

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
INFLACIJSKO CILJANJE V PRAKSI**

Ljubljana, april 2004

PRIMOŽ VIDIC

IZJAVA

Študent/ka Primož Vidic izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom doc. dr. Boštjana Jazbeca in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. DENARNA POLITIKA	2
2.1. DENARNA POLITIKA IN VLOGA CENTRALNIH BANK	2
2.2. CILJI DENARNE POLITIKE	3
2.3. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE	4
2.4. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM DENARNE POLITIKE	4
2.5. KORISTI NIZKE INFLACIJE	6
3. OSNOVNI NAČINI VODENJA DENARNE POLITIKE	8
3.1. VLOGA NOMINALNEGA SIDRA	8
3.2. CILJANJE DEVIZNEGA TEČAJA	9
3.3. CILJANJE DENARNIH AGREGATOV	9
3.4. DENARNA POLITIKA BREZ JASNO DOLOČENEGA NOMINALNEGA SIDRA	10
4. INFLACIJSKO CILJANJE	11
4.1. RAZLOGI ZA IZBIRO INFLACIJSKEGA CILJANJA	11
4.2. OPIS INFLACIJSKEGA CILJANJA	13
4.2.1. <i>Izbira cenovnega indeksa</i>	13
4.2.2. <i>Izbira primerne višine inflacijske stopnje</i>	14
4.2.3. <i>Časovno horizont</i>	15
4.2.4. <i>Cilj, določen točkovno ali kot ciljni razpon</i>	16
4.2.5. <i>Vloga deviznega tečaja</i>	17
4.2.6. <i>Odgovornost centralne banke in preglednost denarne politike</i>	18
4.2.7. <i>Napovedovanje inflacije v prihodnosti</i>	20
5. PREPROST MODEL INFLACIJSKEGA CILJANJA	21
6. INFLACIJSKO CILJANJE V PRAKSI	23
6.1. REŽIMI INFLACIJSKEGA CILJANJA	23
6.2. PRIMERJAVA MED DRŽAVAMI, KI VODIJO POLITIKO INFLACIJSKEGA CILJANJA	24
6.3. INFLACIJSKO CILJANJE NA NOVI ZELANDIJI	24
6.4. INFLACIJSKO CILJANJE V KANADI	27
6.5. INFLACIJSKO CILJANJE V VELIKI BRITANiji	29
6.6. INFLACIJSKO CILJANJE V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH	31
6.7. INFLACIJSKO CILJANJE NA ČEŠKEM	32
6.8. INFLACIJSKO CILJANJE NA POLJSKEM	35
6.9. INFLACIJSKO CILJANJE NA MADŽARSKEM	36
7. SKLEP	38
8. LITERATURA	40
9. VIRI	42
PRILOGE	

1. UVOD

Pojav inflacijskega ciljanja v zadnjem desetletju je pomenil zanimiv razvoj v pristopu centralnih bank pri vodenju denarne politike. Po začetnem uvajanju v Novi Zelandiji leta 1990 je postalo inflacijsko ciljanje izbira velikega števila centralnih bank v industrijskih državah, pa tudi v razvijajočih se državah. Inflacijsko ciljanje je strategija denarne politike oziroma oblasti, pri kateri kot svoj cilj neposredno določi stopnjo inflacije, ki jo želi doseči v načrtanem obdobju. Dosedanje izkušnje kažejo, da se države, ki so uveljavile strategijo inflacijskega ciljanja, med seboj razlikujejo glede (i) jasnosti objave svojega cilja, saj so nekatere začele z inflacijskim ciljanjem pred javno razglasitvijo svoje strategije, (ii) ravni cen ob uvedbi, ki se je v večini primerov gibala med nizko in zmerno, (iii) indeksa cen, ki ga zasledujejo (merjena inflacija ali ožje opredeljeni cenovni agregati), (iv) dovoljenih odstopanj od zastavljenega cilja ter glede posledic večjega odstopanja in (v) časovnem horizontu, ki so ga določile za dosego ciljane ravni inflacije.

Čeprav se strategija inflacijskega ciljanja med državami precej razlikuje, je njena skupna točka izbira ravni cen kot najpomembnejšega (neposrednega) cilja denarne politike. V ozadju take odločitve je spoznanje, da z denarno politiko v večini primerov ni mogoče uspešno uravnavati kratkoročnih realnih oscilacij v ekonomiji oziroma, da je na dolgi rok z denarno politiko mogoče uspešno vplivati le na raven cen. Poleg tega v zadnjem času prevladuje prepričanje, da lahko tudi zmerna inflacija negativno vpliva na druge makroekonomske kategorije, na primer na gospodarsko rast. Nenazadnje pa inflacijsko ciljanje zagotavlja nominalno sidro, ki ga je relativno lahko določiti, izmeriti in s tem tudi zasledovati. Pri tem pa obstaja odprto vprašanje določitve optimalne inflacijske stopnje oziroma ravni cen, ki je konsistentna z drugimi ekonomskimi cilji, saj podobno kot pri drugih strategijah, ki so na razpolago centralnim bankam, tudi pri ciljanju inflacije ni mogoče neodvisno zasledovati več ciljev hkrati.

Namen diplomske naloge je na osnovi dosedanjih spoznanj pokazati, kaj je potrebno za uspešno inflacijsko ciljanje ter kako je to do sedaj uspevalo nekaterim državam, tako razvitim kot tranzicijskim. Na začetku naloge je na kratko predstavljena denarna politika, njeni bližnji in končni cilji, instrumenti denarne politike in transmisijski mehanizem. V drugem delu je opisan pojem nominalnega sidra ter možne strategije denarne politike, ki pri svojem delovanju uporabljajo nominalno sidro: ciljanje deviznega tečaja, ciljanje denarnih agregatov ter denarno politiko brez jasno določenega nominalnega sidra.

Naslednje poglavje je jedro diplomskega dela, v katerem je predstavljeno inflacijsko ciljanje, kaj to je in kateri so potrebni pogoji, ki jih je potrebno izpolniti za njegovo uspešno delovanje. Poleg tega je potrebno odgovoriti tudi na vprašanje, kakšen naj bo dolgoročen cilj za inflacijo. Centralne banke se seveda zavzemajo za čim bližje ničelni stopnji inflacije, vendar se zdi tudi nekaj višja stopnja inflacije razumljiva. Točnega odgovora vsekakor ni mogoče dati, lahko pa govorimo o nekem razponu, kjer je stopnja inflacije še sprejemljiva in ne povzroča velike

gospodarske škode. Naslednje vprašanje se nanaša na dejstvo, da denarna politika vpliva na gospodarstvo, še posebej na inflacijo, s časovnimi zamiki. Tako je tu potrebno odgovoriti za koliko časa vnaprej bi bilo potrebno ciljati inflacijo. Verjetno bi bilo najboljše večletno ciljanje inflacije. Centralna banka tudi odloči, ali naj inflacijo cilja kot točko, se pravi točno določeno številko, ali naj postavi cilj kot nek razpon, npr. med 2% in 4%. Oba načina imata svoje prednosti in pomanjkljivosti, vendar kot bomo videli, ima točkovni cilj nekaj prednosti. Izredno zanimiva pa je tudi vloga deviznega tečaja v inflacijskem ciljanju. Spremembe v deviznem tečaju imajo lahko velik vpliv na inflacijo, še posebej v majhnem, odprtem gospodarstvu. Na primer, deprecijacija domače valute lahko vodi do povišanja inflacije zaradi vpliva višjih uvoznih cen in večjega povpraševanja po izvozu države. Obstajajo pa tudi druga zanimiva vprašanja o inflacijskem ciljanju.

Četrty del naloge je namenjen prikazu osnovnega modela inflacijskega ciljanja.

V nadaljevanju naloge je predstavljeno, kako je delovala strategija inflacijskega ciljanja v praksi. V začetku je kratek pregled držav, ki inflacijsko ciljajo ter kako to delajo, nato pa so podrobneje predstavljene nekatere od teh držav. Nova Zelandija, Kanada in Velika Britanija so razvite države, ki so kot prve začele s strategijo inflacijskega ciljanja že v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Razlogi za to se med državami razlikujejo, prav tako pa tudi sam način kako deluje denarna politika v okviru te strategije. Te države z največ izkušnjami na tem področju se mi zato zdijo zelo dober primer. Zadnji del diplomske naloge prikaže še nekatere evropske tranzicijske države, ki so v devetdesetih letih spremenile režime z manj fleksibilno obliko deviznih tečajev v bolj fleksibilno ter začele z inflacijskim ciljanjem kot glavno usmeritvijo svoje denarne politike. V tem delu obravnavam glavne značilnosti in dosežke inflacijskega ciljanja na Češkem, Poljskem ter Madžarskem. Vse te države se bodo v bližnji preteklosti pridružile Evropski Uniji (EU) ter nato še Evropski monetarni Uniji (EMU).

Na koncu so povzete ključne ugotovitve, ki jih lahko razberemo iz teoretičnega in praktičnega pristopa k strategiji inflacijskega ciljanja .

2. DENARNA POLITIKA

2.1. DENARNA POLITIKA IN VLOGA CENTRALNIH BANK

Denarno politiko posamezne države navadno vodi centralna banka ali ministrstvo za finance oz. državna zakladnica (angl. *treasury*). Centralna banka je institucija, ki ne zasleduje profitnega motiva, temveč narodnogospodarske interese. V začetku je centralna banka opravljala funkcijo komercialnih bank, vendar se je to kasneje spremenilo. Ena banka namreč ne more hkrati opravljati funkcije nadzora bančnega sistema in bančnih dejavnosti. Zato sedaj skrbi za pravilno količino denarja v obtoku, za zunanjo likvidnost ali likvidnost v plačevanju s

tujino in tudi za to, da država kot oblastna institucija ne postane nelikvidna pri poravnavanju svojih obveznosti podjetjem in posameznikom v državi. Ima vlogo posojilodajalca v skrajni sili in ima monopol nad izdajanjem bankovcev. Za centralno banko pravimo, da je banka bank in države.

2.2. CILJI DENARNE POLITIKE¹

Centralna banka kot centralna denarna institucija skrbi predvsem za razmere, ki omogočajo nek nadaljnji ravnovesni gospodarski razvoj države. Te lahko oblikuje z denarno politiko, s katero želi vplivati na svoje končne cilje. V večini držav je primarni cilj denarne politike doseči dolgoročno stabilnost cen, vendar nemalokrat najdemo tudi druge cilje, kot so visoka zaposlenost, ekonomska rast, stabilnost deviznega trga, lahko pa dodamo še stabilnost finančnega trga in finančnih institucij ter stabilnost obrestnih mer. Običajno pa se pojavi problem, da se je v želji sledenju enemu cilja treba delno ali v celoti odpovedati ostalim ciljem, še posebej, če centralna banka nima na razpolago dovolj instrumentov denarne politike.

Možnosti doseganja končnih ciljev so različne in ker je končni cilj ponavadi precej oddaljen, je zato logično in koristno za centralno banko, da si postavi vmesne (bližnje) cilje. Namen vmesnih ciljev je kontrola poti do končnih, tako da predstavljajo neke vrste varnostni mehanizem. Za še bolj učinkovito denarno politiko lahko centralna banka uporablja indikatorje denarne politike², za katere je značilno, da so izredno hitro odzivajo na spremembe denarne politike in so v močni povezavi z bližnjimi cilji. *Slika 1* ponazarja povezavo med instrumenti denarne politike, indikatorji, bližnjimi in končnimi cilji denarne politike.

Včasih sta za bližnji cilj denarne politike veljala predvsem količina denarja v obtoku in obrestna mera, dandanes pa k njima lahko prištevamo kot možne alternative še obseg kreditov, devizni tečaj, indeks cen blaga, potek krivulje donosnosti, pa tudi, kot bomo lahko videli v nadaljevanju, inflacijsko napoved.

Slika 1: Ponazoritev povezave med instrumenti, indikatorji, bližnjimi in končnimi cilji denarne politike

instrumenti denarne politike > indikatorji denarne politike > bližnji cilji denarne politike > končni cilji denarne politike

¹ Glej Ribnikar, 1999, str. 267-273.

² Indikatorji denarne politike lahko istočasno nastopa v vlogi bližnjega cilja denarne politike. Ti so lahko npr.: količina primarnega denarja, rezerve bank, presežne rezerve bank in različne obrestne mere.

2.3. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike. Nekoč je centralna banka z denarno politiko urejala količino denarja v obtoku, danes pa, ko je več likvidnih finančnih aktiv, so vsa ta finančna aktiva predmet denarne politike pri doseganju njenega končnega cilja - stabilnost cen, kupne moči ali vrednosti denarja. Pri tem gre dejansko za nakupe in prodajo finančne aktive. Instrumente denarne politike lahko delimo po več kriterijih. Tradicionalna delitev instrumentov denarne politike uvršča le-te na kvantitativne in kvalitativne, nekateri jih delijo na splošne in selektivne. Lahko jih delimo na količinsko naravnane (količina denarja v obtoku in obseg kreditov) in cenovno naravnanimi instrumenti denarne politike (višina obrestnih mer) ter na instrumente za grobo in fino uravnavanje. Največkrat se instrumenti delijo na neposredne, kjer centralna banka nastopa kot institucija z izrazito močjo reguliranja, in posredne, s katerimi centralna banka na posamezne ekonomske spremenljivke vpliva preko denarnega trga. Slednji se označujejo kot tržni in v zadnjem času postajajo vedno bolj pomembni. Med instrumente denarne politike največkrat prištevamo (Ribnikar, 1999, str. 240-266):

- politiko odprtega trga ali poslov na odprtem trgu,
- eskontno politiko ali spreminjanje obrestne mere,
- obvezne rezerve bank,
- selektivnost in omejevanje kreditov poslovnih bank.

2.4. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM DENARNE POLITIKE

Transmisijski mehanizem denarne politike označujemo kot proces, skozi katerega se odločitve denarne politike na nek način prenašajo na agregatno povpraševanje in preko tega na proizvod in inflacijo. Čeprav ni jasnega mnenja, kako se ta transformacija vrši, vemo, da transmisijski mehanizem denarne politike deluje skozi različne kanale, vpliva na različne spremenljivke, različne trge ter z različnimi hitrostmi in intenzivnostmi. Poznavanje transmisijskega mehanizma je zelo pomembno pri vodenju denarne politike. S tem lahko posamezna centralna banka lažje določi kateri kanal denarne transmisiije je pomembnejši za njeno gospodarstvo, na podlagi česar lahko bolj učinkovito naravnava instrumente denarne politike pri doseganju zastavljenih ciljev. Prav tako dobro poznavanje transmisijskega mehanizma omogoča centralni banki določiti cilje, ki jim lažje sledi kot tudi poznavanje časa, ki je potreben, da se spremembe v instrumentih denarne politike odrazijo na agregatnem proizvodu in inflaciji. Med najpomembnejše transmisijske kanale uvrščamo (Loayza, Schmidt-Hebbel, 2002):

- kanal obrestnih mer,
- premoženjski kanal,

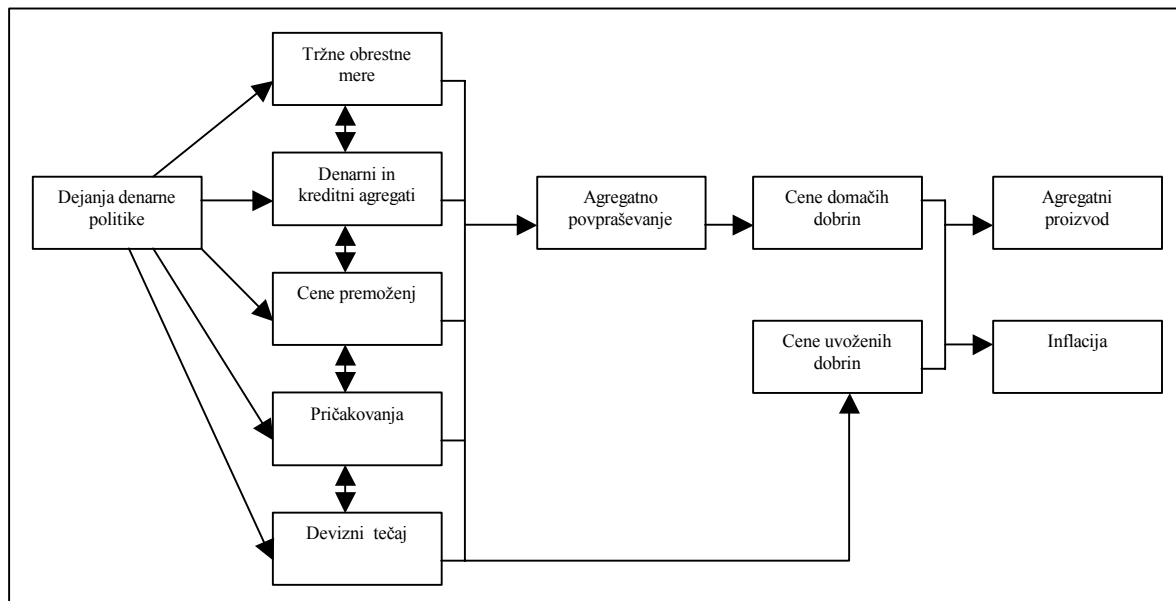
- kanal deviznega tečaja,
- kreditni kanal,
- kanal pričakovanj.

Pri kratki razlagi posameznih transmisijskih kanalov izhajamo iz dejstva, da centralna banka vodi ekspanzivno denarne politiko, to je povečuje denarne agregate, ki jih ima pod kontrolo ali pa niža svojo obrestno mero. Slika 2 prikazuje kanale transmisijskega mehanizma, preko katerih denarne oblasti lahko vplivajo na agregatni proizvod in inflacijo.

Kanal obrestne mere predstavlja najpomembnejši kanal transmisijskega mehanizma denarne politike. Ekspanzivna politika vodi v zmanjšanje vseh obrestnih mer in tako vpliva na poslovne investicije, stanovanjske investicije, večjo potrošnjo za trajne dobrine. V končni fazi pa ima to vpliv na agregatno povpraševanje, proizvod ter inflacijo.

Premoženjski kanal transmisijskega mehanizma prikazuje, kako ekspanzivna denarna politika vodi do višje cene delnic (angl. *equities*), kar dela investicije bolj privlačne (skozi Tobinov q)³ ter tako povečuje agregatno povpraševanje in v končni fazi agregatni proizvod.

Slika 2: Kanali transmisijskega mehanizma denarne politike



Vir: Loayza, Schmidt-Hebbel, 2002.

V odprtem gospodarstvu, še posebej majhnem, ima velik pomen kanal deviznega tečaja. Ta deluje tako skozi agregatno povpraševanje kot tudi agregatno ponudbo. Na strani povpraševanja denarna ekspanzija znižuje domače realne obrestne mere, kar pripelje do

³ Tobin je q definiral kot razmerje med tržno vrednostjo podjetja in stroški nadomestitve kapitala. Če je vrednost q visoka, bo tržna cena podjetij glede na stroške kapitala relativno visoka oziroma novi proizvodni obrati ali oprema bodo glede na tržno vrednost podjetja relativno poceni. Kadar je q visoka, se bodo investicijski izdatki povečali, kar bo povečevalo tudi agregatno povpraševanje (Mishkin, 1996, str. 6-7).

depreciacije domače valute. To vodi do večjega neto izvoza ter večjega agregatnega povpraševanja in na koncu večjega agregatnega proizvoda. Na strani ponudbe pa realna depreciacija povečuje domače cene uvoženih dobrin ter tako direktno vpliva na povišanje inflacije. Skratka, uspešnost kanala deviznega tečaja je odvisna od mobilnosti mednarodnih kapitalskih tokov in od vedenja menjalnega sektorja ob spremembi deviznega tečaja.

Temelj kreditnemu kanalu je vloga, ki jo igrajo banke v finančnem sistemu, saj dobro rešujejo problem asimetričnih informacij na trgu kreditov. Ekspanzivna denarna politika, ki povečuje bančne rezerve in bančne depozite, povečuje količino dosegljivih kreditov. Povečanje kreditov povzroči porast investicij in v končni fazi agregatni proizvod. Pomembno pri kreditnem kanalu je, da ima ta večji vpliv na manjša podjetja, ki so bolj odvisna od bančnih kreditov kot velika podjetja, ki imajo lahko direkten dostop do kreditnih trgov z delnicami in obveznicami (Mishkin, 1996, str. 9).

Peti transmisijski mehanizem deluje preko pričakovanj privatnega sektorja o prihodnji naravnosti denarne politike oziroma o prihodnjih ekonomskih spremenljivkah. Najprej gre za t.i. prilagodljiva pričakovanja, kjer ekstrapoliramo v prihodnost naše izkušnje iz preteklosti. Za tem gre za tako imenovano racionalno pričakovanje, ki ni obremenjeno z zgodovino, ampak je za ta pričakovanja odvisno, kaj na primer sedaj počnejo denarne oblasti.

2.5. KORISTI NIZKE INFLACIJE

Cenovna stabilnost je eden od najpomembnejših ciljev denarne politike. Po mnenju večine ekonomistov in centralnih bankirjev nizka stopnja inflacije pomaga k boljši gospodarski učinkovitosti ter rasti na dolgi rok. Kot najpomembnejši vzrok za določitev nizke inflacije kot končnega cilja denarne politike je praviloma navedena škoda, ki jo povzroča inflacija, skupaj z dejstvom, da je inflacija dolgoročno edina posledica ukrepov centralne banke. Mishkin in Posen (1997, str. 11-13) navajata spodaj povzete stroške inflacije.

Prvi stroški so t.i. *"shoe leather costs"*. Pri tem gre za to, da so oportunitetni stroški posedovanja denarja v primeru visoke inflacije lahko zelo veliki in tako ljudje uporabljajo manj denarja, kot bi bilo optimalno. V tem primeru denar, takoj ko ga dobijo, zamenjajo za imetja, ki kljub inflaciji ne izgubljajo vrednosti, npr. obrestovane bančne vloge. Angleški izraz za te stroške predpostavlja, da stroški nastanejo zaradi hoje v banko in čakanja v vrsti.

Strošek visoke inflacije je povezan tudi s pretiranim investiranjem v finančni sektor. Ker zaradi visoke inflacije ljudje bolj pogosto hodijo v banke, morajo le-te zaposliti vedno več delavcev, ki bi sicer lahko delali v drugih panogah. Takšna rast finančnega sektorja na račun drugih panog je značilna za države s hiperinflacijo, še posebej za Nemčijo v dvajsetih letih dvajsetega stoletja (English, 1996, str. 2-3).

Inflacija lahko povzroča probleme pri sprejemanju odločitev za prihodnjo potrošnjo. Visoka inflacija poveča negotovost, tako glede višine relativnih cen kot prihodnje ravni cen, zato je težje sprejemati ustrezne proizvodne odločitve. Investicija, ki je danes videti dobičkonosna, se lahko v prihodnosti zaradi visoke (nepričakovane) inflacije izkaže za zelo slabo.

Do stroškov inflacije prihaja zaradi vpliva inflacije na davčni sistem. Ker je davčni sistem le redko povsem indeksiran (avtomatično prilagojen inflaciji), povečana inflacija poveča stroške kapitala, kar povzroči padec investicij pod optimalno raven. Višje obdavčenje, ki sledi iz inflacije, povzroča slabšo alokacijo kapitala in dela, kar lahko vodi do neustreznih finančnih odločitev podjetij. Alokacija kapitala in dela poteka v tiste sektorje, ki so relativno manj obdavčeni (ki imajo bolj indeksiran davčni režim).

Bernanke in ostali (1999) med stroške inflacije štejejo še stroške spreminjanja cen na jedilniku (angl. *menu cost*), se pravi v cenikih, v pogodbah itd. Prav tako pa je potrebno vseskozi nadzorovati cene dobaviteljev in konkurence, kar povzroča določene stroške.

Inflacija pa ima tudi učinek na prerazdeljevanje, ki ponavadi prizadene srednji družbeni razred, kar ima lahko velike socialne posledice. Lahko tudi povzroči učinek prerazdelitve od upnikov na dolžnike. Sem štejemo tudi denarno iluzijo, ko realna kupna moč denarja pada. Posledica nepredvidljive inflacije je višja premija za tveganje, saj je običajnim premijam (za ročnost, likvidnost, tveganje) in pričakovani ravni inflacije treba dodatno prišteti še premijo zaradi nestabilne, nepričakovane inflacije.

Khan, Senhadji in Smith (2001) govorijo o vplivu inflacije na finančno aktivnost, kar v končni fazi vpliva na gospodarsko rast. Zveza med inflacijo in finančno aktivnostjo ni linearna, ampak obstaja neka raven inflacije pod katero ima inflacija pozitiven učinek na finančno aktivnost in gospodarsko rast, nad njo pa postane ta učinek negativen. Ta raven je v industrijskih državah nekje med 3% in 6%, medtem ko je v razvijajočih se državah med 11% in 12% (Khan et al., 2001, str. 3). Omenjeno povezavo avtorji dobro ponazorijo z posojanjem bank privatnemu sektorju. Na eni strani obstajajo posojilodajalci, ki imajo sredstva, vendar nimajo zadosti projektov, kamor bi ta sredstva učinkovito investirali, na drugi strani pa obstajajo posojilojemalci z možnostjo učinkovitega investiranja, vendar nimajo zadosti sredstev za to. Glavna vloga finančnega sistema je tako prenos sredstev od posojilodajalcev k posojilojemalcem. V primeru višje stopnje inflacije se zmanjšajo realne obrestne mere za posojena sredstva. Posojilodajalci tako niso več zainteresirani posojati sredstev, ampak si jih raje tudi sami izposojajo. Pomankanje sredstev za posojanje zmanjšuje finančno aktivnost, kar pripelje do manjšega financiranja sredstev v fizični in/ali človeški kapital in v končni fazi povzroči manjšo gospodarsko rast. V bistvu deluje inflacija kot davek na finančno posredništvo, zato je le-tega manj in tako so prihranki uporabljeni manj učinkovito. V primeru zadosti nizke stopnje inflacije do tega ne prihaja.

Narejeno je veliko raziskav, ki povezujejo višjo stopnjo inflacije z nižjo produktivnostjo ter nižjo stopnjo rasti. Po eni Fischer (Bernanke et al., 1999, str. 18) ugotavlja, da v povprečju porast inflacijske stopnje za 1 odstotno točko lahko zmanjša gospodarsko rast za 0,1 odstotno točko.

Različna inflacija ima različne učinke. Glede na posledice je možno ločiti med visoko inflacijo, nepredvidljivo inflacijo, nepričakovano inflacijo in inflacijo, ki povzroča variabilnost relativnih cen. Ponavadi se predpostavlja, da je visoka inflacija hkrati nepredvidljiva in da povzroča spremembe relativnih cen. Učinki inflacije so tudi zelo različni med državami.

3. OSNOVNI NAČINI VODENJA DENARNE POLITIKE

3.1. VLOGA NOMINALNEGA SIDRA

V zadnjih letih se pojavlja vedno večja težnja po cenovni stabilnosti kot prevladujočem dolgoročnem cilju denarne politike. Še vedno pa ni jasnega odgovora na vprašanje, kako naj centralna banka usmerja svojo denarno politiko za doseg tega cilja. Glavna usmeritev, ki jo uporablja veliko držav, je uporaba t.i. nominalnega sidra pri vodenju denarne politike. Z nominalnim sidrom ustvarimo potrebne pogoje za določanje ravni cen, ki so potrebni pri doseganju cenovne stabilnosti. Prav tako nominalno sidro pomaga pri zmanjšanju inflacijskih pričakovanj (Mishkin, 1999, str. 1). Nominalno sidro pri papirni valuti lahko nastopa kot neka kvantitativna prisila, npr. omejitev na količino papirnatega denarja, ki ga lahko damo v obtok, ali prisila na cene, kjer pride do uradne vezave vrednosti denarja na kakšno dobrino ali premoženje (kot sta zlato ali tuja valuta). Podobno vlogo je v času zlatega standarda igralo zlato. Vodenje denarne politike brez dobro osnovanega nominalnega sidra je sicer mogoče, ampak tvegano, vendar je v nasprotnem primeru njeno vodenje bolj učinkovito (Bernanke et al., 1999, str. 20). Učinkovitost se povečuje tudi z razumljivostjo nominalnega sidra javnosti.

V nadaljevanju naloge so na kratko predstavljene prednosti in slabosti treh izmed štirih osnovnih režimov denarne politike, ki pri vodenju denarne politike uporabljajo nominalno sidro:

- ciljanje deviznega tečaja,
- ciljanje denarnih agregatov,
- denarna politika brez jasno določenega sidra (t.i. "*just-do-it*" pristop),
- inflacijsko ciljanje.

Bolj podrobno je predstavljeno inflacijsko ciljanje, kar je tudi namen diplomske naloge.

3.2. CILJANJE DEVIZNEGA TEČAJA

Ciljanje deviznega tečaja je režim denarne politike z dolgo zgodovino in pomeni vezavo domače valute na neko valutno blago ali vrednost tuje valute. V času zlatega standarda je država ponavadi fiksirala vrednost domače valute na zlato. V zadnjem času pa je bolj aktualna, še posebej za majhne države, vezava domače valute na valuto neke velike države z nizko stopnjo inflacije, ponavadi glavne trgovske partnerice. S tem avtomatično "uvozimo" v domačo državo stopnjo inflacije te države. Možnost je tudi, da je dovoljena deprecijacija valute z naprej določeno stalno stopnjo (angl. *crawling peg*), kar bi lahko pripeljalo do višje inflacijske stopnje kot v državi, na katero fiksiramo devizni tečaj⁴. Prednosti ciljanja deviznega tečaja so, da tako vzpostavljeno nominalno sidro fiksira inflacijsko stopnjo za mednarodno trgovane dobrine in na ta način prispeva h kontroli inflacije. Inflacijska pričakovanja postanejo podobna kot v veliki državi. S tako vodeno politiko se izognemo problemu t.i. časovne nedoslednosti, saj omejuje centralno banko pri doseganju kratkoročnih prednosti ter tako zmanjšuje inflacijsko osnovo. Zelo pomembna prednost ciljanja deviznega tečaja je njegova preprostost in jasnost, kar omogoča lažje razumevanje javnosti ter tako pridobivanje njene podpore (Mishkin, 1999, str. 3). Kljub očitnim prednosti, ki jih ima ciljanje deviznega tečaja, ni brez resnih problemov. Velik problem pri tovrstnem upravljanju denarne politike je izguba njene neodvisnosti. Z odprtimi kapitalskimi trgi povzroča fiksiranje deviznega tečaja tesno povezanost domačih obrestnih mer z obrestnimi merami, ki veljajo v veliki državi. Država, ki cilja devizni tečaj, tako izgubi možnost učinkovitega upravljanja denarne politike v primeru raznih šokov, ki prizadenejo njeno gospodarstvo neodvisno od šokov v veliki državi. Po drugi strani pa se vsi šoki iz velike države prenesejo v domačo. Druga slabost ciljanja deviznega tečaja je, da je v svetu hitro mobilnega kapitala velika možnost špekulativnega napada na tako valuto (Bernanke et al., 1999, str. 303).

3.3. CILJANJE DENARNIH AGREGATOV

Za nekatere države, ki so ali velike ali nimajo ustrezne države, katere valuta bi služila kot nominalno sidro, ciljanje deviznega tečaja ni dobra možnost. V tem primeru lahko uporabijo strategijo ciljanja denarnih agregatov. Bistvo denarnega ciljanja je, da naj bi centralna banka zagotavljala takšno rast količine denarja v obtoku, ki je skladna s končnim ciljem. Za to uporabi naslednjo enačbo (Senjur, 1995, str. 250):

$$M * V = P * Y.$$

V tej enačbi je M denarni agregat, V odtočna hitrost tega agregata, P je raven cen in Y je (potencialni) BDP. Pri logaritmiranju kvantitativne enačbe in odvajanju le-te po času, mora

⁴ Pri fiksiranem razmerju med domačo in tujo valuto bi morale dolgoročno priti do izenačitve domače in tuje inflacije, medtem ko je pri spreminjajočem se razmerju možna razlika med inflacijama.

biti vsota stopnje rasti denarnega agregata in stopnja rasti njegove odtočne hitrosti enaka vsoti stopnji rasti cen in stopnji rasti BDP:

$$m + v = \pi + y.$$

Pri tem lahko cilja ožje opredeljene denarne agregate, kot sta primarni denar in M1, ter širše opredeljene kot M2 in M3. Velika prednost te strategije v primerjavi s ciljanjem deviznega tečaja je v tem, da omogoča centralni banki večjo svobodo pri prilagajanju denarne politike domačim potrebam. Merjenje denarnih agregatov je zelo točno brez dolgih časovnih zamikov. Zmožnost centralne banke pri kontroliranju stopnje rasti denarja je dokaj dobra, še posebej za ožje opredeljena denarna agregata. S tem, ko centralna banka lahko hitro vpliva na odklone od ciljne rasti denarja, se povečuje njena verodostojnost in odgovornost. Vse zgoraj navedene prednosti ciljanja denarnih agregatov so odvisne od dveh pogojev. Kot prvo mora biti zagotovljena močna in zanesljiva povezava med stopnjo rasti denarnih agregatov ter končno spremenljivko, kot je inflacija ali nominalna rast družbenega proizvoda. V primeru nestabilne obtočne hitrosti (razmerje med nominalnim dohodkom in nominalnim denarnim stogom) je ta povezava šibka in tako ta strategija ne deluje uspešno, saj bi kljub temu, da je ciljanje denarnih agregatov uspešno, prišli do neugodnih končnih rezultatov (Bernanke et al., 1999, str. 305). Drugi pogoj pa zahteva dobro kontrolo nad ciljnim denarnimi agregati s strani centralne banke, saj lahko v nasprotnem primeru denarni agregati ne zagotavljajo jasnega signala o namenih dajalcev politike, kar zmanjšuje njihovo odgovornost. Kontrola nad ožje opredeljenima agregatoma je dokaj enostavna, kar bi težko rekli za širše opredeljena (Mishkin, 1999, str. 13).

3.4. DENARNA POLITIKA BREZ JASNO DOLOČENEGA NOMINALNEGA SIDRA

Nekatere države, na čelu z ZDA, so v zadnjem času dosegle zelo dobre makroekonomske kazalce (vključno z nizko in stabilno inflacijo) brez uporabe jasno določenega nominalnega sidra, kot je ciljanje deviznega tečaja, denarnih agregatov ali inflacije. Kljub temu, da ni določenega jasnega okvira delovanja denarne politike, neka strategija vseeno obstaja. Ta vsebuje veliko pozornosti, ki jo centralna banka namenja kontroli inflacije. Zaradi časovnih zamikov med dejanji denarne politike in inflacijo, je na tem mestu izrednega pomena ocenjevanje prihodnjega obnašanja inflacije, ki vključuje pozorno nadzorovanje možnih signalov za inflacijo ter takojšnje odzivanje proti grožnjam le-te (Mishkin, 1999, str. 27). Kakor koli že, ta pristop lahko deluje samo v državah, katerih centralne banke imajo vzpostavljeno dobro protiinflacijsko verodostojnost. Pomembna slabost te strategije je pomanjkanje preglednosti, saj je težko predvideti namene centralne banke. V primeru raznih šokov, ki prizadenejo gospodarstvo, je brez jasno določenega nominalnega sidra težko zmanjšati inflacijska pričakovanja. Verjetno največji problem pa predstavlja močna odvisnost denarne politike od preference, sposobnosti ter odkritosti vodilnih ljudi v centralni banki (Mishkin, 1999, str. 29).

4. INFLACIJSKO CILJANJE

4.1. RAZLOGI ZA IZBIRO INFLACIJSKEGA CILJANJA

Devetdeseta leta prejšnjega stoletja so bila iz ekonomskega vidika dodobra zaznamovana kot obdobje, v katerem je fiksni devizni tečaj izgubil veliko svoje privlačnosti kot nominalno sidro pri vodenju denarne politike. Kot rezultat velikih finančnih kriz se je veliko držav odločilo za bolj fleksibilne režime deviznega tečaja. Ker tudi uporabi denarnih agregatov kot vmesnemu cilju države niso bili posebej naklonjene, predvsem zaradi nestabilnosti povpraševanja po denarju ter posledično nestabilne povezave z rastjo ponudbe denarja in inflacije, je prihajalo do vedno večje uporabe strategije inflacijskega ciljanja. Ciljanje inflacije vključuje elemente, kot sta javna objava številčnega cilja za inflacijo ter zaveza centralne banke za doseganje cenovne stabilnosti kot glavnega dolgoročnega cilja denarne politike in so mu drugi cilji podrejeni. Inflacijsko ciljanje hkrati omogoča večjo preglednost in odgovornost centralne banke, manjšo nagnjenost k inflaciji ter večjo verodostojnost denarne politike (Debelle, 1997, str. 4).

Prehod na inflacijsko stopnjo kot bližnji cilj je povzročil konceptualni preskok iz prejšnjih režimov vodenja denarne politike. Centralne banke se pri oblikovanju in izvajanju denarne politike osredotočijo na nizko in stabilno inflacijo. Do povečanega poudarka na kontroli inflacije ne prihaja zato, ker bi bili nezaposlenost in podobni problemi manj pomembni. Razlog leži v tem, da se ekonomisti in oblikovalci denarne politike danes nekako bolj zavedajo, da je učinkovitost denarne politike za uravnavanje kratkoročnih fluktuacij v gospodarstvu majhna. Večina ekonomistov se strinja, da je na dolgi rok inflacijska stopnja edina makroekonomska spremenljivka, na katero ima denarna politika vpliv (Bernanke et al., 1999, str. 10). Ko oblikovalci denarne politike postavijo kot dolgoročni cilj nizko stopnjo inflacije, se pokaže prednost inflacijskega ciljanja v zavedanju realnosti, kaj centralna banka lahko naredi, to je, da kontrolira inflacijo, kot pa na tem kaj z denarno politiko ne more, to je povečati BDP, zmanjšati nezaposlenosti ali povečati zunanjo konkurenčnost (Jonas, Mishkin, 2003, str. 5).

Po Debello za inflacijsko ciljanje obstajata dva razloga (Debelle et al., 1998, str. 3):

- Ponovni poudarek na cenovni stabilnosti kot končnemu cilju denarne politike. Tu se pojavlja vprašanje, zakaj cenovna stabilnost in ne kakšna druga spremenljivka kot končni cilj. Za izbiro cenovne stabilnosti obstaja več razlogov. Pomemben razlog je, da je nizka in stabilna stopnja inflacije pomembna, mogoče potrebna za doseg drugih makroekonomskih ciljev (Bernanke et al., 1999, str. 10). Kratkoročno sicer obstaja izmenjava med brezposelnostjo in inflacijo, kar pomeni, da višja inflacija omogoča višjo zaposlenost in proizvodnjo. Dolgoročno gledano pa se ta povezava ne obdrži (Mishkin, Posen, 1997, str. 11).

- Inflacijska stopnja kot bližnji cilj lahko zmanjša nagnjenost denarne politike k višji inflaciji. Razlog za povečevanje inflacije leži predvsem v dejstvu, da so na kratki rok plače in veliko drugih vhodnih stroškov fiksirani s pogodbami ali dogovori. V primeru višje inflacije, kot je pričakovana, lahko centralna banka stimulira proizvodnjo, zaposlenost ter dobičke. Vsaj začasno. Namreč, ko javnost prepozna obnašanje centralne banke in tako prilagodi svoja inflacijska pričakovanja, prihaja do tega, da proizvod in zaposlenost, v povprečju, nista nič višja, kot bi bila drugače, le inflacija je višja (Bernanke et al., 1999, str. 14-15). S tem se odpravi problem t.i. časovne nedoslednosti.

Inflacijska stopnja kot bližnji cilj denarne politike predstavlja nov okvir za vodenje denarne politike. Pri tem so odločitve sprejete na podlagi primerjave med pričakovano inflacijsko stopnjo in ciljno inflacijsko stopnjo. Denarne oblasti navadno določijo ciljno inflacijsko stopnjo kot točko, ali bolj pogosto, kot meje ciljnega razpona, znotraj katerega lahko le-ta niha. Do sprememb v denarni politiki pride, ko se napoved inflacije za prihodnje časovno obdobje močno razlikuje od ciljne inflacijske stopnje. Ta stopnja predstavlja bližnji cilj denarne politike.

Uspešno inflacijsko ciljanje zahteva izpolnitev dveh pogojev (Masson et al., 1997, str. 7):

- Vsaka država, ki se odloča za ciljanje inflacije, mora zagotoviti večjo neodvisnost centralne banke pri oblikovanju in vodenju denarne politike. To seveda ne zahteva njene popolne neodvisnosti. Ločimo dvoje vrst neodvisnosti: neodvisnost pri izbiri končnega cilja, kjer centralna banka samostojno določa cilje denarne politike, in neodvisnost pri izbiri instrumentov, kot so npr. obrestne mere, za doseg cilja. Zaželeno je, da je centralna banka bolj neodvisna pri izbiri in prilagajanju instrumentov denarne politike. Neodvisnost pri izbiri končnega cilja ni toliko pomembna. Navadno cilj določi skupaj z vlado ali celo vlada sama. V primeru pa, da je centralna banka neodvisna iz obeh vidikov, je tako odgovorna sama sebi, saj sodi o končnem cilju, ki ga je sama izbrala. Za zagotovitev tega pogoja je potrebno tudi, da fiskalna politika ne zapoveduje denarni. To predvsem pomeni, da je zadolževanje vlade in javnega sektorja pri centralni banki majhno ali pa ga sploh ni, da ima vlada zadosti drugih virov prihodkov in se ne zanaša v veliki meri na dohodke od seignioraga⁵, domači finančni sektor pa mora biti sposoben absorbirati javni dolg. V primeru fiskalne nadvlade bodo inflacijski pritiski fiskalnega izvora zmanjšali učinkovitost denarne politike ter prisilili centralno politiko v vodenje bolj podrejene denarne politike, s tem pa k težjemu doseganju nizke inflacije.
- Drug pogoj pa zahteva zavezanost denarnih oblasti, da ne ciljajo prioritarno drugih nominalnih spremenljivk, kot so plače, denarni agregati in še posebej devizni tečaj. Država, ki se na primer odloči za fiksni devizni tečaj, podreja svojo denarno politiko

⁵ Seignorage je prihodek, ki ga zbere država, kot posledica monopolne pravice nad tiskanjem denarja (Senjur, 1995, str. 295).

doseganju tega cilja, pri tem pa ne more ciljati drugih nominalnih spremenljivke, še posebej, če je kapital med državami prosto gibljiv. Različice fiksnih deviznih tečajev, npr. režim plazečega fiksnega deviznega tečaja, ta pogoj nekako omilijo tako, da lahko prihaja do "sožitja" med ciljanjem deviznega tečaja ter ciljanjem inflacijske stopnje, vendar le takrat, ko je v primeru konflikta ciljanje inflacije prioriteto.

Država, ki izpolni te dve osnovni zahtevi, je sposobna voditi svojo denarno politiko, kot jo narekuje inflacijsko ciljanje. Za uspešno delovanje te strategije pa je potrebno izpolniti še nekaj ključnih elementov (Masson et al., 1997, str. 9):

- določiti jasno opredeljen kvantitativni cilj za inflacijo za nekaj obdobij vnaprej,
- nazorno in jasno obvestiti javnost, da ni nobenih drugih nominalnih sider razen inflacije,
- dobro razvito sposobnost napovedovanja inflacije v prihodnosti. Določiti je potrebno metodologijo in modele, ki bodo vključevali številne spremenljivke in indikatorje in bodo dajali uporabne informacije za napoved inflacije v prihodnosti,
- izbrati tak proces, ki bo omogočal izbiro instrumentov denarne politike za doseg ciljne inflacijske stopnje na podlagi inflacijskih pritiskov in napovedi inflacije v prihodnosti.

Jonas in Mishkin (2003, str. 5) pa dajeta pomen tudi dobremu razumevanju transmisijskega mehanizma med denarno politiko in inflacijo, dobro razvitemu finančnemu sistemu ter pregledni in odgovorni denarni politiki. Ni mogoče reči, če določene države dosegajo te kriterije, tu gre bolj za vprašanje stopnje, do katere so ti kriteriji izpolnjeni. Po mnenju Woodforda (2003, str. 2) je najbolj značilen in najbolj pomemben dosežek inflacijskega ciljanja napredek v pristopu vodenja denarne politike, ki se osredotoča na jasno določen cilj, kot tudi zaveza visoki stopnji preglednosti denarne politike.

4.2. OPIS INFLACIJSKEGA CILJANJA

Definicija inflacijskega ciljanja je iz države v državo različna. Tako obstajajo razlike v višini ciljne inflacijske stopnje, določitvi časovnega horizonta, širini ciljnega razpona, v izboru cenovnega indeksa ter vlogi deviznega tečaja.

4.2.1. Izbira cenovnega indeksa

Prvi korak na poti k inflacijskemu ciljanju je določitev cenovnega indeksa, katerega stopnjo bomo ciljali. Primeren cenovni indeks naj bi bil tisti, ki je ažuren, ima široko osnovo in je dobro poznan ter razumljiv širši javnosti. Največkrat se tako uporablja indeks cen na drobno (CPI). Metode za njegov izračun so natančne in večkrat objavljene. Problem merjenja inflacije, ki se izraža s CPI, se kaže v potrošniškem obnašanju, odzivnosti na spremembe cen proizvodov in na spremembe, ki jih povzročata uveljavljanje novih proizvodov na trgu ali

izboljšane kvalitete obstoječih proizvodov. Zato se CPI računa na podlagi reprezentativne košarice dobrin v določenem obdobju.

Nekatere države rajši kot objavljeno glavno inflacijsko stopnjo (angl. *headline inflation rate*) uporabljajo osnovno inflacijsko stopnjo (angl. *core* ali *underlying inflation rate*). Razlog je predvsem v tem, da tako prilagojen indeks cen izključuje različne komponente, ki so ponavadi izredno nestanovitne ali so podvržene ponudbenim šokom, ki niso pod kontrolo denarne politike (Debelle, 1997, str. 12). Tako prilagojeni indeks izključuje predvsem cene sezonskih proizvodov, energetskih proizvodov, hrane, posrednih davkov, itd. Osnovna inflacijska stopnja tako predstavlja inflacijo na katero ima centralna banka največ vpliva. Vendar ne glede na vse, indeksa, ki bi bil dober pokazatelj resnične inflacije v gospodarstvu in hkrati primeren za komuniciranje z javnostjo, ni lahko najti.

4.2.2. Izbira primerne višine inflacijske stopnje

Glavni in hkrati končni cilj denarne politike je dolgoročna stabilnost cen. Ta cilj pripomore k dolgoročni gospodarski rasti, kar vodi do izboljšane družbene blaginje. Preden se odločimo za primeren inflacijski cilj, moramo določiti, kaj pomeni stabilnost cen. Alan Greenspan (1996) trdi, da je stabilnost cen tista stopnja inflacije, ki je dovolj nizka, da jo gospodinjtvom in podjetjem ni potrebno vračunati v vsakodnevne odločitve. To nam še vedno ne pove kaj dosti, kolikšna naj bo ta vrednost. Zelo strogo pojmovanje cenovne stabilnosti bi pomenilo, da je inflacijska stopnja nič ali zelo blizu nič. Toda ciljanje take stopnje inflacije bi povzročalo kar nekaj problemov. Eden od razlogov za ciljanje pozitivne stopnje inflacije je pristranskost indeksov cen. Ta je od države do države različna, kar je večinoma posledica strukture gospodarstva in uporabljenih statističnih metod. Odvisna je od načina agregacije cen, nihanj relativnih cen, sprememb kvalitete proizvodov in od števila na novo uvedenih proizvodov. To so predvsem problemi kalkulacije indeksa, obstajajo pa še drugi argumenti.

Eden od argumentov, zakaj naj ne bo dolgoročni cilj inflacije nič odstotkov, so predstavili Akerlof, Dickens in Perry (Bernanke et al., 1999, str. 28), ko govorijo o tem, da prenizka stopnja inflacije pripelje do neučinkovitosti, kar prispeva k povišani naravni stopnji nezaposlenosti. Namreč gre za to, da so nominalne plače navzdol rigidne ter da do zmanjšanja realnih plač lahko pride samo skozi inflacijo. Posledice je, da nizka stopnja inflacije lahko preprečuje prilagajanje realnih plač navzdol kot odziv na upadanje povpraševanja po delu v določenih industrijah ali regijah, kar vodi do povečanja nezaposlenosti in oviranja realokacije delavcev v razvijajoče se sektorje. Vendar prav inflacija lahko na drugi strani prispeva k manjši vsebini informacij o nominalnih plačah, kar tudi zmanjša učinkovitost alokacije delavcev (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str. 27).

Postavljanje prenizkega inflacijskega cilja in tako nizke inflacije pripelje do nizke stopnje nominalnih obrestnih mer. To pušča centralni banki malo prostora za zniževanje obrestnih mer v primeru recesije. Odkar nominalne obrestne mere ne morejo biti negativne, so realne

(nominalne obrestne mere manj inflacijska stopnja) lahko negativne, ter so tako zelo pomembne za pospeševanje gospodarstva iz recesije, vendar je to v primeru nizke inflacijske stopnje težje.

Bolj prepričljiv argument za nekaj odstotni dolgoročni inflacijski cilj je, da je tako manj verjetnosti deflacije v gospodarstvu, ki povzroča finančne nestabilnosti (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str. 27). Prednost neke zmerne inflacijske stopnje je tudi seignorage, ki ga dobiva vlada od večje stopnje kreacije denarja. Seignoragni dohodek zmanjšuje potrebo po drugih davčnih prihodkih in tako zmanjšuje mrtvo izgubo, ki jo taki davki prinašajo (Feldstein 1997, str. 4).

Debata o tem, katera dolgoročna stopnja inflacije naj bi bila primerna, še vedno ni končana. Iz prakse lahko vidimo, da so vse države, ki uporabljajo strategijo inflacijskega ciljanja, izbrale za dolgoročni cilj inflacije vrednost nekoliko nad ničlo, nekje med 1% in 3%, ki ga predlagajo tudi Bernanke in ostali (1999).

4.2.3. Časovno horizont

Časovni horizont je čas, ki je potreben, da se doseže cilj. Denarna politika vpliva na gospodarstvo in še posebej na inflacijo z velikim časovnim zamikom. V industrijskih državah so ti časovni zamiki ponavadi ocenjeni nekje do dveh let (Jonas, Mishkin, 2003, str. 27). V primeru, da države, ki inflacijsko ciljajo, uporabijo krajše obdobje, to lahko postane zelo problematično. Prvi tak problem, ki se pojavlja pri krajših obdobjih ciljanja, je, da ciljane inflacije ponavadi ne zadenemo, čeprav so instrumenti denarne politike optimalno naravnani. Prekratek časovni okvir ter ozek razpon inflacijskega cilja lahko vodi tudi do nestabilnosti instrumentov denarne politike, kajti prihaja do velikih nihanj teh instrumentov, ko centralna banka želi zadeti inflacijski cilj. Ta problem je še posebej resen v majhnih odprtih državah, kjer kratki časovni okvir in ozek razpon povzročata preveliko zanašanje na spreminjanje deviznega tečaja za dosego inflacijskega cilja, ker imajo le-te spremembe hitrejši vpliv na inflacijo kot obrestne mere. Tretji problem s prekratnim časovnim obdobjem ciljanja pa je, da je premalo poudarka na variabilnosti proizvoda v centralno bančni funkciji družbenih izgub (angl. *social loss function*) (Jonas, Mishkin, 2003, str. 27).

Dobra rešitev problema je ta, da si zastavimo inflacijski cilj za dve leti vnaprej ali več. Še najboljše bi bilo podaljšati na tako obdobje, ki je skladno s časovnimi zamiki vpliva denarne politike na inflacijo. To avtomatično pomeni, da ima centralna banka vzpostavljeno večletno inflacijsko ciljanje. Cilj za tekoče leto bi bil tako začrtan že dve leti prej, medtem ko bi imeli že cilj tudi za prihodnje leto. Vendar pa bi se pri večletnem ciljanju sam cilj iz leta v leto nekoliko spreminjal, predvsem zaradi šokov, ki prizadenejo gospodarstvo, še posebno ponudbenih. Pri visoki inflaciji moramo vedeti, da je cilj inflacije za eno ali dve leti vnaprej drugačen kot dolgoročni. Z upadom inflacije na nekje 2% pa cilj ostaja nespremenjen nekje

med 1% in 3%. Pri večletnem ciljanju inflacije je zato izrednega pomena, da centralna banka obvešča javnost in s tem dobi potrebno javno podporo pri svojem delovanju.

4.2.4. Cilj, določen točkovno ali kot ciljni razpon

Pri ciljanju inflacije je cilj lahko definiran kot ciljna točka (angl. *target point*) ali kot ciljni razpon, pas (angl. *target range* ali *target band*). Ker je smisel jasno določenega končnega cilja pri ciljanju inflacije prav v tem, da služi kot sidro za inflacijska pričakovanja in da usklajuje pričakovanja različnih segmentov gospodarstva (Castelnuovo et al., 2003, str. 5), je izbira med ciljno točko in ciljnim razponom lahko pomembna. Odločitev o določitvi, kako bo definiran končni cilj, je prepuščena posamezni centralni banki, vendar jasnega odgovora na to, kaj je bolj primerno, še sedaj ni. Pri tem se pojavlja izmenjava (angl. *trade-off*) med točkovno določenim ciljem in verodostojnostjo centralne banke na eni strani ter nekim ciljnim razponom in tako večjo fleksibilnostjo na drugi strani (Devine, McCoy, 1997, str. 27).

Potreba po določitvi neke širine ciljnega razpona cilja ter tako večje fleksibilnosti denarne izhaja iz nepopolne kontrole denarne politike nad inflacijo. Vpliv denarne politike na inflacijo poteka z relativno dolgimi in variabilnimi časovnimi zamiki. Slabo poznavanje strukture gospodarstva, transmisijskega mehanizma in rezultatov denarne politike ter negotovost glede prihodnjega gospodarskega razvoja še dodatno otežujejo doseganje izbrane ciljne inflacije. Večja fleksibilnost ima tudi prednost v primeru odzivanja na kratkoročne šoke, ki prizadenejo gospodarstvo.

Če se centralna banka odloči za ciljni razpon, mora določiti širino razpona okoli osrednje inflacijske stopnje. Optimalna širina omogoča dovolj fleksibilnosti denarne politike tako, da majhni šoki ne povzročijo preboja meja razpona. Izbira ozkega razpona predstavlja močnejšo zavezo za inflacijski cilj ter poudarja večjo verodostojnost centralne banke, medtem ko širok razpon omogoča njeno večjo samostojnost. Večja je tudi možnost, da se cilj dejansko tudi doseže, vendar pri tem širokem ciljnim razponu lahko prihaja do dvoma javnosti ter tržnih udeležencev o resnosti zaveze centralne banke k inflacijskemu cilju.

Na drugi strani se nekatere države raje odločajo za točkovno določeni inflacijski cilj, saj zgrešen ciljni razpon slabše deluje na gospodarstvo, pričakovanja in zaupanje javnosti ter na verodostojnost centralne banke kot pa zgrešen točkovni cilj (Bernanke et al., 1999, str. 32). Hkrati točkovno določeni inflacijski cilj zagotavlja boljše osredotočenost inflacijskih pričakovanj. Namreč, v primeru ciljnega razpona obstaja skrb, da bi se privatna pričakovanja osredotočila na zgornjo mejo ciljnega razpona (Debelle, 1997, str. 15). Navadno se za točkovno določen cilj odločajo države z večjo verodostojnostjo denarne politike ali pa tiste, ki hočejo verodostojnost okrepiti.

Točkovno določen cilj je bolj pogosto zgrešen kot ciljni razpon, zato je lahko dodatno določen tolerančni interval, znotraj katerega lahko inflacija niha. Oba načina pa lahko

vsebuje t.i. klavzule pobega (angl. *escape clause*). Te opravičujejo zgrešitev cilja, kadar prihaja do velikih sprememb pogojev menjave (angl. *terms of trade*), sprememb v indirektnih davkih, ki prizadenejo raven cen ter ponudbenih šokov. Probleme z preozkim razponom, ki so vodili v probleme kontroliranja instrumentov in njihovo nestabilnost, so v nekaterih primerih reševali celo z razširitvijo ciljnih meja. Vendar je to lahko znak manjše zavezanosti centralne banke določenemu inflacijskemu cilju, ne pa poizkus izboljšati sistem.

Ciljni razpon, še posebej ozek, lahko povzroči nestabilnost instrumentov denarne politike. Čim krajši je časovni horizont, v katerem hočemo doseči določeno inflacijsko stopnjo, tem večje so spremembe v instrumentih. Lep primer so na primer obrestne mere, saj mora biti povečanje le-teh za preprečitev rasti inflacije v enem obdobju kompenzirano z njihovim zmanjševanjem, ter tako preprečitev padca inflacije pod ciljno raven, v drugem. Tako gibanje obrestnih mer lahko destabilizira finančne trge, pa čeprav je inflacijski cilj dosežen (Debelle, 1997, str. 15).

Prednost točkovno določenega cilja v primerjavi s ciljnim razponom lahko pojasnjuje dejstvo, da se nekatere banke raje kot na srednje vrednosti pri ciljnim razponu osredotočijo na samo mejo razpona. V tem primeru je bolje, da že od samega začetka ciljajo točkovni cilj.

Negotovost inflacijskega procesa je še toliko večja v tranzicijskih in razvijajočih se državah poveča pa se tudi verjetnost zgrešitve cilja. To je predvsem posledica dejstva, da te države uporabljajo inflacijsko ciljanje pri zmanjševanju inflacije z 10% ali več. Zgrešitev tako povzroča še več škode pri verodostojnosti centralne banke. Določanje ciljnega razpona je tako v teh državah nasproti industrijskim še bolj problematična.

4.2.5. Vloga deviznega tečaja

Devizni tečaj igra v vsaki državi pomembno vlogo. Njegove spremembe imajo lahko velik vpliv na inflacijo, še posebej v majhnih odprtih državah. Na primer, deprecijacija domače valute lahko vodi do povečanja inflacije zaradi posledic, ki jih prinesejo višje cene uvoznih dobrin ter večjega povpraševanja po izvozu iz države. Tako javnost in politiki velikokrat pritiskajo na centralno banko, da uravnava svojo denarno politiko v smeri močne domače valute. Vsak si seveda želi imeti svojo valuto močno nasproti drugim. Prav do tega je pred nekaj letu prišlo v EU, kjer je padec evra nasproti dolarju povzročil veliko političnih debat, krivdo pa je nosila Evropska centralna banka (ECB)⁶.

Obstaja več razlogov, zakaj je gibanje deviznega tečaja pomembno, še posebej v tranzicijskih državah (Jonas, Mishkin, 2003, str. 36). Kot prvo, gibanje deviznega tečaja zagotavlja dodaten transmisijski kanal denarne politike. Medtem ko v zaprtem gospodarstvu prevladujeta kanala agregatnega povpraševanja ter pričakovanj, je v odprtem gospodarstvu lahko

⁶ Danes je slika ravno obratna, saj je evro pridobil veliko vrednosti nasproti dolarju. Za šibak dolar pa naj bi krivdo nosile ameriške zvezne rezerve (FED), ko vztrajajo pri svoji nizki obrestni meri.

najpomembnejši kanal deviznega tečaja, še posebej na kratki rok. Transmisijski kanal deviznega tečaja deluje tako direktno kot tudi indirektno. Spremembe v nominalnem deviznem tečaju vplivajo direktno na domače cene uvoženega blaga ter s tem na ciljan CPI indeks. Indirektno pa kanal deviznega tečaja prizadene domače povpraševanje, saj se zaradi spremembe realnega deviznega tečaja spremeni domače in tuje povpraševanje po domačem blagu. Drugi razlog pa je, da je devizni tečaj edini kanal skozi katerega se lahko motnje, ki prizadenejo gospodarstva drugih državah, prenesejo v domače gospodarstvo.

Sprememba deviznega tečaja, konkretno recimo realna apreciacija, ne samo, da zmanjšuje konkurenčnost domače države, ampak lahko tudi vodi do velikega deficita tekočega računa plačilne bilance, kar lahko v primeru spremembe kapitalskih pritokov v odtok poveča izpostavljenost države valutni krizi. V tranzicijskih državah so nevarne tudi deprecije, predvsem zaradi tega, ker je veliko njihovega dolga denominiranega v tuji valuti, medtem ko so sredstva v domači valuti. Tako v primeru deprecije vrednost dolga naraste, vrednost sredstev pa ne. Takšno poslabšanje v bilancah poveča napačno izbiro (angl. *adverse selection*) ter moralni hazard (Mishkin, 2000, str. 215).

Zaradi dejstva, da gibanje deviznega tečaja povzroča toliko skrbi v državah, obstaja velika nevarnost, da denarna politika kljub strategiji inflacijskega ciljanja posveča preveč pozornosti deviznemu tečaju. Problem nastane, ko povečano posvečanje uravnavanju deviznega tečaja lahko pripelje do tega, da ta prevzame vlogo nominalnega sidra.

Zgoraj povedano daje slutiti, da ciljanje deviznega tečaja poslabšuje delovanje denarne politike, vendar to ne pomeni, da naj centralna banka ne posveča svoje pozornosti deviznemu tečaju. Devizni tečaj je zelo pomemben transmisijski mehanizem denarne politike, ki ima pomemben vpliv na inflacijo in agregatno povpraševanje in zaradi tega mora centralna banka skrbno spremljati njegovo gibanje in to upoštevati pri vodenju svoje denarne politike.

4.2.6. Odgovornost centralne banke in preglednost denarne politike

Denarna politika ima očitno velik vpliv na blagostanje državljanov. Ker pogosto prihaja do izmenjave med interesi različnih skupin v družbi, lahko domnevamo, da je nadzor nad centralno banko tako kar dobro zagotovljen. V zadnjem času prihaja do težnje, da bi se povečala neodvisnosti centralnih bank, kar pa je v državah, ki inflacijsko ciljajo, tudi pogoj za uspešno delovanje denarne politike. Neodvisna je lahko pri določanju končnega cilja ali pri določanju instrumentov denarne politike za doseg tega cilja. Z neodvisnostjo centralne banke je tesno povezana tudi njena odgovornost, tako za vsa dejanja, ki jih je naredila za doseg določenega cilja, kot tudi za neizpolnitev zastavljenih ciljev. Večja neodvisnost zahteva večjo odgovornost. V želji po povečanju odgovornosti centralne banke ima inflacijsko ciljanje tako prednosti kot slabosti.

Prednost je, da s tem, ko se centralna banka zaveže inflacijskemu ciljanju, določi jasno in lahko določljivo mero, ki dobro služi presoji uspešnosti delovanja centralne banke. Od centralne banke se zahteva natančno pojasnilo za vzroke zgrešitve (odmike in preboje) od vnaprej določenega inflacijskega cilja (točke ali razpona). S povečanjem odgovornosti lahko inflacijsko ciljanje služi kot mehanizem za odpravo ali zmanjšanje nagnjenosti k inflaciji, poveča učinkovitost denarne politike, poveča verjetnost doseganja in vzdrževanja nizke in stabilne inflacije ter stabilizira inflacijska pričakovanja (Svensson, 1996, str. 1).

Po drugi strani pa je zaradi velike vrzeli med instrumenti denarne politike ter končnim inflacijskim ciljem težko določiti, ali je zgrešitev točkovno določenega inflacijskega cilja oz. preboj meja ciljnega razpona posledica slabega izvajanja denarne politike ali šokov, na katere centralna banka nima vpliva. Drugi problem pri inflacijskem ciljanju in s tem odgovornosti centralne banke se nanaša na dolge in variabilne časovne zamike. Učinki odločitev centralne banke pri vodenju denarne politike so ponavadi zaznani šele po enem letu ali celo dlje. Rešitev tega problema je lahko v tem, da centralna banka uporablja napovedovanje inflacije v prihodnosti kot kriterij za odgovornost (Debelle, 1997, str. 17).

Z odgovornostjo centralne banke je povezana preglednost denarne politike, ki je prav tako pomembna značilnost inflacijskega ciljanja, njen namen pa je discipliniranje vlade ter centralne banke kot dveh agentov družbe. Za povečevanje učinkovitosti denarne politike je tako izredno pomembno, da so vse spremembe v politiki denarnih oblasti jasno in natančno napovedane in objavljene, kot tudi razlogi zanje. S tem dosežemo boljšo preglednost, če so odmiki ali odkloni od ciljnega razpona oz. točkovno določene inflacijske stopnje posledica napak centralne banke pri vodenju denarne politike ali do njih prihaja zaradi zunanjih šokov, na katere centralna banka ne more vplivati. Za povečevanje verodostojnosti centralne banke je potrebno, da je inflacijsko ciljanje kar se da pregledno.

V prizadevanjih po povečanju odgovornosti denarnih oblasti ter preglednosti denarne politike je veliko držav, ki so začele z inflacijskim ciljanjem, začelo izdajati publikacije in redna poročila, kot npr. inflacijska poročila, letna poročila, zapisnike sestankov. Te publikacije zagotavljajo informacije o inflacijskih pričakovanjih ter načrtih in ciljnih centralne banke. Skozi te komunikacijske kanale centralna banka poizkuša pojasniti, tako splošni javnosti kot tudi raznim udeležencem na finančnem trgu, (1) cilje in omejitve denarne politike, (2) numerično vrednost inflacijskega cilja ter kako je ta določena, (3) kako bo, glede na tekoče gospodarske pogoje inflacijski cilj dosežen, ter (4) razloge za vsakršne odklone od cilja. Vse to omogoča popoln prikaz odgovornosti centralne banke, saj je njeno delovanje in vodenje denarne politike nenehno pod budnim očesom javnosti.

Povečana preglednost naj bi pomagala povečati vpliv in zmanjšati časovne zamike v spremembah denarne politike na odločitve o cenah in mezdah. Istočasno se skupaj z večjo odgovornostjo centralne banke omogoča večjo neodvisnost pri izbiri instrumentov, kar omogoča lažje doseganje ciljne inflacijske stopnje.

Medtem ko je večja preglednost zaželena ter v primeru učinkovitega inflacijskega ciljanja potrebna, ni brez stroškov. Ti vključujejo povečano občutljivost trga na razne objave in publikacije denarne politike, težave pri spreminjanju že dosežene preglednosti. S povečano odgovornostjo lahko pride tudi do pojava deflacijskih osnov, saj v primeru negotovosti v dejanskem doseganju inflacijskega cilja centralna banka lahko deluje v smeri dosege cilja v naprej, kar lahko povzroči konflikt s stabilizacijo proizvodnje (Devine, McCoy, 1997, str. 22).

4.2.7. Napovedovanje inflacije v prihodnosti

Centralna banka s svojo denarno politiko vpliva na inflacijo z dolgimi in variabilnimi časovnimi zamiki. Tekoča inflacija je tako v veliki meri že določena s predhodnimi odločitvami, kar pomeni, da centralna banka lahko vpliva samo na prihodnji potek inflacije. Odločitve o optimalnem nastavljanju instrumentov denarne politike so zaradi omenjenih časovnih zamikov težje. Vpliv na potek inflacije imajo tudi faktorji, na katere denarna politika nima vpliva. Po drugi strani pa tako nepopolna kontrola nad inflacijo povzroča, da javnost slabše nadzira in vrednoti ukrepe denarne politike, saj so učinki njenega delovanja vidni šele čez leto ali več. Rešitev problemov, ki jih povzročajo ti zamiki, naj bi bila v okviru inflacijskega ciljanja določitev neke vmesne spremenljivke (npr. denarne). Ta spremenljivka mora zadovoljiti tri kriterije (Devine, McCoy, 1997, str. 15):

- zagotovljena mora biti njena kontrola,
- obstajati mora predvidljiva povezava med njo in končnim ciljem,
- mora biti glavni indikator ciljne spremenljivke.

Te tri kriterije dobro zadovolji inflacijska napoved, ki jo pripravi centralna banka. Svensson (1996) celo predlaga, da naj bi inflacijska napoved služila kot vmesni cilj. Razlogi za to so (Svensson, 1996, str. 15):

- Že sama definicija napovedi je zelo povezana s končnim ciljem, to je z določeno inflacijsko stopnjo.
- Lažja je kontrola napovedi inflacije v prihodnosti kot same inflacije.
- Centralna banka lažje opazuje inflacijsko napoved kot inflacijo, saj je inflacijska napoved v naslednjem letu odvisna od danes razpoložljivih informacij in ji tako ni treba čakati dve leti, da opazuje in preuči realizirano inflacijo. Poleg tega na realizirano inflacijo vplivajo tudi dodatni dejavniki. S tem, ko centralna banka razkrije inflacijsko napoved, je zagotovljeno boljše opazovanje in kontroliranje tako poteka inflacije kot tudi učinkovitosti denarne politike, hkrati pa je to dobra spodbuda denarni oblasti po izboljšanju in razvoju njenih napovedi in napovednih tehnik.
- Napovedovanje inflacije v prihodnosti zagotavlja preglednost denarne politike, saj publikacije o teh napovedih zagotavljajo jasne in javnosti razumevajoče znake stanja denarne politike: če je napovedana inflacija nad (pod) inflacijskim ciljem, potem bi se morala denarna politika prilagoditi v smeri večje restriktivnosti (ekspanzivnosti).

Napoved prihodnje inflacije lahko predstavlja temelj v strategiji inflacijskega ciljanja, vendar le v primeru zagotovitve nekaterih kriterijev. Zagotovljen mora biti okvir, ki lahko pripelje do dobre kvalitete inflacijskih napovedi. Velikega pomena je obstoj podatkov iz preteklih obdobij, saj tako lažje ocenimo povezavo med inflacijskimi napovedmi ter dejansko inflacijo. Centralna banka tako lahko pri svojih tekočih ukrepih upošteva pretekle podatke in napovedi. Woodford (2000, str. 100) to imenuje odvisnost od preteklosti (angl. *history-dependence*), kjer igrajo pomembno vlogo pričakovanja javnosti o prihodnjih ukrepih denarne politike. Za učinkovito ukrepanje centralne banke morajo biti povezave med napovedmi prihodnje inflacije ter dejansko inflacijo stabilne. Po mnenju Debella (1997, str. 19), pa naj bi odločitve denarne politike temeljile na projekcijah prihodnje poti inflacije, pa čeprav ta pričakovanja o prihodnjem gibanju inflacije ne temeljijo na določenemu modelu. Najboljše informacije za napoved naj bi se pridobilo iz raznih virov (Debelle, 1997, str. 19).

Večja odgovornost centralne banke se nanaša na objavljane napovedi inflacije v prihodnosti. S tem seznanja javnost o vseh podrobnostih napovedi, kar omogoča lažje zaznavanje odmikov od inflacijskega cilja, ki so posledica napak pri napovedi. V primeru, da javnost lahko dobi informacije o napovedi inflacije v prihodnosti tudi od drugih institucij in ne samo od centralne banke, to samo povečuje konkurenčnost, kar poveča kvaliteto analiz in napovedi. To velja še predvsem v primeru, da centralna banka ne želi javno izdati rezultatov svoje napovedi.

5. PREPROST MODEL INFLACIJSKEGA CILJANJA

Za prikaz teoretičnega vidika inflacijskega ciljanja bom predstavil Svenssonov (1996, 1996a) model inflacijskega ciljanja. Resen problem, ki se pojavlja v direktnem ciljanju inflacije, je nepopolna kontrola centralne banke nad inflacijo. Do te nepopolnosti prihaja zaradi negotovosti o pričakovanjih tržnih udeležencev, dolgih in variabilnih časovnih zamikov med ukrepi denarne politike in rezultati le-teh. Za dosego cenovne stabilnosti, to je nizke in stabilne inflacije, bi bilo tako bolje določiti nek vmesni cilj. Rešitev, ki jo predlaga Svensson, je uporaba inflacijske napovedi kot vmesnega cilja.

V modelu je zajeto dejstvo, da tako inflacija kot tudi agregatno povpraševanje reagira z dolgimi in variabilnimi časovnimi zamiki na spremembe instrumentov, ki jih ima centralna banka na voljo za vodenje denarne politike. V tem modelu je tak instrument obrestna mera (i_t). Časovni zamik za inflacijo je daljši kot tisti za agregatno povpraševanje, kar lahko pokažemo z dvema enačbama. Prva enačba je t.i. akceleratorna Phillipsova krivulja, kjer je sprememba v inflaciji odvisna od proizvoda z enoletnim zamikom:

$$(1) \quad \pi_{t+1} = \pi_t + \alpha y_t + \varepsilon_{t+1},$$

kjer π_t predstavlja inflacijo med letom $t-1$ in letom t , y_t proizvod v letu t , α je pozitivna konstanta in ε_t serijsko neodvisen negativni ponudbeni šok s povprečjem nič. Druga enačba

opisuje agregatno povpraševanje/IS krivuljo, kjer je proizvod odvisen od predhodnega proizvoda ter realne obrestne mere z enoletnim zamikom:

$$(2) \quad y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1}.$$

V tem primeru je nominalna obrestna mera i_t instrument centralne banke, η_t serijsko neodvisen šok povpraševanja s povprečjem nič, β_1 in β_2 pa sta pozitivni konstanti. Tekoča inflacijska stopnja je uporabljena kot približek pričakovani inflaciji, $(i_t - \pi_t)$ pa je tako približek realne obrestne mere. Vsaka sprememba tekoče obrestne mere ima tako vpliv na proizvod z zamikom enega obdobja in na inflacijo z zamikom dveh obdobj,

$$(3) \quad i_t \uparrow \Rightarrow y_{t+1} \downarrow \Rightarrow \pi_{t+2} \downarrow.$$

Zaradi samih časovnih zamikov ter šokov tako na strani ponudbe kot tudi povpraševanja, ki se lahko pojavljajo med temi zamiki, prihaja do nepopolne kontrole nad inflacijo in proizvodom. Negotovo je tako tudi napovedovanje inflacije. V primeru, da imamo podano stopnjo inflacije, proizvoda ter obrestno mero v obdobju t , bi bila dvoletna inflacijska napoved $(\pi_{t+2|t})$ ⁷ sledeča:

$$(4) \quad \pi_{t+2|t} = \pi_{t+1} + \alpha y_{t+1} = \pi_t + \alpha y_t + \alpha(\beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t))$$

$$\pi_{t+2|t} = \pi_t + \alpha(1 + \beta_1)y_t - \alpha \beta_2 (i_t - \pi_t).^8$$

Dejanska inflacija v letu $t+2$ se bo seveda razlikovala od napovedane zaradi šokov ponudbe in povpraševanja, ki se pojavijo v letu $t+1$ in $t+2$:

$$(5) \quad \pi_{t+2} = \pi_{t+2|t} + (\varepsilon_{t+1} + \varepsilon_{t+2} + \alpha \eta_{t+1}).$$

Dolgoročna usmeritev centralne banke je cenovna stabilnost. Njene preference o kratkoročnih gibanjih inflacije in proizvoda prikazuje kvadratna enačba družbenih izgub, ki je odvisna od odklonov π od π^* in y od y^* :

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(Y_t - Y^*)^2$$

ali

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t)^2,$$

kjer je π_t inflacija med obdobjem $t-1$ in obdobjem t , π^* je dolgoročni inflacijski cilj, Y_t je proizvod v obdobju t , Y^* je potencialni proizvod ter y_t proizvodna vrzel. Izraz $\lambda \geq 0$ pomeni, kolikšno težo daje centralna banka stabilizaciji proizvoda okoli naravne stopnje v primerjavi

⁷ Svensson označuje izraz za pričakovana $E_t(\pi_{t+2})$ kot $\pi_{t+2|t}$.

⁸ Domnevamo, da je $\varepsilon_{t+i|t}$ in $\eta_{t+i|t}$ enako nič.

do stabilizacije inflacije okoli dolgoročnega inflacijskega cilja. Če je utež λ nič, samo inflacija vstopa v enačbo družbenih izgub in ima tako denarna politika samo en cilj. V primeru pa, da je λ večji od nič, pa je teh ciljev več.

V primer enega cilja je edini in zadosten pogoj za optimalno denarno politiko ta, da je napovedana inflacija v drugem letu enaka inflacijskemu cilju:

$$\pi_{t+2|t} = \pi^*.$$

Centralna banka naj bi tako imela za vmesni cilj dvoletno inflacijsko napoved, instrumente denarne politike pa bi prilagajala tako, da bi bila napoved vedno enaka inflacijskemu cilju. Če je inflacijska napoved nad (pod) inflacijskim ciljem, bi morala centralna banka povečati (zmanjšati) njeno glavno obrestno mero, da bi zagotovila to enakost.

6. INFLACIJSKO CILJANJE V PRAKSI

6.1. REŽIMI INFLACIJSKEGA CILJANJA

Pojav inflacijskega ciljanja v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja je pomenil velik razvoj v pristopu centralnih bank pri vodenju svojih denarnih politik. Po začetni uvedbi inflacijskega ciljanja v Novi Zelandiji leta 1990 je vedno več centralnih bank, tako v razvitih kot razvijajočih se državah, začelo uporabljati to strategijo. Za to strategijo so se odločili predvsem zaradi slabosti, do katerih prihaja z uporabo strategije ciljanja deviznega tečaja in denarnih agregatov. Države, ki so se odločile za inflacijsko ciljanje, kot svojo strategijo denarne politike, lahko razdelimo v tri skupine oz. režime. Režimi so klasificirani glede na jasnosti in verodostojnosti centralno bančne zaveze inflacijskemu cilju. Ti režimi so (Carare, Stone, 2003, str. 3):

- popolno inflacijsko ciljanje (angl. *full-fledged inflation targeting*),
- širše zasnovano inflacijsko ciljanje (angl. *eclectic inflation targeting*),
- osnovna oblika inflacijskega ciljanja (angl. *inflation targeting lite*).

Popolno inflacijsko ciljanje je najbolj poznana oblika inflacijskega ciljanja. Temelji na petih pomembnih stebrih (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001, str. 3): odsotnosti drugih nominalnih sider, institucionalni zavezi za cenovno stabilnost, odsotnosti prevlade fiskalne politike, neodvisnosti instrumentov denarne politike ter preglednosti in odgovornosti denarne politike. Nova Zelandija je bila prva država, ki je začela s popolnim inflacijskim ciljanjem, do sedaj pa ji je sledilo še veliko drugih, industrijsko razvitih, pa tudi razvijajočih se držav.

Države, ki uporabljajo širše zasnovano inflacijsko ciljanje, imajo toliko verodostojnosti, da lahko vzdržujejo nizko in stabilno inflacijo brez vodenja popolnoma pregledne in odgovorne denarne politike za doseganje inflacijskega cilja. Zaradi dolgega obdobja nizke in stabilne

inflacije ter visoke stopnje finančne stabilnosti imajo te države večjo fleksibilnost, kar jim omogoča poleg cenovne stabilnosti tudi sledenje drugim ciljem. V ta režim lahko predvsem uvrstimo denarno politiko evropske centralne banke ter ameriških zveznih rezerv.

Osnovno ciljanje inflacije uporabljajo države, ki so si zadale nek širši inflacijski cilj, vendar zaradi relativno nizke verodostojnosti težko vplivajo na inflacijo kot najpomembnejši cilj denarne politike. Njihova nizka verodostojnost odraža njihovo ranljivost v primeru velikih gospodarskih šokov in finančnih nestabilnosti. Na ta režim lahko gledamo kot na prehodnega v času, ko oblasti uvajajo potrebne reforme, da bi zagotovile verodostojno nominalno sidro za njihovo denarno politiko (Carare, Stone, 2003, str. 4).

6.2. PRIMERJAVA MED DRŽAVAMI, KI VODIJO POLITIKO INFLACIJSKEGA CILJANJA

Eden glavnih ciljev vseh držav je znižati inflacijo ali obdržati nizko in stabilno inflacijo skozi daljše časovno obdobje. V preteklosti sta bila državam na voljo predvsem strategiji ciljanja deviznega tečaja ter ciljanje denarnih agregatov. Z njima so tako vzpostavili nominalno sidro, s katerim so želeli doseči cenovno stabilnost. V zadnjem času je predvsem zaradi njune neučinkovitosti veliko držav izbrala novo strategijo, inflacijsko ciljanje. Za njeno učinkovito delovanje je potrebna neodvisnost centralne banke, predvsem, da prosto izbira primerne instrumente, ki omogočajo najlažje in najhitrejše doseganje zastavljenega inflacijskega cilja. S pomočjo ciljanja inflacije so države povečale verodostojnost svoje denarne politike in centralne banke.

V praksi težko zasledimo dve državi in njuni centralni banki, ki bi na isti način imeli vzpostavljeno inflacijsko ciljanje pri vodenju denarne politike. Nekatere centralne banke se zavzemajo za doseganje dveh ciljev - cenovne stabilnosti in polne zaposlenosti ali katero od oblik fiksnega deviznega tečaja. Primer je Izrael, ki poleg inflacijskemu ciljanju posveča veliko skrbi stabilnosti deviznega tečaja. Cilj za nekatere centralne banke predstavlja točno določena stopnja inflacije, medtem ko se nekatere odločajo za nek ciljni razpon v katerem naj bi se gibala dejanska inflacijska stopnja. Prav tako nima veliko centralnih bank jasno definiranega časovnega obdobja, v katerem naj bi bil zadani cilj dosežen. Pregled nekaterih držav, ki vodijo politiko inflacijskega ciljanja, je predstavljen v prilogi *Tabela A1*.

6.3. INFLACIJSKO CILJANJE NA NOVI ZELANDIJI

Leta 1990 je Nova Zelandija postala prva država, ki je začela s strategijo inflacijskega ciljanja. Z zakonom o centralni banki Nove Zelandije (*Reserve Bank of New Zealand Act – RBNZ Act*) iz leta 1989 je bila zagotovljena njena samostojnost ter določena cenovna stabilnost kot glavni cilj državne denarne politike. Začetek inflacijskega ciljanja ni bil

nenaden, vendar je sledil velikim reformam v državi, ki so vključevale deregulacijo industrije, vključno s finančnim sektorjem, privatizacijo v državnem sektorju, davčne reforme, reforme na trgu dela, odstranitev subvencij industriji, celotno odstranitev kapitalskih kontrol ter svobodno drsenje deviznega tečaja in fiskalno reformo (Sherwin, 1999, str. 16).

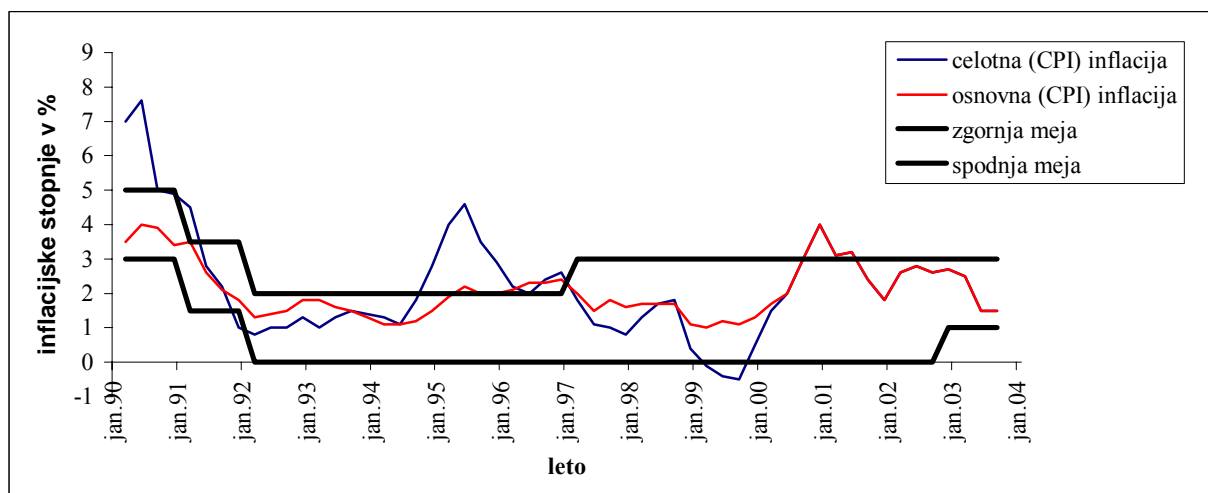
Osnova pri inflacijskem ciljanju so sporazumi PTA (*Policy Targets Agreement*) med vlado in centralno banko. Z vsakim sporazumom se dogovorijo o inflacijskem cilju, ki naj bi bil dosežen. Prvi PTA (1990) je najprej določil ciljni razpon za inflacijo med 0% in 2%, ki naj bi bil dosežen do konca leta 1992. S tem so pokazali veliko ambicije, da dosežejo nekaj, kar je zelo blizu cenovni stabilnosti. Ta sporazum je prav tako določal, da se pri izračunu inflacije (CPI) upoštevajo določena svarila (angl. *caveats*) ali izjeme, kot so veliki zunanji šoki, ki vplivajo na raven cen, npr. velika sprememba cen nafte, spremembe v indirektnih davkih ter podobno (Brash, 2002).

Zadani inflacijski cilj je bil dosežen, tako da je bil nadaljnji cilj vzdrževanje inflacije znotraj danega razpona. Po letu 1994 se je Nova Zelandija ponovno srečevala z naraščajočo inflacijo in obrestnimi merami. V tem obdobju je bil ta ciljni razpon dvakrat prebit. Posledica tega in volitev v državi je bila, da so leta 1996 razširili meje na 0% do 3% (PTA, 1996), kar je z vidika RBNZ lažje dosegljivo z manj aktivno denarno politiko. S *Slike 3* lahko vidimo, da je bil tudi ta ciljni razpon enkrat prebit, kar RBNZ opravičuje predvsem z vplivom rasti cen nafte, višjih davkov na cigarete in tobak ter depreciacijo domače valute (Monetary Policy Statment, avgust 2001). Zadnji sporazum PTA iz leta 2002 zopet zožuje te razpon na 2 odstotni točki, in sicer nekoliko višje kot v začetku, med 1% in 3%. Namen tega ciljnega razpona je vzdrževanje inflacije znotraj oz. čim bližje njegovemu osrednji točki (2%). Pri tem velja omeniti, da se je spreminjal tudi cenovni indeks, ki so ga uporabljali pri ciljanju inflacije. V začetku so uporabljali CPI indeks, ki je izključeval zgoraj omenjene sestavine, in tako dobili osnovno inflacijsko stopnjo. V nadaljevanju so prešli na indeks cen potrošnih dobrin, ki je izključeval samo kreditne storitve (CPIX) (PTA, 1997). Leta 1999 je sporazum PTA določil nov cenovni indeks, ki pa je kljub temu zelo podoben CPIX. Najbolj pomembna sprememba je, da ta izključuje stroške obresti (Monetary Policy Statement, november 1999, str. 8). Od tega sporazuma naprej sta objavljena in ciljana stopnja inflacije izenačeni.

Pri vzdrževanju inflacije znotraj ciljnega razpona si RBNZ pomaga z napovedovanjem inflacije v prihodnosti. V začetku, ko je bilo časovno obdobje ciljanja okoli eno leto, je bil glavni indikator devizni tečaj zaradi hitrega vpliva na inflacijo. Leta 1997 so poudarili pomen obrestnih mer in s tem vzpostavili kot glavni indikator indeks denarnih razmer MCI (angl. *Monetary Conditions Index*), ki ocenjuje celotno stanje denarne politike. Indeks denarnih razmer je tehtano povprečje sprememb realnega efektivnega deviznega tečaja in absolutne spremembe kratkoročne realne obrestne mere, kjer so uteži odvisne od relativnega učinka posamezne spremembe na agregatno povpraševanje. V ozadju je ideja, da pri, na primer, depreciaciji domače valute pride do inflacijskih pritiskov, na kar bi se morala centralna banka odzvati z zvišanjem obrestnih mer. Seveda je to odvisno od vrste šoka na devizni tečaj. Na

primer, če je vzrok depreciacije domače valute negativni šok pogojev menjave (angl. *negative terms-of-trade shock*), ki zmanjšuje agregatno povpraševanje in lahko povzroči deflacijo, bi bil pravilen odziv znižanje obrestnih mer in ne povišanje, kot jih predlaga MCI. S tem, ko se je RBNZ napačno odzvala na azijsko krizo leta 1997 in povišala obrestne mere, je prišlo do recesije v državi in celo do deflacije leta 1999. S spoznanjem svoje napake je znižala obrestno mero ter prav tako opustila uporabo MCI. Od takrat naprej RBNZ kot orodje za kontroliranje uporablja obrestno mero, manj pa pri tem posveča pozornosti deviznemu tečaju (Jonas, Mishkin, 2003, str. 38).

Slika 3: Gibanje celotne in osnovne inflacijske stopnje na Novi Zelandiji



Vir: Centralna banka Nove Zelandije (<http://www.rbnz.govt.nz/statistics/>), 2004.

Neodvisnost centralne banke zahteva veliko stopnjo verodostojnosti in odgovornosti, kar RBNZ uspešno izpolnjuje. Vsi podatki, ki so povezani z inflacijo in njenim napovedovanjem, so zbrani in redno dostopni javnosti. Zakon o centralni banki zahteva, da se vsaj vsakih šest mesecev pripravi in izda *Monetary Policy Statement*, to je poročilo o tem, kakšno je bilo predhodno šestmesečno vodenje denarne politike ter kakšno bo nadaljnje vodenje, skladno s inflacijskim ciljem. Poleg tega RBNZ objavlja bilten (*Reserve Bank of New Zealand bulletin*), ki vsebuje razne članke, govore (npr. guvernerja), ter uradne izjave. Novozelandska centralna banka je popolnoma samostojna pri naravnavanju svojih instrumentov denarne politike, ne pa tudi pri določitvi cilja, ki ga določi skupaj z vlado. Pri nedoseganju cilja je torej direktno odgovorna vladi. V tem primeru lahko vlada celo razreši guvernerja.

Po mnenju Brasha (2002) je inflacijsko ciljanje na Novi Zelandiji veliko prispevalo h gibanju inflacije. Pomagalo jim je pri znižanju inflacije na raven drugih razvitih držav, pri zmanjšanju njene nestabilnosti ter pri zadržanju takega razvoja inflacije. Povečala se je tudi odgovornost centralne banke.

6.4. INFLACIJSKO CILJANJE V KANADI

Kanada je začela z inflacijskim ciljanjem leta 1991, eno leto po Novi Zelandiji. Tako kot v Novi Zelandiji je bil tudi v Kanadi vzrok za spremembo pristopa denarne politike nezadovoljstvo z rezultati gospodarstva, še posebej pri vprašanju inflacije. Kanada ni začela inflacijsko ciljati na podlagi zakonske ureditve, ampak se je to razvilo bolj postopno, neformalno. Čez čas je ta režim postal formalen, kjer inflacijski cilj določata in napovedujeta vlada in kanadska centralna banka (Bank of Kanada - BoC) skupaj.

Leta 1991 je Kanada imela dokaj visoko stopnjo inflacije (okoli 6%), zato je bil začetni cilj BoC znižanje le-te. Tako se je Kanada odločila za ciljni razpon med 1% in 3%, ki pa naj bi ga dosegla postopoma (Bernanke et al., 1999, str. 120). Prvi ciljni razpon je bil z osrednjo točko letne inflacije na ravni 3% in naj bi bil dosežen do konca leta 1992 (22 mesecev po začetku inflacijskega ciljanja). Drugi cilj je bil z osrednjo točko 2,5% do junija 1994 ter 2% osemnajst mesecev kasneje. Cilj med 1% in 3% ostaja še danes. Inflacija je izražena kot celotna CPI inflacija, vendar BoC prav tako uporablja osnovno stopnjo inflacije, ki iz celotne izključuje osem najbolj nestanovitnih komponent, kot npr. cene hrane, energije, ter učinke v spremembah indirektnih davkov. Osnovna inflacija bolje pokaže trendno gibanje inflacije ter naj bi bila tako boljši napovedovalec prihodnjih sprememb v celotni CPI inflaciji (Annual Report 2001, str. 26).

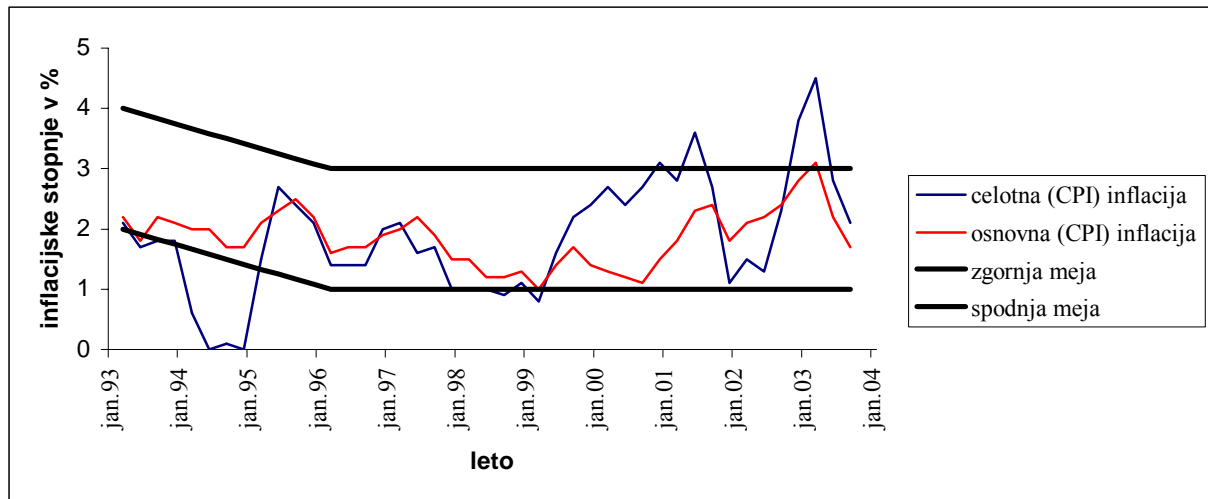
V vsem tem obdobju se je inflacija večinoma gibala znotraj ciljnih meja, kot prikazuje *Slika 4*. Zadnji večji preboj meja se je zgodil, ko se je celotna CPI inflacija iz 2,1% v juliju 2002 dvignila na 4,6% v februarju 2003. BoC je pojasnila ta preboj z tremi glavnimi faktorji (Monetary Policy Report, april 2003, str. 6): spremembe cen energije (bencina, grelnega olja, zemeljskega plina), veliko povečanje zavarovalniških premij ter zaradi samega gospodarstva, ki deluje blizu svojih zmožnosti.

Pri doseganju potrebne stopnje denarne ekspanzije, ki je konsistentna s ciljnim razponom, BoC uporablja kot instrument kratkoročno obrestno mero. Učinki sprememb obrestne mere, ki delujejo skozi gospodarstvo in imajo pomemben vpliv na inflacijo, so ponavadi opazni šele čez 18 do 24 mesecev. Če se stopnja inflacije pomika proti zgornji meji 3%, je to ponavadi znak, da je potrebno povpraševanje po blagu in storitvah zadržati s povišanjem obrestnih mer ter obratno, ko se stopnja inflacije bliža spodnji meji. Tako vodena denarna politika deluje kot nekakšen stabilizator rasti denarja. Če želijo zagotoviti dolgoročno rast, spodbuditi dolgoročno investiranje in omogočiti nove zaposlitve, kar omogoča stabilna in nizka inflacija, morajo preprečiti ponovni porast inflacije.

Pri vodenju denarne politike si BoC, podobno kot si je novozelandska centralna banka, pomaga s indeksom denarnih razmer - MCI. Ta indeks vključuje obrestne mere in devizni tečaj – 3% sprememba deviznega tečaja je enaka 1% spremembi obrestnih mer. Glavni namen MCI je opominjati BoC in javnost, da obstajata dva ključna kanala denarne politike, ki imata

vpliv na agregatno povpraševanje v odprtem gospodarstvu. Informacija, ki jo dobijo iz tega indeksa, pomaga BoC pri odločitvah denarne politike, še posebej pri odločitvah, kdaj je potrebno prilagoditi obrestno mero kot odziv na spremenjene gospodarske razmere. Neposredno banka nima vpliva na devizni tečaj, saj se ta giba prosto. Nanj vpliva s spreminjanjem obrestne mere.

Slika 4: Gibanje celotne in osnovne inflacijske stopnje v Kanadi



Vir: Centralna banka Kanade (http://www.bankofcanada.ca/en/indinf/cpi_data_en.html), 2004.

BoC ostaja relativno neodvisna centralna banka. Skupaj s svojo odgovornostjo pri vodenju denarne politike ima popolno samostojnost pri naravnavanju svojih instrumentov denarne politike, medtem ko inflacijski cilj postavlja skupaj z vlado. Preglednost in odgovornost za vodenje in rezultate denarne politike BoC zagotavlja z objavo raznih publikacij, kot je Letno poročilo (*Annual Report*), četrtno Poročilo denarne politike (*Monetary Policy Report*), v katerih je podroben pregled politike banke in njene strategije, poleg tega pa zagotavlja še vpogled v tekoče gospodarsko dogajanje ter prikazuje dogajanje na področju inflacije. S prizadevanjem po povečanju preglednosti svoje politike je banki uspelo, da javnost razlikuje med vplivi enkratnih šokov na raven cen ter trendnim gibanjem inflacije, ki izključuje te šoke. Glede na ves napor, ki ga BoC vloga v komunikacijo, je banka tako postala v večji meri bolj odgovorna javnosti in finančnim trgom kot pa vladi.

Inflacijsko ciljanje je Kanadi pomagalo pri držanju nizke in stabilne inflacije, kljub temu da je njihov režim inflacijskega ciljanja dokaj fleksibilen. Ta fleksibilnost je BoC dovoljevala nekaj odklona od inflacijskega cilja v primeru nepričakovanih šokov. To fleksibilnost je v veliki meri omogočala že preje omenjena preglednost in komunikacija. Z inflacijskim ciljanjem so prav gotovo stabilizirali gospodarstvo ter "zasidrali" inflacijska pričakovanja.

6.5. INFLACIJSKO CILJANJE V VELIKI BRITANJI

Velika Britanija je začela s strategijo inflacijskega ciljanja kmalu po tem, ko je začela s tem Kanada, vendar v povsem drugačnih okoliščinah. Od propada brettonwoodskega sistema pa do danes je bila tako to že tretja večja sprememba denarne politike. Po propadu sistema in premiku k drsečemu deviznemu tečaju v začetku sedemdesetih let prejšnjega stoletja, je prišlo do naraščajočega nagnjenja k inflaciji predvsem zaradi presežnega agregatnega povpraševanja. Kmalu so se zavedali pomembnosti denarne kontrole pri upravljanju agregatnega povpraševanja. Leta 1977 so tako začeli s ciljanjem širokega denarnega agregata M3, s pomočjo katerega so zelo znižali stopnjo inflacije. Kljub temu pa se je ciljanje denarnega agregata izkazalo za nezanesljivo vodilo pri upravljanju denarne politike.

Leta 1987 je prišlo do prve večje spremembe denarne politike, ko je dobil večji poudarek fiksni devizni tečaj v primerjavi s ciljanjem denarnih agregatov. Denarne oblasti so svojo valuto vezale na nemško marko, ker so pričakovali koristi nizke stopnje inflacije v Nemčiji. V tem času je bila stopnja inflacije ne dokaj nizki ravni (nekje med 3,5% in 4%), BDP pa je rasel približno 5%. Zaradi inflacijskih pritiskov, za katere pa denarna agregata M0 in M4 kot najbolj uporabna indikatorja inflacije nista dala nikakršnih znakov, so morale denarne oblasti voditi zelo restriktivno denarno politiko in zvišati obrestne mere iz 7,5% na 15% oktobra 1989. Kakorkoli že, je bilo to prepozno, saj je stopnja inflacije zrasla na skoraj 11% v septembru 1990 (Bernanke et al., 1999, str. 151). Denarni cilji niso uspeli preprečiti recesije angleškega gospodarstva in so bili tako opuščeni, Velika Britanija pa je oktobra 1990 vstopila v mehanizem deviznih tečajev (ERM). S tem je bila obvezana, da višino svoje valute vzdržuje v skladu z ostalimi članicami ERM. Sledilo je znižanje obrestnih mer, vendar ne za dolgo. Z združitvijo obeh Nemčij so se obrestne mere zopet dvignile. Kriza deviznega tečaja septembra 1992 pa je prisilila vlado, da se je odločala med dolgoročnim in dragim branjenjem deviznega tečaja, ki je bil podvržen še špekulativnim napadom, ali izstopom iz ERM, kar je tudi na koncu naredila.

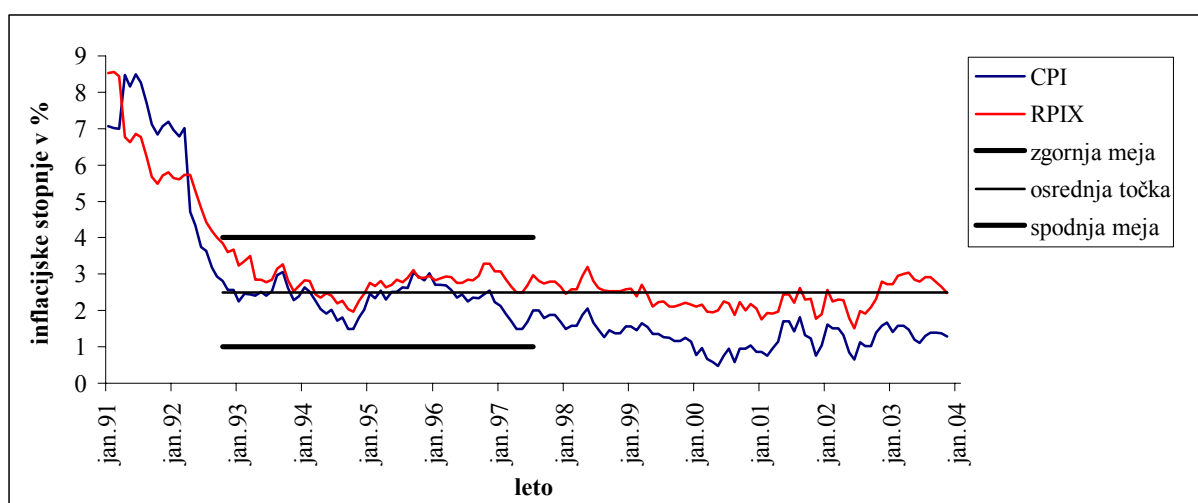
Leta 1992 je Velika Britanija v okviru svoje denarne politike začela z inflacijskim ciljanjem, ki pa je vseboval dva elementa iz prejšnjih sistemov. Prvi je, da je doseganje cenovne stabilnosti glavni cilj denarne politike, in drugi, da je za doseg tega potrebno povečati verodostojnost in preglednost denarne politike s povečano komunikacijo z javnostjo. Glavna sprememba v primerjavi z ciljanjem denarnih agregatov in deviznega tečaja pa je, da pri vodenju denarne politike ne uporabljajo spremenljivke za vmesni cilj (Mishkin, Posen, 1997, str. 72).

Ciljana spremenljivka v Veliki Britaniji je bil na začetku indeks cen na drobno brez hipotekarnih obresti (RPIX), katerega vrednost je bila ciljana v razponu med 1% do 4%. Leta 1995 je cilj postal točkovni na 2,5% ter s tolerančnim intervalom $\pm 1\%$, kar je razvidno s *Slike*

5. Konec leta 2003 je ciljana spremenljivka postal indeks cen potrošnih dobrin (CPI) ter cilj 2% s prav takšnim tolerančnim intervalom⁹.

Cilj od samega začetka postavlja ministrstvo za finance oz. zakladnica, ki je prav tako sprejemalo odločitve glede obrestnih mer (nikoli pa ni bilo jasno, ali je bil motiv za njihovo spreminjanje političen ali gospodarski). Centralna banka Velike Britanije (BoE) je za razliko od ostalih centralnih bank postala neodvisna dokaj pozno, šele maja 1997. S tem je dobila neodvisnost pri odločitvah o obrestnih merah, guverner BoE pa je postal odgovoren za doseganje ciljne inflacijske stopnje. S tem je bilo doseženo veliko verodostojnosti, kar se je pokazalo v padcu inflacijskih pričakovanj (Bean, 2003, str. 5).

Slika 5: Gibanje CPI in RPIX inflacije v Veliki Britaniji



Vir: Statistični urad Velike Britanije (<http://www.statistics.gov.uk/>), 2004.

Glavna dva kanala komunikacije z javnostjo o trenutni in prihodnji denarni politiki sta zapisnik sestanka med guvernerjem banke in državnim zakladnikom ter četrtletno Inflacijsko poročilo, ki ga objavljajo od leta 1993. V njem podrobno predstavijo preteklo dogajanje v britanskem gospodarstvu, primerjajo dejanske rezultate inflacije z napovedanimi ter predstavijo možne nevarnosti pri doseganju cenovne stabilnosti. Zelo pomembno vlogo pri ciljanju inflacije igra četrtletno napovedovanje inflacije za dve leti naprej. Te napovedi so v obliki verjetnostne distribucije in so dobro predstavljene s t.i. "fun charts".

Velika Britanija je v zadnjem desetletju imela nizko in stabilno inflacijo s povprečno vrednostjo 2,6% (RPIX) in stabilno rast BDP-ja s povprečno vrednostjo 2,8% (Bean, 2003, str. 18). V veliki meri so se zmanjšala tudi inflacijska pričakovanja. Vse to gre lahko pripisati po eni strani učinkovitemu vodenju denarne politike v okviru ciljanja inflacije ter na drugi strani neodvisnosti centralne banke, predvsem neodvisnosti pri upravljanju svojih

⁹Naznanjeno v Remit for the Monetary Policy Committee of the Bank of England and the New Inflation Target: The Remit for the Monetary Policy Committee sent to the Governor of the Bank of England on 10.12.2003, BoE.

inštrumentov. Slednje je tudi pripomoglo k večji preglednosti in verodostojnosti denarne politike.

6.6. INFLACIJSKO CILJANJE V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

S povečano mobilnostjo mednarodnih kapitalskih tokov postaja vezava deviznih tečajev izredno težka naloga pri vodenju denarne politike. Tako veliko držav začenja voditi svojo denarno politiko v okviru inflacijskega ciljanja. Ta trend je v zadnjem času možno opaziti tudi v tranzicijskih državah. Leta 1997 je bila Češka prva tranzicijska država, ki je začela z inflacijskim ciljanjem, sledila ji je Poljska in v zadnjem času tudi Madžarska.

Analiza glavnih značilnosti in dosežkov inflacijskega ciljanja v teh tranzicijskih državah je zanimiva zaradi dveh razlogov (Jonas, Mishkin, 2003, str. 2). Prvič so to države, ki bodo v kratkem postale pomemben del Evrope. Drugič pa zaradi treh edinstvenih posebnosti:

- so nove demokratične države, ki so v procesu razvoja novih vladnih institucij,
- njihova gospodarstva so še vedno v procesu tranzicije,
- ter so v okviru kandidat, ki se bodo kmalu pridružile EU ter EMU.

V začetnih letih tranzicije, po cenovni liberalizaciji in devalvaciji deviznega tečaja, je veliko tranzicijskih držav uporabljalo vezavo deviznega tečaja kot nominalno sidro, da bi dosegle stabilizacijo cen. Čeprav so s tem znatno znižali stopnjo inflacije se je pojavil problem, kajti stopnja inflacije se ni znižala zadosti, da bi preprečila velike realne apreciacije. S tem pa so se pojavili problemi s plačilno bilanco. Poleg tega pa je bilo zaradi liberalizacije mednarodni tokov kapitala težko slediti dvema ciljema hkrati, namreč inflaciji in deviznemu tečaju. Vse to je prisililo odpravo fiksnih deviznih tečajev. Nekatere tranzicijske države so nato izbrale še bolj trdo verzijo režima fiksnih deviznih tečajev – valutni odbor, medtem ko so nekatere (npr. Češka, Poljska) izbrale uravnano drsenje deviznega tečaja. Madžarska pa je začela z drsečim deviznim tečajem, ki se je lahko gibal v pasu ($\pm 15\%$). Ob tem pa je nastal problem, katero nominalno sidro uporabiti pri nadaljnjem vodenju denarne politike. Ena od alternativ bi bila uporaba denarnih agregatov kot vmesni cilj in nominalno sidro. Zaradi problema nestabilnega povpraševanja po denarju in tako nestabilne povezave med rastjo denarja in inflacijo, še posebej v tranzicijskih državah, za to strategijo ni bilo preveč zanimanja. Druga možnost bi bila t.i. "just-do-it" pristop, ki ne uporablja točno določenega nominalnega sidra, vendar v teh državah ne pride kaj prida v poštev, kajti ta pristop deluje dobro predvsem v državah, katerih centralne banke imajo dobro protiinflacijsko verodostojnost ter nizko inflacijo (Jonas, Mishkin, 2003, str. 4).

Ob pregledu problemov, ki jih prinašata tako ciljanje denarnih agregatov ter strategija "just-do-it" tranzicijskim državam, ki želijo obdržati nekaj kontrole nad svojo denarno politiko ter obdržati fleksibilni devizni tečaj, ostane na razpolago četrta možnost, inflacijsko ciljanje.

Poleg omenjenih stroškov in prednosti nizke stopnje inflacije je pomemben še en dodaten razlog, zakaj naj bi se inflacija znižala ter zakaj naj bi bilo inflacijsko ciljanje zanimiva izbira bolj naprednih tranzicijskih gospodarstev - namera pridružiti se EU ter EMU. Medtem ko za pridružitve EU ni potrebno izpolniti nobenega Maastrichtskega kriterija¹⁰, pridružitve EMU zahteva, da kandidatke najprej vstopijo v mehanizem deviznih tečajev (ERM2), ki dovoljuje $\pm 15\%$ gibanje deviznih tečajev teh držav v razmerju do evra. To je kar dovolj širok pas, vendar brez znatnega znižanja inflacije blizu ravni, ki bo v EU v časi vstopa v ERM2, obstaja nevarnost, da bi visoka inflacija ter razlike v obrestnih merah lahko povzročili večjo nestabilnost deviznega tečaja, kot jo dopušča omenjeni pas $\pm 15\%$. Tranzicijske države, ki želijo vstopiti v EMU, tako potrebujejo jasen cilj za dezinflacijo, čemur denarna politika v okviru inflacijskega cilja lahko dobro služi.

Glede pogojev, ki jih je potrebno izpolniti, da strategija inflacijskega ciljanja uspešno deluje (poglavje 4.1.) je najverjetneje najšibkejša točka inflacijskega ciljanja omejena sposobnost tranzicijskih držav pri napovedovanju inflacije v prihodnosti. To je predvsem posledica relativno pogostih šokov, ki so jim ta gospodarstva izpostavljena vključno s deregulacijo in liberalizacijo cen, privatizacijo ter relativno visoke stopnje odprtosti teh gospodarstev. Prav tako pa v teh državah obstaja nestabilna povezava med spremembami v ravni cen, denarjem, plačami, deviznem tečaju ter ostalimi gospodarskimi spremenljivkami (Jonas, 2000, str. 23).

6.7. INFLACIJSKO CILJANJE NA ČEŠKEM

Maja 1998 se je češka centralna banka (CNB), kot prva centralna banka v tranzicijskih državah, odločila za spremembo svoje denarne politike in tako začela z inflacijskim ciljanjem. Za to so obstajali trije glavni razlogi:

- Turbulentnost na deviznem trgu v letu 1997 in prehod iz fiksnega na drseči devizni tečaj je vseboval izgubo nominalnega sidra, ki je imel pomemben pozitiven vpliv na stabilnost cen zaradi odprtosti češkega gospodarstva.
- Potem ko je bila inflacija stabilizirana na nekje 10% se je proces dezinflacije ustavil.
- Želja, da bi približali domačo inflacijo evropski.

Čeprav je bil kratkoročni cilj inflacijskega ciljanja stabilizacija inflacije po letu 1997, je bil glavni cilj dolgoročna stabilizacija cen. V primerjavi z razvitimi državami, ki so začele z inflacijskim ciljanjem, ko je bila stopnja inflacije že pod kontrolo ali pa je padala, je CNB to

¹⁰ Maastrichtski kriteriji: 1. stopnja inflacije ne sme presegati stopnje inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke; 2. obrestna mera ne sme presegati obrestne mere v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki; 3. vsaj dvoletno vključitev valute v mehanizem deviznih tečajev ERM; 4. javnofinančni deficit ne sme presegati 3% BDP države; 5. javni dolg ne sme presegati 60% BDP države.

strategijo v začetku uporabila za znižanje inflacije. Za definiranje nagiba in poti dezinflacije je CNB uporabljala srednjeročne cilje, ki naj bi konvergirali k dolgoročnemu cilju. Trenutno je dolgoročni cilj za konec leta 2005 definirana inflacija v višini 2% do 4%. Bolj podroben pregled inflacijskih ciljev je v *Tabeli 1* in *2*.

Pri odločitvi, katero mero inflacije ciljati, se je CNB srečevala z izmenjavo koristi med preglednostjo ter zmožnostjo kontrole inflacije. V tem primeru je za namen inflacijskega ciljanja izbrala nov koncept t.i. neto inflacije, ki je izpeljan iz CPI in prilagojen za regulirane cene ter indirektno davke. Za razliko od večine drugih držav CNB iz neto inflacije ni izključila sprememb cen energije ter agrikulturnih proizvodov. Razlog leži v tem, da bi tako merjena inflacija cenovni indeks še bolj zožila in oddaljila od dejanske inflacije. Leta 2001 je CNB pri ciljanju inflacije prešla na t.i. "headline" inflacijo ali skupni indeks CPI, s čimer so verjetno želeli bolj zajeti gibanje cen v gospodarstvu ter povečati preglednost.

Tabela 1: Inflacijski cilj v obliki t.i. neto inflacije

Leto	Ciljni razpon	Ciljani mesec	Cilj postavljen v
1998	5,5% - 6,5%	december 1998	decembru 1997
1999	4% - 5%	december 1999	novembru 1998
2000	3,5% - 5,5%	december 2000	decembru 1997
2001	2% - 4%	december 2001	aprilu 2000
2005	1% - 3%	december 2005	aprilu 1999

Vir: CNB, 2004.

Tabela 2: Ciljni pas za CPI inflacijo za januar 2002 – december 2005

	Mesec	Cilj	Mesec ciljanja	Cilj postavljen v
Začetek pasu	januar 2002	3% - 5%	januar 2002	aprilu 2001
Konec pasu	december 2005	2% - 4%	december 2005	

Vir: CNB, 2004.

CNB velika nihanja v merjeni inflaciji ter tako zgrešen inflacijski cilj lahko opravičuje z izjemami ali t.i. klavzulami pobega. Po dopolnitvi v aprilu 2001 (Inflation Report, julij 2001, str. 29) te izjeme vsebujejo:

- velike odklone v svetovnih cenah surovin, energije in drugih proizvodov,
- velike odklone v deviznem tečaju, ki nimajo povezave z domačimi gospodarskimi osnovami ter domačo denarno politiko,
- spremembe v pogojih kmetijske pridelave ter tako v cenah kmetijskih proizvodov;
- naravne nesreče ter ostale nenavadne dogodke, ki imajo stroškovni in povpraševalni vpliv na cene,
- spremembe v reguliranih cenah, katerih vpliv na CPI inflacijo presega 1 – 1,5 odstotne točke,

- spremembe v indirektnih davkih.

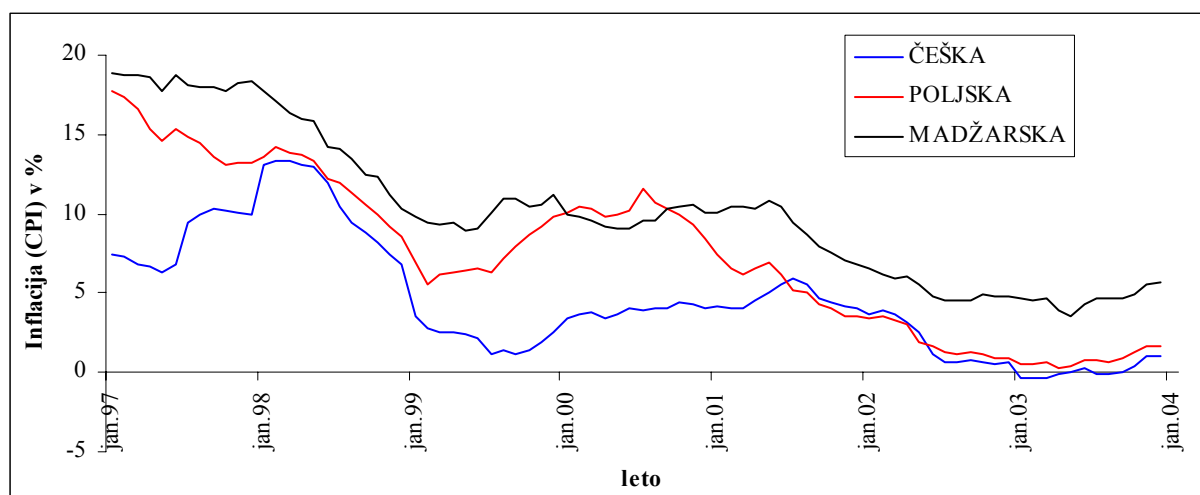
Pri odločitvah o vodenju denarne politike CNB ocenjuje inflacijske napovedi ter ovrednoti možna tveganja, da se ta napoved ne uresniči. Glede na to potem prilagodi instrumente denarne politike, katerih glavno vlogo igrajo obrestne mere. Pri tem je dvotedenska obrestna mera za repo direktno povezana z gibanjem inflacije. CNB uporablja tri glavne obrestne mere, in sicer dvotedensko repo stopnjo (trenutno 2%), diskontno stopnjo (trenutno 1%) ter lombardno stopnjo (trenutno 3%) (CNB, 2004), ki tako predstavljajo glavni transmisijski mehanizem.

Podobno kot v drugih državah, ki inflacijsko ciljajo, se je tudi CNB odločila izdajati četrletna Inflacijska poročila, v katerih javnosti razlaga svoje poglede o preteklih in pričakovanih gospodarskih in denarnih dogajanjih ter kako bo v nadalje vodila denarno politiko. Prvo Inflacijsko poročilo leta 1998 še ni vsebovalo inflacijske napovedi, od takrat naprej pa je to redna praksa. Poročilo prav tako vsebuje zapisnike sestankov odbora CNB. Komunikacija z javnostjo pa poteka tudi preko raznih člankov, ki so objavljeni v različnih ekonomskih revijah.

Izkušnje z inflacijskim ciljanjem v tranzicijskih državah lahko ocenjujemo vsej iz dveh vidikov. Lahko ugotavljamo, kako so bile te države uspešne pri doseganju dejanske inflacijske stopnje v primerjavi z ciljano stopnjo ter kako jim je z inflacijskim ciljanjem uspelo znižati inflacijo. Na primeru Češke lahko opazimo, da ji je od začetka inflacijskega ciljanja, ko je bila inflacija na 10% in je še rasla, uspelo le-to zelo hitro znižati, saj je bila sredi leta 2003 celo deflacija (glej *Slika 6*). Na letni ravni pa je stopnja inflacije za leto 2002 1,8%. Na drugi strani pa je moč opaziti, da je na Češkem CNB velikokrat podciljala (angl. *undershot*) svoj inflacijski cilj, še posebej leta 1998 in 1999, in manj 2000 ter spet 2002 (0,5%) in 2003 celo z deflacijo. Začetne odklone od cilja opravičujejo predvsem z veliko bančno krizo leta 1997-98 ter zmanjšano svetovno gospodarsko aktivnostjo, kar je prispevalo k padcu cen surovin in energije. Velik je bil tudi padec cen hrane. Vse to je, poleg še ostalih faktorjev, prispevalo k nižji inflaciji, kot je bila pričakovana (Jonas, Mishkin, 2003, str. 22). Odklone dejanske inflacije od ciljane v letu 2003 pripisujejo predvsem zunanjim dejavnikom, na katere CNB nima nič ali le malo vpliva (apreciacij domače valute, šibko tuje povpraševanje ter padec cen kmetijskih proizvajalcev), ter manjši kot pričakovani rasti reguliranih cen, manjšemu vplivu fiskalne politike na domače povpraševanje (Inflation Report, oktober 2003, str. 7).

Z inflacijskim ciljanjem so na Češkem znižali stopnjo inflacije, kar je bil njihov namen. Prav tako se je povečala sama preglednost denarne politike, vendar se je zaradi bistveno nižje inflacije, kot je bila napovedana, v določeni meri zmanjšala verodostojnost centralne banke.

Slika 6: Gibanje inflacije na Češkem, Poljskem in Madžarskem od leta 1997 dalje



Vir: Centralna banka Češke (CNB), Madžarske (NBH) in Statistični urad Poljske, 2004.

6.8. INFLACIJSKO CILJANJE NA POLJSKEM

Po Češki je bila Poljska druga tranzicijska država, ki je začela z inflacijskim ciljanjem. Pred tem je centralna banka uporabljala kot bližnji cilj denarne politike kombinacijo ciljanja količine denarja v obtoku, ki je predstavljal vmesni cilj, in "crawling peg" tečajnega režima kot končni cilj. Zaradi liberalizacije kapitalskih tokov ter ostalih pritiskov na devizni tečaj so meje njegovega gibanja vseskozi širili. Marca leta 1999 so je tako devizni tečaj lahko gibal okoli paritetne vrednosti v razmahu $\pm 15\%$ (Horska, 2001, str. 5). Poljska se je odločila za inflacijsko ciljanje leta 1998 z dopolnilom zakona o centralni banki Poljske, kljub temu da je na bolj fleksibilno ureditev deviznega tečaja prešla šele aprila 2000. Prehod iz "crawling peg" režima v drseči režim je bil potreben tudi zaradi lažje določitve paritetne vrednosti na začetku vključitve v ERM2. Paritetna vrednost naj bi odražala tržno ceno, ki pa jo je pri obliki "crawling peg" režima težko določiti. Glavna odločitev za inflacijsko ciljanje tako izhaja predvsem iz priprav na vstop v EU in kasneje v EMU ter zaradi vzpodbujanja stabilne gospodarske rasti (Horska, 2001, str. 6).

Na Poljskem so se odločili, da bodo ciljali CPI. Po njihovem mnenju je to najbolj primeren indeks, saj ga za merjenje inflacije uporabljajo od začetka tranzicije in je tako globoko zakoreninjen v javnosti. Podobno kot Češka se je tudi Poljska odločila za ciljanje razpona, ki pa je bil postavljen veliko bolj ozko. S tem so želeli signalizirati javnosti večjo pripravljenost zmanjšati inflacijo. Leta 2001 so tako postavljen cilj nekoliko spremenili ter ga začeli objavljati v obliki točke (npr. 2,5%) z možnim odstopanjem za $\pm 1\%$. S tem so želeli doseči nekoliko bolj točkovno obliko ciljanja, čeprav gre še vedno za ciljanje razpona. Centralna banka (NBP) pri zniževanju inflacije postavlja srednjeročne in kratkoročne cilje. V Srednjeročni strategiji denarne politike za leta 1999-2003¹¹ so si tako zastavili cilj zmanjšanja

¹¹ Medium-Term Monetary Policy Strategy 1999-2003, NBP, 1998.

inflacije pod 4%. Centralna banka izdaja v septembru tudi dokument Usmeritve denarne politike za prihodnje leto, v katerem je podan kratkoročni, enoletni inflacijski cilj (*Tabela 3*).

Tabela 3: Zastavljeni kratkoročni inflacijski cilji in njihovo doseganje na Poljskem

Leto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ciljna inflacija	Pod 9,5%	6,6%-7,8%	5,4%-6,8%	6%-8%	5% ($\pm 1\%$)	3% ($\pm 1\%$)	2,5% ($\pm 1\%$)
Dejanska inflacija	8,6%	9,8%	8,5%	3,6%	0,8%	1,7%	

Vir: Inflation Report 1998 – 2000, Monetary Policy Guidelines 2000 – 2004 ter Statistični urad Poljske, 2004.

Poljska centralna banka je samostojna banka, saj sama določa inflacijski cilj, prav tako pa ji je prepuščena samostojnost pri naravnavanju svojih instrumentov. Najpomembnejši med njimi je tako kot v večini držav obrestna mera, preko katere poteka transmisija na medbančne obrestne mere in od njih na aktivne in pasivne bančne obrestne mere. Te nato vplivajo na varčevanje, potrošnjo in investicije nebančnih sektorjev ter v končni fazi na družbeni proizvod in inflacijo.

V skrbi za čim večjo preglednost denarne politike izdaja centralna banka poleg zgoraj omenjenih dokumentov, v katerih razlaga svojo strategijo za prihodnost, tudi Poročilo o inflaciji. Z njim seznanja javnost z gibanjem inflacije in doseganjem inflacijskega cilja. Poročilo izhaja letno (za leto 1998) oziroma četrletno od leta 1999.

Podobno kot Češki je tudi Poljski uspelo v zadnjem času znižati stopnjo inflacije, razlika je predvsem v tem, da je Poljska v letih 1999 in 2000 preseгла, nadciljala (angl. *undershot*) zastavljeni inflacijski cilj. Vzrok za to je predvsem višje cene nafte, povišanje kontroliranih cen, višanje carin na uvoz hrane ter cen (Horska, 2001, str. 21) ter fiskalna ekspanzija. V naslednjem letu je NBP svoj inflacijski cilj nekoliko zvišala. Z zelo restriktivno denarno politiko ter zmanjšano gospodarsko aktivnostjo je NBP v zadnjih letih uspelo znižati inflacijo, prišlo je celo do podciljanja. Vsi ti odkloni od cilja v veliki meri zmanjšujejo verodostojnost centralne banke. Za bolj uspešno delovanje inflacijskega ciljanja na Poljskem bi bila potrebna večja koordinacija denarne in fiskalne politike (Horska, 2001, str. 22).

6.9. INFLACIJSKO CILJANJE NA MADŽARSKEM

Z novim zakonom o centralni banki, ki je stopil v veljavo v juliju 2001, je za Madžarsko centralno banko (NBH) postal glavni cilj stabilnost cen. S stabilnostjo cen je mišljena nizka stopnja inflacije, nekje 2% inflacija na letni ravni. S tem želi Madžarska izpolniti maastrihtski kriterij, da bi lahko kmalu po vstopu v EU vstopila še v EMU. V ta namen je spremenila tudi strategijo denarne politike in začela z inflacijskim ciljanjem. Pred tem je

podobno kot ostale tranzicijske države uporabljala pri vodenju denarne politike vezavo svoje valute na košarico drugih valut. Zaradi špekulativnih pritiskov je tekom let širila meje nihanja forinta in tako pridobila večjo fleksibilnost deviznega tečaja. Sredi leta 2001 je NBH poleg uvedbe inflacijskega ciljanja opustila "crawling peg" in uvedla vezavo devizni tečaj do eura, ki je sedaj na ravni 282,36 forinta za euro, z dovoljenimi mejami nihanja $\pm 15\%$ od te vrednosti. To lahko razumemo kot unilateralno simulacijo ERM2.

Medtem ko širši pas gibanja deviznega tečaja dovoljuje NBH več prioritete pri zmanjševanju inflacije, lahko pride do konflikta med inflacijskim ciljem in ciljem deviznega tečaja, kar lahko bistveno zaplete vodenje denarne politike, vendar zaradi širokega pasu dovoljenega nihanja deviznega tečaja njegovo ciljanje le stežka služi kot uporabno nominalno sidro. Na ta način ima inflacijsko ciljanje prioriteto vlogo pri vodenju denarne politike. Kljub temu igra gibanje deviznega tečaja veliko večjo vlogo na Madžarskem kot v ostalih tranzicijskih državah, nasploh v državah, ki uporabljajo strategijo inflacijskega ciljanja, z izjemo mogoče Izraela.

Madžarska centralna banka je z inflacijskim ciljanjem pričela v juniju 2001. Inflacijski cilj je postavljen v obliki intervala in je znašal za december 2001 v višini 7% inflacije in za december 2002 v višini 4,5% inflacije. Za konec leta 2003 in 2004 pa znaša 3,5% inflacije, kar prikazuje *Tabela 4*. To nakazuje dokaj hitro pot dezinflacije. Inflacijski cilj postavita NBH in vlada skupaj. Zaradi morebitnih vplivov sprememb pogojev gospodarjenja je dovoljeno odstopanje od začrtanega cilja za 1 odstotno točko. V svoji napovedi prikazuje NBH inflacijo v obliki "fan charta" po vzoru BoE.

Tabela 4: Zastavljeni kratkoročni inflacijski cilji in njihovo doseganje na Madžarskem

Leto	2001	2002	2003	2004
Ciljna inflacija	7% ($\pm 1\%$)	4,5% ($\pm 1\%$)	3,5% ($\pm 1\%$)	3,5% ($\pm 1\%$)
Dejanska inflacija	6,8%	4,8%	5,7%	

Vir: Report on Inflation, 2001 – 2003.

Glavni instrument denarne politike na Madžarskem je obrestna mera, in sicer dvotedenska vloga. To je mera, ki najbolje odseva stanje denarne politike. Z njeno spremembo centralna banka vpliva na njen operacijski cilj, to je trimesečna obrestna mera denarnega trga. Pomembno vlogo v transmisijskem mehanizmu ima tudi vpliv deviznega tečaja na inflacijo. Smatra se, da ima kanal deviznega tečaja najmočnejši in najhitrejši vpliv na domače cene, vendar je ta z razširitvijo meja gibanja deviznega tečaja manjši (Jonas, Mishkin 2003, str. 14).

Preglednost nove strategije denarne politike NBH zagotavlja s četrletnim objavljanjem projekcij inflacije za naslednjih 6 kvartalov (1,5 leta), s čimer naj bi tudi vplivali na inflacijska pričakovanja. Poleg tega v Poročilu o inflaciji objavlja svoja razmišljanja, ki so jih vodila pri odločitvah denarne politike ter analizira doseganje dejanske inflacijske stopnje v

primerjavi z ciljano. NBH prav tako objavlja Letno poročilo, različne članke, bilten in podobno.

Ko je Madžarska začela z inflacijskim ciljanjem, je inflacija že upadala, ta trend pa je možno opaziti tudi v nadaljevanju. Dosegli so zastavljene cilje v letu 2001 ter 2002. V zadnjem letu je tudi kazalo, da bodo dosegli zastavljeni cilj, saj je bilo do srede leta možno opaziti dezinflacijo. V zadnji polovici leta se je ta trend obrnil, tako da je na koncu prišlo do preboja zgornje meje za 1,2 odstotne točke. Glavni vzrok je porast cen nepredelane hrane (sadja in zelenjave) v novembru hkrati z vladnim deficitom, ki je višji kot načrtovan, povišano potrošnjo gospodinjstev ter večjo inflacijo plač, kot je bila pričakovana¹².

7. SKLEP

V zadnjih štirinajstih letih je v svetu prišlo do razmaha uporabe inflacijskega ciljanja pri vodenju denarne politike, predvsem zaradi težavah, ki so jih imele centralne banke z drugimi načini. Ker je osredotočeno neposredno na končni cilj centralne banke, omogoča centralnim bankam bolj fleksibilno odzivanje na različne šoke, česar ciljanje količine denarja v obtoku in ciljanje deviznega tečaja ni omogočalo.

Inflacijsko ciljanje je relativno nova strategija denarne politike in tako še ni povsem podprta s teorijo. Težko jo je natančno definirati, saj gre predvsem za mešanico institucionalnih značilnosti in resničnega obnašanja centralnih bank. Na splošno je mogoče reči, da so za to strategijo denarne politike značilni: natančno določen končni cilj (z izbiro indeksa cen in časovnim obdobjem, v katerem naj centralna banka cilj doseže), uporaba napovedi inflacije v vlogi bližnjega cilja in podrejenost vseh drugih ciljev inflaciji. Za uspešno delovanje strategije po je ključnega pomena tudi neodvisnost centralne banke. Z neodvisnostjo centralne banke je povezana njena odgovornost ter preglednost oz. odprtost centralne banke javnosti. To centralne banke zagotavljajo z rednim izdajanjem raznih publikacij in poročil. Vendar je kljub temu učinkovita kontrola nad inflacijo težka, predvsem ker spremembe instrumentov denarne politike vplivajo na inflacijo z dolgimi in variabilnimi časovnimi zamiki. Na inflacijo pa prav tako vplivajo tudi drugi faktorji, na katere denarna politika ne more ali težko vpliva.

S tem, ko je strategija inflacijskega ciljanja osredotočena na en končni cilj, to je nizka stopnja inflacije oz. cenovna stabilnost, se dobro rešuje problem časovne nedoslednosti denarne politike. Na ta način ne prihaja do tega, da bi centralna banka spodbujala kratkoročno nekoliko višjo inflacijo v želji, da bi povečala družbeni proizvod in zaposlenost, kar na dolgi rok pripelje samo do višje stopnje inflacije, družbeni proizvod in zaposlenost pa se zopet znižata. Vendar se v želji po večji fleksibilnosti denarne politike ter upoštevanju tudi drugih ciljev ta problem zopet odpira.

¹² Press release on the Monetary Council Meeting, 19.1. 2004, NBH, 2004.

Ciljanje inflacije se je izkazalo kot uspešna strategija denarne politike, zato se je tudi zelo hitro razširila po svetu. Med državami kljub temu obstajajo določene razlike, kako jo uporabljajo v praksi, saj vsaka država skupaj z centralno banko oz. ena sama izmed njih po lastni presoji določi inflacijski cilj, indeks cen, ki ga bo pri tem uporabljala. Prav tako obstaja razlika v izbiri primerne instrumenta denarne politike, s katerim preko transmisijskega mehanizma vpliva na gibanje inflacije. Večina držav pri tem uporablja kratkoročno obrestno mero.

Državam, še posebej bolj razvitim, je z inflacijskim ciljanjem uspelo znižati stopnjo inflacije na nekaj odstotkov letno. To lahko razumemo kot cenovno stabilnost, ki jo želijo na tej ravni tudi ohraniti. V veliki meri je strategija pripomogla tudi k sidranju dolgoročnih inflacijskih pričakovanj ter stabilizaciji BDP. Velika pridobitev je tudi zahteva po večji preglednosti denarne politike in odgovornosti centralne banke. S tem je zagotovljeno boljše razumevanje tako javnosti kot tudi ostalih udeležencev na finančnih trgih o namerah vodenja denarne politike s strani centralne banke, kar pri drugih strategijah ni tako jasno in razumljivo.

Razvitim državam, kot so na primer Nova Zelandija, Kanada in Velika Britanija, je večinoma uspelo doseči zastavljen inflacijski cilj. Na ta način se je povečala verodostojnost njihovih centralnih bank. V tranzicijskih državah pa temu ni bilo čisto tako. Kljub temu, da jim je uspelo doseči cilj dezinflacije, so velikokrat zaradi šokov, ki so jim ta gospodarstva bolj izpostavljene, zgrešile ciljano inflacijsko stopnjo. Tranzicijske države se srečujejo predvsem s problemom neučinkovite in premalo točne inflacijske napovedi, ki je potrebna za uspešno delovanje inflacijskega ciljanja. Z bolj točnim doseganjem inflacijskih ciljev se bo tudi v teh državah izboljšalo celotno dogajanje na gospodarskem področju, povečala pa se bo tudi podpora centralnim bankam. Kljub vsem težavam, s katerim se tranzicijske države (Češka, Poljska in Madžarska) srečujejo pri inflacijskem ciljanju, so s to strategijo na dobri poti k doseganju maastrichtskih kriterijev, vsaj inflacijskega kriterija, ki jih vodi po vstopu v EU tudi v EMU.

8. LITERATURA

1. Bean Charles: Inflation Targeting: The UK Experience. Speech given at the annual meeting of the German Economic Association, Zurich, October 2003, 39 str., 10 pril.
2. Bernanke Ben S. et al.: Inflation Targeting. Princeton: Princeton University Press, 1999. 382 str.
3. Brash Donald T.: Inflation targeting 14 years on. A speech delivered at the American Economics Association conference in Atlanta, Januar 2002.
4. Carare Alina, Stone Mark R.: Inflation targeting Regimes: IMF Working Paper No. 9, Washington, Januar 2003. 36 str.
5. Castelnuovo E., Nicoletti-Altimari S., Rodriguez-Palenzuela D.: Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations. ECB: Working Paper No. 273 (2003), 51 str.
6. Debelle Guy: Inflation Targeting in Practice. IMF Working Paper No. 35, Washington, March 1997. 33 str.
7. Debelle Guy, Masson Paul R., Savastano Miguel A., Sharma Sunil.: Inflation targeting as a Framework for Monetary Policy. IMF Economic Issues No.15, Washington, 1998. 17 str.
8. Devine Mairead, McCoy Daniel: Inflation Targeting: A Review of the Issues. Bank of Ireland, Technical Paper 5/RT/97, August 1997. 44 str.
9. English William B.: Inflation and Financial Sector Size. Federal Reserve Board, Washington, 1996. 49 str.
[URL:<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199616/199616pap.pdf>], 4.12.2003.
10. Feldstein Martin: Capital Income Taxes and the Benefit of Price Stability. NBER Working Paper No. 6200 (1997), 56 str.
11. Greenspan Alan: Opening Remarks. Speech at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 1996, 5 str.
12. Horska Helena: Inflation Targeting in Poland – A comparison with the Czech Republic. Prague: University of Economics, 2001. 25 str.
13. Jonas Jiri: Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience. Warren Coats (urednik): Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic. Prague: Czech National Bank, 2000. 20 str.
14. Jonas Jiri, Mishkin Frederic S. Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects. NBER Working Paper No. 9667 (April 2003), 62 str. 6 pril.
15. Khan Mohsin S., Senhadij Abdelhak S, Smith Bruce D.: Inflation and Financial Depth. IMF Working Paper No. 44, Washington, April 2001, 30 str., 6 tbl.
16. Loayza, Schmidt-Hebbel: Monetary policy Functionst and Transmission Mechanisms: An Overview. V Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms, Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies, 2002.
[URL:<http://www.bcentral.cl/eng/studiesandpublications/studies/centralbanking/v4.htm>], 15.12.2003.

17. Masson Paul R., Savastano Miguel A., Sharma Sunil: The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. IMF Working Paper No.130, Washington, October 1997, 53 str., 6 pril., 6 tbl.
18. Mishkin Frederic S.: The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper No. 5464 (1996), 29 str.
19. Mishkin Frederic S., Posen Adam S.: Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. Federal Reserve bank of New York, FRBNY Economic Policy Review, New York, Avgust, 1997, str. 9-119.
20. Mishkin Frederic S.: International Experiences With Different Monetary Policy Regimes. NBER Working Paper No. 6965 (1999). 46 str.
21. Mishkin Frederic S.: Issues in Inflation Targeting. Allan Crawford (urednik): Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy. Bank of Canada, 2000, str. 203-222.
22. Mishkin Frederic S., Schmidt-Hebbel Klaus: One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need To Know? NBER Working Paper No. 8397 (2001), 38 str., 4 tbl.
23. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
24. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. II. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 502 str.
25. Sherwin Murray: Strategic Choices in Inflation targeting: The New Zealand Experience. V Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies. Seminar held in Rio de Janeiro, Brasil, maj 1999, 15-27 str.
26. Svensson Lars E. O.: Inflation Forecast Targeting: Implelementing and Monitoring Inflation Targets. NBER Working Paper No. 5797, 1996. 37 str.
[URL:<http://www.princeton.edu/~svensson/>], 20.11.2003.
27. Svensson Lars E. O.: Commentar: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues, v Achieving Price Stability, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City at Jackson Hole, Wyoming, August 1996a, str. 209-219.
[URL:<http://www.princeton.edu/~svensson/>], 5.12.2003.
28. Woodford Michael: Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy. American Economic Review, 90 (2000), 2, str. 100-104.
[URL:<http://www.princeton.edu/~woodford/>], 16.2.2004.
29. Woodford Michael: Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy. Prepared for the Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 2003, 53 str. [URL:<http://www.princeton.edu/~woodford/>], 16.2.2004.

9. VIRI

1. Bank of Canada: Annual Report 2001, 68 str.
2. Bank of Canada: Monetary Policy Report, april 2003, 29 str.
3. Bank of Canada. [URL:http://www.bankofcanada.ca/en/indinf/cpi_data_en.html] 7.1.2004.
4. Czech National Bank. [URL:<http://www.cnb.cz/en/>], 20.1.2004.
5. Czech National Bank: Inflation Report, julij 2001, oktober 2003.
6. Medium-Term Monetary Policy Strategy 1999 – 2003, National Bank of Poland, Warsaw, september 1998. [URL:<http://www.nbp.pl/en/publikacje/index.html>], 26.1.2004.
7. National Bank of Hungary. [URL:<http://english.mnb.hu/>], 1.2.2004.
8. National Bank of Hungary: Report on Inflation 2001, 2002, 2003. [URL:<http://english.mnb.hu/modulei.asp?id=136>], 3.2.2004.
9. National Bank of Poland: Inflation Report 1998, 1999, 2000. [URL:<http://www.nbp.pl/en/publikacje/index.html>], 27.1.2004.
10. National Bank of Poland: Monetary Policy Guidelines 2000, 2001, 2002, 2003, 2004. [URL:<http://www.nbp.pl/en/publikacje/index.html>], 26.1.2004.
11. Press release on the Monetary Council Meeting on 19.1.2004. National Bank of Hungary, 2004. [URL:<http://english.mnb.hu/modulei.asp?id=178&did=2558>], 30.1.2004.
12. Remit for the Monetary Policy Committee of the Bank of England and the New Inflation Target: The Remit for the Monetary Policy Committee sent to the Governor of the Bank of England on 10.12.2003, Bank of England, 2004. [URL:<http://www.bankofengland.co.uk/mpc/chancellorletter031210.pdf>], 11.1.2004
13. Reserve Bank of New Zealand: Monetary Policy Statement, november 1999. [URL:<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/statements/>], 3.1.2004.
14. Reserve Bank Of New Zealand: Policy Targets Agreement, 1990, 1996, 1997, 1999, 2002. [URL:<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/>], 5.1.2004.
15. Reserve Bank of New Zealand. [URL:<http://www.rbnz.govt.nz/statistics/>], 6.1.2004.
16. Statistični urad Poljske. [URL:<http://www.stat.gov.pl/english/index.htm>], 28.1.2004.
17. Statistični urad Velike Britanije. [URL: <http://www.statistics.gov.uk/>], 12.1.2004.

PRILOGA

SLOVARČEK

accountability - odgovornost
adverse selection - narobe izbira
annual report - letno poročilo
breach - preboj
caveat - svarilo
ceiling - zgornja meja
Chancellor - minister za finance ali državni zakladnik (Velika Britanija)
Consumer Price Index (CPI) - indeks cen na drobno ali indeks maloprodajnih cen
credibility - verodostojnost
crawling peg - režim plazečega fiksnega deviznega tečaja
deviation - odklon, odmik
eclectic inflation targeting - širše zasnovano inflacijsko ciljanje
equitie - delnice
escape clause - klavzule pobega, dovoljene izjeme
exchange rate mechanism (ERM) - mehanizem deviznih tečajev
exchange rate targeting - ciljanje deviznega tečaja
full-fledged inflation targeting - popolno inflacijsko ciljanje
goal independence - neodvisnost pri določanju končnega cilja
history-dependence - odvisnost od preteklosti
headline inflation rate - objavljena inflacijske stopnja
inflation forecast - inflacijska napoved
inflation report - inflacijsko poročilo
inflation targeting - ciljanje inflacije
inflation targeting lite - osnovna oblika inflacijskega ciljanja
instrument independence – neodvisnost pri uravnavanju instrumentov
instruments of monetary policy - instrumenti denarne politike
interest rate - obrestna mera
lag - odlog, zamik
middle point of the band - osrednja točka razpona
monetary aggregate - denarni agregati
Monetary Conditions Index (MCI) - indeks denarnih razmer
monetary targeting - ciljanje količine denarnih agregatov
price stability - cenovna stabilnost
Retail Price Indeks (RPIX) - indeks cen na drobno brez hipotekarnih obresti (Velika Britanija)
seigniorage - monopolni dobiček centralne banke
target band, target range - ciljni pas

target point - ciljna točka
terms-of-trade - pogoji menjave
time horizon - časovni horizont
time inconsistency - časovna nedoslednost
trade-off - izmenjava
transmission mechanism - transmisijski mehanizem
transparency - preglednost, transparentnost
underlying inflation rate - osnovna inflacijska stopnja

Tabela A1: Pregled nekaterih ureditev inflacijskega ciljanja

Država	Datum uvedbe	Mera inflacije	Definicija cilja	Časovni horizont	Dovoljene izjeme (escape clauses)	Kdo določa cilj
Avstralija	Sep. 1994	CPI	2-3% od jan. 2003	Srednji rok	Ne	Skupaj vlada in centralna banka
Kanada	Feb. 1991	CPI, kot operativni cilj uporabljajo CPI brez cen hrane, energije in posrednih davkov	2-4% do konca leta 1992 1,5-3,5% do srede leta 1994, popravek na 1-3% od dec. 1993; velja do 2006	Srednji rok, osredotočeni na 6-8 četrletij naprej	Možna sprememba cilja v izjemnih razmerah	Skupaj vlada in centralna banka
Čile	Jan. 1991	CPI	1991: 15-20% 1992: 13-16% 1993: 10-12% 1994: 9-11% 1995: ± 8% 1996: ± 6,5% 1997: ± 5,5% 1998: ± 4,5% 1999: ± 4,3% 2000: ± 3,5% od 2001 2-4%	1991-2000: 1 leto vnaprej od 2001 za nedoločeno obdobje	Ne	Centralna banka v posvetovanju z vlado
Češka	Jan. 1998	CPI (brez reguliranih cen in indirektnih davkov)	1998: 5,5-6,5% 1999: 4-5% 2000: 3,5-5,5% 2001: 2-4%	1 leto	Da	Centralna banka
Izrael	Jan. 1992	CPI	1992: 14-15% 1993: 10% 1994: 8% 1995: 8-11% 1996: 8-10% 1997-98: 7-10% 1999: 4% 2000-01: 3-4%	1 leto	Ne	Vlada v posvetovanju s centralno banko

Država	Datum uvedbe	Mera inflacije	Definicija cilja	Časovni horizont	Dovoljene izjeme (escape clauses)	Kdo določa cilj
Nova Zelandija	Mar. 1990	CPI brez stroškov obresti	3-5% do dec. 1990 2,5-4,5% do dec. 1991 1,5-3,5% do dec. 1992 0-2% do dec. 1996 0-3% do nov. 2002 1-3% od tedaj	Srednji rok (pred nov. 2002 6-8 četrtletij naprej (enako horizontu napovedi inflacije))	Da	Skupaj vlada in centralna banka
Poljska	Okt. 1998	CPI	1998: < 9,5% 1999: 6.6-7,8% 2000: 5,4-6,8% 2001: 6-8% 2002: 5% ±1% 2003: 3% ±1%	1998-2000: 1 leto, 2000-2003: večletno, od 2003 za nedoločeno obdobje	Ne	Centralna banka
Švedska	Jan. 1993	CPI	2% ±1% od jan. 1995	Srednji rok, osredotočen na 1-2 leti naprej, možnost podaljšanja	Da (v izjemnih razmerah)	Centralna banka
Velika Britanija	Okt. 1992	CPI, do nedavnega RPIX (indeks cen na drobno brez hipotekarnih obresti)	1-4% do jun. 1997 2,5% ±1% do dec. 2003 2% ±1% od tedaj (prehod iz RPIX na CPI)	Srednji rok, osredotočeni na 2 leti naprej (enako horizontu napovedi inflacije)	Da (v izjemnih razmerah)	Vlada
Evrosistem	Jan. 1999	HICP	Pod 2% od jan. 1999	Srednji rok	Ne	Centralna banka

Viri: Dopolnjena Mishkin in Schmidt-Hebbel, 2000; Castelnuovo et al., 2003 str. 10-11.