

BANKA SLOVENIJE

ANALITSKO RAZISKOVALNI
CENTER

Inflacijsko ciljanje na Madžarskem, Češkem in Poljskem

Franc Remšak, Mojca Žemva

Madžarska, Češka in Poljska so se v okviru procesa približevanja Evropski uniji in Evropski monetarni uniji odločile za inflacijsko ciljanje. To pomeni, da skuša centralna banka v teh državah doseči neko v naprej določeno stopnjo inflacije v prihodnosti (običajno ob koncu leta). S tem naj bi do vstopa v Evropsko monetarno unijo dosegli Maastrichtski inflacijski konvergenčni kriterij oziroma evropsko raven inflacije, ki je nižja od trenutne inflacije v teh državah.

Doseganje inflacijskega cilja poteka prek instrumentov centralne banke, običajno prek njenih obrestnih mer, transmisijski mehanizem pa traja od enega do dveh let. Pri prehodu na inflacijsko ciljanje so centralne banke spreminjale tudi režim deviznega tečaja – iz manj fleksibilne oblike v bolj fleksibilno.

Datum: 28. september 2001

Avtoriziral: Matjaž Noč

Mnenja in zaključki v prispevku so avtorjevi in ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije.

1. Uvod

Potem, ko se je inflacijsko ciljanje v zadnjem desetletju, v smislu neposrednega ciljanja inflacije s strani denarne politike, uveljavilo predvsem v zahodnih razvitih državah so temu sledile tudi nekatere centralno-evropske države. Za nas so posebno zanimive predvsem tiste, ki so v okviru kandidatki za pridružitve k Evropski uniji (EU) v prvem krogu leta 2004 in kasneje tudi k monetarni uniji (EMU).

V nadaljevanju obravnavamo glavne značilnosti in delno tudi dosežke inflacijskega ciljanja na Češkem, Madžarskem in Poljskem. Pri enako izbranem bližnjem cilju denarne politike – inflaciji – se omenjene tri države soočajo z različnimi problemi na makroekonomskem področju. Če primerjamo njihove pomembnejše makroekonomske kazalce ugotovimo, da ima Češka največ težav na fiskalnem področju, Madžarska najvišjo inflacijo in Poljska najvišji plačilno bilančni primanjkljaj med vsemi tremi. Za primerjavo dodajamo še številke za Slovenijo.

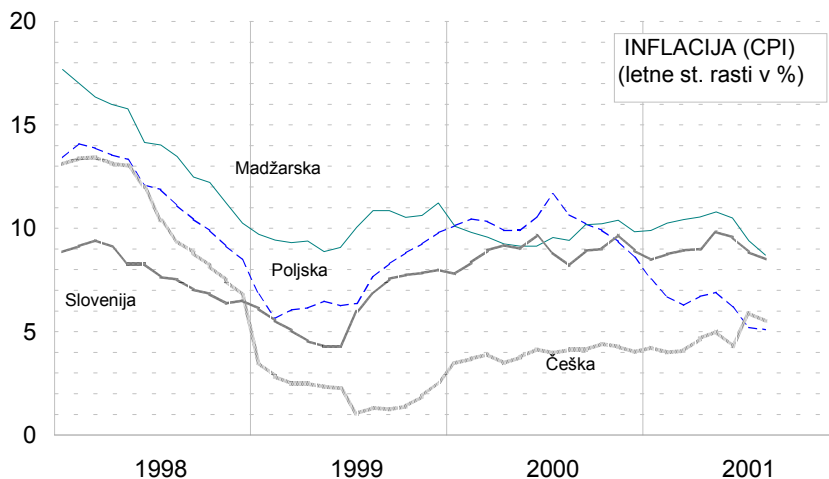
Tabela 1: Nekateri makroekonomski kazalci Češke, Madžarske, Poljske in Slovenije v letu 2000

| | Češka | Madžarska | Poljska | Slovenija |
|--|-------|-----------|---------|-----------|
| BDP (rast v %) | 3,1 | 5,2 | 4,1 | 4,6 |
| Tekoči račun plačilne bilance (% BDP) | -4,8 | -3,3 | -7,2 | -3,2 |
| Primanjkljaj javnih financ po ESA95 (% BDP) | -4,2 | -3,1 | -3,5 | -2,3 |
| Inflacija (dec00/dec99) | 3,9 | 10,1 | 8,5 | 8,9 |
| Brezposelnost (ILO) | 8,8 | 6,5 | 16,1 | 7,0 |

Vir: OECD Outlook, Eurostat, SURS.

Kar se tiče inflacije, je bilo v obravnavanih državah njeno zniževanje uspešno vse do sredine leta 1999, nato pa se je ponovno pričelo njeno povečevanje, predvsem kot posledica šokov na ponudbeni strani (vpliv tujih cen - visoke cene nafte) in v primeru Poljske, Češke ter Slovenije tudi kot posledica porasta kontroliranih cen (na Madžarskem le do sredine leta 2000).

Slika 1: Gibanje inflacije Češke, Madžarske, Poljske in Slovenije od leta 1998 dalje



Vir: Statistični uradi Poljske, Češke, Madžarske, Slovenije.

Pri analizi strategij inflacijskega ciljanja nas zanimajo predvsem ključne značilnosti oziroma kriteriji¹, ki so pri inflacijskem ciljanju pomembni. Torej kaj je definirano kot stabilnost cen, kako je s postavljanjem, objavo in spremembami inflacijskega cilja, kakšen je horizont ciljanja, kako je cilj določen (točka ali interval), kako je z odstopanjem od cilja, kateri indeks inflacije uporabljajo, kakšno

¹ Gre za 9 do 10 točk/kriterijev, ki jih na primer izpostavljajo Bernanke in ostali (glej Bernanke ... 1999, str 309-333), ko obravnavajo npr. predlog inflacijskega ciljanja za EU in ZDA.

je sodelovanje centralne banke in vlade pri postavljanju in doseganju cilja, komu in na kakšen način je centralna banka odgovorna pri doseganju cilja in kako poteka komunikacija z javnostjo. Na kratko pa dodamo še mnenje o tem kako uspešne so te države pri inflacijskem ciljanju.

2. Značilnosti inflacijskega ciljanja na Madžarskem

Skrb za stabilnost cen je za Madžarsko centralno banko (Narodna banka Madžarske, NBM) določena z novim zakonom o centralni banki, ki je stopil v veljavo v juliju 2001. Stabilnost cen pomeni nizko stopnjo inflacije, pri čemer je nizka stopnja inflacije mišljena kot 2% inflacija. S tem želi Madžarska izpolniti Maastrichtski inflacijski kriterij do 2004/2005, da bi lahko v letih 2006/2007 vstopila v EMU.

Madžarska centralna banka je z inflacijskim ciljanjem pričela v juniju 2001. Inflacijski cilj je postavljen v obliki intervala in znaša za december 2001 v višini 7% inflacije in za december 2002 v višini 4.5% inflacije, z možnostjo odstopanja od začrtanega cilja za 1 odstotno točko. Inflacijo predstavlja indeks cen življenjskih potrebščin (CPI). O višini cilja in o verjetnosti, da bo cilj zadet, obvešča NBM javnost četrtletno v inflacijskem poročilu. Od uvedbe inflacijskega ciljanja dalje ciljnih vrednosti za inflacijo NBM ni spreminjala.

V skladu z ekonomsko teorijo mora biti horizont ciljanja inflacije enak časovnemu poteku transmisije. Časovni potek transmisije od spremembe obrestnih mer do spremembe inflacije, ki je za NBM najpomembnejši transmisijski kanal, znaša od enega leta do enega leta in pol. Kratkoročni horizont ciljanja je NBM postavila v juniju 2001. Za leto 2001 znaša pol leta (od postavitve cilja v juniju do decembra 2001, za katerega je cilj postavljen), za leto 2002 pa eno leto in pol. Dolgoročni (oziroma srednjeročni) horizont ciljanja inflacije je vstop v EU, predvidoma torej 2004/2005.

Centralna banka ne ukrepa v primeru pritiskov na inflacijo, ki bi povzročili kratkoročna odstopanja inflacije od cilja, temveč le v primeru, če so pritiski po dolgoročnem odstopanju inflacije od začrtanega cilja. Dolgoročni pritiski naj bi trajali vsaj eno leto do eno leto in pol, torej morajo vsaj sovpadati s časovnim potekom transmisije. Tudi v primeru apreciacije ali depreciacije tečaja forinta do eura NBM ne ukrepa dokler niso presežene dovoljene meje nihanja (te so postavljene zaradi fiksne oblike režima deviznega tečaja).

Inflacijski cilj postavitve NBM in vlada skupaj. Zaradi morebitnih vplivov sprememb pogojev gospodarjenja je bil cilj postavljen v obliki intervala, ki omogoča odstopanje od točkovnega cilja za eno odstotno točko. V svoji napovedi prikazuje NBM inflacijo v obliki »fan chart« (po vzoru Bank of England), ki poleg točkovnega cilja in intervala možnega odstopanja prikazuje tudi verjetnost, da se določena stopnja inflacije doseže.

NBM četrtletno objavlja projekcije inflacije za naslednjih 6 kvartalov (1,5 leta), s čimer naj bi tudi vplivali na inflacijska pričakovanja, saj si NBM prizadeva, da se čimbolj približa začrtani inflaciji. Poleg projekcij inflacije je v *Poročilu o inflaciji* objavljena tudi ocena Sveta centralne banke o trenutni situaciji in o izgledih za nadaljno gibanje inflacije. NBM objavljala Poročilo o inflaciji četrtletno v skladu z vnaprej znanim koledarjem objav. Poleg poročila o inflaciji objavljajo tudi razna sporočila za javnost v katerih sporočajo in pojasnjujejo ukrepe denarne politike ter objavljajo različne članke, bilten in podobno.

V NBM ocenjujejo, da glavni transmisijski mehanizem od ukrepov centralne banke do inflacije poteka preko vpliva centralne banke na obrestne mere. Obrestne mere pa vplivajo na inflacijo predvsem po dveh kanalih; preko deviznega tečaja in agregatnega povpraševanja:

- Sprememba obrestne mere vpliva na spremembo tečaja, ta pa na inflacijo (višje obrestne mere povzročijo apreciacijo tečaja, nižje pa depreciacijo).
- Spremembi realnih obrestnih mer in realnega deviznega tečaja vplivata na spremembo agregatnega povpraševanja.

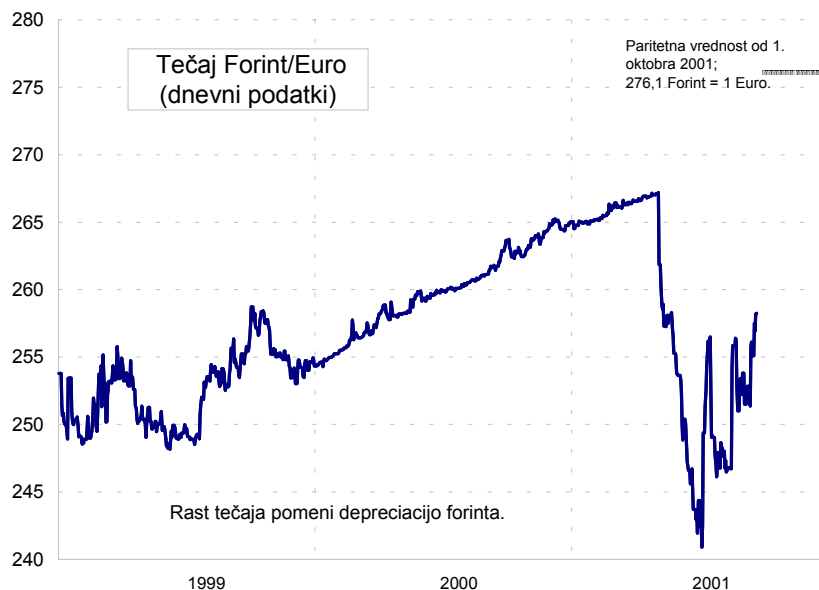
Najpomembnejši instrument za centralno banko je tako izhodiščna obrestna mera (ta je vezana na instrument »14-dnevna vloga«). Vendar ima tudi devizni tečaj v transmisijem mehanizmu zelo pomembno vlogo. Režim deviznega tečaja je NBM v letu 2001 (torej v letu, ko pričanja z inflacijskim ciljanjem) pogosto spreminjala. Kronološko gledano od leta 1995 dalje je Madžarska v letu 1995 uvedla crawling peg z mejami nihanja $\pm 2,25\%$. S 3.5.2001 je NBM spremenila dovoljene meje nihanja na $\pm 15\%$, pri devalvaciji tečaja forint/euro 0,2% mesečno. S 1. oktobrom 2001 bo crawling peg ukinjen, uveden pa bo režim fiksne deviznega tečaja do eura na ravni 276,1 forinta za euro pri nespremenjenih mejah nihanja ($\pm 15\%$). Za uvedbo fiksne režima so se odločili, ker se želijo približati režimu deviznega tečaja v EU oziroma sistemu ERM2. Dopolnilni instrument denarne politike je poleg obrestne mere in deviznega tečaja še količina denarja v obtoku, na katero namerava NBM vplivati na primer preko sprememb obvezne rezerve ali operacij na odprtem trgu.

2.1. Dogajanje ob uvedbi inflacijskega ciljanja na Madžarskem

Inflacijsko ciljanje je na Madžarskem v veljavi zelo kratko obdobje, zato je težko govoriti o uspešnosti ali neuspešnosti denarne politike pri doseganju zastavljenega cilja. Predstavili bomo nekaj značilnosti dogajanj na denarnem področju ob in po uvedbi inflacijskega ciljanja – predvsem na področju tečajne politike, količine denarja v obtoku, obrestnih mer in inflacije.

2.1.1. Devizni tečaj

Slika 2: Tečaj Forinta do Eura od leta 1999 dalje



Vir: Reuters.

Po razširitvi mej nihanja 3.maja 2001, je forint močno appreciiral (približno za 10%), kar je bila predvsem posledica velikega povpraševanja tujcev po srednjeročnih (2-4 letnih) državnih obveznicah. Visoko povpraševanje po državnih obveznicah je bilo prisotno že od začetka leta, vendar pa je NBM preprečevala appreciacijo tečaja v skladu s svojo tečajno politiko (crawling peg), še bolj pa se je povpraševanje okrepilo po razširitvi dovoljenih mej nihanja tečaja v maju. Visoko povpraševanje po državnih obveznicah s strani tujcev pojasnjujejo v NBM s pričakovanji o appreciaciji forinta na srednji rok. Poleg razširitve mej nihanja, ki je vplivala na appreciacijo, so bile z 18. junijem odpravljene še preostale kapitalske omejitve, prisotni pa so bili tudi pritoki iz naslova neposrednih tujih investicij.

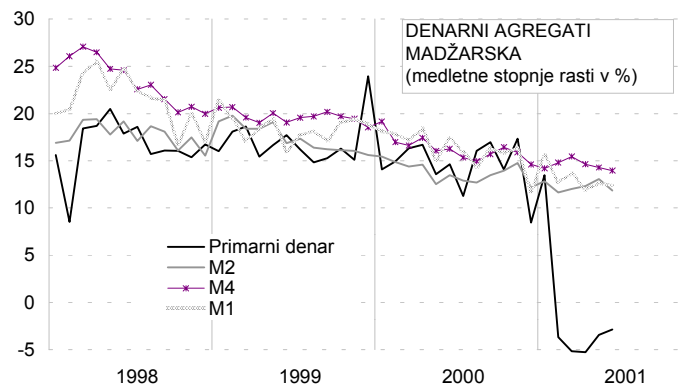
V juliju je Forint nekoliko depreciral, kar je bila posledica Argentinske krize in poslabšane situacije v Turčiji in na Poljskem. Do deprecijacije je prišlo še pri drugih vzhodno-evropskih valutah. Zaradi

depreciacije so tujci začeli umikati sredstva in zmanjšalo se je njihovo povpraševanje po državnih obveznicah.

NBM po razširitvi mej nihanja tečaja, kljub občutni apreciaciji forinta, ni intervenirala na deviznem trgu, saj meje nihanja niso bile presežene. Vendar pa od 25. julija dalje kupuje tujo valuto od države (ki jo je država dobila iz naslova zadolževanja v tujini), da tečaj ne bi še bolj apreciral. S 1. oktobrom bo uveden fiksni devizni tečaj do Eura na ravni 276,1 Forinta za Euro, ohrani pa se meja nihanja $\pm 15\%$, kar lahko razumemo kot unilateralno simulacijo ERM2.

2.1.2. Denarni agregati

Slika 3: Stopnje rasti denarnih agregatov na Madžarskem od leta 1998 dalje



Vir: NBM Monthly Report.

Gibanje denarnih agregatov na Madžarskem je zaradi fiksnega deviznega tečaja, endogeno določeno. Odvisno je predvsem od nagnjenosti k varčevanju in potrošnji prebivalstva ter investicij podjetij. Iz grafičnega prikaza lahko razberemo padanje stopenj rasti denarnih agregatov v opazovanem obdobju od 1998 dalje ter močan padec stopenj rasti primarnega denarja v februarju 2001, ki je posledica zmanjšanja stopnje obvezne rezerve iz 11% na 7%. To ni povzročilo kasnejše občutno večje rasti ostalih denarnih agregatov. Zniževanje stopenj rasti M2 in M4 je posledica zmanjševanja nagnjenosti k finančnim oblikam varčevanja. Rast M1 pa je bila (poleg spremembe obvezne rezerve) pod vplivom spreminjanja porabe prebivalstva in investiranja podjetij (relacija: večja poraba in investicije – več potrebnih likvidnih sredstev in obratno).

Definicije denarnih agregatov na Madžarskem

Primarni denar = gotovina v obtoku + rezerve bank pri CB + druge vloge pri CB v domači valuti

M1 = gotovina v obtoku + vpogledne vloge v domači valuti

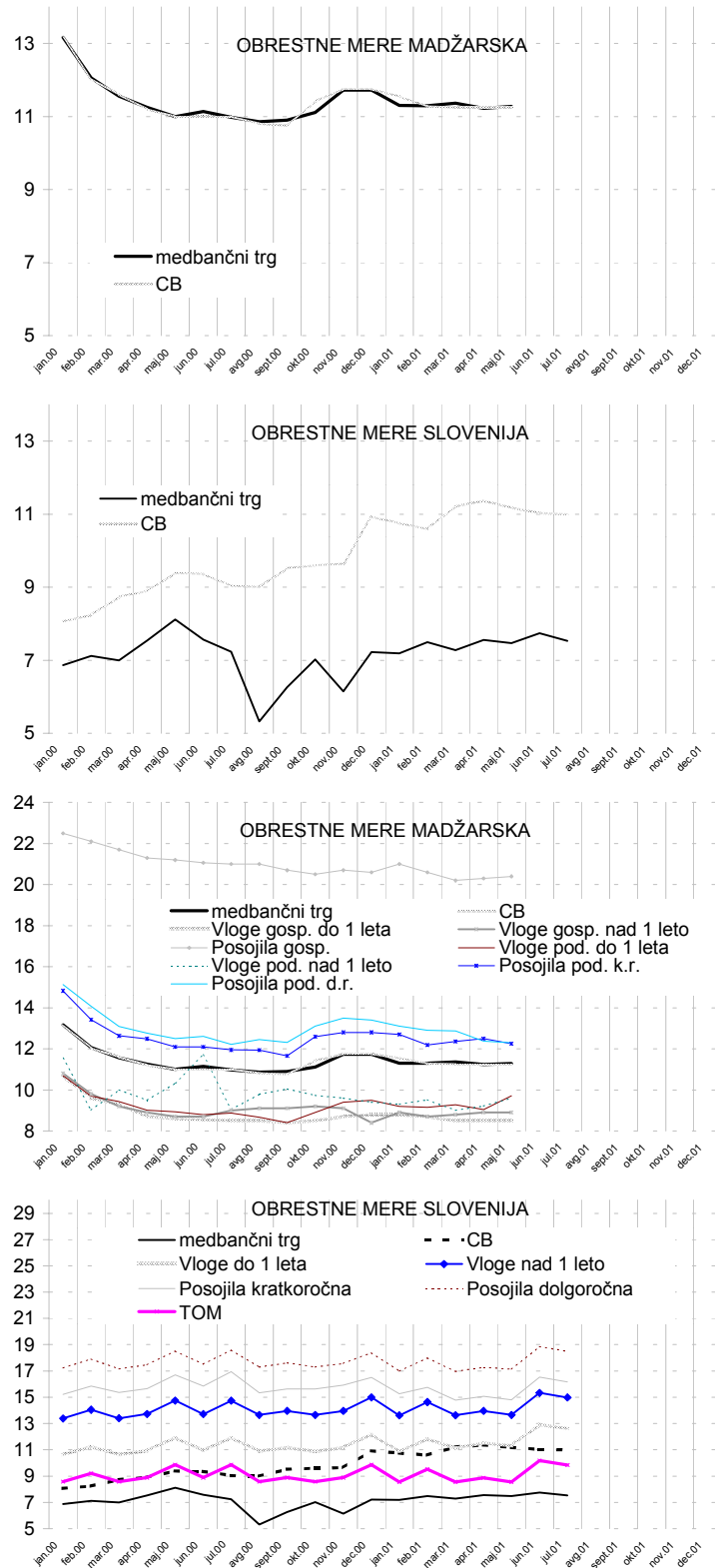
M2 = M1 + vezane vloge v domači valuti + vloge v tuji valuti

M3 = M2 + izdane bančne obveznice (je količinsko skoraj enak M2)

M4 = M3 + državne obveznice pri ne-bančnem sektorju + vred. papirji CB pri ne-bančnem sektorju

2.1.3. Obrestne mere

Slika 4: Obrestne mere na Madžarskem in v Sloveniji



Vir: NBM Monthly Report, Bilten Banke Slovenije.

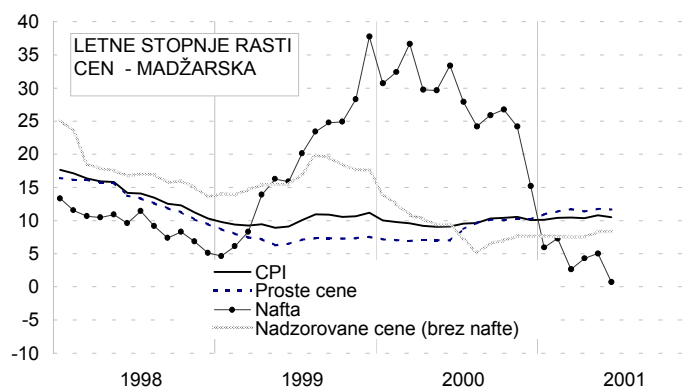
Iz grafa obrestnih mer na Madžarskem je razvidna takojšnja transmisija sprememb obrestne mere s strani NBM na medbančni trg (krivulji obrestnih mer se skoraj popolnoma prekrivata), od tam pa na

posojilne obrestne mere bank (tako do podjetij kot do gospodinjstev). Depozitne obrestne mere bank, se na spremembe centralnobačne obrestne mere nekoliko slabše odzivajo (še najboljši odziv je s strani obrestnih mer za kratkoročne vloge podjetij). NBM je spremenila svoje obrestne mere 5. februarja letos, torej pred uvedbo inflacijskega ciljanja (ob objavi inflacijskega ciljanja ali ob razširitvi mej nihanja tečaja pa obrestnih mer ni spreminjala). Obrestne mere so bile znižane 10. septembra zaradi zniževanja gospodarske rasti v EU, zniževanja obrestnih mer ECB konec avgusta in bolj ugodnih izgledeov za doseganje inflacijskega cilja v letu 2001 in še bolj v letu 2002. Tako je ključna centralnobačna obrestna mera (za dvotedensko vlogo pri centralni banki) 10. septembra znašala 11%.

Ker v primeru inflacijskega ciljanja najpomembnejši transmisijski mehanizem poteka od centralnobačnih obrestnih mer na medbančne in nato na bančne (aktivne in pasivne obrestne mere), podajamo še grafičen prikaz centralnobačne in medbančne obrestne mere za Slovenijo. Na podlagi slike je videti, da povezava med centralnobačno in medbančno obrestno mero v Sloveniji ni tako očitna kot na Madžarskem. Prav tako s slike ne moremo sklepati na večjo povezavo med medbančnimi in aktivnimi ali pasivnimi obrestnimi merami bank. Seveda pa je prisotna takojšnja povezanost med TOM in nominalnimi pasivnimi in aktivnimi obrestnimi merami bank v Sloveniji – medtem ko Madžarska indeksacije ne pozna. Za bolj natančno ugotavljanje medsebojne povezanosti obrestnih mer in transmisijskega mehanizma do inflacije bi bila potrebna bolj poglobljena statistična analiza².

2.1.4. Inflacija

Slika 5: Inflacija na Madžarskem od leta 1998 dalje



Vir: NBM Monthly Report.

Podobno kot v ostalih obravnavanih državah, se je inflacija do sredine leta 1999 zniževala, nato pa je začela naraščati zaradi naraščanja cen nafte in kontroliranih cen. V letu 2000 je poleg ponudbenih šokov na višjo inflacijo vplival tudi šibak euro. Rast inflacije na Madžarskem je v letu 2001 predvsem posledica inercije lanskoletnih šokov na ponudbeni strani (rast cen nafte in hrane – meso, žitarice), ki se še niso polegli ter ponovne rasti cen hrane (meso) v kategoriji prostih cen v letošnjem letu. Poleg tega na rast vplivajo tudi višja inflacijska pričakovanja. Počasnejša rast nadzorovanih cen v primerjavi s CPI zmanjšuje rast inflacije od sredine leta 2000, prav tako tudi apreciacija forinta (npr. vpliv na cene nafte in druge uvozne cene) v letošnjem letu od maja dalje.

² Bolj poglobljena analiza obrestnih mer za Slovenijo je podana na primer v Košak T.: Vpliv centralne banke na kratkoročne obrestne mere – likvidnostni učinek. Prikazi in Analize, Banka Slovenije, junij 2000, str. 25 – 51.

Madžarska denarna politika in vključevanje v EMU

Letos je bil v skladu s predpisi EU uveden nov zakon o centralni banki, v katerem je kot glavni cilj centralne banke navedena skrb za vzdrževanje stabilnosti cen.

Madžarska se želi ob vstopu v EU – predvidoma v letih 2004/2005 - takoj vključiti tudi v mehanizem deviznih tečajev ERM2. Oblika fiksnega deviznega tečaja, ki je podobna ERM2 je uvedena že letos. S 1. oktobrom 2001 bo določena pariteta v višini 276,1 forinta za euro z mejo dovoljenega odstopanja $\pm 15\%$. Po dveh letih članstva v EU in ERM2 pričakujejo, da bodo izpolnjeni tudi drugi Maastrichtski kriteriji za vstop v EMU in da jim bo vstop v EMU omogočen v letih 2006/2007.

Zaradi želje po doseganju inflacijskega Maastrichtskega kriterija je Madžarska centralna banka letos pričela z inflacijskim ciljanjem, saj tečajni cilj ni več uspeval v zniževanju inflacije pod 10% letno

3. Značilnosti inflacijskega ciljanja na Češkem

Češka centralna banka (v nadaljevanju CNB) je začela z inflacijskim ciljanjem v letu 1998. Za to odločitev so obstajali trije glavni razlogi:

- turbulentnost na deviznem trgu v letu 1997 in prehod iz fiksnega tečaja na drseči je vsebovala izgubo nominalnega sidra³, ki je bil prej eden od osnov ekonomske transformacije in je imel pozitiven vpliv na stabilnost cen zaradi odprtosti češkega gospodarstva,
- inercija inflacijskega gibanja. Inflacija je bila stabilizirana približno do ravni 10%, potem se je proces dezinflacije ustavil,
- zaradi želje po čimbolj gladki konvergenci domače inflacije z evropsko.

Skrb za stabilnost cen je za CNB določena z zakonom o centralni banki. Pri tem stabilnost cen pomeni nizko stopnjo inflacije in v zakonu ni izrecno navedeno katera je ta stopnja. To lahko razberemo iz napovedi inflacijskih stopenj CNB. Trenutno je kot cilj dolgoročne inflacije - na primer konec leta 2005 - definirana inflacija v višini 2 do 4%.

Ko je CNB pričela z inflacijskim ciljanjem v letu 1998 je v uvodnem sporočilu za javnost (decembra 1997) razložila svojo novo denarno strategijo, kjer je napovedala »orientacijski cilj« za naslednje leto in »srednjeročni cilj« za december 2000. Ta dva cilja sta definirala nagib in pot dezinflacije, pri čemer naj bi »orientacijski cilj« sidral inflacijska pričakovanja. V okviru strategije, kjer je v letu 1999 CNB določila dolgoročni inflacijski cilj za leto 2005 (neto inflacija 2% z možnim odstopanjem $\pm 1\%$), naj bi bili »orientacijski« inflacijski cilji določeni tako, da bo inflacija konvergirala k dolgoročnemu cilju.

CNB je v preteklih letih postavljala inflacijske cilje z različno frekvenco in različnimi horizonti t.j. za eno leto vnaprej, kot tudi srednjeročno in dolgoročno (glej tabelo 2 in 3).

Tabela 2: Inflacijski cilji v obliki »neto inflacije«

| Cilj postavljen v | Leto | Cilj | Mesec ciljanja | Horizont ciljanja |
|-------------------|------|-----------|----------------|-------------------|
| December 1997 | 1998 | 5,5%-6,5% | December 1998 | 12 mesecev |
| December 1997 | 2000 | 3,5%-5,5% | December 2000 | 36 mesecev |
| November 1998 | 1999 | 4%-5% | December 1999 | 13 mesecev |
| April 1999 | 2005 | 1%-3% | December 2005 | 80 mesecev |
| April 2000 | 2001 | 2%-4% | December 2001 | 20 mesecev |

Vir: CNB, 2001.

³ Do tedaj je CNB večji pomen pri dezinflaciji pripisovala zunanji vrednosti svoje valute in uporabljala fiksni tečajni režim za nominalno sidro.

Tabela 3: Ciljni pas za CPI inflacijo za obdobje od januarja 2002 do decembra 2005

| | Cilj | Mesec ciljanja | Horizont ciljanja | Cilj postavljen v |
|---------------------|-------|----------------|-------------------|-------------------|
| Začetek pasu | 3%-5% | Januar 2002 | 9 mesecev | april 2001 |
| Konec pasu | 2%-4% | December 2005 | 56 mesecev | april 2001 |

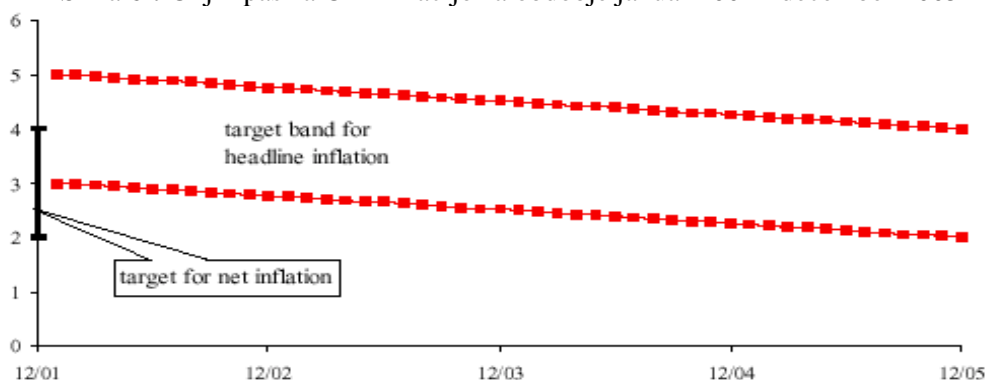
Vir: CNB, 2001

Inflacijski cilj CNB je definiran v obliki intervala. To je veljalo tako za cilj, ki je bil napovedan za neto inflacijo, kot za tistega, ki velja za »headline« oziroma CPI inflacijo.

Do sedaj je zanimivo pogledati, kaj se je dogajalo z dejanskim uresničevanjem poteka inflacije oziroma ali je CNB dodatno ukrepala, ko se je censki indeks gibal pod oziroma nad ciljnim vrednostmi. Češki se je zgodil »undershooting«, torej je njihova »neto inflacija« v sredini leta 1998 in 1999 padla krepko pod koridor, ki si ga je CNB zadala kot cilj. Pri neto inflaciji je bil undershooting prisoten 3 leta. Nižja neto inflacija od napovedane je sovpadala z zelo zmanjšano gospodarsko aktivnostjo oziroma celo recesijo. Vendar v tem obdobju CNB ni dodatno reagirala, saj je ocenjevala, da je vzrok za nizko inflacijo predvsem v zunanjih dejavnikih (npr. nizke cene nafte).

Na Češkem so do nedavnega pri inflacijskem ciljanju uporabljali *neto inflacijo* (»net inflation index«), ki je izpeljana iz CPI in prilagojena za regulirane cene in indirektno davke. Velja torej $CPI = \text{indirektni davki} + \text{regulirane cene} + \text{neto inflacija}$. S t.i. »core« tipom indeksa CPI so bile iz inflacije izključeni vplivi volatilnih komponent, ki niso pod nadzorom CNB⁴. Vsako zoženje definicije indeksa cen, ki ga CNB cilja, vpliva na zmanjšanje preglednosti. Verjetno je bil to tudi eden izmed vzrokov, da so letos prešli na t.i. »headline« inflacijo ali skupni indeks CPI. Poleg tega so, kot je razvidno iz slike, vrednosti konec leta (december izbranega leta v primerjavi z decembrom predhodnega leta) zamenjali s pasom, ki je v stalnem padanju (»continious band«).

Slika 6⁵: Ciljni pas za CPI inflacijo za obdobje januar 2002 - december 2005



Vir: Inflacijsko poročilo CNB.

CNB četrtletno objavlja *Inflacijsko poročilo*, v katerem razlaga javnosti njene poglede o preteklih in pričakovanih ekonomskih in monetarnih gibanjih in o njenem vodenju denarne politike. Na splošno CNB, poleg informiranja javnosti, zavzema aktivno vlogo tudi kar zadeva koordinacijo oz. odgovornost v smislu doseganja cilja. Pred uvedbo inflacijskega ciljanja je bilo s strani CNB objavljenih veliko člankov in diskusij. V letu 1998 pa je CNB prevzela aktivno vlogo tudi pri

⁴ Kot vidimo iz slike 1 je »neto inflacija« še zmeraj aktualna v smislu preverjanja doseganja cilja. Na primer za december 2001.

⁵ Treba je upoštevati, da je v letu 2001 prišlo do spremembe v ciljanju inflacije, zato je za konec leta 2001 še cilj t.i. neto inflacija.

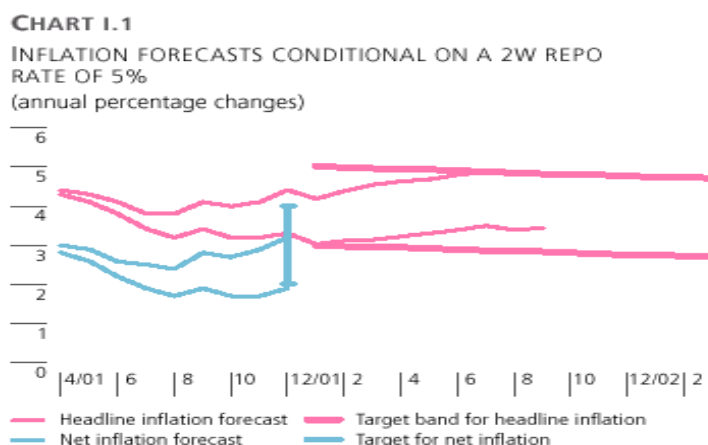
informativnih sestankih s predstavniki delojemalcev in delodajalcev o pričakovani inflaciji. Predvsem zaradi nevarnosti, da bi ob hitrem procesu dezinflacije naraščale realne plače⁶.

CNB se pri postavljanju cilja posvetuje z vlado s katero se na koncu tudi dogovori o inflacijskem cilju, za doseganje cilja pa je neformalno odgovorna javnosti in parlamentu.

Inflacija in inflacijski cilji imajo osrednjo pozornost v diskusijah o monetarni politiki. CNB pa v okviru »faktorjev inflacije« v inflacijskem poročilu obravnava tako denarne agregate kot kredite, obrestne mere, tečaj itd. Osrednje mesto pri vodenju denarne politike pri CNB predstavljajo obrestne mere. Pri čemer je dvotedenska obrestna mera za repo direktno povezana z gibanjem inflacije. Torej glavni transmisijski mehanizem poteka od obrestnih mer do inflacije. CNB uporablja tri glavne obrestne mere in sicer dvotedensko repo stopnjo, diskontno stopnjo in lombardno stopnjo.

Tečajne intervencije CNB uporablja predvsem za zmanjševanje fluktuacij pri tečaju, za preprečevanje apreciacijskih pritiskov iz naslova privatizacije pa sodeluje z vlado. Tečajni režim je uravnavano drseč.

Slika 7: Primer inflacijske napovedi (letne spremembe) CNB, ki temelji na 2 tedenski repo stopnji 5%



Vir: Inflacijsko poročilo CNB.

Pri ciljanju so pomembne tudi izjeme (*»escape clauses«*), ki CNB omogočajo nedoseganje inflacijskih ciljev. Sem spadajo⁷ bistvene deviacije globalnih cen surovin in energije od napovedanih, odstopanja tečaja češke krone od napovedanih, ki niso povezana z domačimi ekonomskimi osnovami (fundamentals) in domačo monetarno politiko, izrazite spremembe v pogojih kmetijske proizvodnje in vpliv na cene kmetijskih proizvajalcev ter naravne katastrofe ali podobni izredni dogodki, ki imajo stroškovni in povpraševalni vpliv na cene.

Češka denarna politika in vključevanje v EMU

Podobno kot na Madžarskem je tudi na Češkem v začetku leta 2001 stopil v veljavo nov zakon o centralni banki, v katerem je kot glavni cilj centralne banke navedena skrb in vzdrževanje stabilnosti cen. Namen tega je prilagajanje pravnemu redu EU tudi na področju denarne politike, vendar pa so nekatere dodatne določbe v zakonu o centralni banki poslabšale skladnost z evropsko zakonodajo. Predvsem to velja za ciljno neodvisnost centralne banke, ki je obvezana da poroča/pogaja/dogovarja z vlado o inflacijskem cilju ter za finančno samostojnost saj mora parlament odobriti določene operativne in investicijske izdatke centralne banke.

⁶ Kar se je tudi zgodilo v letu 1999, ko so se delodajalci strinjali z realno rastjo plač 0% ob predpostavki inflacije 10%, kolikor bi naj porasle tudi nominalne plače. Ker je bila inflacija veliko nižja pa so realne plače krepko narasle.

⁷ Na »institut escape clauses« se lahko CNB sklicuje tudi pri napovedi »headline inflacije (CPI)«. V kolikor npr. regulirane cene ne bi potekale v smeri, kot je predpostavljeno pri ciljanju/napovedi inflacije.

Češka centralna banka je že v letu 1998 pričela z inflacijskim ciljanjem, predvsem z namenom polagoma znižati inflacijsko stopnjo, ki je do tedaj vztrajala na ravni okrog 10%, na tisto primerljivo državam EU. Začetek inflacijskega ciljanja je sovpadal tudi z zlomom fiksnega tečaja, ki je do tedaj predstavljal nominalno sidro. Češka ima uravnavano drseč devizni tečaj. Eden izmed glavnih razlogov za uvedbo inflacijskega ciljanja je bilo nameravano znižanje inflacije na raven, ki bo v prihodnosti po vstopu Češke v EU kar najbolj omogočala gladek vstop v ERM2. Zaradi nizke stopnje inflacije Češka po vstopu v EU oziroma ERM2 ne pričakuje težav pri vzdrževanju paritete Češke krome v mejah dovoljenega odstopanja $\pm 15\%$.

Glavne karakteristike inflacijskega ciljanja so pogojna inflacijska napoved («conditional inflation report») in eksplicitna napoved pasu inflacije javnosti. Pri tem je CNB od leta 1998 do 2000 napovedovala neto inflacijo decembra (leto na leto). Za konec leta 2001 znaša le ta $3\pm 1\%$. V letu 1999 je CNB sprejela »dolgoročno monetarno strategijo« v dogovoru z vlado, kjer je določila dezinflacijski proces do leta 2005. V aprilu leta 2001 je prišlo do spremembe. Tako je CNB napovedala cilj v kontinuiranem pasu inflacijske stopnje, ki je v stalnem padcu iz 3-5% v januarju leta 2002 do 2-4% v decembru 2005.

3.1. Glavne izkušnje in dosežki Češke pri inflacijskem ciljanju

Kljub uspešnosti inflacijskega ciljanja naj poudarimo, da je v dosedanjem skoraj triletnem obdobju prihajalo do nekaterih popravkov in sprememb v ciljanju. Ena takšnih je prehod iz cilja, ki je bil pred aprilom 2001 določen za konec leta na cilj s kontinuiranim padajočim pasom, ki je določen za tri leta. Za prehod so se odločili, ker dezinflacijski proces lahko nastopi v »valovih«, kar je težko sinhronizirati z inflacijskimi cilji zgolj konec leta. To je povezano tudi s kredibilnostjo centralne banke.

Poudariti je treba, da je bilo inflacijsko ciljanje na Češkem uvedeno v obdobju zelo nizke inflacije v tujini, zraven so nepričakovano padle še cene nafte in tudi hrane, ne moremo pa reči koliko je to vplivalo tudi na recesijo na Češkem. Bistveno nižja neto inflacija od napovedane, kljub temu, da je dezinflacija bila cilj monetarne politike, je v določeni meri vplivala na delno zmanjšanje kredibilnosti pri strategiji inflacijskega ciljanja.

Prišlo je tudi do spremembe indeksa cen, ki ga CNB cilja. Uporaba »neto inflacije« pri ciljanju pred aprilom 2001 je gotovo povezana z administrativnimi oz. nadzorovanimi cenami. Njihovo izločanje v obdobju tranzicije zmanjšuje volatilitnost glavnih ekonomskih spremenljivk. S tem so bili povezani seveda večji napor CNB pri razlagi »neto inflacije« javnosti. Zamenjava indeksa cen »neto inflacije« s celotnim CPI indeksom sovpada, tudi z dogovarjanjem z vlado. Češka, ki je do nedavnega imela najnižjo inflacijsko stopnjo med obravnavanimi državami (v zadnjih mesecih jo je prehitela Poljska), se v zadnjem času spet srečuje s povečanimi inflacijskimi pritiski.

4. Inflacijsko ciljanje na Poljskem

Poljska centralna banka se je za inflacijsko ciljanje odločila v letu 1998. Pred tem je centralna banka uporabljala kot bližnji cilj denarne politike kombinacijo ciljanja količine denarja v obtoku in crawling peg tečajnega režima. Končni cilj pa je bila že tudi takrat stabilnost cen. Poleg stabilnosti cen si centralna banka prizadeva še za razvoj modernega finančnega trga. Za inflacijsko ciljanje se je centralna banka odločila predvsem zaradi priprav na vstop v EU in kasneje v EMU in zaradi vzpodbujanja stabilne gospodarske rasti.

Odločitev za inflacijsko ciljanje je Narodna banka Poljske (NBP) predstavila v Srednjeročni strategiji denarne politike septembra 1998. NBP si zastavlja tako kratkoročni, kot srednjeročni inflacijski cilj. Cilj je postavljen v obliki intervala in se nanaša na indeks cen življenjskih potrebščin (CPI). Postavitev cilja je centralna banka v septembru 2001 (cilj za 2002) nekoliko spremenila. Objavila ga je v obliki

cilja 5% z možnim odstopanjem za ± 1 odstotno točko, s čimer so želeli doseči nekoliko bolj točkovno in nekoliko manj intervalno obliko ciljanja, kot so jo uporabljali prej (čeprav gre še vedno za intervalno napoved). Interval inflacijskega cilja je NBP širila, kar so utemeljevali z večanjem negotovosti pri napovedovanju inflacije. Kratkoročni cilji naj bi pripeljali do izpolnitve srednjeročnega cilja, ki znaša stopnjo inflacije pod 4% do decembra 2003. Visok kratkoročni cilj za leto 2001 odraža stanje v svetovni in domači ekonomiji in ni v neskladju s srednjeročnim ciljem. Poljska centralna banka namreč pričakuje, da bo inflacija hitro padla na raven, ki je bolj v skladu s srednjeročnim ciljem, ko bodo šoki s ponudbene strani prenehali. Zastavljeni inflacijski cilji in njihovo doseganje je prikazano v spodnji tabeli:

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

| Leto | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---------------------------|----------|-----------|-------------|----------------|---------|--------|
| Ciljna inflacija | Pod 9,5% | 6,6%-7,8% | 5,4% - 6,8% | 6% - 8% | 4% - 6% | pod 4% |
| Dejanska inflacija | 8,5% | 9,8% | 8,5% | 5,1% (avg. 01) | | |

Vir: Inflation Report 1998, 1999, 2000.

Časovni horizont kratkoročnega ciljanja inflacije je približno eno leto (oziroma 15 mesecev, če štejemo, da centralna banka cilj postavi v septembru za inflacijo v decembru prihodnjega leta). Pri tem je upoštevan časovni potek transmisije različnih ukrepov centralne banke na inflacijo, ki po njihovih ocenah tudi znaša približno eno leto. NBP predvideva, da bo potrebno sčasoma ta horizont daljšati, ker je pri nižjih stopnjah inflacije in bolj razvitem finančnem trgu, ki naj bi ju Poljska sčasoma dosegla, tudi transmisija daljša.

Pri doseganju inflacijskega cilja NBP poskuša delovati čim bolj transparentno. Zato obvešča javnost o dolgoročnem in kratkoročnem inflacijskem cilju, o instrumentih za doseganje zastavljenih ciljev in situaciji v gospodarstvu. S tem skuša vplivati na zniževanje inflacijskih pričakovanj. Javnost seznanjajo z gibanjem inflacije in doseganjem inflacijskega cilja v *Poročilu o inflaciji*, ki izhaja letno (za leto 1998) oziroma četrtletno (1999 in 2000). Poleg tega je javnost informirana tudi o srednjeročni in kratkoročni strategiji denarne politike z dokumentom *Srednjeročna strategija denarne politike za leta 1999 – 2003* ter z dokumentom, ki ga centralna banka izda v septembru in v katerem je podan tudi inflacijski cilj za naslednje leto *Usmeritve denarne politike za prihodnje leto*.

Poleg prehoda na inflacijsko ciljanje, so na Poljskem postopoma spreminjali tudi režim deviznega tečaja. S tem so dosegli večjo fleksibilnost centralne banke pri spreminjanju obrestnih mer in količine denarja v obtoku in lažje uravnavanje tekočega računa plačilne bilance. Pri deviznem tečaju so tako prešli iz oblike crawling peg v drseči režim, kasneje pa načrtujejo prehod v ERM2, kakor velja za vse države, ki želijo v EU in EMU. 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. Prehod na drseči režim je bil postopen – preko postopne širitve dovoljenih mej nihanja in postopnega zniževanja devalvacije v crawling peg režimu. Na drseči tečajni režim je Poljska prešla v aprilu 2000. Tako v crawling peg režimu, kot tudi sedaj v drsečem režimu, centralna banka lahko posega na devizni trg in vpliva na tečaj.

Najpomembnejši instrument centralne banke je 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. Pri politiki obrestnih mer igrata glavno vlogo spreminjanje lombardne in referenčne obrestne mere (slednja je namenjena kratkoročnim operacijam na odprtem trgu za črpanje presežne likvidnosti bank), ki predstavljajo okvire znotraj katerih se giblje medbančna obrestna mera. Lombardna obrestna mera oblikuje zgornjo mejo, referenčna obrestna mera pa spodnjo mejo gibanja medbančne obrestne mere. Spodnja meja bo ukinjena, ko ne bo več presežne likvidnosti v bančnem sistemu, ki je prisotna od leta 1995. Zaradi presežne likvidnosti v bančnem sistemu, ki pomeni da je centralna banka do bank neto dolžnik, je odziv medbančnih obrestnih mer na

spremenbe centralnobančnih obrestnih mer manjši. V letošnjem letu je do julija centralna banka trikrat znižala ključne obrestne mere. V avgustu 2001 je lombardna obrestna mera znašala 18,5%, referenčna pa 14,5%. Poljska centralna banka ocenjuje, da spremembe obrestnih mer centralne banke najmočneje vplivajo na inflacijo po letu in pol do dveh let.

Problemi s katerimi se Poljska centralna banka srečuje pri doseganju inflacijskega cilja so predvsem šoki na strani ponudbe in dvigovanje kontroliranih cen. Pri inflacijskem ciljanju fiskalna politika sicer nima nobene formalne zaveze v smislu doseganja zastavljenega inflacijskega cilja centralne banke. Zato centralna banka izda mnenje o usklajenosti letnega državnega proračuna s ciljem monetarne politike. Centralna banka v trenutni situaciji na Poljskem lahko le ugotavlja, da relativno ekspanzivna fiskalna politika ne podpira inflacijskega cilja (višanje posrednih davkov, proračunski primanjkljaj, zadolževanje države v tujini in pri tem vpliv na inflacijo prek tečaja). Neugoden za inflacijski cilj je poleg ekspanzivne fiskalne politike tudi relativno visok deficit plačilne bilance.

5. Zaključek

Madžarska, Češka in Poljska sodijo med kandidatke prvega kroga širitve EU. Vendar morajo za uspešno integracijo, poleg uskladitve pravnega reda z EU, tudi ustrezno stabilizirati gospodarstvo in se pripraviti na doseganje konvergenčnih kriterijev za vstop v EMU. Eden od kovergenčnih kriterijev, ki trenutno izgleda problematičen je inflacija. To pa je ekonomska kategorija, ki je ni moč znižati zelo hitro. Zato se države že pred vstopom v EU skušajo z njo resno spopadati. Med izbranimi tremi državami je prevladalo prepričanje, da je za znižanje inflacije najprimernejša oblika aktivnosti centralne banke inflacijsko ciljanje.

Pred uvedbo inflacijskega ciljanja so vse tri centralne banke ciljale neko obliko fiksnega deviznega tečaja. Z uvedbo inflacijskega ciljanja (ali pa že pred njo) so tečajni režim bolj približali drseči obliki (tudi s širitvijo mej nihanja na Madžarskem, čeprav so obdržali fiksen tečajni režim). Glavni transmisijski mehanizem v vseh treh primerih poteka do inflacije prek obrestnih mer centralne banke.

Vse tri države trenutno uporabljajo ciljanje CPI inflacije (na Češkem do leta 2001 – neto inflacijo), pri čemer je cilj postavljen v obliki intervala za mesec december. Češka z letom 2002 opušča ciljanje decembrske inflacije in prehaja na padajoč pas ciljne inflacije do leta 2005.

O uspešnosti inflacijskega ciljanja v smislu doseganja zastavljenega cilja na Madžarskem še ne moremo govoriti, saj so s ciljanjem pričeli šele letos. Glede na trenutno inflacijo (8,7% v avgustu) pa je možno da bodo v decembru v bližini zgornjega roba cilja za letošnje leto. Češka je tri leta celo dosegala nižjo inflacijo od predvidene, Poljska pa v glavnem višjo (razen v letu 1998) za letošnje leto pa trenutno kaže, da bo morda dosegla tudi nižjo inflacijo od ciljne.

Literatura

Poljska:

- Inflation report 2000, National Bank of Poland, Warsaw, May 2001.
- Inflation report 1999, National Bank of Poland, Warsaw, May 2000.
- Inflation report 1998, National Bank of Poland, Warsaw, May 1999.
- Monetary Policy Guidelines for the Year 2001, National Bank of Poland, Warsaw, September 2000.
- Monetary Policy Guidelines for the Year 2000, National Bank of Poland, Warsaw, September 1999.
- Medium-Term Strategy of Monetary Policy 1999 - 2003, Monetary Policy Council, Warsaw, September 1998.
- Christoffersen P., Slok T., Wescott R.: Is inflation targeting feasible in Poland?, Economics of Transition, Volume 9 (1), 2001, str. 153 – 174.

Madžarska:

- Quarterly Report on Inflation, National Bank of Hungary, August 2001.
- Quarterly Report on Inflation, National Bank of Hungary, March 2001.
- Report on Financial Stability, National Bank of Hungary, May 2001.
- Monthly Report, National Bank of Hungary, July 2001.
- Statement on the New System of Monetary Policy, National Bank of Hungary, June 2001.
- Pre-accession Economic Programme for Hungary, April 2001.
- Različna obvestila National Bank of Hungary na internetu (Statements on the Central Bank Council meeting, Press Releases).

Češka

- Annual report, Czech National Bank, December 2001
- Inflation report, Czech National Bank, April 2001
- Internet stran Češke centralne banke: www.cnb.cz, avgust 2001
- Pre-accession Economic Programme for the Czech Republic, April 2001.
- CNB in IMF: Inflation Targeting in Transition Economies, The case of the Czech Republic, marec 2000, str. 147-201

Splošno

- Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S.: Inflation targeting: Lessons from the international experience, Princeton University Press, 1999, str. 309-333