

## MONETARNO ALI INFLACIJSKO CILJANJE ZA ZNIŽEVANJE INFLACIJE V SLOVENJI:

**Povzetek:** *Končni cilj monetarne politike je zniževanje inflacijske stopnje. Za uspešnost strategije monetarnega ciljanja morajo biti obtočne hitrosti monetarnih agregatov, kakor tudi multiplikatorji monetarnih agregatov, stabilni. Nestabilnost obtočnih hitrosti in multiplikatorjev monetarnih agregatov je lahko razlog za uvedbo strategije inflacijskega ciljanja. Banka Slovenije je izbrala za vmesni cilj monetarni agregat M3 in s tem politiko monetarnega ciljanja. Monetarno ciljanje ima nekatere slabosti, ki jih lahko presežemo s kombinacijo monetarnega in inflacijskega ciljanja, saj so monetarni agregati bolj kontrolabilni kot inflacija, inflacija pa je preglednejša kategorija kot monetarni agregati. Tudi težnja k integraciji v EMU bo zahtevala večjo vlogo inflacijskega ciljanja.*

**Ključne besede:** *obtočne hitrosti, multiplikatorji monetarnih agregatov, monetarno ciljanje, inflacijsko ciljanje, ciljanje tečaja, ciljanje nominalnega BNP, kontrolabilnost in preglednost.*

456

### Uvod

Za vstop v evropsko integracijo je potrebno znižati tudi inflacijsko stopnjo. Cilj tega prispevka je opozoriti na nekatere argumente, ki narekujejo nujnost kombinacije monetarnega in inflacijskega ciljanja za zniževanje inflacijske stopnje v Sloveniji.

Koncept monetarnega ciljanja temelji na tem, da inflacija ni možna brez rasti količine primarnega denarja v obtoku. Centralna banka ima monopol nad izdajanjem primarnega denarja, vendar je njen vpliv na širše monetarne agregate omejen (M1, M2, M3). Vmesni cilji so lahko monetarni agregati (M1, M2, M3), končni cilj je inflacijska stopnja.

Centralna banka lahko vpliva na vmesne cilje (monetarne agregate M1, M2, M3, tečaj, obrestno mero) in končne cilje (inflacijsko stopnjo) monetarne politike prek številnih instrumentov. Rečemo lahko, da centralna banka vpliva na vmesne cilje prek kontrole primarnega denarja in da morajo biti vmesni cilji v vzročnem razmerju s končnim ciljem. Pomembno je, da ima pri politiki vmesnih ciljev centralna banka možnost vplivati na pričakovanja javnosti in njeno zaupanje v napovedane cilje.

\* Dr. Mejra Festić, asistentka na Ekonomsko-poslovni fakulteti v Mariboru.

## Problem vmesnega in končnega cilja

Centralna banka lahko vpliva na vmesne in končne cilje monetarne politike prek številnih instrumentov (Friedman, 1990: 1203-1241). Izbor instrumentov monetarne politike in vmesnih ciljev je odvisen od institucionalnih pogojev in od načina, kako se ekonomski sistem odziva na ukrepe centralne banke (Freedman, 1991: 201-213, Friedman, 1977: 293-335). Zato je potrebno definirati problem instrumentov in problem vmesnega cilja. Problem instrumentov se nanaša na način izvajanja politike odprtega trga in na težo posameznih vmesnih ciljev (nominalnih monetarnih agregatov, obrestne mere, tečaj ipd.)<sup>1</sup> pri izboru instrumentov monetarne politike oziroma politike odprtega trga. Problem vmesnega cilja pa se nanaša na monetarne impulze in njihovo transmisijo prek kanalov transmisije<sup>2</sup> do končnega cilja monetarne politike. Lahko bi ga definirali s pomočjo vprašanja: Ali so monetarni impulzi (pred doseganjem končnega cilja) razvidni iz vmesnih ciljev?

Monetarni impulzi delujejo posredno prek transmisijskih kanalov (Duwendag idr., 1993: 223-241) in vmesnih ciljev na končni cilj. Rekli smo, da so vmesni cilji lahko monetarni agregati, tečaj in obrestna mera. Primarni denar je eksogena spremenljivka, katerega nadzira centralna banka (Schaling, 1995). Za vmesni cilj je najbolje izbrati spremenljivko, ki jo centralna banka lahko nadzira. Endogene spremenljivke (M1, M2, M3) je težje kontrolirati.<sup>3</sup> Pri tem je potrebno upoštevati še naslednje (Bender, 1995: 185-187, Friedman, 1994: 87-92, Siebke, 1987: 89-95):

- Vmesni cilji morajo biti v vzročnem razmerju s končnim ciljem.
- Statistični podatki o ciljnih spremenljivkah morajo biti na razpolago.
- Pri politiki vmesnih ciljev ima centralna banka možnost vplivati na pričakovanja javnosti in njihovo zaupanje v napovedane cilje.
- Pristop monetarnega ciljanja pomeni najprej določitev vrednosti vmesnih ciljev in nato doseganje ciljnih vrednosti.
- Centralna banka vpliva na vmesne cilje prek primarnega denarja.

## Pogoji uspešnosti posameznih strategij

Za aplikacijo posamezne strategije morajo biti izpolnjeni določeni pogoji. Navedli bomo pogoje uspešnega monetarnega ciljanja, inflacijskega ciljanja, ciljanja tečaja, obrestne mere in nominalnega BNP; na kratko predstavili sistem v Sloveniji in navajali argumente za/proti posamezni strategiji.

<sup>1</sup> Monetarni agregati so pogosto sinonim za nominalne kategorije: nominalni agregati M1, M2 in M3, nominalna obrestna mera, nominalni tečaj ipd.

<sup>2</sup> Kanali transmisije so: kanal obrestne mere, kanala tečaja in kreditni kanal (kanal bilance in posojilni kanal). Več o kanalih transmisije glej Duwendag idr. (1993).

<sup>3</sup> Analiza problema instrumentov dopušča endogenost denarja, kar pomeni, da obnašanje nebančnega sektorja in njegove odločitve o portfoliu investicij pomembno vplivajo na širše monetarne agregate. Centralna banka ni edini akter oblikovanja ponudbe denarja, ampak bančni in nebančni sektor sodelujeta pri oblikovanju širših monetarnih agregatov.

## Pogoji monetarnega ciljanja

Za vmesni cilj je najbolje izbrati spremenljivko, ki jo centralna banka lahko nadzira. Endogene spremenljivke (M1, M2, M3) je težje kontrolirati. Nihanja agregata M1 so determinirana tudi s spremembami obrestne mere. Ožji monetarni agregati (M1, M2) so nihajoči agregati, saj sprememba v višini obrestne mere vpliva na premike v ročnosti depozitov. Nihanja M2 so pod vplivom sprememb obrestnih mer, sprememb depozitov iz domače v tujo valuto in obratno. Zato je boljše izbrati širši monetarni agregat (M3) kot vmesni cilj, ki ga je sicer težje kontrolirati, vendar je bolj stabilen, ker se premiki v ročnosti depozitov odražajo znotraj M3.<sup>4</sup> Na osnovi ocenjene obtočne hitrosti (obtočna hitrost je definirana kot razmerje med nominalnim BDP in monetarnim agregatom  $M1/M2/M3$ ;  $v1 = nBDP/M1$ ,  $v2 = nBDP/M2$ ,  $v3 = nBDP/M3$ ), ocenjenih multiplikatorjev monetarnih agregatov<sup>5</sup> in stopnje rasti gospodarstva je mogoče določiti koridor stopenj rasti vmesnega cilja. Tako bi lahko zapisali ciljno stopnjo rasti monetarnega agregata (= vmesnega cilja) (Cassel, 1995: 143):  $g_{mtarget} = g_{yrpot} + g_{ptarget} - g_v$ , kjer je  $g$  stopnja rasti, "m target" je ciljna stopnja rasti vmesnega cilja, "yrpot" je prognozirana rast potencialne proizvodnje in "v" obtočna hitrost.

## Pogoji uspešnega inflacijskega ciljanja

Dwyer in Hafer (1999: 33-38) navajata, da je zanesljiv kazalec monetarne politike razmerje med stopnjo rasti (nominalnih) monetarnih agregatov (M1, M2, M3) in stopnjo rasti (realnega) BDP glede na inflacijo. Divergenca, med stopnjo rasti monetarnih agregatov in stopnjo rasti realnega BDP glede na inflacijo, je lahko le kratkoročna.<sup>6</sup> Na dolgi rok sta inflacija in razmerje med stopnjo rasti (nominalnega) monetarnega agregata (M1 ali M3) glede na stopnjo rasti realnega BDP kointegrirani. Inflacijo lahko namreč definiramo kot razmerje med nominalnim in realnim BDP.

---

<sup>4</sup> V Sloveniji imamo ožje in širše definicije monetarnih agregatov. Ožji primarni denar vključuje gotovino v obtoku in rezerve poslovnih bank pri Banki Slovenije. Širša definicija primarnega denarja pa vključuje še vpogledne depozite poslovnih bank pri Banki Slovenije. V tujini ni navada, da bi imele poslovne banke vpogledne depozite pri centralni banki.

Ožji agregat M1 obsega gotovino v obtoku in vpogledne vloge poslovnih bank. Širši M1 pa dodatno vključuje še vpogledne vloge pri Banki Slovenije. Med ožji agregat M2 se štejejo širši M1 ter časovne in hranilne vloge poslovnih bank v ožji definiciji. Širši M2 pa obsega še časovne depozite Republike Slovenije pri Banki Slovenije. Agregat M3 vključuje tudi hranilne vloge v tuji valuti.

<sup>5</sup> Kreiranje primarnega denarja bi lahko pojasnili na osnovi bilance centralne banke. Leva stran njene bilance kaže kreiranje primarnega denarja, desna stran pa uporabo primarnega denarja. Na levi strani bilance (aktiva) imamo: rezerve v tuji valuti, kredite komercialnim bankam, kredite javnemu sektorju in vrednostne papirje. Na desni strani (pasiva) pa imamo: gotovino v obtoku, depozite kreditnih institucij in minimalne rezerve. Komercialne banke kreirajo širše monetarne agregate na osnovi depozitov, dokler niso izčrpane vse presežne rezerve (Duwendag idr. 1993: 223). Tako dobimo multiplikatorje monetarnih agregatov M1, M2 in M3 kot razmerje med monetarnimi agregati  $M1/M2/M3$  in primarnim denarjem;  $m1 = M1/B$ ,  $m2 = M2/B$ ,  $m3 = M3/B$ .

Nestabilnost obtočne hitrosti in nestabilnost relacije med vmesnim ciljem (stopnjo rasti izbranega monetarnega agregata) in končnim ciljem (inflacijsko stopnjo) sta lahko razloga za uvedbo inflacijskega ciljanja in vzrok za manjši pomen monetarnega agregata M3 kot vmesnega cilja. Pri inflacijskem ciljanju je vmesni cilj prognoza končnega cilja (= prognoza inflacijske stopnje).

Teorija najava, da je inflacijsko ciljanje uspešno, če ni ponudbenih šokov, če ni šokov v produktivnosti in če se sprememba v rasti monetarnih agregatov (primarnega denarja, M1, M2, M3) relativno hitro odraza na spremembi ravni cen. Navesti velja, da je uspešnost inflacijskega ciljanja lahko ovirana predvsem zaradi težavnosti prognoziranja inflacijske stopnje in problema kredibilnosti centralne banke. Ker centralna banka napoveduje inflacijsko stopnjo z namenom vplivanja na inflacijska pričakovanja, je kredibilnost centralne banke nujna za uspešnost inflacijskega ciljanja. Če ekonomski subjekti ne zaupajo napovedanim inflacijskim stopnjam, imajo napovedi le delen vpliv na pričakovanja in s tem je učinkovitost politike inflacijskega ciljanja vprašljiva.

Pri inflacijskem ciljanju so instrumenti monetarne politike usmerjeni v doseganje napovedane inflacijske stopnje, kar pomeni, da je uporaba instrumentov monetarne politike lahko tudi nesistematična in priložnostna z namenom "usmerjanja" inflacijske stopnje v zeleno smer.<sup>7</sup>

## Ciljanje obrestne mere

Centralna banka lahko vpliva na kratkoročno obrestno mero (denarnega trga) in delno tudi na obrestno mero medbančnega trga, vendar je njen vpliv na dolgoročno obrestno mero (trga kapitala) omejen (Bomhoff, 1992: 231-246). Pri tem uporablja instrumente politike odprtega trga (nakupe in prodajo vrednostnih papirjev). Gibanje obrestne mere denarnega trga je zgodnji indikator cikličnih nihanj gospodarstva. Obrestna mera trga kapitala je bližje končnemu cilju in bi zato lahko bila vmesni cilj monetarne politike, vendar je obvladljivost trga kapitala vprašljiva. Centralna banka namreč težko nadzoruje kapitalske tokove in ne more vplivati na portfeljske premike ekonomskih subjektov.

Pri tem se pojavljajo naslednji razlogi, ki postavljajo obrestno mero - kot vmesni cilj monetarne politike - pod vprašaj:

- absolutna raven obrestne mere ne da popolnih informacij, ali je obrestna mera visoka ali nizka,

<sup>6</sup> Do učinkov monetarnih impulzov pride s časovnim zamikom. Najprej pride do učinkov na finančnem trgu: do likvidnostnega učinka v 3-6 mesecih, učinka obrestne mere, učinka substitucije med postavkami aktive, premoženjskega učinka; in nato pride do sprememb v realnem sektorju: do dohodkovnega učinka v 9-15 mesecih; in nazadnje se prilagodi raven cen - inflacijski učinek v 30-36 mesecih (več o učinkih monetarne politike Duwendag idr., 1993: 256-269, Thieme in Vollmer, 1987: 88-93).

<sup>7</sup> Pri vprašanju vmesnega in končnega cilja se pojavi vprašanje lpravič ali diskrecijske monetarne politike. Pravila monetarne politike se nanašajo na lproces doseganja ciljeve, diskrecijska monetarna politika pa na končni cilj (= inflacijsko stopnjo) (Fischer, 1990: 1179-1180).

- integracijski procesi in mednarodni tokovi kapitala bi zahtevali neprestane intervencije centralne banke,
- oblikovanje obrestne mere vključuje tudi endogeno komponento, kar pomeni, da se nominalna obrestna mera poveča približno za inflacijsko stopnjo in povečanje na kratek rok je odvisno od pričakovanih ekonomskih subjektov; visoka obrestna mera se lahko pojmuje kot visoka inflacija ali kot restriktivna monetarna politika,
- obrestna mera trga kapitala so poveča za t. i. "inflacijsko premijo" oz. se prilagaja spremembam splošne ravni cen.

Rekli smo, da je vmesni cilj lahko obrestna mera, vendar je razumljivo, da centralna banka lahko nadzoruje obrestno mero prek reguliranja primarnega denarja v obtoku.

Ta vmesni cilj za Slovenijo ni primeren zaradi navedenih splošnih razlogov. Ciljanje obrestne mere namreč povzroča prevelike posege centralne banke, v smislu neprestanih korekcij obrestne mere zaradi t. i. endogenih komponent in mednarodnih tokov kapitala. Ciljanje obrestne mere je primerno, glede na teorijo (Siebke, 1995: 45-47, Bender, 1987: 132-134), za reguliranje cikličnih nihanj. Malo odprto gospodarstvo, kot je Slovenija, ne more vplivati na ciklična nihanja. Mala gospodarstva so odvisna od tujine oz. od povpraševanja tujine po slovenskih izdelkih in zato centralna banka ne more z reguliranjem obrestne mere vplivati na ciklična nihanja domačega gospodarstva.

### Ciljanje tečaja

Obdržati tečaj na določeni ravni zahteva prilagajanje količine primarnega denarja v obtoku glede na stanje v plačilni bilanci (Pfister, 1997: 103-111, Menkhoff, 1997: 56-63), povraščanje po tuji aktivi, pričakovanja ekonomskih subjektov. V pogojih integracijskih procesov in mednarodnega pretoka kapitala zahteva ciljanje tečaja neprestano intervencijo centralne banke. Zato lahko rečemo, da v pogojih visoke substitutivnosti domače in tuje aktive ter mednarodne odprtosti trgov, pomeni ciljanje tečaja vnašanje negotovosti v gospodarstvo. Tečaj izgubi (sploh, če je inflacijska stopnja višja kot v državah partnericah) informativni značaj.

Majhno odprto gospodarstvo ne more vplivati na razmere na mednarodnem trgu in zato je odvisno od monetarnih gibanj v tujini. Argumenti proti ciljanju tečaja bi bili naslednji (Bender, 1987: 157-159):

- nižja obrestna mera v tujini (posledica ekspanzivne monetarne politike) poveča cene tujih vrednostnih papirjev in poveča se ponudba le-teh; pride do pritiskov na tečaj in potrebna je intervencija centralne banke,
- če ekonomski subjekti pričakujejo apreciacijo tuje valute, se poveča povpraševanje po tuji aktivi; pride do pritiskov na tečaj in znova je potrebna intervencija centralne banke,
- pri pričakovani deprecijaciji tuje valute pride do večjega povpraševanja po domači valuti in znova je potrebna intervencija centralne banke,

- malo gospodarstvo je odvisno tudi od cenovnih sprememb v tujini in domača raven cen se prilagaja tuji ravni cen (Krugman in Taylor, 1978: 445-446); pride do pritiskov na tečaj in znova je potrebna intervencija centralne banke.

Teorija navaja tudi dobre strani uvedbe fiksnega tečaja (Sachs, 1996: 140-141): fiksni tečaj omogoča boljšo orientacijo za oblikovanje nominalnih plač, cen; vendar prevladujejo slabe lastnosti: prinaša nevarnost realne apreciacije domače valute v državah, kjer je inflacijska stopnja višja kot v partnerskih državah.

Fiksiranje tečaja je bilo neprimerno zaradi nevarnosti apreciacije, zato je Slovenija oktobra 1991 izbrala fleksibilni tečaj. Razlogi proti uvedbi fiksnega tečaja so bili: pomanjkanje deviznih rezerv, visoka inflacija in odprtost gospodarstva pa bi zahtevali konstanto popraviljanje tečaja, s čimer bi tečaj izgubil informativni značaj. Fiksni tečaj tolarja bi bilo nesmiselno uvesti vse dokler se ne rešijo institucionalni problemi, ki izvirajo iz nižje razvitosti; monetarna politika mora namreč slediti pozitivnim ekonomskim rezultatom, in ne obratno.<sup>8</sup> Lahko rečemo, da za Slovenijo ciljanje tečaja ni primerno, vse dokler je inflacija na višji stopnji kot v partnerskih državah.

### Ciljanje nominalnega BNP

Nominalni BNP zajema nominalno (rast ravni cen) in realno komponento (gospodarsko rast), zato ga je težje nadzorovati. Centralna banka nima nadzora nad realnimi gibanji v gospodarstvu, še posebej v malem odprtem gospodarstvu, kjer je rast odvisna od rasti izvoza. Centralna banka ne more nadzorovati povpraševanja tujine po domačih izdelkih.

Ciljanje nominalnega BNP bi lahko označili kot stopnjo rasti količine denarja v obtoku korigirano s spremembami obtočne hitrosti denarja. Pri tem igra pomembno vlogo prognoza gibanj realnih kategorij in obtočnih hitrosti denarja (Mankiw in Hall, 1994: 48-62, Feldstein in Stock, 1994: 112-115, Svensson, 1996: 75-81).

Pri tem je potrebno poudariti, da centralna banka dosega želeni cilj prek kontrole monetarnih agregatov. Taylor (1985: 131-154) navaja primernost kontrole agregata M2 in izpostavlja dejstvo, da ciljanje nominalnega BNP vnaša negotovost v gospodarstvo in deluje destabilizirajoče.

Tudi politika ciljanja nominalnega BNP bi bila neprimerna zaradi vnašanja negotovosti, dejstvo pa je, da je majhno gospodarstvo odvisno od povpraševanja tujine po domačih izdelkih in da je rast realnega proizvoda v majhnih gospodarstvih odvisna predvsem od rasti izvoza (= realna komponenta), na katerega centralna banka nima vpliva.

### Institucionalni pogoji v Sloveniji

Banka Slovenije kontrolira količino primarnega denarja v obtoku in cilja monetarni agregat M3 (oziroma M1 do leta 1997). Banka Slovenije je zaradi stabilnega

<sup>8</sup> Odločitev za uvedbo fiksnega tečaja je neprimerna tudi tedaj, kadar se primanjkljaj v tekoči bilanci permanentno financira s presežkom kapitalne bilance (Bole, 1999).

povpraševanja po denarju (= stabilnih obtočnih hitrosti) in stabilnih multiplikatorjev, izbrala kot vmesni cilj monetarni agregat M3. Ciljni monetarni agregat (kot vmesni cilj) za leto 1997 je bil M3 na koridorju stopenj rasti 14-22%, za leto 1998 18-26%, za leto 1999 na koridorju stopenj rasti 16-24% in za leto 2000 na koridorju stopenj rasti 12-18%. Končni cilj je nizka inflacijska stopnja.

Banka Slovenije je dosegala končni cilj delno z reguliranjem tečaja. Formalno eksogen primarni denar je bil podrejen formalno endogenemu tečaju tolarja.<sup>9</sup> Zaradi apreciacijskih pritiskov je bila potrebna tečajna intervencija v mejah izbrane vmesnega cilja M3.<sup>10</sup>

Primarni denar se je kreiral prek kanala plačilne bilance, prek kanala transakcij s poslovnimi bankami in kreditiranja države. Lahko rečemo, da se je primarni denar kreiral prek financiranja poslovnih bank, države in tujine. Nakup tuje valute je bil pomemben kanal kreiranja primarnega denarja od leta 1991. Tuje rezerve so se oblikovale delno prek plačilne bilance, delno prek zadolževanja v tujini. Komerzialne banke so vplivale na monetarni agregat M3 prek neto tuje aktive in domače aktive (Noč, 1997: 9-15). Plačilna bilanca in kreditiranje domačih ekonomskih subjektov sta prevladovala kot dejavnika kreiranja monetarnega agregata M3. Tečajne razlike, reevalvacija in pripisi obresti so povečevali monetarni agregat M3 (Drenovec, 1997: 24).

### Multiplikatorji in obtočne hitrosti v Sloveniji

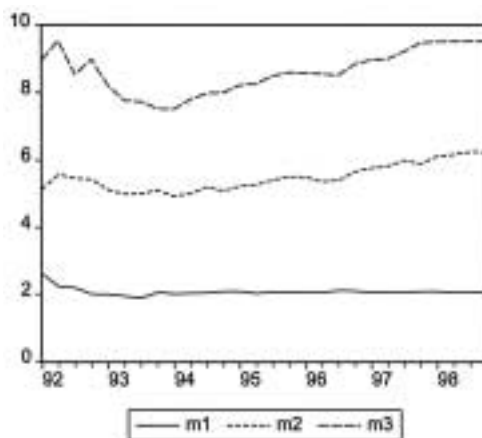
Multiplikatorji monetarnih agregatov M1, M2 in M3 so v Sloveniji stabilni, prav tako obtočne hitrosti, kar je razvidno iz slike 1 in slike 2. Multiplikator m3 se je spreminjal predvsem zaradi obnašalnih komponent in finančnega poglobljanja. Multiplikator m1 je najbolj stabilen, saj gre za ožji monetarni agregat, medtem ko multiplikatorja m2 in m3 kažeta rahel trend rasti. Obtočne hitrosti kažejo trend upadanja, kar je posledica finančnega poglobljanja, in so stabilne (kar pomeni, da je tudi funkcija povpraševanja po denarju stabilna). K upadanju obtočnih hitrosti je prispevalo tudi večje zaupanje v tolar in posledično večje varčevanje v domači valuti.

---

<sup>9</sup> Zaradi tranzicije, nedokončanega procesa lastninjenja in drugih vzrokov je bilo nemogoče uvesti popolno liberalizacijo pretoka kapitala (o težavah v začetnem obdobju glej, na primer, Ribnikar, 1994: 312-318).

<sup>10</sup> Kot razloge za apreciacijo bi lahko navedli: rast cen menjalnih dobrin je zaostajala za rastjo cen nemenjalnih dobrin, ki so naraščale za 2-4% hitreje od cen menjalnih dobrin v začetnem obdobju; rast nominalnega tečaja je zaostajala za inflacijsko stopnjo; večja produktivnost in boljša izkoriščenost proizvodnih kapacitet; večji priliv kapitala kot posledica večje donosnosti portfolio investicij; višja domača obrestna mera je povzročila večjo atraktivnost tujih posojil itd.

Slika 1: Multiplikatorji monetarnih agregatov v Sloveniji

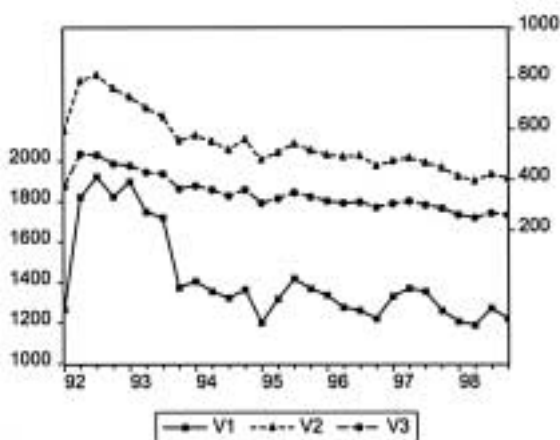


Podatki: kvartalni

Simboli:  $m_1$  = multiplikator monetarnega agregata M1,  $m_2$  = multiplikator monetarnega agregata M2,  $m_3$  = multiplikator monetarnega agregata M3.

Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.

Slika 2: Obtočne hitrosti v Sloveniji



Podatki: kvartalni

Simboli:  $v_1$ ,  $v_2$ ,  $v_3$  = obtočne hitrosti monetarnih agregatov M1, M2, M3.

Vir: Bilten Banke Slovenije in lastni izračuni.



## Zaključek

Navedli smo razloge proti ciljanju obrestne mere, tečaja in nominalnega BNP. Mala gospodarstva so odvisna od tujine, oz. od povpraševanja tujine po domačih izdelkih, in zato centralna banka ne more z reguliranjem obrestne mere vplivati na ciklična nihanja domačega gospodarstva. Za Slovenijo ciljanje tečaja ni primerno, vse dokler je inflacija na višji stopnji kot v partnerskih državah. Tudi politika ciljanja nominalnega BNP bi bila neprimerna zaradi vnašanja negotovosti, ob dejstvu, da je majhno gospodarstvo odvisno od povpraševanja tujine. Ostaneta nam še alternativni: monetarno ali inflacijsko ciljanje.

Razlikovati moramo med endogenimi in eksogenimi spremenljivkami. Centralna banka lahko kontrolira primarni denar (eksogena spremenljivka), ne more pa popolnoma nadzorovati inflacije (endogena spremenljivka). Zato skuša centralna banka z napovedovanjem inflacijske stopnje vplivati na inflacijska pričakovanja. Pričakovanja ekonomskih subjektov ne vplivajo na eksogene spremenljivke (primarni denar), vplivajo pa na inflacijo, saj je inflacija "endogen" proces in je rezultat eksogenih in endogenih sprememb (premikov v ročnosti depozitov, premikov v portfoliu ekonomskih subjektov). Lahko bi rekli, da je inflacija rezultat rasti primarnega denarja v obtoku, posledične rasti širših monetarnih agregatov (M1, M2, M3), pričakovanj večine ekonomskih subjektov in stohastične komponente, ki je ni moč napovedati.

Banka Slovenije kontrolira količino primarnega denarja v obtoku in cilja monetarni agregat M3 (do leta 1997 M1). Osrednja denarna oblast je zaradi stabilne obtočne hitrosti izbrala kot vmesni cilj monetarni agregat M3 (zajema gotovino v obtoku, vpogledne vloge poslovnih bank, vpogledne vloge pri Banki Slovenije, časovne in hranilne vloge pri poslovnih bankah, časovne vloge Republike Slovenije pri Banki Slovenije, hranilne vloge v tuji valuti). Končni cilj je nizka inflacijska stopnja. Opozoriti pa velja, da trendi v EMU kažejo naraščajočo vlogo inflacijskega ciljanja. Razlogi za to dejstvo bi lahko bili naslednji:

Prvič, koncept monetarnega ciljanja je lahko vprašljiv zaradi izbire monetarnega agregata - širšega ali ožjega. Pogosto lahko pride do nezaželenih gibanj širših monetarnih agregatov zaradi premikov v ročnosti depozitov, ki jih centralna banka ne more nadzorovati. Drugič, monetarno ciljanje je osredotočeno na vmesni cilj. Deviacije od vmesnega in končnega cilja je težko nadzorovati, kajti ekonomski subjekti vplivajo na širše monetarne agregate s portfolio obnašanjem in inflacija je nazadnje "endogen" proces. Rekli smo, da je inflacija odvisna od stopnje rasti monetarnih agregatov (ki jih centralna banka lahko nadzoruje), od dejavnikov, ki niso pod nadzorom centralne banke (portfolio obnašanje ekonomskih subjektov, spremembe relativnih cen) in nazadnje od stohastičnih dejavnikov (ki jih je težko prognozirati). Tretjič, inflacijsko ciljanje se osredotoča na "endogen" proces, medtem ko se monetarno ciljanje osredotoča na instrumente monetarne politike. Oblikovalci ekonomske politike lahko uporabljajo za doseganje zelene inflacijske stopnje celo paleto instrumentov, vključujoč tudi fiskalno politiko in politiko plač. Četrto, inflacijsko ciljanje ne temelji na stabilnosti relacije med vmesnim in končnim ciljem niti na stabilnosti obtočne hitrosti. Verjetnost doseganja zelene inflacij-

ske stopnje (z monetarnim ciljanjem) je odvisna od stabilnosti relacije med vmesnim in končnim ciljem, verjetnosti prognoze sprememb obtočnih hitrosti monetarnih agregatov in stopenj rasti realne proizvodnje. Če se namreč razmerje med vmesnim ciljem in ravnijo cen zamegli ali pa postane obtočna hitrost nestabilna, monetarno ciljanje izgubi preglednost. Petič, inflacijsko ciljanje je bolj pregledno kot monetarno ciljanje, je pa manj kontrolabilno, saj je inflacija "endogen" proces. Monetarno ciljanje pa je manj pregledno za ekonomske subjekte, je pa hkrati bolj kontrolabilno z vidika centralne banke. Šestič, inflacijsko ciljanje je eksplicitno in centralna banka ima "zavezane" roke pri kratkoročnem doseganju denarne iluzije, kjer ekonomski subjekti dojemajo nominalne spremembe kot realne in pride do realnih sprememb v gospodarstvu.

Hkrati pa je treba izpostaviti, da je pri inflacijskem ciljanju političnim oblastem omogočeno lažje izvajanje pritiska na centralno banko z namenom doseganja drugih ciljev (npr. nižje obrestne mere) namesto stabilnosti ravni cen. In nazadnje, Slovenija je majhno gospodarstvo in majhna gospodarstva so zelo odvisna od izvoza, zato je ponudbeni šok vedno potencialni šok, kar zmanjšuje primernost inflacijskega ciljanja.

Ne smemo prezreti dejstva, da je vprašanje "monetarno ali inflacijsko ciljanje?" tudi politična odločitev. Zato lahko povemo, da je monetarno ciljanje v kombinaciji z napovedovanjem ciljne inflacijske stopnje primerno za nadaljnje zniževanje inflacijske stopnje v Sloveniji. Namen napovedovanja ciljne inflacijske stopnje naj bi bil le vplivanje na inflacijska pričakovanja, ob politiki monetarnega ciljanja in dejstvu, da so monetarni agregati bolj kontrolabilni kot pa inflacija.

#### LITERATURA

- Bender, Dieter (1987): *Monetaräre Transmissions und Steuerungsprobleme in offenen Volkswirtschaften*. V *Geldtheorie, Entwicklung, Stand und systemvergleichende Anwendung*, Band 8, urednik H. J. Thieme. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Bender, Dieter (1995): *Außenwirtschaftliche Gefährdung der Geldmengesteuerung in Deutschland*. V *Geldpolitik, zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland*, Band 18, urednik H. J. Thieme. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Bomhoff, J. Eduard (1992): *Monetary Targeting and Interest Rate Targeting in an Uncertain World*. *Cato Journal* 1: 231-246.
- Bole, Velimir (1999): *Plačilna bilanca v Sloveniji*. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta, predavanje.
- Cassel, Dieter (1995): *Geldmengen-, Konjunktur- und Inflationszyklen in Deutschland*. V *Geldpolitik, zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland*, Band 18, urednik H. J. Thieme. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Drenovec, Franček (1997): *Uporaba multiplikatorja v analizi ponudbe M3*. *Bilten BS, Prikazi in analize* 4: 23-37.
- Duwendag, D., K. H. Ketterer, W. Kösters, R. Pohl, in D. B. Simmert (1993): *Geldtheorie und Geldpolitik*. Köln: Bund-Verlag.
- Dwyer, Gerald P., in R. W. Hafer (1999): *Are Money Growth and Inflation Still Related?* *Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review* 2: 32-43.
- Feldstein, Martin, in James H. Stock (1994): *Optimal Nominal GDP Growth-Rate Targeting*. V

- Monetary Policy. Conference on Research in Business Cycles, urednik N. G. Mankiw. Chicago: The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research.
- Fischer, Stanley (1990): Rules Versus Discretion in Monetary Policy. V Handbook in Economics, Handbook of Monetary Economics, urednika B. M. Friedman, in F. H. Hahn. Cambridge: Cambridge University Press, North Holland.
- Freedman, Charles (1991): The Goal of Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking* 8: 201-213.
- Friedman, B. Milton (1977): Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 293-335.
- Friedman, M. Benjamin (1990): Targets and Instruments of Monetary Policy. V Handbook in Economics, Handbook of Monetary Economics, urednika B. M. Friedman, in F. H. Hahn. Cambridge: Cambridge University Press, North Holland.
- Friedman, B. Milton (1993): Changing Capital Markets, Implications for Monetary Policy. V Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas, urednik M. T. Hoenig. Kansas: Jackson Hole, Wyoming.
- Friedman, B. Milton (1994): Intermediate Targets Versus Information Variables as Operating Guides for Monetary Policy. V A Framework for Monetary Stability, Financial and Monetary Studies, uredniki J. O. de Beaufort Wijnholds, S. C. W. Eijffinger, in L. H. Hoogduin. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Krugman, Paul, in Lari Taylor (1978): Contractionary Effects of Devaluation. *Journal of International Economics* 8: 445-456.
- Mankiw, Gregory N., in Robert E. Hall (1994): Nominal Income Targeting. V Monetary Policy. Conference on Research in Business Cycles, urednik N. G. Mankiw. Chicago: The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research.
- Menkhoff, Lukas (1997): Monetary Policy Instruments for European Monetary Union. London: Springer.
- Noč, Matjaž (1997): Osnovna razčlenitev ponudbe M3. *Bilten BS, Prikazi in analize* 4: 9-19.
- Pfister, Christian (1997): Monetary, Inflation and Exchange Rate Targeting. A Discussion in a Form of Comparison. V A Conference on Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments, and Transmission Mechanisms, urednika Radzyner, A. Schubert, in R. Sperl. Vienna: Oesterreichische Nationalbank.
- Ribnikar, Ivan (1993): Denarna politika Banke Slovenije. *Bančni vestnik* 5: 5-10.
- Ribnikar, Ivan (1994): Prehod v tržno gospodarstvo po slovensko. V Zbirka CISEF, 3. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Sachs, Jeffrey (1996): Economic Transition and Exchange Rate Regimes. *American Economic Review* 2: 147-152.
- Siebke, Jürgen (1987): Geldnachfragetheorie. V *Geldtheorie, Entwicklung, Stand und systemvergleichende Anwendung*, Band 8, urednik H. J. Thieme. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Siebke, Jürgen (1995): Alternativen der Geldmengesteuerung. V *Geldpolitik, zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland*, Band 18, urednik H. J. Thieme. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Schaling, Eric (1995): Institutions and Monetary Policy: Credibility, Flexibility and Central Bank Independence. Brookfield and Aldershot: Elgar.
- Schmid, Peter (1996): Monetary Policy: Targets and Instruments. *Central Banking* May: 40-51.
- Svensson, L. E. O. Lars (1996): The Price Level Stability Versus Inflation Stability. NBER Working Paper, 5719.
- Taylor, B. John (1985): What Would Nominal GNP Targeting do to the Business Cycle? V Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Amsterdam: North-Holland.
- Taylor, B. John (1995): The Monetary Transmission Mechanism. An Empirical Framework.

Journal of Economic Perspectives 4: 11-26.  
Thieme, H. Jörg, in Uwe Vollmer (1987): Theorien des Geldwirkungsprozesses. V  
Geldtheorie, Entwicklung, Stand und systemvergleichende Anwendung, Band 8, urednik  
H. J. Thieme. Baden- Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.