije o investicijskih projektih in donosih, ki jih uporabljajo posredniki, postanejo v inflatornem okolju bolj nezanesljive in celo nezadostne. Poleg tega lahko inflacija upočasni finančno posredovanje zaradi negativnega učinka na finančna sredstva, kar lahko privede do napačnega izbora odločitev na finančnih trgih. Rousseau in Watchel (2001) sta dokazala, da obstaja mejna stopnja inflacije, ko večanje obsega financ preneha vzpodbujati rast. Ko inflacija preseže mejo, ki je med 15 in 25%, se pokaže zelo šibak vpliv obsega financ na rast. Vpliv je tako šibak, da je v primerjavi z negativnimi učinki iz drugih delov mehanizma vpliva inflacije na gospodarsko rast, zanemarljiv.

Te raziskave kažejo, da sta obseg finančnega sektorja in večji obseg storitev finančnih posrednikov povezana z ekonomsko rastjo². Vseeno raziskave do sedaj niso ugotovile, ali obstajajo določeni ekonomski pogoji, ob katerih bi bila prisotna povezava med obsegom finančnega sektorja in gospodarsko rastjo. Rousseau in Watchel (2001) sta preučila takšen mehanizem, po katerem se razmerje finance-rast spreminja glede na inflacijo.

V splošnem so sodobnejši avtorji dobivali rezultate, ki so potrjevali Fischerjeve ugotovitve, vendar je večina avtorjev ugotovila nelinearni vpliv. Gilman, Harris in Matjas (2001) so tako ugotovili, da je vpliv nelinearen, in sicer v obliki črke U, kar je v nasprotju z večino predhodnikov, ki so predpostavljali narobe obrnjeno U krivuljo. Vendar so statistični kazalci različni glede na proučevano skupino držav. Tudi v predznaku, kar pomeni, da je potrebno vsako državo oziroma skupino držav z enakimi makroekonomskimi značilnostmi, različno obravnavati. Enako je ugotovil Malla (1997), ki je izračunal različna vpliva inflacije na rast med proučevanima skupinama držav, OECD in azijskih držav.

V teoriji je znan model A. P. Thirwalla iz leta 1999, ki razlaga vpliv inflacije na gospodarsko rast skozi prerazdelitev dohodka. V tem modelu Thirwall dokaže, da inflacija učinkuje drugačno na prerazdelitev dohodka med mezde in dobičke (ob realni predpostavki, da je nagnjenost k varčevanju iz plač nižja kot nagnjenost k varčevanju iz dobičkov). Višja inflacija je ugodna za gospodarsko rast, vendar le kratkoročno in to je, dokler obstaja učinek cenovne iluzije.

Vendar je večina ekonomistov razlagala vpliv inflacije na gospodarsko rast preko finančnih trgov. Prav ta mehanizem je za pojasnjevanje vpliva verjetno najpomembnejši, saj inflacija preko stroškov financiranja vpliva na investiranje, ki pa predstavlja enega glavnih dejavnikov gospodarske rasti. V diplomski nalogi bom navedel najpomembnejše ugotovitve omenjenih raziskav in poskušal najti pravo podobo vpliva inflacije na gospodarsko rast.

² Dodatne raziskave so pokazale, da tudi drugi dejavniki finančnega razvoja, kot na primer likvidnost trga vrednostnih papirjev, vpeljava novih računovodskih standardov ali strožji nadzor nad korupcijo, zvišujejo stopnje rasti.

Poizkušal bom razložiti tezo, da visoka inflacija škodi gospodarski rasti tudi v državah z razvitim tržnim sistemom. Kljub temu da tu sistem deluje z minimalnimi trenji in ob zelo racionalnih pričakovanjih in uporabi raznih inštrumentov, kot so indeksacija in popolno napovedovanje ekonomske politike, lahko inflacija še zmeraj preko nekaterih drugih mehanizmov vpliva na gospodarsko rast. Inflacija ob predpostavkah indeksiranja, napovedi ekonomske politike³ oziroma prikritih, vendar pričakovanih gibanjih ključnih elementov ekonomske politike⁴ načeloma izgubi svoji negativni posledici, kot sta negotovost in izguba realne blaginje, vendar ima lahko druge negativne posledice. Namreč inflacija vpliva na gospodarsko rast tudi, če poizkuša ekonomska politika omiliti socialne posledice.

Diplomsko nalogo začejam z opredelitvami inflacije in gospodarske rasti ter njunih dejavnikov. Drugi sklop obsegata dva modela vpliva inflacije na razdelitev dohodka, Thirwallov model in model prerazdelitve dohodka zaradi davčnih motenj. V tretjem delu diplomske naloge bom razložil vpliv inflacije na rast s poudarkom na vplivu preko finančnih trgov, ki je izmed vseh najgloblji ter posledice najusodnejše. Ob preučevanju teorij bom poizkušal ugotoviti, ali je možno potegniti vzporednico med teorijami in razviti enoten model vpliva inflacije na rast.

2 INFLACIJA

Inflacija je tako ekonomsko kot socialno negativen makroekonomski pojav, saj predstavlja dvig cen življenjskih potrebščin, kar, ceteris paribus, pomeni zmanjšanje kupne moči in s tem znižanje blaginje ekonomskih subjektov. Vendar je z vidika ekonomske teorije inflacija pojav, ki ni nujno zelo negativen, saj ima v nekaterih teorijah pozitivne učinke na razvoj določenih gospodarskih panog⁵.

Če se skuša ekonomska politika dolgoročneje prilagoditi inflaciji, denimo z indeksacijo, lahko postane nevarno. Nizka inflacija lahko namreč preide v hiperinflacijo in preko inflacijske spirale privede gospodarstvo v recesijo. Zato inflacija dolgoročno ni vzdržna. Hkrati pa je

³ Primer so nepreklicno vezani devizni tečajji, ko mora ekonomska politika skrbeti za stalno nominalno vrednost lastnega denarja, zaradi česar mora zelo uravnavati inflacijo.

⁴ Primer slovenske politike določanja tečaja tolarja glede na evro do junija 2004, ko so z namenom vzpodbujanja izvoza, sicer prikrito, nominalno deprecirali vrednost tolarja glede na evro. Ker je proces potekal dalj časa, ga lahko uvrstimo med pričakovane.

⁵ Vprašanje je, v kolikšni meri je dejansko inflacija lahko pozitiven dejavnik. Inflacija ima sicer tako negativne kot tudi pozitivne posledice, ki pa so navadno bistveno nižje od negativnih. Zgodi se seveda lahko, da pozitivni dejavniki prevladajo, vendar so zato potrebni posebni začetni pogoji. Tudi model vpliva inflacije na prerazdelitev, ki opisuje enega izmed ekonomsko pozitivnih dejavnikov inflacije, a na koncu opozori na določeno stanje, ki mora biti v gospodarstvu potrebno, da učinek deluje.

potrebno poudariti, da za gospodarstvo ni koristno niti strogo znižanje inflacije, saj se navadno zgodi, da ekonomska politika s primarnim ciljem znižanja inflacije uporabi stabilizacijske ukrepe, ki pa imajo negativni učinek na rast. Zato lahko trdimo, da ima celo zgolj zmerna inflacija⁶ zelo negativne učinke, čeprav so stroški bistveno višji v razmerah visoke stopnje inflacije⁷.

S tega vidika so zelo zanimivi primeri držav, ki so ustavile visoko inflacijo. Tipične predstavnice so južnoameriške in mediteranske države, kot so na primer Čile (1975-77), Brazilija (1986), Izrael (1985). Te so v enem ali dveh letih uspele s strogimi ekonomskimi politikami zelo znižati inflacijo (Izrael: iz 400% na 20%, Brazilija iz 420% na 9%; Ball, 1993).

Drugi primer močnega znižanja inflacije so države v tranziciji. Ob spremembi družbenopolitičnega sistema so se države tudi ekonomsko preusmerile v tržni sistem, kar je vodilo v krizo. Tako so se države, kot so Rusija (1526,0%), Estonija (1760,0%) in Slovenija (207,3%) v letu 1992 zaradi nenadne liberalizacije cen srečale s hiperinflacijami, ki pa na srečo niso trajale (razen v Rusiji) dolgo časa, saj sta Slovenija in Estonija že v naslednjem letu ujeli ostale tranzicijske države na "le" dvoštevilčni stopnji inflacije in skupaj z njimi (z izjemo Madžarske in Poljske) dosegle enoštevlično že leta 1997. Groba stabilizacija je torej trajala dobrih pet let⁸.

2.1 STROŠKI INFLACIJE

Verjetno najpomembnejši negativni dejavnik inflacije je dejstvo, da razen nekaj eksogenih razlogov, ki pa so v glavnem enaki za vse države, inflacijo povzročajo endogena gibanja. Ta gibanja uravnava ekonomska politika, ki pa lahko z neobvladovanjem inflacije kaže svojo makroekonomsko nesposobnost. Visoka inflacijska stopnja je namreč povezana tudi z dokaj veliko variabilnostjo gibanja cen, ki negativno učinkuje na gospodarski razvoj in rast. Pri obravnavi stroškov inflacije je pomembno razlikovati med popolno pričakovano inflacijo ter delno pričakovano ali nepričakovano inflacijo.

Naraščanje cen povzroča številne stroške, ki so različni v razmerah popolnoma pričakovane in nepopolnoma pričakovane inflacije. Že dalj časa ekonomisti ob obravnavanju stroškov inflacije poudarjajo učinke inflacije na pričakovanja ekonomskih subjektov. Dejansko ima upoštevanje pričakovanj veliko vlogo v teoriji vpliva na rast preko razdelitve dohodka. V skrajni meri ekonomski subjekti inflacijo vnaprej pričakujejo in zahtevajo indeksacijo ekonomskih kazalcev, kar je lahko skrajno nevarno za umirjanje gibanja cen.

⁶ Običajno definirana kot letna inflacija med 5 in 30 odstotki.

⁷ Stroški se po nekaterih ocenah povečujejo z eksponentno stopnjo.

⁸ V tem obdobju se je zaradi prestrukturiranja bistveno znižal tudi dohodek držav, ki pa so ga na raven pred spremembami države pridobile šele v slabem desetletju, saj so leta 1998 imele samo Poljska, Slovaška in Slovenija BDP višji kot leta 1989, ki predstavlja zadnje predtranzicijsko leto (Marentič, 2002).

2.1.1 PRIČAKOVANA INFLACIJA

Za inflacijo pravimo, da je popolnoma pričakovana, ko ekonomski subjekti ob sprejemanju odločitev in sklepanju pogodb upoštevajo dejstvo, da bo v prihodnjem obdobju prisotna neka določena stopnja inflacije. Če predpostavimo, da ima neko gospodarstvo že več let ali celo desetletje konstantno inflacijo, je pričakovati, da bodo subjekti, ki jih inflacija najbolj prizadane, v gibanje ekonomskih kazalcev vključili inflacijo⁹.

Načeloma so v takem gospodarstvu stroški, ki jih povzroča inflacija, le dveh vrst. Prvi primer stroškov inflacije izhaja iz dejstva, da neinvestirana finančna sredstva ne prinašajo obresti, kar pomeni, da inflacija viša oportunitetne stroške držanja denarja. Drugi primer so t.i. menu-costs oz. stroški spreminjanja cen. Slednji nastanejo, ker morajo ljudje zaradi inflacije (v nasprotju s stabilnostjo cen) žrtvovati realne resurse za spreminjanje cen navzgor. Ta oblika seveda v primeru nizke inflacije ne pomeni velikega deleža med stroški. Na splošno naj bi bili stroški inflacije, če je ta popolnoma pričakovana, majhni. Skrajni, a logični odgovor na popolnoma pričakovano inflacijo je popolna indeksacija.

Zaradi permanentne inflacije se realno večajo izgube ekonomskih subjektov. Posledično se izgublja tudi zaupanje v ekonomsko politiko. Pojavljati se začnejo negativna pričakovanja subjektov, ki se kažejo v zahtevah po vračunanju stopnje inflacije v razne oblike dohodkov, kot so plače in obresti. Ekonomskemu pojavu, ki pomeni vračunavanje stopnje inflacije v makroekonomske agregate, pravimo indeksacija. Indeksacija sicer povzroči znižanje stroškov, ki jih ima nepričakovana inflacija, vendar je negativna zaradi naslednjih argumentov (Dornbusch, Fischer, Startz, 2001):

- indeksiranje otežuje prilagajanje gospodarskim šokom, kadarkoli so potrebne spremembe relativnih cen,
- indeksiranje je v praksi zelo zapleteno,
- indeksiranje oslabi politično voljo za boj proti inflaciji, ker dejansko navadi ljudi živeti z inflacijo.

2.1.2 NEPOPOLNO PRIČAKOVANA INFLACIJA

Nepopolno pričakovana inflacija pomeni, da ekonomski subjekti svojega ravnanja ne prilagodijo inflaciji vnaprej, ampak šele po spremembi cen naknadno. Za razliko od popolnih,

⁹ V takem gospodarstvu bodo imele vse pogodbe vkalkulirano predvideno (pričakovano) stopnjo inflacije. Nominalne obrestne mere so vselej povečane za to stopnjo, da so ohranjene realne. Dolgoročne pogodbe o delu zvišujejo plače za predvideno stopnjo rasti cen letno, dostikrat pa plače v teh primerih višajo že med letom. Skratka, katera koli pogodba upošteva inflacijo. Predpostavlja se, da se indeksirajo tudi davki in davčni razredi

racionalnih, imajo torej adaptivna pričakovanja¹⁰. Subjektom, ki imajo fiksne dohodke, kot so plače in pokojnine¹¹ ter prihodke na račun posojil, povečanje inflacije škodi. Nepričakovanost inflacije veča njene učinke na prerazdelitev dohodka. Mnogi trdijo, da imajo od take inflacije koristi prejemniki profitov in sicer na račun prejemnikov plač, vendar izkušnje nekaterih razvitih držav kažejo, da realni donos na navadne delnice - t.j. realna vrednost dividend in kapitalskih dobičkov na lastniški kapital – upade zaradi nepričakovane inflacije. To pomeni, da tudi lastnike prizadene nepričakovana inflacija.

Drugi prerazdelitveni učinek nepričakovane inflacije je prisoten skozi davčni sistem, ko država ne indeksira davčnih razredov in tako višja inflacija potisne davkoplačevalce v višje davčne razrede (Ažman, 2004).

Nepričakovana inflacija povzroča tudi dvig negotovosti v gospodarstvu in tako omogoča finančnim posrednikom več možnosti za zaslužek, zato se določen obseg sredstev iz realnih naložb, ki bi bile optimalna rešitev v neinflatornem stanju, preusmeri v finančne. Poleg tega na realne investicije negativno deluje tudi negotovost in nezanesljivost finančnih trgov ob določanju obrestnih mer, ki se povečujejo zaradi vkalkuliranega tveganja s strani posojilodajalcev. Končni rezultat motenj zaradi nepričakovane inflacije je manj učinkovita alokacija rasursov. Zato ima nepričakovana inflacija negativne učinke na gospodarsko rast.

2.2 VZROKI INFLACIJE

Dejavnike inflacije lahko ločimo na dva načina. In sicer glede na dinamiko določanja cen na trgih ločimo inflacijo povpraševanja in inflacijo ponudbe oziroma stroškovno inflacijo. Poleg tega pa lahko lahko inflacijo ločimo glede na eksogenost in endogenost dejavnikov. Eksogeni dejavniki so tisti, ki niso neposredna posledica ekonomske politike.

Inflacijo najenostavneje ločimo glede na vzrok povečanja cen:

- Inflacija povpraševanja pomeni povečanje cen zaradi rasti povpraševanja, ki zaradi visoke izkoriščenosti kapacitet ne more več povečati realnega proizvoda.
- Inflacija ponudbe ali stroškovna inflacija pomeni dvig cen na proizvajalčevi, ponudbeni strani. Ob povečanju katerekoli skupine stroškov se morajo, če se ne zmanjša druga skupina stroškov, povečati cene dokončanega proizvoda, da bi preprečili zmanjšanje dohodkov proizvajalcev (Arh, 2004).

Medtem, ko neoklasiki in keynezjanci razlagajo inflacijo zaradi pritiska povpraševanja, se je v zadnjih letih oblikovala teorija, ki razlaga inflacijo zaradi pritiska rasti cen produkcijskih faktorjev na končne cene proizvodov (Glaister, 1987).

¹⁰ Adaptivna pričakovanja pomenijo, da ekonomska oseba oblikuje svoje odločitve glede na dejansko stanje in si jih prilagaja glede na spremembe ex-post.

¹¹ Vendar so prejemki socialne varnosti načeloma indeksirani in so tako večinoma prejemniki pokojnin in drugih državnih pomoči zaščiteni pred nepričakovano inflacijo.

Po drugi strani inflacijo povzročajo dejavniki, ki bi jih lahko razdelili v dve skupini. In sicer so to eksogeni in endogeni dejavniki, ki s svojim spreminjanjem vplivajo na spreminjanje inflacije. Eksogeni dejavniki so tisti, ki v nekem gospodarstvu generirajo inflacijo in niso posledica izvrševanja ekonomske politike. O'Donnell (2001) ni ugotovil statistično zanesljive povezave med finančno odprtostjo države in višino inflacije. Zato so endogeni dejavniki pomembnejši, saj ostali eksogeni dejavniki navadno vplivajo na več gospodarstev, zato so z vidika mednarodne primerjave gibanja manj pomembni.

Najpogostejša eksogena vzroka inflacije sta dva:

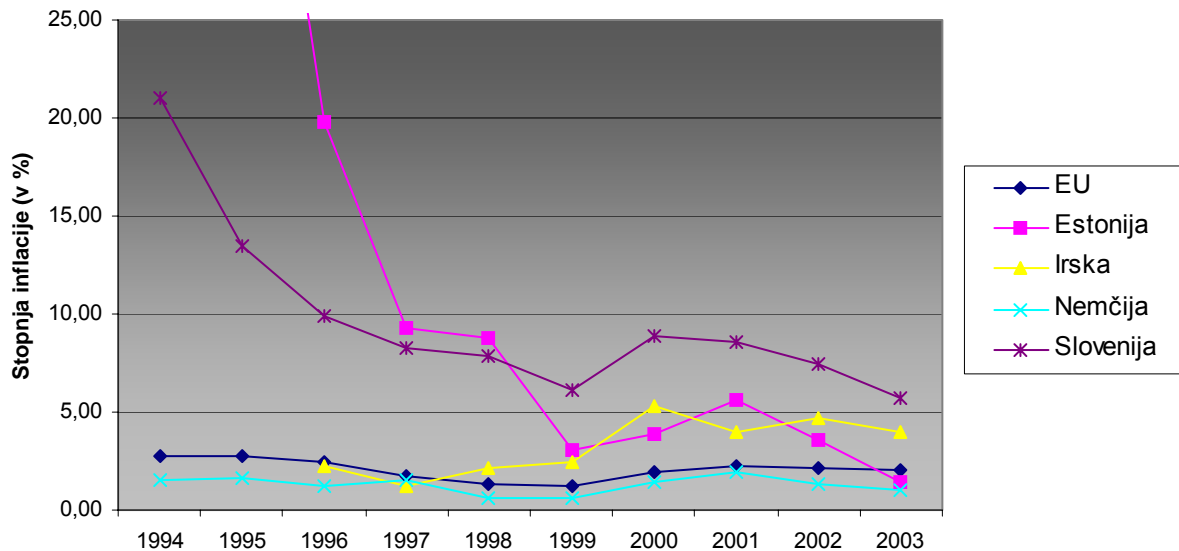
- Mednarodni cenovni šoki (kot na primer sprememba cen nafte in tudi spremembe cen valut) vplivajo tako na stopnjo kot tudi na variabilnost inflacije. V tem primeru je za ekonomsko politiko najpomembneje spremljati šoke z vidika variabilnosti in blažiti kratkoročna neravnovesja.
- Drugi eksogeni dejavnik pa so krizni dogodki v državah trgovinskih partneric. Ta dejavnik je zelo pomemben za majhna in odprta gospodarstva, saj se v primeru šoka v državi, ki predstavlja majhni državi visok delež v njeni celotni mednarodni menjavi, pojavijo posledice tudi v majhni državi. Primer so evropske tranzicijske države, ki so zelo odvisni od dogajanja v Evropski uniji.

Inflacija je bistveno bolj posledica določene ekonomske politike in je navadno odraz njene slabše strani. Čeprav je lahko z vidika prerazporeditve (Thirwallov model) in vzpodbujajnja izvoza karatkoročno pozitivna, so dolgoročne stopnje inflacije izredno negativne. Endogenih dejavnikov je nekaj več in jih po izvoru lahko uvrstimo v pet skupin:

- Ekspanzivna monetarna politika države, ki spodbuja ekonomsko aktivnost tako, da povečuje količino denarja v obtoku.
- Politika realne depreciacije domače valute je značilna za države, ki želijo vzpodbuditi domačo proizvodnjo s pospeševanjem izvoza, ta pa postane zaradi šibkejše domače valute mednarodno bolj konkurenčen.
- Proračunski deficit vzpodbuja inflacijo zaradi potrebe po polnjenju deficitarne vrzeli. Financiranje deficita se opravlja z zadolževanjem bodisi pri domačih pravnih in fizičnih osebah bodisi pri centralni banki, kar pomeni v prvem primeru dvig nominalnih obrestnih mer, v drugem pa ekspanzijo denarja. Oba dejavnika sta inflatorna.
- Dejavnik, ki se ga v zadnjih letih temeljiteje raziskuje, pa je vpliv realne konvergence na inflacijo. Ta pojav je značilen za manj razvita gospodarstva, ki so v procesu rasti proti neki željeni stopnji proizvoda posledično podvržene t.i. Balassa-Samuelsonovemu efektu, katerega rezultat je višja inflacija.

- Poseben dejavnik, značilen za naš čas, pa so pričakovanja. Za gospodarstva z visoko in spremenljivo inflacijo so značilne težnje po avtomatskem prilagajanju spremenljivk, ki so podvržene inflacijskim gibanjem. V skrajnem primeru se izvede še indeksacija, ki ex-post prilagodi te dejavnike realnim količinam, kar pa izniči večino pozitivnih vplivov inflacije in hkrati otežuje politiko nižanja inflacije.

Slika 1: Inflacija v Evropski uniji in izbranih članicah v letih od 1994 do 2003



Vir: Eurostat, 2004; Arh, 2004.

3 GOSPODARSKA RAST

Ko govorimo o rasti, imamo v mislih količinske spremembe, količinska razmerja in povečanja. Gospodarsko rast bi tako lahko opredelili kot rast kakovosti gospodarstva, pri čemer mislimo na pozitivno spremembo ekonomskega stanja. Pri tem moramo upoštevati stanja vseh ekonomskih subjektov, zato je gotovo to ključna makroekonomska kategorija. Gospodarska rast je za razliko od gospodarskega razvoja opredeljena ozko. Empirično se meri z rastjo realnega bruto domačega proizvoda. Gospodarska rast je kratkoročni pojem, ki pa je pomemben predvsem z dolgoročnega vidika. Gospodarstvo, ki je sposobno dolgoročno zagotavljati ugodno gospodarsko rast, je ocenjeno kot uspešno gospodarstvo (Senjur, 2002). Iz zgornje opredelitve je razvidno, da na gospodarsko rast vpliva mnogo dejavnikov. Poleg splošnih gospodarskih dejavnikov vpliva na gospodarsko rast tudi razvitost različnih makroekonomskih sektorjev, saj so ti pogoj za dolgoročno stabilno rast.

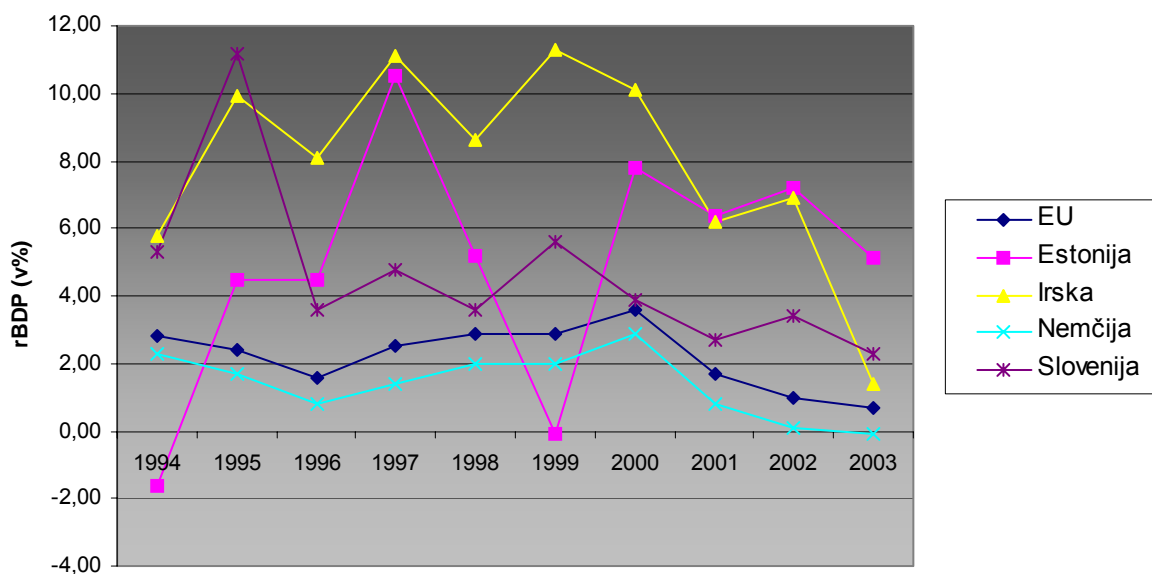
3.1 DEJAVNIKI GOSPODARSKE RASTI

Gospodarska rast je v osnovi opredeljena z rastjo produktivnosti produkcijskih faktorjev. To pomeni, da morajo države, ki želijo hitro gospodarsko rasti, predvsem dvigniti produktivnost dela in kapitala. Ob tem pa morajo upoštevati določene omejitve, ki se jim kažejo kot ekonomske pomanjkljivosti obstoječega sistema in jih, če je možno, skušajo odpraviti. Vedno bolj se v teoriji zagovarja potencialna dolgoročna ravnotežna stopnja rasti. To je tista stopnja rasti, ki je najbližja potencialni in optimalni stopnji rasti in bi jo gospodarstvo lahko dosegalo. Seveda slednja zaradi nepopolnosti realno ni dosegljiva, vendar jo ima večina ekonomistov za nekakšen cilj, h kateremu težijo gospodarstvo najbolj približati. Tako kot tudi za inflacijo bi lahko tudi dejavnike gospodarske rasti razdelili na endogene in eksogene.

- Prvi eksogeni dejavnik je vpliv konvergence gospodarstva proti ravni svojih gospodarsko bolj razvitih ekonomskih partneric. Od slednjih manj razvito gospodarstvo z nižjimi stroški pridobiva dodatna znanja in z njimi na mnogih ekonomskih področjih, kjer je manj konkurenčno, sodeluje. Poleg tega pa obe državi pridobita dodatni trg in večjo možnost komplementarnega bilateralnega trgovanja.
- Drugi eksogeni dejavnik pa je isti kot pri inflaciji, in sicer krize v državah, ki so s preučevano državo gospodarsko zelo povezane. Primer, kakšne so bile posledice krize v Rusiji leta 1998 na investiranje in nato gospodarsko rast Estonije, je jasno viden na slikah 3 in 4.
- Endogene dejavnike pa bi lahko tudi strnili pod skupni imenovalec, to je večanje aktivnosti v gospodarstvu. O načinih, kako bi to dosegali, pa obstajajo različne razlage tako med ekonomskimi politikami kot tudi med ekonomskimi analitikami. Pomembno pa je predvsem, da se izognemo raznim pastem in prilagodimo zunanji omejitvam (na primer socialne, finančne, naravne).
- Poseben pomen imajo med notranjimi dejavniki investicije, ki so teoretično in empirično dokazano glavni kazalec aktivnosti gospodarstva. Investicije vplivajo na rast tako kratkoročno kot tudi dolgoročno. Glede na obseg v modernih gospodarstvih prevladujejo investicije v zasebni sektor. In prav slednje so zelo občutljiv dejavnik gospodarske rasti ter predstavljajo enega izmed kanalov, po katerem vpliv inflacije prehaja v rast.

Na Sliki 2 je prikazano gibanje gospodarske rasti v EU in v štirih izbranih državah sedanje EU, Irski (kot najuspešnejši stari članici EU), Nemčiji (ki je imela stopnje rasti verjetno najnižje), Estoniji in Sloveniji (predstavnicami novih članic z različnimi ekonomskimi politikami) v letih med 1994 in 2003. Irska je večino obdobja hitro rasla, vendar je rast v zadnjih letih tako kot pri vseh ostalih upadla.

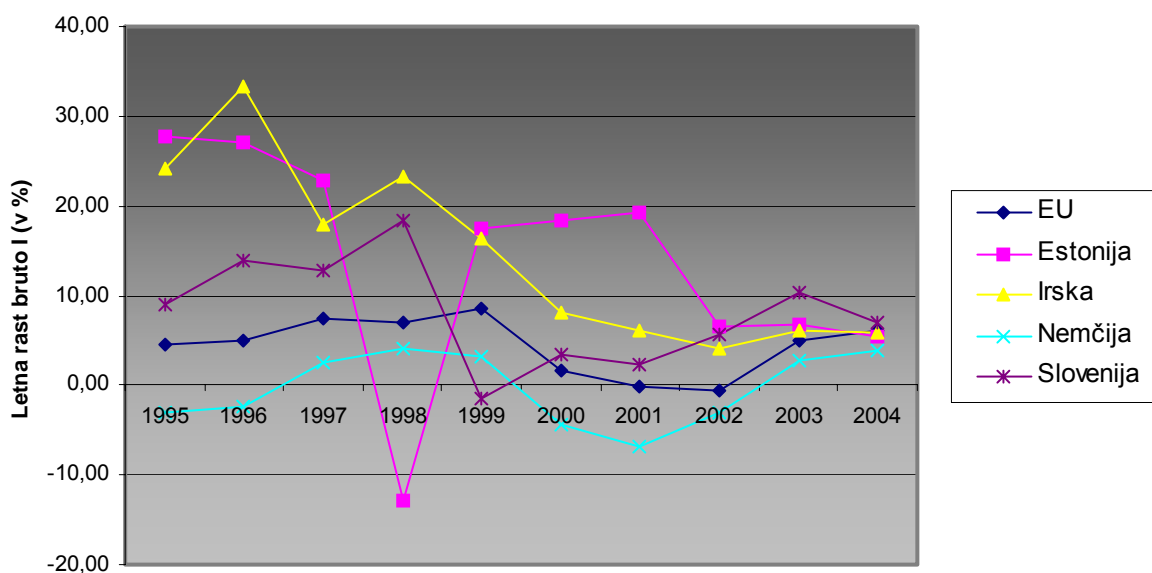
Slika 2: Gospodarska rast v Evropski uniji in izbranih članicah v letih od 1994 do 2003



Op.: Podatki za leto 2003 so ocena

Vir: Eurostat, 2004.

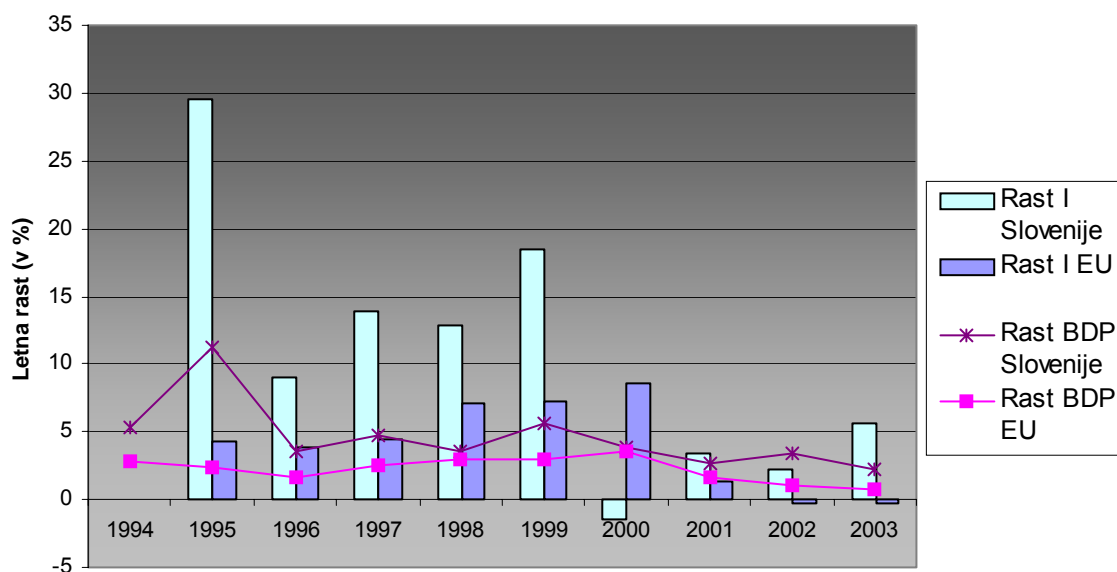
Slika 3: Rast investiranja v Evropski uniji in izbranih članicah v letih od 1995 do 2004



Op.: Podatki za leti 2003 in 2004 so ocena

Vir: Eurostat, 2004.

Slika 4: Rast investicij in BDPja v Evropski uniji in Sloveniji v letih od 1994 do 2003



O

p.: stopnja rasti investiranja je podana z enoletnim zamikom, podatki za leto 2003 so ocena,
Vir: Eurostat, 2004.

Na slikah 3 in 4 sta prikazani rast investiranja v Evropski uniji in izbranih državah ter gospodarska rast in rast investiranja v Sloveniji in v Evropski Uniji med leti 1994 in 2003. Na sliki 4 sem prikazal vrednosti rasti investiranja, zamaknjene za eno leto (podatek za rast investiranja v letu 1994 prikazujem s podatkom rasti BDP-ja za leto 1995), saj investicije na gospodarsko rast učinkujejo ex-post, kar je razvidno tudi na sliki. Investicije so dejavnik, ki soustvarjajo pogoje za rast. So ekonomski dejavnik, ki ima dolgoročne posledice, torej rast investicij v gospodarstvu povzroči boljše pogoje za gospodarski razvoj in vpliva na rast dolgoročno. V prvem letu po pospešitvi investiranja se pojavijo najmočnejši rezultati, saj so takrat interesi investitorjev še visoki, hkrati pa investitorji že pridobivajo donose, ki so jih z investiranjem ustvarili. Poleg tega pa velika investicija v neki panogi za sabo potegne tudi razvoj komplementarnih panog, kar je v celotnem gospodarstvu vidno v letu, ko je investicija v celoti realizirana, torej leto kasneje¹².

¹² Dva primera investicij, ki imata večje posledice v gospodarstvu, sta investicije v infrastrukturo in finančne portfolio investicije. Investicija v izboljšanje infrastrukture je tipični primer investicije, ki pomaga splošnemu razvoju skozi komplementarne panoge (proizvodnja materialov, strojev, orodij). Finančne investicije pa imajo sicer posledice predvsem na finančnih trgih, vendar so dobrodošle, saj generirajo dodatno likvidnost, kar pospeši trgovanje, višjo ceno vrednostnih papirjev in zato višje donose v finančnem sektorju.

4 SKUPNI DEJAVNIKI INFLACIJE IN GOSPODARSKE RASTI

Ker sta inflacija in gospodarska rast dva izmed najbolj pomembnih ekonomskih kazalcev, se jima navadno v gospodarstvih posveča veliko pozornosti. Hkrati sta oba kazalca dinamična in agregatna ter imata nekatere skupne vzroke. Navadno se kazalca inflacije in rasti kot posledica izbrane ekonomske politike gibljeta v isto smer. To pomeni, da si lahko z izbrano ekonomsko politiko pomagamo zgolj pri enem cilju. Ali bomo izbrali vzpodbujanje rasti ali pa bomo skušali zaježiti inflacijo.

Načeloma ima ekonomska politika, ki vzpodbuja aktivnost v gospodarstvu tako preko ponudbene strani kot tudi preko strani povpraševanja, pozitivne vplive na gospodarsko rast, vendar pa navadno vpliva tudi na inflacijo ali celo na njen dvig. Zato je za gospodarstvo najbolj primerno, da ekonomisti določijo tako politiko, pri kateri se skupni endogeni dejavniki inflacije in gospodarske rasti dopolnjujejo, in sicer tako, da gospodarstvo raste, vendar pa ne vzpodbuja inflacije.

Do nedavnega je v glavnem veljala tudi predpostavka, da gospodarska rast že sama po sebi generira inflacijo. Načeloma velja, da je med inflacijo in rastjo prisotna neka korelacija, ki ni zanemarljiva, vendar je vprašanje, v kateri smeri poteka odvisnost. Tako je v zadnjih letih inflacija ob pojavu finančnih kriz v velikih državah¹³ in na pomembnih mednarodnih trgih¹⁴ postala pereč problem. Poleg tega so se nanjo osredotočili tudi v novih državah Evropske unije, saj eden izmed Maastrichtskih kriterijev za njihov vstop v ekonomsko in monetarno unijo s skupno valuto zahteva znižanje inflacije. Nekaterim članicam uspeva, ne da bi pri tem morale upočasnjevati ali zniževati gospodarsko rast¹⁵.

Vedno bolj se zato v novih ekonomskih teorijah uporabljajo razlage, ki obravnavajo obratno funkcijo, torej funkcijo vpliva inflacije na gospodarsko rast. Ker je prisotnost večine makroekonomskih mehanizmov, ki pojasnjujejo skupni linearni vpliv določene vrste ekonomske politike na gospodarsko rast in inflacijo z dokazano nelinearnim razmerjem med gibanjem inflacije in gospodarske rasti že izničen, se lahko osredotočimo na medsebojni vpliv obeh kazalcev. V zadnjih letih v večini držav v razvoju se kot primarni cilj ekonomske politike nakazuje inflacija, gospodarska rast pa se zaradi povečane odprtosti držav, splošnega globalnega razvoja in povečevanja mobilnosti in prostega trgovanja produkcijskih faktorjev v manjši meri generira sama po sebi zaradi realne konvergence. Zato je bistveno pomembnejše

¹³ Najpomembnejši sta ZDA v letu 1991 in tudi 2001 ter Rusija v letu 1998.

¹⁴ Verjetno najpomembnejši mednarodni trg je trg nafte, kjer se cene gibljejo zelo neenakomerno in so, predvsem v zadnjem času, podvržene mnogim špekulacijam. Hkrati pa so se zaradi močnih naravnih in notranjepolitičnih anomalij posledično zaradi zelo zmanjšane ponudbe zelo spreminjale cene nekaterih surovin in kmetijskih izdelkov velikih držav izvoznic (primer cene kave po krizi v Južni Ameriki, cene jekla po uredbi ZDA iz leta 2002, cene kmetijskih izdelkov po sprejemu dodeljevanja pomoči v EU).

¹⁵ Primer Slovenije, ki v zadnjih letih vztrajno znižuje inflacijo, hkrati pa v povprečju ohranja gospodarsko rast za 1,5 odstotne točke višjo, kot je gospodarska rast EU.

vprašanje, v kolikšni meri ekonomska politika vpliva na gospodarsko rast. In ker je gibanje inflacije glavni kazalec učinkovitosti ekonomske politike, je v tem pogledu ključnega pomena vpliv inflacije na rast.

5 PRERAZDELITEV DOHODKA Z INFLACIJO

Najpomembnejši dejavnik inflacijskih gibanj na rast dohodka predstavljata nepredvidljivost in posledično nezanesljivost tržnih signalov, kar vodi k nepopolni alokaciji. Nepopolno alokacijo povzroči vpliv inflacije na prerazdelitev različnih oblik dohodka, predvsem na račun prejemnikov plač, ki zaradi nevračunane inflacije realno izgubijo del zaslužka. S tega vidika sta zanimiva dva mehanizma, ki razlagata prerazdelitev dohodka iz naslova plač, prvi lastnikom kapitala in drugi državi. Prerazdelitev je seveda mogoča le v pogojih nepričakovane inflacije. Zaradi realne predpostavke, da sta donosnosti dobičkov in državnega premoženja (ker se ju porabi za investicije) v agregatu višji kot donosnosti plač (ker so porabljene za financiranje potrošnje), bi lahko trdili, da takšen vpliv vzpodbuja dolgoročno višjo rast dohodka. Vendar pa povzroča inflacija trenja, ki ob prerazdeljevanju povzročijo mrtvo izgubo. Slednja lahko ob zviševanju inflacije in povečevanju trenj preseže pozitivne učinke inflacije na rast zaradi prerazdelitve.

Druga pomanjkljivost obeh modelov pa predstavlja predpostavka o nepričakovani inflaciji. Če želi ekonomska politika v daljšem obdobju pridobiti sredstva na račun odvzema dela dohodka zaposlenih, se bodo slednji združili in s kolektivnimi akcijami dosegli indeksacijo plač, kar pozitivne učinke Thirwallovega modela popolnoma izniči. Poleg tega pa je možna tudi indeksacija davčnih razredov¹⁶, ki bi izničila tudi prerazdelitev zaradi davčnih distorzij.

5.1 MODEL PRERAZDELITVE MED PLAČAMI IN DOBIČKI

Razlaga mehanizma prerazdelitve med plačami in dobički, ki ga je razvil ekonomist Thirwall (Senjur, 2002), izhaja iz funkcije razdelitve dohodka in učinka investicij kot glavnega dejavnika gospodarske rasti. Predpostavimo, da velja enakost med investicijami in prihranki ($I=S$), upoštevamo enostavno enačbo gospodarske rasti, $r = e*s$, kjer je e mejni proizvodni količnik ($\Delta Y/I$), s pa nagnjenost k varčevanju oziroma investicijska stopnja (I/Y). Dodamo predpostavki, da rast plač zaostaja za rastjo cen in da je nagnjenost k varčevanju iz dobičkov večja kot iz plač. To pomeni, da povečanje cen povečuje dobičke podjetij, ki več varčujejo, več investirajo in posledično pospešujejo gospodarsko rast.

¹⁶ Primer države z indeksiranimi davčnimi razredi so ZDA, ki imajo davčne razrede indeksirane od leta 1985 (Dornbusch, Fisher, Startz, 2001).

Enostavna funkcija varčevanja je ob predpostavkah naslednja:

$$(1) S_t = s_W * W_t + s_D * D_t,$$

kjer je s_W parameter nagnjenosti k varčevanju iz plač, W_t stog plač v obdobju t , s_D parameter varčevanja iz dobičkov, D_t pa dobički v letu t . Velja predpostavka, da $s_D > s_W$. Opredelimo še funkciji plač in dobičkov

$$(2) W_t = W_0 * e^{wt}$$

$$(3) D_t = Y_0 * e^{pt} - W_0 * e^{wt}$$

kjer so W_0 začetne plače, w stopnja rasti plač, Y_0 začetni družbeni proizvod, p je stopnja rasti nominalnega proizvoda ali stopnja inflacije. Vstavimo (2) in (3) v (1) in dobimo:

$$(4) S_t = s_W * W_0 * e^{wt} + s_D * (Y_0 * e^{pt} - W_0 * e^{wt}).$$

Delimo enačbo (4) z družbenim proizvodom, Y_t , da dobimo stopnjo varčevanja:

$$(5) (S/Y)_t = (s_W - s_D) * (W/Y)_0 * e^{wt-pt} + s_D.$$

Postavimo tezo, da sta stopnja rasti plač in stopnja rasti cen med seboj povezani s parametrom a :

$$(6) w = a * p,$$

kjer a kaže odzivnost plač na cene. Če je a manjši od ena, plače rastejo počasneje od cen. Vstavimo (6) v (5):

$$(7) (S/Y)_t = (s_W - s_D) * (W/Y)_0 * e^{(a-1)pt} + s_D$$

Sprememba stopnje varčevanja glede na spremembe v stopnji inflacije je odvisna od treh dejavnikov:

- od razlike v nagnjenosti k varčevanju iz plač in dobičkov ($s_W - s_D$),
- od parametra občutljivosti rasti plač glede na rast cen (a),
- od začetnega deleža plač v družbenem proizvodu $(W/Y)_0$.

Če je parameter odzivnosti plač na cene enak ena ($a=1$) in/ali nagnjenost k varčevanju iz plač enaka nagnjenosti k varčevanju iz dobičkov ($s_W = s_D$), potem ni prerazdelitvenih učinkov na varčevanje po zaslugi generiranja inflacije. Vpliv inflacije je bistveno odvisen od razmerja med rastjo plač in cen. Čim hitreje rast plač sledi rasti cen, tem višja inflacija je potrebna za določeno povečanje stopnje varčevanja.

Model je prisoten v gospodarstvih, kjer vlade niso sposobne zagotoviti dovoljšnjega varčevanja, da bi vzdrževale zeleno gospodarsko rast, zato ga vzpodbujajo s prisilnim varčevanjem preko inflacije, da bi financirale proračunski deficit z izdajanjem novega denarja. V začetku je bila inflacija zaradi proračunskega deficita smatrana kot pozitivna,

vendar se je izkazalo, da je dolgoročno model nevzdržen, saj prej ali slej delavci zahtevajo povečanje plač v koraku z dvigom cen, kar pomeni, da se parameter a dolgoročno izenači z ena, kar izniči pozitivni vpliv inflacije.

5.2 PRERAZDELITEV ZARADI DAVČNIH MOTENJ

Če država ne indeksira tudi davčnih razredov, avtomatsko potisne višja inflacija davkoplačevalce v višje davčne razrede in tako realno poveča plačila davkov in zniža razpoložljivi dohodek (Dornbusch, Fischer in Startz, 2001). Inflacija prizadene tudi realno stopnjo obdavčevanja obresti in donosov na ostala aktiva, kadar davki niso uravnoteženi z inflacijo. Toda ti se redkokdaj indeksirajo za stopnjo inflacije, zato dvig inflacije močno poveča stroške kapitala in s tem znižuje investicije pod optimalno raven. Poleg tega višja realna obdavčitev kot posledica inflacije povzroča neustrezno alokacijo kapitala. Slednja se odraža v motnjah na trgu dela in vodi k neustreznim finančnim odločitvam podjetij. Fischer (1993) je izračunal, da družbeni stroški, povezani z davčnimi distorzijami inflacije, pri 10% inflaciji znašajo 2-3% bruto domačega proizvoda. Feldstein (1996) ocenjuje, da so ti stroški še višji; že pri 2% inflaciji znašajo letno 1% BDP-ja.

Nesporno je, da nepričakovana inflacija služi za prerazdelitev premoženja. Vendar pa to dejstvo vodi k vprašanju o socialni primernosti. Ker ekonomski subjekti, ki z njo pridobijo, o tem ne govorijo preveč radi na glas, poleg tega pa se zaradi dolgoročnih učinkov teh pridobitev niti ne zavedajo¹⁷. Subjekti, ki pa na račun prerazdelitve izgubijo, glasno izražajo svoja nezadovoljstva. Ekonomski politiki skušajo zato omiliti negativne socialne posledice inflacije zaradi prerazdelitve.

6 VPLIV INFLACIJE NA RAST PREKO FINANČNIH TRGOV

Oba pojma, tako inflacija kot tudi gospodarska rast, imata dve skupni značilnosti, in sicer gre tu za agregatna in tudi monetarna kazalca. Njun medsebojni vpliv se kaže v delovanju finančnih trgov. Tako je teoretično in empirično dokazano, da igrajo finančni trgi v procesu gospodarske rasti pomembno vlogo. Khan in Senhadji (2000) sta ocenila odvisnost gospodarske rasti od finančnih stogov in ugotovila statistično zanesljivo in zelo močno korelacijo za vse uporabljene kazalce ocene finančne globine¹⁸.

¹⁷ Oziroma se niso še niti rodili (Dornbusch, Fischer, Startz, 2001).

¹⁸ Financial depth, op. prev. Finančna globina je pojem, ki definira celoten stog finančnih kreditov, odobrenih privatnim firmam ter fizičnim osebam. Ker je kazalec, ki bi natančno prikazal gibanje finančne globine, težko izračunati in se ga zato v statističnih uradih za javno rabo ne računa, avtorji večinoma uporabljajo približke. Tudi literatura predlaga razne približke pravemu kazalcu, kot so razni kazalci denarnih stogov, na primer M1, M2, M3, ki naj bi pravilno nakazovali razvitost finančnega sistema in njeno gibanje. V zadnjih letih se pojavlja

Če torej spremembe v inflacijski stopnji vplivajo na stanje finančnih trgov, je zelo verjetno, da takšne spremembe vplivajo tudi na dolgoročno delovanje gospodarstva. Poleg tega pa velja dejstvo, da sprememba inflacije negativno vpliva na stanje razvitosti finančnih trgov, vendar je ta vpliv različen glede na to, ali je začetna raven inflacije nizka ali visoka. Teorija s tega vidika izpostavlja vpliv preko funkcije, ki nam prikazuje odvisnost celotnega obsega investicij (ki so verjetno najpomembnejši faktor gospodarske rasti) in prihrankov, s katerimi investicije financiramo, od inflacije ($S=S(\pi)$), katere oblika je podobna obrnjeni črki U, kar pomeni, da ob dvigovanju stopnje inflacije do določene meje agregatni obseg prihrankov raste, potem pa začne padati.

Empirične raziskave potrjujejo teorijo, povezano s takšno obliko krivulje. Vendar so vsi pri proučevanju takšnih vplivov vsi skušali poiskati mejo, kjer se vpliv inflacije na rast obrne. Skoraj vse raziskave so potrdile dejstvo, da se z majhnim povečanjem inflacije v gospodarstvu z začetno nizko stopnjo le-te, poveča tudi gospodarska rast. Vendar pa je vpliv za države z začetno višjo inflacijo obratnosorazmeren. Bistvena pa je tudi določitev meje med nizko in višjo začetno stopnjo inflacije.

Prvi analitiki vpliva inflacije na rast (Fischer, Barro) so jo poizkušali poiskati s splošnimi ekonometričnimi modeli, vendar so poznejše raziskave ugotovile med državami različne vplive. Od takrat večinoma raziskovalci razvrščajo države glede na njihove specifične značilnosti po skupinah, in sicer glede na skupne značilnosti. Najpomembnejše značilnosti, po katerih ekonomisti razvrščajo države so dejavniki razvitosti finančnih trgov. Kljub segmentiranju raziskave potrjujejo osnovno nelinearno obliko vpliva inflacije na rast kot izbočeno funkcijo z enim vrhom.

Pomembno vlogo ob razlagi vpliva inflacije na investiranje ima Mundell-Tobinov učinek, značilen za finančne trge. Po Mundell-Tobinovem učinku nominalne obrestne mere rastejo počasneje kot cene oziroma je njihova stopnja rasti nižja kot inflacijska stopnja. Učinek se pojavi, ker subjekti zaradi inflacije denar raje vložijo, s tem pa posledično pritiskajo na znižanje obrestnih mer.

6.1 VPLIV FINANČNIH STOGOVI NA RAST DOHODKA

Stanje finančnega sektorja kot funkcija stoga kreditov, ki so na razpolago privatnemu sektorju, oziroma kreditna sposobnost bank je bistvena podlaga za gospodarsko aktivnost. Ob tem dejstvu pa lahko definiram stanje finančnega sektorja s funkcijo, ki je odvisna od obrestne mere, od celotne varčevalne sposobnosti ekonomskih subjektov s finančnim

vprašanje, ali so omenjeni kazalci primerni za ocenjevanje gibanja finančnih stogov, saj so gibanja nekaterih kazalcev finančnih stogov, kot je na primer kazalec kapitalizacije sekundarnega finančnega trga, borze. Khan in Senhadji sta v svojih raziskavah uporabila drugačne kazalce, v katere sta vključila tudi borzno dogajanje, predvsem pa sta v analizi uporabila deleže finančnih stogov v BDP-ju.

presežkom in od razvitosti finančnih inštrumentov. Ugotovitev o povezavi med inflacijo in gospodarsko rastjo, ki je prisotna na finančnih trgih, lahko zapišemo z naslednjo enačbo:

$$(1) Y = Y(F_t);$$

Kjer je Y_t družbeni proizvod v času t , F_t ponazarja celotni stog kreditov, odobrenih privatnemu sektorju. Gibanje stoga kreditov lahko funkcijsko zapišemo z naslednjo enačbo:

$$(2) F_t = F_t(i, S_t, KAP_t, B_t).$$

Stog kreditov je odvisen od obrestne mere i , celotnega presežka suficitarnih finančnih subjektov oz. celotnega stoga varčevanja S_t , ter relativne kapitalizacije sekundarnega trga kapitala KAP_t in ponudbe obveznic privatnemu sektorju B_t , kot kazalcev razvitosti sekundarnega finančnega trga. Varčevanje (S_t) je pogoj za investiranje in ima v funkciji pozitiven predznak, obrestne mere (i) pa po definiciji negativnega. Financiranje preko sekundarnega finančnega trga v razvitih gospodarstvih konkurira bančnemu ali kreditnemu. Zato imata spremenljivki KAP_t in B_t v funkciji negativni predznak. Funkcija je pomembna predvsem z vidika primerjave razvitosti finančnih trgov med državami.

Logična posledica razvitosti trgov je obseg trgovanja, kar je v funkciji (2) predstavljeno s celotnim stogom kreditov, odobrenih privatnemu sektorju s strani bank in bančnih posrednikov. Ta kazalec, predstavljen relativno glede na BDP ali celotni stog investicij, odraža relativno razvitost najpomembnejšega finančnega trga, in sicer kreditnega. Slednji je zaradi posledic vedno večje odprtosti in razvoja mednarodne liberalizacije finančnih tokov, kot sta sodelovanje mednarodnih finančnih institucij in možnost zunanjega financiranja, v majhnih državah toliko bolj pomemben, saj razvitost finančnega sektorja neposredno vpliva na razvoj ostalih gospodarskih panog. Predvsem so tu pomembne finančno bolj odvisne panoge (inovativne, kjer je potrebno veliko zunanjega financiranja), ki so kapitalno intenzivne, hitreje rastoče v primerjavi z ostalimi in proizvedejo več dodane vrednosti.

Finančna razvitost povzroči znižanje tako stroškov kapitala kot tudi stroške zunanjega financiranja. Z razvojem celotnega gospodarstva postajajo stroški zunanjega financiranja zelo pomembni. Podjetja, ki imajo zelo veliko investicijskih možnosti, slednje realizirajo ceneje, če se nahajajo v državi z razvitim finančnim sektorjem (Rajan, Zingales, 1996).

Kratkoročno bo sektorska rast bliže potencialni rasti v državah, ki imajo bolj razvit finančni sistem, saj slednji omogoča podjetjem, da izkoriščajo priložnosti, ki jih sicer ne bi bile sposobne dosegati. Drugače povedano, v gospodarstvu z višjo finančno razvitostjo bo dejanska kratkoročna sektorska rast odvisna od potencialnih priložnosti, ne glede na notranje značilnosti gospodarske panoge. Dolgoročno bodo imele gospodarske panoge, ki so finančno bolj odvisne, primerjalno prednost v državah, kjer so finančne institucije bolj razvite in bodo zato pridobile večji delež v skupni mednarodni proizvodnji (glede na panoge držav z manj razvitimi finančnimi institucijami). V dolgem roku se bodo gospodarstva z razvitim finančnim

sektorjem specializirala za posamezne gospodarske panoge, ki so finančno bolj odvisne. Zato bo delež finančno odvisnih gospodarskih panog v državah z bolj razvitimi finančnimi institucijami v primerjavi z državami z manj razvitimi finančnimi institucijami bistveno višji (Fisman, Love, 2004).

Predpostavimo mero finančne odvisnosti gospodarske panoge kot povprečje deležev zunanjega kapitala v financiranju investicij v podjetjih sektorja. Nato določimo notranje, časovno neodvisne, značilnosti panog, ki panoge razlikujejo glede na to, ali so bolj ali manj podvržene zunanjemu financiranju, kar se bo pokazalo v podjetjih glede na učinkovitost finančnih trgov. Oba kazalca nam povesta, v kolikšni meri je panoga podvržena zunanjemu financiranju. Finančno odvisne panoge bodo imele primerjalno prednost v državah z bolj razvitimi finančnimi trgi. Ti namreč omogočajo podjetjem iz teh panog povečati delež proizvodnje, kar se odraža v višji povprečni dolgoročni (večletni) rasti v teh državah. Povprečje večletne rasti uporabimo kot nasprotje ideji, ki izhaja iz spoznanja, da kratkoročni šoki v gospodarstvu vodijo k višji gospodarski rasti. Slednja pa na tak način ne more postati permanentna.

Primerjavo sta avtorja (Fisman, Love, 2004) izvedla med državami z manj razvitimi finančnimi trgi uporabila podatke ZDA, ki veljajo za državo z najrazvitejšimi finančnimi trgi v zadnjih desetletjih. Dobila sta statistično značilne rezultate, ki potrjujejo zgoraj opredeljeno tezo. Gospodarsko rast je zaradi hitre rasti finančno odvisnih panog lažje vzpodbujati v državah z razvitimi finančnimi trgi, kot so ZDA, kljub temu, da nekatere proizvodne dejavnosti nazadujejo.

Rezultati kažejo na pomembno razliko med vplivom finančne razvitosti na alokacijo produkcijskih faktorjev na kratki in na dolgi rok. Ker je inflacija zelo tesno povezana z razvitostjo finančnih trgov in z učinkovitostjo financiranja, lahko ugotovimo posreden učinek inflacije na rast preko finančnih trgov. Vpliv inflacije na finančno razvitost so podrobneje razložili Boyd, Levine in Smith (1996), ki so ugotovili statistično in ekonomsko zanesljivo ter močno negativno razmerje med inflacijo in finančno razvitostjo. Korelacija je prisotna, ne glede na to, v kolikšnem časovnem obdobju preučujemo odnos oziroma v kakšni obliki ga pričakujemo. Prav tako na odnos ne vpliva dejstvo, ali so inflacijske stopnje zelo visoke ali zgolj zmerne. V vsakem primeru je prisotna negativna povezava.

Isti avtorji so v svojem delu pet let kasneje (Boyd, Levine, Smith, 2001) s preučitvijo dodatnih spremenljivk ugotovili značilno in ekonomsko pomembno negativno povezavo med inflacijo in finančno razvitostjo. Vendar so uporabili tudi podatke držav z nizko inflacijo, zato so ugotovili, da je vpliv inflacije nelinearen. V državah z nizko inflacijo na primer dvig stopnje inflacije ne pomeni dviga nominalnih donosov vloženega finančnega premoženja. Za države z visoko stopnjo inflacije pa je značilno popolno prilagajanje nominalnih donosov inflaciji.

Tudi v bančnem sektorju raziskava prikaže nelinearne povezave. Tako so bančna posojila, bančne naložbe, velikost kapitalizacije sekundarnega trga in tudi promet na njem vsi negativno povezani z inflacijsko stopnjo, vendar zgolj upoštevajoč države s srednje visoko inflacijo. Če stopnja inflacije naraste, moč vpliva inflacije na razvitost finančnih trgov hitro upada. Poleg tega pa so avtorji ugotovili prag ob 15% - inflacijski stopnji, nad katero se razvrščajo države z bistveno nižjo stopnjo razvitosti finančnih trgov.

Če predpostavimo nato, da ekonomska politika z nadzorom inflacije odraža moč in vpliva zaupanja v finančne posrednike, predvsem v posojilodajalce¹⁹, ter s tem vzpodbuja rast finančnih trgov in vstop tujih finančnih posrednikov v gospodarstvo, ki vanj posredujejo dodatno znanje in izkušnje, lahko zaključim, da ima ekonomska politika nižanja inflacije oziroma politika permanentno nizke in stabilne inflacije skozi finančni sistem pozitivne učinke na gospodarsko rast.

6.2 NELINEARNI VPLIV INFLACIJE NA GOSPODARSKO RAST

Predpostavimo, da obstaja ravnotežje na finančnih trgih, opredeljeno s stogom odobrenih kreditov. Povpraševanje in ponudba kreditov sta odvisna od dejavnikov, ki sem jih opisal že v enačbi (2). Vendar je glavni dejavnik na finančnih trgih obrestna mera. Da bi ocenili Dinamično ravnotežje na finančnih trgih je zato odvisno od nominalne obrestne mere, ki jo razčlenimo na realno obrestno mero in inflacijo:

$$(3) i = r + \pi$$

Ker je vpliv obrestne mere na ponudbo obraten kot na povpraševanje, je za opredelitev oblike dinamičnega ravnotežja pomembno, kateri je močnejši. Ker je dinamika obrestnih mer povezana z inflacijo, lahko obliko dinamičnega ravnotežja oblikujemo kot funkcijo vpliva inflacije na količino kreditov.

Elastičnost povpraševanja po sredstvih glede na inflacijo je pri nizki stopnji inflacije višja kot elastičnost ponudbe. Vendar slednja z dvigom inflacije bistveno preraste elastičnost povpraševanja. Zato bi lahko dinamično ravnotežje zapisali z naslednjo enačbo:

$$(4) F_t = \pi_t^*(h(r_t + \pi_t)), dh/dF_t < 0$$

kjer je i realna obrestna mera, π pa inflacija, h pa prikazuje funkcijsko odvisnost med ravnotežjem na kreditnem trgu in obrestno mero, parcialni odvod katere je negativen. Tako dobimo krivuljo značilne oblike, saj na začetku z naraščanjem inflacije zaradi povečanega

¹⁹ Ki so po definiciji zaradi višje inflacije v primeru neindeksacije obrestnih mer na slabšem. Inflacija kot negotov pojav, deluje negativno na zanesljivost finančnih trgov pri določanju ravnotežnih obrestnih mer in predstavljajo tveganje, ki posojilodajalcem veča stroške.

povpraševanja naraščajo tudi nekatere oblike financ²⁰, ob visokih stopnjah inflacije pa prevlada desni del, zato celotna funkcija pada in se asimptotično približuje abscisi.²¹

Iz tega lahko naknadno sklepamo, da je enake oblike funkcija, ki jo iščemo, torej oblika narobe obrnjene črke U. Razlaga je dokaj enostavna, če predpostavljamo nepričakovano inflacijo ali pa adaptivna pričakovanja ekonomskih subjektov in učinek težav zaradi napačne izbire, ki se pojavi med subjekti s finančnim presežkom. Boyd, Levine, Smith (1996) ter Boyd, Levine in Smith (2001) so ugotovili nelinearno povezavo med inflacijo in razvitostjo finančnih trgov, merjeno z obsegom finančnega posredništva, oziroma inflacijo in donosi vrednostnih papirjev. Vpliv inflacije je nelinearen, saj mejni linearni vpliv z dvigom inflacije popušča. V obeh raziskavah so avtorji odkrili prag, po katerem začne negativni vpliv inflacije popuščati, in sicer pri inflacijski stopnji 15 %. Za ekstremno visoke stopnje inflacije so v obeh raziskavah ugotovili, da ni statistično značilnega vpliva inflacije na odvisne spremenljivke.

Nelinearna oblika razmerja inflacija-rast je statistično najbolj zanesljiva in najpogostejša oblika vpliva. V literaturi se navaja nelinearni izbočeni funkcijski model z enim vrhom. Vendar je zanimiva razlaga iz del Burdekina et al. (2000) ter Harrisa, Gilmana in Matjasa (2001), ki so ugotovili nelinearnost vpliva inflacije na rast, vendar na nekoliko drugačen način. Ko inflacija raste preko neke določene, zelo visoke stopnje, vpliv inflacije na rast pada.

Burdekin et al. (2000) so svojo raziskavo začeli z enostavnim izhodiščem. Tudi če so stroški inflacije z naraščanjem stopnje vedno večji, začne po določeni točki mejni učinek zagotovo upadati. Tako se na primer zdi, če preidemo s 30 % inflacijske stopnje na 40%, se zdi, da to povzroči večjo dodatno negotovost, kot če bi se premaknili s 130% stopnje na 140%. Fischer (1993) je dobil v svoji raziskavi statistično zanesljivo podporo omenjeni predpostavki. Ugotovil je, da so regresijski koeficienti za inflacijske stopnje nad 40% občutno nižji kot koeficienti med 15 in 40% inflacijsko stopnjo. Medtem ko si je Fischer 15% in 40% praga sam izbral, so Burdekin et al. (2000) na podlagi ugotovitve ekonomista Sarela o 8% pragu za industrijsko razvite države, poizkušali ugotoviti celotno obliko vpliva inflacije na rast.

Ugotovili so, da velja za razvite države in države v razvoju odvisnost gospodarske rasti od inflacije v obliki funkcije z več mejnimi stopnjami. Prva meja je pri 3% stopnji inflacije in ob tem je bila potrjena tudi Sarellova teza, saj je bila ugotovljena tudi meja pri 8 % inflaciji. Do 3% - inflacijske stopnje je vpliv inflacije na gospodarsko rast v razvitih državah statistično

²⁰ Predvsem dolgoročnih finančnih posojil.

²¹ Če se na primer dvignejo obrestne mere, bo nato po teoriji oseba del finančnih sredstev namesto za nakup nenujne dobrine, prihranila in v naslednjem časovnem obdobju imela poleg sredstev za nakup omenjene dobrine še neki presežek. Podobno kot na obrestne mere se ekonomski subjekti odzivajo na spremembo inflacije. Če predpostavimo, da ima oseba informacije o pretekli inflaciji ter o preteklih in sedanjih obrestnih merah ter da svoje odločitve sprejema adaptivno, glede na realne obrestne mere, bo dvig inflacije, kot nekakšna dodatna postavka vplivala na obrestne mere, in sicer negativno na realne obrestne mere. Če se bo inflacija povečevala, bo ob konstantnih nominalnih obrestnih merah stimulacija za varčevanje v obliki realnih donosov vedno nižja, zato lahko zatrdimo, da sta varčevanje in inflacija negativno povezana.

zanesljivo pozitiven, nad 8 % - inflacijo pa statistično zanesljivo negativen. Med 3 - in 8 - odstotno stopnjo inflacije je vpliv sicer negativen, vendar statistično neznačilen. Za države v razvoju je značilen prav tako prvi prag pri 3 % inflacijski stopnji, medtem ko se po tej stopnji pokaže negativni vpliv inflacije na rast, ki pa je z dvigom inflacije pojenjujoč, kot je v svoji raziskavi omenil že Fischer (1993). Burdekin et al. (2000) so z uporabo diferencialov in logaritmov poleg 3% - praga ugotovili tudi dva dodatna praga, vendar pri zelo visokih stopnjah, pri 50% - in 100% - inflacije, ko se koeficient odvisnosti obakrat občutno zniža.

Zanimivo ugotovitev so iz svoje raziskave dobili tudi Gilman, Harris in Matjas (2001). Ko inflacija raste preko neke določene zelo visoke stopnje, vpliv inflacije na rast monotono pada dokler ne postane najprej nič in nato pozitiven. Tak učinek dobimo ob upoštevanju mikroekonomske podlage izmenjave med prihranki in investiranjem osebe, ki se ji zaradi inflacije dohodki realno znižujejo.

Predpostavimo, da oseba za svoje delo prejema nek fiksen dohodek. Oseba ima za potrošnjo svojega časa dve možnosti: ali se zaposli, ali pa ima prosti čas in ima dve možnosti za financiranje potrošnje in investicij: lastna finančna sredstva ali pa si jih izposodi. Ko je inflacija nizka, potrošnik uporablja večinoma denar in v manjši meri kredit. Teorija predpostavlja, da je elastičnost povpraševanja po denarju glede na obrestno mero relativno nizka, ko je inflacija nizka. Ta postaja večja z rastjo inflacijske stopnje. Ko je povpraševanje po denarju neelastično in inflacija naraste, oseba zamenja delo s prostim časom in lastno financiranje z najemom kredita (vendar v manjši meri). Ker se elastičnost obrestne mere poveča, ko se stopnja inflacije večja, oseba še zmeraj zamenjuje delo s prostim časom, vendar v vedno večji meri zamenjuje denarno financiranje s kreditom.

Zviševanje elastičnosti obrestnih mer in povečevanje pridobivanja kreditov, kot primarni substitucijski pojav, pomeni, da uporabi oseba relativno vedno manj zamenjave med delom in prostim časom. Zato je z dvigom inflacije prosti čas relativno manj vreden in postane mehanizem prenosa financiranja od lastnih sredstev h kreditu prevladujoč. Posledica tega je pojav, ko se z dvigom inflacije aktivnost sicer zmanjšuje, vendar po vedno manjših stopnjah. Z močnejšim vplivom dviga kreditov in šibkejšim povečevanja prostega časa lahko razložimo zmanjševanje negativnega vpliva inflacije na gospodarsko rast (Gilman, Harris, Matjas, 2001).

6.3 TEŽAVE Z NAPAČNO IZBIRO IN MORALNIM HAZARDOM

Finančni sistem je definiran kot zaokrožena celota finančnih inštrumentov in finančnih posrednikov, ki preko finančnih trgov preusmerjajo finančne presežke od suficitarnih ekonomskih subjektov k deficitarnim. V primeru popolnega finančnega sistema deluje trg brez trenj in ekonomski subjekti, ki imajo investicijske priložnosti, si izposojajo posredno ali neposredno finančna sredstva od ekonomskih subjektov, ki ta sredstva posedujejo, vendar nimajo nobenih naložbenih možnosti oziroma njihove priložnosti ne dosegajo tako visokega donosa za vložena sredstva, obrestne mere, kot jim jo ponuja posojilojemalec.

Vendar predpostavimo bolj realno sliko. Na finančnih trgih obstajajo nepopolnosti. Ena izmed takšnih nepopolnosti je na primer zasebnost podatkov, med katerimi je tudi ta, ali ima neka oseba presežek finančnih sredstev ali pa si jih želi izposoditi. Če bi bil sistem učinkovit, bi že sam po sebi omogočil, da bi dal osebam s presežkom nek namig za posojilo in osebam s primanjkljajem neko vzpodbudo za najem sredstev. Vendar pa zaradi raznih motenj ne poteka vse gladko, saj se lahko zgodi, da naravni posojilodajalci narobe izberejo svojo vlogo in namesto, da bi sredstva posodili za boljše naložbe, si lahko celo sami izposodijo sredstva, da bi investirali v lastne, bistveno slabše priložnosti²².

Problem lahko postane večji, če obrestne mere (oziroma donosi) padejo. Če obrestne mere padejo, se vzpodbude za posojanje zmanjšajo, medtem ko se povpraševanje po sredstvih poveča. Na ta način nižje obrestne mere izpostavijo problem napačne izbire, ko nenadoma zelo upade stog ponudbe finančnih sredstev, zato so države prisiljene v dodatno racionalizacijo kreditov. Tako se zelo zmanjšajo investicije v človeški in ali fizični kapital, kar ima za posledico zmanjšanje dolgoročne ravni ekonomske rasti. Kot pa je iz definicije realnih obrestnih mer razvidno, se te lahko znižajo na dva načina, in sicer jih lahko zniža ekonomska politika ali pa se znižajo kot posledica višje inflacije.

6.4 INFLACIJA KOT DAVEK NA FINANČNA SREDSTVA

Predpostavljamo, da so višje stopnje inflacije povezane z nižjimi realnimi donosi na finančna sredstva. Posledica višje stopnje inflacije je strožje racioniranje kreditov, znižanje stoga finančnih sredstev in nižje dolgoročne potencialne stopnje rasti. V vsakem gospodarstvu poseduje določena skupina ekonomskih subjektov, prostovoljno ali ne, določeno količino finančnih sredstev, ki niso nikjer investirana. Tako na primer v vsakem finančnem sistemu, banke zadržujejo neko količino neinvestiranih finančnih sredstev v obliki denarnih rezerv. Inflacija na ta finančna sredstva deluje negativno, saj bi lahko na primer z njimi ob koncu

²² Predpostavimo, da ima na primer oseba, ki je v bistvu naravni posojilodajalec, na razpolago nekaj nižje (manj) rentabilnih projektov in ne ve, da obstaja nekdo z donosnejšo idejo, ki povprašuje po finančnih sredstvih, naravni posojilojemalec. Vendar pa naravni posojilodajalec te informacije ne izda oziroma informacija ne pride do te osebe, zato slednja investira svoja presežna sredstva v svoje projekte, kar je z vidika agregata neoptimalno.

inflatornega obdobja kupili manjšo količino dobrin kot na začetku. Zato inflacija deluje kot nekakšen davek na neinvestirana finančna sredstva. Če upoštevamo, da višja inflacija vodi k nižjim realnim donosom bančnih vlog ter da so bančni depoziti konkurenčni drugačnim oblikam investiranja presežkov, je možno, da znižanje realnih donosov na bančne vloge povzroči znižanje realnih donosov mnogih drugih finančnih oblik (Khan, Senhadji, Smith, 2001).

Poleg tega je dokazano, da višje stopnje inflacije niso povezane z višjimi nominalnimi donosi vloženega premoženja. Slednje velja statistično značilno za vse države razen za države z ekstremno visokimi stopnjami inflacije²³ (Boyd, Levine, Smith, 2001). To pomeni, da vlagatelji realno izgubljajo del svojih donosov zaradi vpliva inflacije.

6.5 OPTIMALNA STOPNJA INFLACIJE

Vendar je zgoraj opisani vpliv inflacije zgolj negativen in ne razlaga začetnega pozitivnega vpliva na varčevanje in posledično gospodarsko rast, prisotnega v modelu in prikazanega v študijah. Da bi razumeli takšen vpliv, predpostavimo, da je inflacija razmeroma nizka in zato realni donosi visoki. V tem primeru se primer napačne izbire na finančnih trgih ne pojavi, zato racioniranje kreditov z namenom vzpodbujanja varčevanja ni potrebno. Zato ob nizki začetni stopnji inflacije dvig le-te (in s tem nižji realni donosi na finančne investicije in varčevanje) povzroči prenos sredstev iz finančnih naložb v naložbe v fizični in/ali človeški kapital. Posledica je višja rast. Vendar pa je pozitiven učinek prisoten pri dovolj nizkih povečanjih inflacije. Če se inflacija dvigne nad določeno stopnjo, začetna predpostavka (o začetni nizki inflaciji) učinka ne velja več, saj se pojavi učinek napačne izbire in z rastjo inflacija vpliva na upad rasti. To pomeni, da obstaja neka optimalna stopnja inflacije, ki vzpodbuja rast najmočneje. Pod to stopnjo dvig inflacije pomeni višjo rast, medtem ko je nad njo vpliv dviga inflacije na rast negativen (Khan, Senhadji, Smith, 2001).

Že Barro (1995) je v svoji obsežni raziskavi z vzorcem 100 držav in gibanjih v treh desetletjih omenil, da negativen vpliv inflacije na rast postane statistično značilen šele po nekem inflacijskem pragu. Khan in Senhadji (2000) sta ugotovila, da je prag inflacije nekje med 1 in 3 odstotki za industrijsko razvite države, medtem ko je za države v razvoju in nerazvite ta meja med 11 in 12 odstotki. Ghosh in Phillips (1998) sta uporabila večji vzorec in odkrila prag pri 2,5% - inflaciji. Christofferson in Doyle (1998) sta ocenila za tranzicijske države 13% - prag, Ghosh (1997) pa je ugotovil prag pri 10% - inflaciji.

Zanimivo je, da so ekonomisti dobili tako različne rezultate ob upoštevanju razvitosti držav. Časovni horizont podatkov, ki so jih avtorji uporabljali, sovпада z začetno fazo tranzicije nekaterih držav, kar pomeni, da so se slednje srečale z izjemno visoko inflacijo zaradi začetne

²³ Razmerje med inflacijo in nominalnimi donosi v državah z zelo visokimi stopnjami inflacije je popolnoma drugačno kot v državah z nizko inflacijo, kjer je skoraj 1:1. (Boyd, Levine, Smith, 2001)

nestabilnosti, vendar so jo hitro odpravile. Vsekakor izgleda, da se glede na razvitost prag inflacije niža. Načeloma bi na ta način logično razložili dobljene rezultate.

Zaradi višje stopnje razvoja imajo države na raznih trgih manj nepopolnosti, kot so trenja in nepredvidljivost gibanj, zato se splošno ozračje umirja in sámo generira dodatno aktivnost ter dosega takšno zunanjo konkurenčnost. To pomeni, da državi svojih ukrepov, in sicer ekspanzivno monetarno in fiskalno politiko, ki imata inflacijske posledice, ni treba uporabljati v tolikšni meri kot v stanju manjše razvitosti. Ekonomsko bolj razvite države imajo razvitejši socialni sistem. Zaradi splošne nepriljubljenosti inflacije ter zaradi težnje po čim višji stopnji indeksacije plač, obresti in ostalih cen proizvodnih faktorjev (kar vodi v inflacijsko spiralo), permanentna inflacija ni zaželeni niti tistimi med ekonomskimi politikami, ki bi jo v nekaterih primerih zagovarjali.

6.6 STROŠKI OCENJEVANJA DONOSNOSTI NA FINANČNIH TRGIH

Druga možnost predpostavlja situacijo, v kateri so za financiranje kapitalnih investicij potrebne zunanje finance in v kateri imajo zunanji investitorji za vpogled v pretekle donose na investirana sredstva določene stroške. Model sta razvila Boyd in Smith leta 1998, ob upoštevanju naslednjih dejstev, ki razlagajo stanje v prisotnosti teh stroškov, oziroma t.i. stroškov ocenjevanja donosnosti na finančnih trgih (Khan, Senhadji, Smith, 2001).

- S tveganju nevtralnimi investitorji je z vidika zunanjih investitorjev optimalna metoda vzpostavljanje dolžniških pogodb z osebami, čigar dejavnost financirajo.
- Velikokrat je najboljša možnost, če so takšni stroški prisotni, investiranje preko posrednika.
- Problem dodatnih stroškov lahko privede spet do potrebe po racioniranju kreditov.
- V primeru stroškov ocenjevanja donosnosti na finančnih trgih je pomembna sestava kapitala agenta: več kot lahko pridobi notranjega kapitala, manj pomemben bo problem.

Model sta razvila na nekoliko prilagojenem standardiziranem modelu rasti denarja, v katerem imajo nekateri subjekti dostop do kapitalnih investicijskih projektov, medtem ko ostali tega nimajo. Subjekti, ki imajo dostop do takšnih projektov, kombinirajo svoje, notranje vire s kreditom, ki ga pridobijo z zunanjim financiranjem. Pri tem upoštevamo, da je pridobivanje zunanjega kapitala oteženo zaradi problema stroškov ocenjevanja donosnosti na finančnih trgih. Ko se kot posledica problema pojavi potreba po racioniranju kreditov, sta avtorja dokazala, da je realna stopnja donosa, ki jo pridobijo zunanji investitorji, odvisna od dveh faktorjev: mejnega produkta kapitala (ki je padajoča funkcija agregatnega razmerja med kapitalom in delom) in količine notranjih financ, ki jo je sposoben podjetnik pridobiti za financiranje projekta. Le-ta je po drugi strani odvisna od njegovega dohodka, ki pa je naraščajoča funkcija agregatnega razmerja med kapitalom in delom.

Zato lahko sklepamo, da je pričakovana stopnja donosa, ki jo pridobijo posojilodajalci sredstev za kapitalne investicije, nemonotona funkcija agregatnega stoga kapitala na osebo. Običajno so donosi kapitalnih investicij konkurenčni pričakovanim stopnjam donosa drugih investicij. Če imamo določeno neko povprečno stopnjo donosa na ostala sredstva, lahko posojilodajalci sredstev za kapitalne investicije pridobijo donos v dveh primerih:

- če je mejni proizvod kapitala visok, delež internega financiranja pa nizek, kar se zgodi, če je razmerje med kapitalom in delom relativno nizko,
- če je (obratno, kot v zgornjem primeru) mejni proizvod kapitala nizek, delež internega financiranja pa visok, kar se zgodi, če je razmerje med kapitalom in delom relativno visoko.

Če obstaja več kot eno razmerje med kapitalom in delom, skladno z dano stopnjo donosa na posojila, lahko trdimo, da obstaja več kot eno potencialno dolgoročno stabilno ravnotežje v gospodarstvu. Ob dani stopnji donosa na konkurenčna sredstva bo v gospodarstvu najverjetneje možna dva scenarija:

- ravnotežje z nizkim kapitalom na osebo in nizko dolgoročno potencialno aktivnostjo,
- možno ravnotežje z nizkim kapitalom na osebo in visoko dolgoročno potencialno rastjo dohodka.

Boyd in Smith sta dokazala, da nizko dolgoročno ravnotežje dosežemo vedno ob nekih določenih začetnih pogojih, medtem ko je lahko ravnotežje z visoko dolgoročno aktivnostjo nestabilno. Če je dolgoročna stopnja inflacije dovolj nizka, je ravnotežje stabilno, vendar je v primeru visoke dolgoročne inflacije ravnotežje zelo nestabilno. Ta pojav lahko opišemo z vpeljavo mejne ali kritične stopnje inflacije: ob dolgoročni stopnji inflacije pod to mejo lahko dosežemo visoko dolgoročno aktivnost. Vendar ko enkrat inflacija preseže mejno vrednost, mehanizem doseganja maksimalne dolgoročne rasti ne deluje več.

Za začetne stopnje inflacije pod kritično mejo sta avtorja dokazala, da dovolj majhno povečanje inflacije povzroči znižanje razmerja med kapitalom in delom in pomik proti rasti proizvoda na osebo na visoko raven. Ker visoke stopnje inflacije znižujejo realne donose, racioniranje kreditov v tem primeru postane strožje, banke posojajo manj denarja, hkrati se zniža financiranje kapitalnih investicij. Boyd in Smith še dokažeta, da se lahko pojavi druga kritična meja inflacije, za katero dolgoročna aktivnost ni več stabilna zaradi endogenih oscilacij. Tako kot v primeru napačne izbire na kreditnih trgih, dovolj visoke stopnje inflacije privedejo do povečane inflacijske variabilnosti. Zato lahko trdimo, da prisotnost trenj, kot so stroški ocenjevanja donosnosti na finančnih trgih, pojasnjuje ne samo dolgoročnega odnosa med inflacijo in rastjo, ampak tudi razmerje med inflacijo in njeno variabilnostjo.

Enak mehanizem kot za bančni sektor (trg kreditov) lahko vpeljemo tudi za sekundarni finančni trg. Visoke stopnje inflacije povzročijo znižanje ne samo bančnih posojil, ampak tudi

obseg trgovanja z vrednostnimi papirji. Zato lahko zaključimo, da ima dvig inflacije negativen vpliv na obseg kreditov in tudi na likvidnost sekundarnega trga kapitala.

6.7 VLOGA FINANČNIH POSREDNIKOV V ODNOSU INFLACIJA-RAST

Posredniki imajo na finančnih trgih veliko večji pomen kot zgolj prenos finančnih sredstev oseb s presežkom k osebam s primanjkljajem. Posredniki (večinoma banke) generirajo dodatna finančna sredstva s pomočjo kreditnega multiplikatorja, oblikujejo tržne obrestne mere in nenazadnje posedujejo ažurne informacije, ki so za določanje investiranja sredstev ključnega pomena. Vendar so finančni posredniki zelo občutljivi na spremembe ekonomskega okolja, predvsem dejavnikov, kot je inflacija. V mnogih državah so prisotni tuji finančni posredniki, ki so toliko bolj previdni pri investicijah in se v (države) državah z negotovimi inflacijskimi gibanji ne bodo širili.

Bolj intenzivno financiranje preko posrednikov in povečanje njihovega števila bo vzpodbudilo varčevanje in investiranje ter izboljšalo alokacijo prihrankov v investicijske projekte. To nato povzroči višjo stopnjo in boljšo učinkovitost financiranja. Učinek inflacije se prenaša skozi veliko različnih neposrednih in posrednih kanalov. Inflacija povzroči povečanje stroškov transakcij in prenašanja informacij, to pa zmanjšuje gospodarsko rast. Tako imajo na primer ekonomski subjekti težave pri načrtovanju projektov, še zlasti če inflacija vpliva na gotovost nekaterih ključnih kazalcev. Investitorji si namreč ne bodo želeli vlagati sredstev v nezanesljivih pogojih, kar bo škodilo količini investiranja, razvoju podjetništva in s tem gospodarski rasti.

Inflacija bo tako upočasnila razvoj finančnega sektorja, kar bo imelo za posledico krčenje finančnega obsega. Visoka inflacija bo tudi zavrla sklepanje vseh dolgoročnih finančnih pogodb in finančni posredniki bodo težili k vedno bolj likvidnemu premoženju. Zato bodo v gospodarstvu z inflacijo finančni posredniki manj zainteresirani posojati sredstva za dolgoročneje, kapitalske investicije in oboji, tako posojilojemalci kot tudi posojilodajalci, ne bodo želeli sklepati pogodb z nominalnimi donosi. Vendar pa je visoka inflacija skoraj vedno posledica neprevidnega omejevanja s strani države z namenom zaščititi določene panoge, najpogosteje izvozno naravnane ali v razvoju. Ta omejevanja imajo za posledico visoko inflacijo, kar se lahko obrne nazaj in ima negativne posledice na celotno gospodarstvo zaradi nepravilne alokacije proizvodnih faktorjev.

Poleg tega ima inflacija sočasne učinke na finančne kazalce. Visoka inflacija bo povečala oportunitetne stroške posedovanja denarja in bo vodila k racionalizaciji alociranja finančnih sredstev suficitarnih subjektov. Posledica je nižje varčevanje, kar povzroči tudi znižanje razpoložljivih finančnih sredstev in zato spremembo razmerja med investiranjem in BDPjem. Pojav je nabolj prisoten v primerih z epizodno visoko inflacijo, ko realne obrestne mere zelo upadejo, včasih celo pod nič.

7 KRATKOROČNI ALI DOLGOROČNI UČINEK INFLACIJE NA GOSPODARSKO RAST

Za kratko obdobje bi lahko trdili, da je zmerna inflacija vzdržna in da bi lahko imeli rast kljub inflaciji. To je bolj posledica rastočega agregatnega povpraševanja, ki hkrati pospešuje tako gospodarsko rast kot tudi inflacijo. Politika zniževanja inflacije aktivnost gospodarstva umirja. Stroga protiinflacijska politika je namreč navadno posledično povezana z zniževanjem proizvoda in zaposlenosti, vendar pa je njen učinek začasen, in sicer traja toliko časa, dokler se gibanje cen ne stabilizira. Politika zniževanja inflacije je zato včasih nezaželena, vendar pa ima država v daljšem obdobju zaradi znižane inflacije določene prednosti.

Če ima inflacija dolgoročni vpliv na proizvod, je to verjetno bolj posledica vpliva na ponudbo kot na povpraševanje. Inflacija lahko škodi ponudbeni strani na več načinov (Motley, 1998).

- Inflacija lahko predstavlja težavo gospodinjstvom in podjetjem, ki se zato težko pravilno odločijo glede na tržne signale. Ko večina cen raste, ekonomski subjekti ne razločijo med povprečno agregatno rastjo cen in relativno rastjo cene neke določene dobrine, kar negativno vpliva na jasnost tržnih signalov in posledično na pravilnost tržnih odločitev in s tem na učinkovitost in rast.
- Inflacija povzroča določene stroške, ki jih ne bi bilo v primeru stabilnih cen. Primer so stroški stalnega spreminjanja cen in plač, stroški določanja konkurenčnih cen proizvajalcev in prodajalcev in stroški nenačrtnega usmerjanja presežnih finančnih sredstev zaradi izgube vrednosti. Če davčni sistem ni v celotni meri indeksiran, tudi relativno nizka inflacija povzroča mrtvo izgubo (Feldstein, 1996).
- Zaradi neenakih učinkov na različne ekonomske subjekte ima inflacija tudi negativne socialne posledice, saj zaradi negotovosti ni priljubljena niti med osebami, ki načeloma zaradi inflacije pridobivajo.
- Vztrajna inflacija zahteva stroške, ki so namenjeni raziskavam njenih vzrokov in njenemu izkoreninjenju, namesto da bi bila sredstva usmerjena previlneje in produktivneje.
- Najpomembnejši pa je verjetno spet učinek inflacije na finančnih trgih, saj je zaradi nje zelo znižana ročnost posojil, kar najbolj prizadane rastoče gospodarske panoge in inovativne podjetnike, ki pa so glavni pospeševalci ekonomske aktivnosti.

V svoji raziskavi je Barro (1996) ugotovil, da ekonomska politika vzdrževanja inflacije na okoli 10%, povzroči dolgoročno znižanje rasti BDP-ja na osebo zaradi znižanja investiranja za med 0,2 do 0,3 odstotne točke. Podobno sta Andres in Hernando (1997) za države OECD-ja ugotovila dolgoročni negativni vpliv inflacije na rast. Ocenila sta, da, v povprečju, povečanje inflacije za eno odstotno točko povzroči dolgoročno znižanje gospodarske rasti za 0,08 odstotne točke. Učinek ni enakomeren, vendar v povprečju traja skozi daljše obdobje in povzroči znižanje dolgoročnega potencialnega dohodka za okoli 2,5%.

Dolgoročno je zaradi dinamičnih učinkov zelo pomemben način določanja cen v gospodarstvu. Če v gospodarstvu cene niso popolnoma indeksirane, ima inflacija na rast dolgoročno večji negativni učinek kot v primeru popolnoma indeksiranih cen. Če predpostavimo stanje neindeksacije, so posledice inflacije na potencialno dolgoročno stopnjo rasti zelo negativne. Vendar je glede rasti dohodka v primerjavi z vsemi modeli najboljša politika stabilnosti cen, ne glede na to, kako se cene določajo. Dolgoročno je najboljša ekonomska politika tista, ki stremi k čim nižji stopnje inflacije (Casaeres, 2002).

Zaradi negativnih učinkov inflacije na gospodarsko rast je potrebno inflacijo zajeziti, vendar lahko strogo nižanje inflacije kratkoročno negativno vpliva na aktivnost in tako na gospodarsko rast, zato mora za programom zniževanja inflacije stati dolgoročnejši program ter močna in sposobna ekonomska politika.

8 PROTIINFLACIJSKA POLITIKA IN NIČELNA INFLACIJA

Ker visoka inflacija negativno vpliva na rast, je načeloma bolje, da ekonomska politika gospodarstva z grozečo visoko inflacijo uporablja protiiinflacijske ukrepe. Tovrstni ukrepi so lahko negativni za rast in včasih tudi za stabilnost gospodarstva. Vendar je ta učinek zgolj kratkoročen, saj imajo ti ukrepi dolgoročno pozitivne učinke na gospodarstvo. Vpliv ukrepov na rast se hitreje kot linearno povečuje glede na njihovo moč oziroma želeni učinek na inflacijo. Zato je bolj zaželeno, da ekonomska politika inflacijo zniža postopoma, če je tako možno, in vpelje moderne ekonomske mehanizme v daljšem obdobju. Vzpodbujanja aktivnosti z bolj ekspanzivno monetarno in fiskalno politiko, kot je v gospodarstvu pričakovano, v razvitih gospodarstvih ni več mogoče. Posledice ekspanzivnih ekonomskih politik se kažejo vedno bolj izključno v povečanju inflacije (Mishkin, Posen, 1997).

V zadnjih letih so mnoge države znižale inflacijo na raven med 2 in 3 odstotke. Vprašanje je, ali dodatno zniževanje inflacijske stopnje dejansko zmanjša negativne učinke, ki jih ima inflacija na makroekonomske kazalce. Za nelinearni vpliv inflacije na rast v obliki konveksne funkcije so ekonomisti večinoma ugotovili, da je rast dohodka največja prav, ko je stopnja inflacije med 1 in 3 odstotki (Khan, Senandji, 2001). Zato se lahko povsem realno vprašamo, ali je inflacijo še smiselno zniževati. Vprašanje se poraja predvsem v povezavi inflacije z aktivnostjo, saj inflacija kot posledica nekaterih dejavnikov pospeševanje gospodarske aktivnosti spremlja gospodarsko rast. Zato bi se lahko zgodilo, da bi v primeru popolne zajezitve vzrokov inflacije ustavili tudi dvig aktivnosti in na ta način celo škodili gospodarski rasti.

Nasprotno pa je znižanje permanentne inflacije pozitivno. V svoji raziskavi so Burdekin et al. (2000) z analizo vpliva inflacije na gospodarsko rast v daljšem obdobju ugotovili, da imajo tudi nizke ali zmerne stopnje inflacije vsaj začasne negativne posledice v dolgoročni gospodarski rasti. Učinek inflacije je statistično značilen in povzroči permanentno znižanje ravni dohodka na osebo. Inflacija ne zniža samo stopnje investicij, ampak tudi učinkovitost uporabe produkcijskih faktorjev. Ocenjena korist permanentnega znižanja inflacije za odstotno točko je povečanje potencialnega optimalnega dohodka na osebo za med 0,5% in 2%. Kljub temu da se učinek spreminja glede na določene specifične značilnosti držav, kot tudi ob upoštevanju različnih začetnih stopenj inflacije in stopenj gospodarske razvitosti, ni nikoli in za nobeno skupino držav vpliv inflacije na gospodarsko rast v daljšem obdobju pozitiven.

V primeru, da bi inflacijo želeli znižati na stopnjo nič, lahko pademo v past, ki jo postavljajo eksogeni dejavniki. Če država popolnoma zaustavi dviganje cen, se lahko poleg omenjenih posledic pojavi tudi deflacija. Ker inflacija predstavlja agregatno stopnjo rasti cen in vključuje tudi gibanje določenih cen, ki so posledica mednarodnih dogajanj, se lahko zgodi, da se slednje umirijo in cene padejo. V državi bo zato prisotna deflacija.

Če bi imela inflacija izključno negativne posledice, bi lahko enoznačno povlekli zaključek o pravilni ekonomski politiki. Vendar ima inflacija pomembno vlogo pri financiranju javnega dolga. Če obresti niso indeksirane, inflacija omogoči zadolževanje po nižji realni obrestni meri. Zato znižanje inflacije poveča realne stroške servisiranja javnega dolga (Leidy, Tokarick, 1998). V takih okoliščinah se prerazdeli premoženje od kreditojemalca h kreditodajalcem (imetnikom državnih obveznic), ker prejemajo ti realno višje obresti, kot so bile določene v času nakupa obveznic (pri višji inflaciji).

8.1 SUMMERSOV UČINEK

Vodenje denarne politike je v razmerah zelo nizke inflacije čedalje težje, ker centralna banka pri 0% nominalni obrestni meri nima več manevrskega prostora. Posledica tega je, da centralna banka ne more več stimulirati aktivnosti (agregatnega povpraševanja) v obdobjih višje brezposelnosti od naravne. V Kanadi so v začetku 90. let, ko je inflacija močno upadla, kratkoročne realne obrestne mere ostale visoke tudi v obdobju počasne in celo negativne gospodarske rasti. Ta problem pa ni tako pereč za majhna in odprta gospodarstva. V slednjih, kjer denarna politika vpliva na agregatno povpraševanje preko deviznega tečaja, zato nezmožnost zniževanja realnih obrestnih mer pri zelo nizki inflaciji ne spodkopava učinkovitosti ekspanzivne denarne politike, saj je vsaj na kratek rok agregatno povpraševanje mogoče stimulirati z realno deprecijacijo domače valute (Ažman, 2004).

8.2 PROTIINFLACIJSKA POLITIKA V RAZMERAH HIPERINFLACIJE

V primeru visoke in spremenljive inflacije bo gospodarstvo v nevarnosti, da pade v inflacijsko spiralo. Zaradi recesije, ki bi državi sledila med hiperinflacijo, ta predstavlja posledico inflacijske spirale, je potrebno vse prioritete ekonomske politke v tem primeru posvetiti hitremu znižanju inflacije. Navadno se inflacijska gibanja obvladuje z restriktivnimi politikami, ki povzročijo tudi upad rasti oziroma recesijo. Posledice so prisotne vse obdobje, dokler inflacija ne pade na želeno raven, kar lahko traja tudi več kot leto (Čile, 1975-77).

Visoko in nepredvidljivo inflacijo so z neposrednim ciljanjem v razvitih državah ekonomski politiki zaježili. Predvsem nepredvidljivost stopnje inflacije se je prikazala kot zelo negativen dejavnik, zato so gospodarstva z visokimi stopnjami ciljala ravno na ta dejavnik inflacije. Bolj kot je bila v nekem gospodarstvu inflacija nepredvidljiva in je bilo težavno odkriti glavne vzroke, strožje so ekonomisti posegali po restriktivni politiki (Soderstrom, 2000).

Ker restriktivna politika začasno ustavi tudi vzpodbujanje aktivnosti, se lahko zaradi politike strogega zniževanja inflacije kratkoročno pojavijo negativne posledice v gospodarski rasti. V daljšem obdobju pa se bodo pozitivni učinki take politike obrestovali. Zaradi kratkoročnih negativnih posledic je za uresničevanje ortodoksnih protiinflacijskih ukrepov potrebna močna vlada z uspešnim ekonomskim programom. Močna vlada bo sposobna vzdrževati nizke stopnje inflacije tudi v prihodnjih obdobjih, zato lahko v naslednjih obdobjih pričakujemo okrevanje aktivnosti v gospodarstvu in zvišanje potencialne dolgoročne stopnje gospodarske rasti (Ball, 1993).

Močna vlada je sposobna restriktivne ukrepe uresničiti, medtem ko je od sposobnosti vlade odvisen pravilni izbor instrumentov. Ker inflacijo povzroča veliko dejavnikov, ki so v razmerah hiperinflacije tudi medsebojno povezani, je naloga ekonomske politike v takih razmerah poiskati »pravzrok«, torej tisti dejavnik inflacije, ki v resnici vzpodbuja ostale. Večina ekonomskih teoretikov vidi glavni vzrok hiperinflacije v proračunskem deficitu, ki je financiran s pomočjo zadolževanja pri centralni banki in izdajanja novega denarja. Iz tega vidika Ball (1993) razlikuje dva modela stabilizacije: ortodokсно in heterodokсно stabilizacijo. Medtem ko pri ortodokсни stabilizaciji ekonomisti zgolj zamrznejo plače in cene, ne da bi vzporedno zmanjšali proračunski deficit, se pri heterodokсни stabilizaciji uporabi tudi restriktivna fiskalna politika. Ortodokсна politika je model veliko napačnih načinov stabilizacije cen (Ball, 1993). Ortodokсна stabilizacija je povzročila zgolj epizodno znižanje inflacije (Brazilija, 1986-87), medtem ko heterodokсна politika dolgoročno ustavi inflacijo (Izrael, 1985-87). Glede na izkušnje, bi lahko za glavni vzrok visoke inflacije okrivili proračunski deficit.

9 SKLEP

Ekonomska teorija vse pogosteje raziskuje in na novo spoznava vpliv inflacije na gospodarsko rast. Je del normalnega razvoja ekonomske teorije proti popolni analizi gibanja gospodarske rasti, da bi s čim nižjimi stroški prišli do najvišje možne stopnje. Sicer si ekonomisti niso popolnoma enotni glede oblike in moči vpliva, vendar se da iz mnogih raziskovalnih nalog razbrati interes pojasniti vpliv na kar se da natančnem in razčlenjenem modelu

Zaradi zgodovinskih pomanjkljivosti v proučevanju odnosa med inflacijo in gospodarsko rastjo velika večina ekonomistov mehanizme prenosa razvija po svojih presojah in na podlagi obstoječih ekonomskih teorij in z uporabo za svojo analizo najbolj primernih ekonomskih spremenljivk. Posledica tega je, da je toliko teorij in mehanizmov odvisnosti med inflacijo in rastjo, kolikor je raziskovalnih nalog. Zaradi aktualnih problemov, ki jih v moderni ekonomski politiki predstavljata gibanje inflacije in rasti, je povezanost med obema pojavoma toliko bolj zanimiva. Nenazadnje se v zadnjih letih tranzicije razvil mehanizem z uporabo Balassa-Samuelsonovega efekta, ki pojasnjuje dvig inflacije zaradi relativno višje rasti.

V diplomski nalogi sem zbral in razložil najbolj pogoste in statistično preverjene mehanizme vpliva inflacije na rast. Inflacija na rast vpliva preko dveh pomembnih kanalov mehanizma, ki sta razdelitev dohodka in alokacija finančnih sredstev. Večina mehanizmov, ki sem jih opisal, je v empiričnih raziskavah pridobila dokaj močno statistično značilno povezavo, zato lahko trdimo, da odvisnost med obema pojavoma obstaja, in sicer je ta povezava v obliki izbočene krivulje. Začetniki teorije povezave med inflacijo in rastjo so predpostavljali linearno povezavo, vendar niso vedno dobili statistično značilnih rezultatov, zato so bili toliko glasnejši ekonomisti, ki obstoj vpliva inflacije na rast zavračajo. Vendar se je z nadaljnjim preučevanjem gibanj obeh ekonomskih pojavov mnenje mnogih spremenilo, poleg tega pa se je z ekonomsko politiko ciljanja nizke inflacije v preteklih dveh desetletjih v teh državah povečala rast.

Zaradi izbočenosti oblike funkcije vpliva inflacije na gospodarsko rast lahko trdimo, da obstaja neka optimalna neničelna stopnja inflacije, ob kateri dosega posamezne države najvišjo možno stopnjo rasti. Veliko je bilo ugibanj, kolikšna naj bi bila optimalna inflacija, vendar točnega in zanesljivega odgovora na to vprašanje ekonomisti niso uspeli podati, vendar je jasno, da se zaradi različnih specifičnih značilnosti razvoja in rasti v različnih gospodarstvih tudi vpliv inflacije na rast pojavlja različno. Zato skupnega imenovalca in posledično splošne optimalne stopnje inflacije, ki bi bila nato cilj ekonomske politike, ni. Vsaka država oziroma vsaka skupina držav z istim tržnim sistemom in istimi določenimi pomembnimi specifičnimi lastnostmi, kot so odprtost, usmerjenost ekonomske politike, razvitost finančnih trgov in trga dela, ima svojo optimalno stopnjo inflacije. Lahko se je ekonomisti zavedajo in ciljajo nanjo, lahko pa ima ekonomska politika drugačne cilje. Zato je

pomembno poznati mehanizme, preko katerih inflacija vpliva na rast in vpliv čim bolje pojasniti.

Skozi analizo ekonomskih raziskav in raznih teoretičnih modelov sem ugotovil, da velika večina ekonomistov potrjuje tezo, da je inflacija najbolj pereč problem, ko vpeljemo pričakovanja ekonomskih subjektov. Zaradi moči raznih združenj slednjih se inflacijska pričakovanja vključujejo vedno bolj v ekonomsko politiko, saj je inflacija socialno zelo nezaželena. To dejstvo pozitivni ekonomski pomen inflacije znižuje oziroma negativnega zvišuje.

Pričakovanja so z razvojem in razširjanjem znanja vedno bolj racionalna, zato se stopnja inflacije, ki je socialno v tolikšni meri nezaželena, da povzroči težnje po indeksiranju, vedno bolj znižuje. Destvo pa je, da ob indeksiranih ekonomskih dejavnikih, inflacija bistveno manj pomaga gospodarski rasti. Optimalno stopnjo inflacije bi zato lahko z vidika pričakovanj opredelili kot tisto stopnjo inflacije, pri kateri vsakršno povečanje inflacije povzroči nez dovoljstvo in težnjo po indeksaciji.

Preko finančnih trgov pa inflacija vpliva na gospodarsko rast zaradi raznih oblik trenj, ki se na trgih pojavljajo z inflacijo in vplivajo negativno na trgovanje s finančnimi sredstvi, in sicer tako na obseg kot tudi na alokacijo. Trenja so na finančnih trgih stalno prisotna, inflacija pa jih povečuje in tako zaradi nepopolnega delovanja finančnih trgov upade gospodarska rast. Optimalna stopnja inflacije bi bila v primeru mehanizma vpliva preko finančnih trgov na rast tista, ki še omogoča pravilno alokacijo finančnih sredstev. Če bi bili finančni trgi popolni, bi bila optimalna stopnja inflacije konstantna ničelna inflacija, vendar je zaradi spremenljivosti inflacije zaradi eksogenih šokov nevarnost deflacije, zato lahko trdimo, da je optimalna inflacija nekoliko višja.

Vpliv inflacije na rast je v moderni ekonomiji prisoten in obstaja v nemonotoni obliki. Ob nizkih stopnjah inflacija pozitivno vpliva na rast, medtem ko visoka inflacija na rast vpliva negativno. Obstaja zato neka optimalna stopnja inflacije, ki pa se med državami razlikuje in se s stopnjo razvitosti znižuje.

11 LITERATURA

1. Andrés Javier, Hernando Ignacio: Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence From OECD. NBER Working Paper 6062. Cambridge, ZDA: NBER, 1997. 41 str.
2. Arh Urška: Brezposelnost, inflacija in gospodarska rast v državah v prehodu. Diplomsko delo, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 68 str.
3. Ažman Rozi: Analiza inflacije v izbranih tranzicijskih državah: primer Slovenije, Madžarske, Češke, Slovaške in Poljske. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 104 str.
4. Ball Laurence: The Dynamics Of High Inflation. NBER Working Paper 4578, Cambridge, ZDA: NBER, 1993. 38 str.
5. Barro Robert J.: Inflation And Economic Growth. NBER Working Paper 5326, Cambridge, ZDA: NBER, 1995. 35 str.
6. Boyd John H., Levine Ross, Smith Bruce D.: The Impact Of Inflation On Financial Sector Performance. Journal Of Monetary Economics, 2001. Št. 47. Str. 221-248. [URL:<http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBW-433P81V-2/2/4bc1e0107010ec85c93382a5125b3ef1>], november 2004.
7. Boyd John H., Levine Ross, Smith Bruce D.: Inflation And Financial Market Performance. Federal Reserve Bank Of Minneapolis, Research Department, Working Paper 573D, 1996. 48 str.
8. Burdekin Richard C. K. et al.: When Does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities For Different Economies, Claremont McKenna College and Claremont Graduate University, Claremont McKenna: 2000. 16 str.
9. Casares Miguel: Price Setting And The Steady-State Effects Of Inflation, ECB Working Paper No. 140. Frankfurt am Main: ECB, 2002. 39 str.
10. Christofferson Peter, Doyle Peter: From Inflation To Growth: Eight Years Of Transition. IMF Working Paper 98/100. Washington D.C.: IMF, 1998. 35 str.
11. Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley, Startz Richard: Macroeconomics. Eighth Edition. Boston: McGraw-Hill, 2001. 571 str.
12. Feldstein Martin: The Costs And Benefits Of Going From Low Inflation To Price Stability. NBER Working Paper 5469. Cambridge, ZDA: NBER, 1996, 57 str.
13. Fischer Stanley: The Role Of Macroeconomic Factors In Growth. NBER Working Paper 4565. Cambridge, ZDA: NBER, 1993, 35 str.
14. Fisman Raymond, Love Inessa: Financial Development And Growth In The Short And Long Run. NBER Working Paper 10236. Cambridge, ZDA: NBER, 2004. 27 str.
15. Ghosh R. Atis: Inflation In Transition Economies: How Much? And Why? IMF Working Paper 97/80. Washington D.C.: IMF, 1997, 28 str.
16. Ghosh R. Atis, Phillips Steven: Inflation, Disinflation And Growth, IMF Working Paper 98/68. Washington D.C.: IMF, 1998. 44 str.

17. Gillman Max, Harris Mark, Mátyás László: Inflation And Growth: Some Theory And Evidence, Oktober 2001, 39 str.
[URL: http://econpapers.hhs.se/cpd/2002/42_Harris_2.pdf], november 2004.
18. Glaister Keith W. : The Causes And Control Of Inflation. York: Longman Economic Studies, 1987. 32 str.
19. Khan Moshin S., Senhadji Abdelhak S.: Financial Development And Economic Growth: An Overview. IMF Working Paper 00/209. Washington D.C.: IMF Institute, 2000. 23 str.
20. Khan Moshin S., Senhadji Abdelhak S., Smith Bruce D.: Inflation And Financial Depth. IMF Working paper 01/44, Washington, D. C.: IMF Institute, 2001. 30 str.
21. Khan Moshin S., Senhadji Abdelhak S.: Threshold Effects In The Relationship Between Inflation And Growth, IMF Staff Papers, Vol. 48, No. 1. Washington D.C.: IMF Institute, december 2001, 21 str.
22. Leidy Michael, Tokarick Stephen: Considerations From Reducing Inflation Fro Low To Lowest. IMF Working Paper 98/109. Washington D.C.: IMF, 1998, 19 str.
23. Malla Sunil: Inflation And Economic Growth: Evidence From A Growth Equation. Honolulu: University of Hawai'i at Monoa, Department of Economics, 1997, 13 str.
24. Mishkin Frederic S., Posen Adam S.: Inflation Targeting: Lessons From Four Countries. NBER Working Paper 6126. Cambridge, ZDA: NBER, 1997, 134 str.
25. Marentič Gregor: Gospodarska rast v državah v prehodu. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 48 str.
26. Motley Brian: Growth and inflation: a cross-country study, FRBSF Economic review, 1998, 1, str. 15 – 28. [URL:<http://www.frbsf.org/econsrch/econrev/98-1/15-28.pdf>], november 2004.
27. O'Donnell Barry: Financial Openness And Inflation. Dublin: Trinity College, 2001. 25 str.
28. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: Financial Dependence And Growth. NBER Working papers 5758. Cambridge, ZDA: NBER, 1996, 47 str.
29. Rousseau Peter L., Wachtel Paul: Inflation, Financial Development And Growth, Economic Theory, Dynamics And Markets: Essays In Honor Of Ryuzo Sato. Kluwer: 2000. 14 str.
[URL:<http://www.stern.nyu.edu/eco/wkpapers/workingpapers00/00-10Wachtel.pdf>], november 2004.
30. Romer David: Advanced Macroeconomics, Mcgraw-Hill, 1996. str. 256-300 in 398-440.
31. Senjur Marjan: Razvojna ekonomika: teorije in politike gospodarske rasti in razvoja. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 732 str.
32. Söderström Ulf: Monetary Policy With Uncertain Parameters. ECB Working Paper No. 13, 2000, 25 str.

12 VIRI

1. EUROSTAT, Prosti podatki (free data).
[URL:http://europa.eu.int/comm/eurostat/newcronos/reference/display.do?screen=detailref&language=en&product=EU_MAIN_TREE&root=EU_MAIN_TREE/basic/string/ecobac/eb012], 1. 8. 2004.
2. EUROSTAT, Prosti podatki (free data),
[URL:http://europa.eu.int/comm/eurostat/newcronos/reference/display.do?screen=detailref&language=en&product=EU_MAIN_TREE&root=EU_MAIN_TREE/basic/string/ecobac/eb040], 1. 8. 2004.
3. EUROSTAT, Prosti podatki (free data),
[URL:http://europa.eu.int/comm/eurostat/newcronos/reference/display.do?screen=welcomeref&close=/economy/fina&language=en&product=EU_MAIN_TREE&root=EU_MAIN_TREE&scrollto=444], 1. 8. 2004.
4. Statistical yearbook on candidate countries, 2003 edition, data 1997-2001.
Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2003.

13 SLOVAR

Adverse selection problem – Težava z napačno izbiro

Cost-push inflation – Stroškovna inflacija ali inflacija ponudbe

Credit market frictions – Trenja na finančnih trgih

Demand-pull inflacija – Inflacija povpraševanja

Tax distortions – Davčne motnje

Equity returns – Donosi vrednostnih papirjev

Inherent industry characteristics – Notranje, časovno neodvisne značilnosti panog

Industry – Gospodarska panoga

Sector – Gospodarski sektor

Steady state growth rate - Potencialna dolgoročna ravnotežna stopnja rasti

Steady state equilibrium - Potencialno dolgoročno stabilno ravnotežje