

## STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE V EVROPSKI MONETARNI INTEGRACIJI

### Uvod

V skladu z Maastrichtsko pogodbo je cilj evropske centralne banke ohranjati stabilnost cen. Ta cilj je osnovno vodilo monetarne politike v vseh državah, ki žele vzpodbujati gospodarsko rast s stabilnim in predvidljivim ekonomskim okoljem, nizko inflacijsko stopnjo. Teorija in empirični podatki kažejo, da monetarna politika vpliva le na nominalne spremenljivke (raven cen, nominalni BDP) in monetarne agregate na dolgi rok, medtem ko realnega BDP in zaposlenosti ne more nadzorovati. Maastrichtska pogodba ne precizira doseganja stabilnosti cen, ampak pušča evropski centralni banki proste roke. Le-ta bo, po ustanovitvi v letu 1998, morala rešiti dve pomembni vprašanji:

- Kako definirati in meriti stabilnost cen?
- Katera strategija monetarne politike bo uporabljena za doseganje stabilnosti cen?

### Stabilnosti cen

Cilj stabilnosti cen je ohranjanje nespremenjene povprečne ravni cen. Cilj je dosežen, ko je inflacija nizka in stabilna. Indeksi cen prikazujejo višjo inflacijsko stopnjo od dejanske: ne upoštevajo kvalitativnih sprememb in tehničnih karakteristik novih proizvodov. Ocenjujejo, da indeksi cen presegajo dejansko inflacijsko stopnjo za 1.1 - 1.5 %. Torej bo stabilnost ravni cen, merjena z obstoječimi indeksi, dosežena z dejansko deflacijo.

Ker so cene navzdol rigidne, inflacijska stopnja 0% ne pušča dovolj manevrskega prostora za spreminjanje relativnih cen. Če se cene ne prilagajajo navzdol, ciljna inflacijska stopnja 0% fiksira obstoječe relativne cene. Ta argument temelji na rigidnosti nominalnih mezd. V Evropi je na trgu delovne sile zniževanje mezd relativno redko, zato mora biti ciljna inflacijska stopnja oblikovana tako, da pušča dovolj možnosti za spremembe relativnih mezd in s tem mobilnosti delovne sile med sektorji. Zaradi rastoče produktivnosti lahko rast mezd presega rast cen in zelo nizka ciljna inflacijska stopnja lahko omogoči zadostno diferenciacijo mezd. Evropska centralna banka si je postavila za cilj 2% letno inflacijsko stopnjo.

Ali naj si centralna banka postavi za cilj inflacijo ali raven cen? Razlika je povezana z aktivnostjo centralne banke, če preseže svoj cilj. Če je stabilnost cen definirana kot raven cen, bo centralna banka skušala popraviti deviacijo v naslednjem obdobju "nižje inflacije kot povprečne". Če pa je stabilnost cen definirana z

\* Dr. Mejra Festić, *Ekonomsko poslovna fakulteta Maribor.*

inflacijsko stopnjo, pa pretekla višja inflacijska stopnja nad ciljno ne vpliva na željeno raven prihodnje inflacijske stopnje.

Orientacija evropske centralne banke bo srednjeročna, z namenom oblikovanja sidra za vplivanje na inflacijska pričakovanja, z možnostjo diskrecije glede na kratkoročne deviacije od cilja.

Enotna valuta bo pokrivala več držav, kar bo še dodatno otežilo merjenje ravni cen. Države se nahajajo v različnih fazah cikličnega nihanja, prisotna je diverzifikacija cen, vpliv sprememb v indirektnih davkih in subvencijah ne bo sovpadal. Zato bo evropska centralna banka morala izdelati merilo tehtanega povprečja sprememb cen v državah članicah.

Evropske države imajo, glede na ZDA, veliko bolj segmentiran nacionalni trg delovne sile. Razlike v inflacijskih stopnjah se lahko zaradi nesinhroniziranih sprememb v nacionalnih davčnih sistemih dodatno poglobijo. Rast produktivnosti v proizvodnem sektorju omogoča rast realnih mezd, vendar temu sledi rast mezd v storitvenem sektorju, kjer je rast produktivnosti počasnejša. Končni izid je relativno visoka inflacijska stopnja. Potreba po obsežnem zveznem proračunu v Evropi manjša možnost sinhroniziranja poslovnih ciklov in večja inflacijske diferenciale.

#### *Strategije monetarne politike*

Alternativni strategiji sta monetarno in inflacijsko targetiraje. Monetarno targetiranje temelji na tem, da je inflacija na dolgi rok monetarni fenomen. Če obstaja stabilna relacija med inflacijo in ponudbo denarja, lahko z nadzorovanjem količine denarja uspešno "krotimo" inflacijo. Na operativni ravni to pomeni, da centralna banka nadzoruje določen monetarni agregat (M1, M2, M3) glede na ciljni obseg in reagira ob odstopanjih. Končni cilj je stabilnost cen. Monetarni agregat služi kot vmesni cilj in kot vodilni indikator inflacije. Ciljni monetarni agregat kot vmesni cilj, služi kot sidro oblikovanja inflacijskih pričakovanj in indirektno vpliva na oblikovanje mezd in cen.

Bistvena prednost monetarnega ciljanja glede na inflacijo je nadzor: monetarne agregate je mogoče direktno nadzorovati. Uspeh te strategije je odvisen od stabilnosti (ali natančneje, predvidljivosti) relacije med izbranim monetarnim agregatom in cenami. V Nemčiji je ta strategija uspešna. Pri monetarnem targetiranju naj bi bilo povpraševanje po denarju stabilno. Koliko pozornosti je treba nameniti relativni stabilnosti povpraševanja po denarju v Evropi, glede na to, da se za stabilnim povpraševanjem po denarju na evropski ravni lahko skriva nestabilno povpraševanje na individualni ravni? Zaradi velikega števila članic se, v skladu z zakonom velike skupine, relativna variabilnost povpraševanja po denarju zmanjšuje. Nestabilnemu povpraševanju po denarju prispevajo finančne inovacije, spremembe v davčnem sistemu in aktivnost monetarne politike, ki bo v evropski monetarni integraciji sinhronizirana. Vendar pa povpraševanje po denarju utegne biti signifikantno manj stabilno kot pred pojavom skupne valute.

Harmonizacija instrumentov monetarne politike zahteva spremembe v vseh državah članicah: prilagajanje javnega in privatnega sektorja, spremembe transmissijskega procesa monetarne politike.

Inflacijsko targetiranje uporablja kot indikatorje monetarne agregate in vmesni cilj je vpliv na inflacijska pričakovanja. Prednost inflacijskega targetiranja je vidnost in transparentnost cilja ekonomskim subjektom, slabost pa je težavnost nadzorovanja inflacijske stopnje. Monetarna politika vpliva na inflacijska pričakovanja s časovnim odlogom, zato uspeh monetarne politike ni takoj viden. Pretekla inflacija je indikator za vrednotenje pretekle monetarne politike in ne prispeva veliko k oblikovanju ciljne inflacijske stopnje. Kot pri monetarnem targetiranju je tudi pri inflacijskem targetiranju pomembna predvidljivost: centralna banka na podlagi razpoložljivih podatkov oblikuje prihodnje inflacijske pritiske.

Strategiji targetiranja tečaja in nominalne obrestne mere sta za evropsko monetarno integracijo neprimerni: ciljanje tečaja ne oblikuje sidra za cenovna pričakovanja in je primerno za manjša, odprta gospodarstva.

Monetarna politika evropske centralne banke ne bo izvajala le monetarno ali le inflacijsko targetiranje, ampak kombinacijo obeh. Končni cilj je stabilnost cen, ki mu lahko ali pa tudi ne rečemo inflacijsko ciljanje. Stabilna relacija med izbranim monetarnim agregatom in ravniyo cen pa zahteva eksplicitno monetarno ciljanje. Možno je izbrati tudi simultano monetarno in inflacijsko ciljanje, če je relacija med ravniyo cen in monetarnim agregatom stabilna. Evropska centralna banka bo izbrala pragmatičen in ne dogmatičen pristop, izkoristila bo vse indikatorje, relevantne za prihodnjo inflacijsko stopnjo.

Potrebno je omeniti tudi očitno razliko med inflacijskim in monetarnim ciljanjem: pri monetarnem targetiranju regulira centralna banka izbrani monetarni agregat, v katerega pa večina ekonomskih subjektov nima vpogleda niti dovolj znanja, da bi spremembe izbranega monetarnega agregata uporabila za pravilno predvidevanje sprememb ravni cen. Pri inflacijskem ciljanju pa igra poglavitno vlogo predvidevanje inflacijske stopnje.

Evropska centralna banka bo delovala v spremenjenih okoliščinah: integracije in liberalizacije trgov, finančnih inovacij, drugačne vloge denarja.

#### *Monetarna politika v prvih letih skupne valute*

Uvedba skupne valute pomeni spremembo pogojev in vloge monetarne politike. V začetnem obdobju bodo finančni trgi v konstantni transformaciji.

Stabilno povpraševanje po denarju je rezultat stabilne strukture monetarnega sistema in strukture bančnega sektorja. Te strukture bodo podvržene fundamentalnim spremembam. Nova monetarna politika pomeni tudi spremembo oportunitetnih stroškov posedovanja premoženja, ki ne prinaša obresti, spremembo konkurenčnosti v bančnem sektorju. Obstaja možnost signifikantne nestabilnosti monetarnih agregatov v začetnem obdobju. Stabilnost povpraševanja po denarju bo dosežena šele nekaj let po uvedbi skupne valute.

Uvedba skupne valute prinaša drastične spremembe inflacijskega procesa in težavnost predvidevanja inflacije v začetnem obdobju. V ospredju inflacijskega procesa je mehanizem oblikovanja mezd. Spremembe mezd v posameznih državah bodo vplivale na euro tečaj in obrestno mero le preko ponderja posamezne države na euro območju. Transparentnost cen na euro območju

zmanjšuje možnost cenovne diskriminacije. Vpliv na povprečno inflacijsko stopnjo ni in je lahko signifikanten.

Izkušnje nacionalnih centralnih bank ne bodo mnogo prispevale k oblikovanju evropske monetarne politike, saj so produkt drugačnega monetarnega okolja. Verjetno bo preteklo nekaj let, da se bodo finančni trgi popolnoma prilagodili novemu okolju in da bodo indikatorji sorazmerno zanesljivi.

#### *Nacionalne monetarne politike v letu 1998*

Maastrichtska pogodba ne nudi državam članicam posebnih napotkov za monetarno politiko v obdobju med pomladjo 1998 in začetkom tretjega obdobja, začetek leta 1999. Države članice sledijo svoji tečajni politiki v skladu s "skupnim interesom". Teža "skupnega interesa" se mora povečati. Potreba po večji koordinaciji je pogojena s tremi razlogi.

Nesoglasja pri oblikovanju skupne monetarne politike lahko destabilizirajo ne samo tečajna razmerja do konca leta 1998, ampak tudi potencirajo skeptičnost glede sposobnosti oblikovanja učinkovite skupne monetarne politike. Koordinacija nacionalnih monetarnih politik je potrebna že zaradi kredibilnosti evropske centralne banke.

Politiko obrestnih mer je potrebno harmonizirati na evropsko sprejemljivi ravni do konca leta 1998, saj bo monetarna politika v letu 1998 postavila temelje ne - inflacijskega ekonomskega okolja, v katerem bo delovala evropska centralna banka. Skupna monetarna politika ne sme biti preveč restriktivna v prehodnem obdobju, v katerem je potrebno doseči sprejemljivost skupne monetarne politike.

Koordinacija monetarnih politik zahteva tudi oblikovanje bilateralnih pretvorbenih tečajev nacionalnih valut kot temelj pretvorbe nacionalnih valut v euro s 1. 1. 1999. S približevanjem roku naj bi objava bilateralnih pretvorbenih tečajev stabilizirala pričakovanja.

#### **Instrumenti monetarne politike evropske centralne banke**

Instrumente bi lahko razdelili na politiko odprtega trga, fiskalno komponento, komponento plačilne bilance, refinanciranja in minimalnih rezerv. Politika odprtega trga zajema državne obveznice, tako da centralna banka posredno kreditira državo preko finančnih posrednikov. Fiskalna komponenta kaže trend upadanja. Politika refinanciranja temelji na blagajniških zapisih in lombardnih posojilih. Centralna banka lahko kupuje/prodaja tudi devize od poslovnih bank in tako povečuje/zmanjšuje količino denarja v obtoku. Ločiti je potrebno med politiko refinanciranja in politiko odprtega trga. Pri refinanciranju je centralna banka bolj elastična pri reguliranju količine denarja v obtoku; iniciativa kreiranja denarja nastaja pri poslovnih bankah. Komponenta plačilne bilance je manj pomembna pri fleksibilnem tečaju. Od petih naštetih instrumentov je komponenta plačilne bilance marginalni instrument.

Slika 1: Spremembe v pomembnosti monetarnih instrumentov\*

instrument	trend	vzrok spremembe	permanentnost?
fiskalna komponenta	upadanje	približevanje EMI	da
rezerve	upadanje	prehod na pol. fleksibilnih tečajev	trenutno
refinanciranje	upadanje	limit na količino blagajniških zapisov v obtoku	da
minimalne rezerve	upadanje	varovanje depozitov fleksibilna politika odprtega trga konkurenčnost in prost pretok kapitala	da da trenutno
politika odprtega trga	rast	visoka stopnja fleksibilnosti in samostojnosti centralne banke večji pretok kapitala	da trenutno

Druga faza zahteva prilagajanje nacionalnih monetarnih politik Bundesbank, ki bo imela največji vpliv v evropski centralni banki. Fundamentalna sprememba instrumentov pa bo nastopila s 1. 1. 1999, ko se bodo nacionalne valute držav članic zamenjale za euro, po fiksnih tečajih.

Model Bundesbank je zelo podoben standardom evropskega modela in diametralen modelu Velike Britanije. Je zelo zadržan glede politike refinanciranja in poudarja pomen minimalnih rezerv. Politika odprtega trga je "hrbtenica" monetarne politike Bundesbank (reodkup je pogostejši kot direkten odkup vrednostnih papirjev). V tabeli podajam razliko med nemškim in angleškim modelom.

Slika 2: Primerjava med nemško in angleško centralno banko\*\*

kriterij	Velika Britanija	Nemčija
<i>Instrumenti monetarne politike</i>		
politika refinanciranja (sorazmerno s premoženjem centralne banke)	okrog 2 - 3%	okrog 20%
minimalne rezerve (v % GDP)	0.1%	okrog 1%
politika odprtega trga	občasna	najbolj pomembna
<i>Institucije</i>		
bančni centri	London	8 različnih centrov
število bank	okrog 600	skoraj 3700
<i>Organizacija politike odprtega trga</i>		
reodkup/direkten nakup	direkten nakup	reodkup
zapadlost	< 2 tedna	2 tedna in več
pogostost intervencije	večkrat na dan	enkrat na teden

\*Vir: Menkhoff Lukas: *Monetary Policy Instruments for European Union*. Berlin: Springer Verlag, 1997, str. 21.

\*\*Vir: Lukas Menkhoff: *Monetary Policy Instruments for European Monetary Union*. Springer: 1997, str. 27.

Fiskalna komponenta bo brez dvoma eliminirana, devizne rezerve relativno nepomembne. Politika odprtega trga bo ciljni instrument. Politika refinanciranja in zahteva po minimalnih rezervah sta predmet diskusije. V Nemčiji pomembna instrumenta, v Veliki Britaniji pa nesignifikantna. Politika refinanciranja naj bi služila kot varnostni ventil, v primeru nepričakovanih potreb po denarju centralne banke. Pomen zahtev po minimalnih rezervah pa naj bi bil zreduciran na minimum.

#### *Instrumenti monetarne politike v Sloveniji*

Banka Slovenije (BS) uravnava ponudbo denarja. Ponudba denarja se prilagaja mesečno ocenjenemu povpraševanju po denarju. Operacije odprtega trga, kreditiranje bank, uravnavanje stopnje obvezne rezerve in devizni minimum so pogosto uporabljeni instrumenti monetarne politike. Osnovno vodilo je zniževanje inflacijske stopnje in približevanje evropskim monetarnim konvergenčnim kriterijem.

Banki Slovenije je po zakonu zagotovljena relativno visoka stopnja neodvisnosti. Po osamosvojitvi je BS izvajala resriktivno monetarno politiko. Instrumentarij BS se je dokončno oblikoval v letu 1992. Banka Slovenije je zmanjševala presežno likvidnost bančnega sistema z odpravo rediskontnih kvot in bankam pomagala likvidnostno z začasnimi odkupi državnih papirjev od oktobra 1991 do februarja 1992. V prvi polovici leta 1992 je delovala z nakupi tuje valute in papirjev ter začasnimi odkupi vrednostnih papirjev, v drugi polovici leta 1992 pa z lombardnimi in likvidnostnimi posojili in tudi z intervencijo na denarnem trgu, deviznim minimumom in izdajanjem lastnih papirjev v tujem denarju. V letu 1993 je BS delovala z različnimi kombinacijami nakupov deviz. Leta 1994 so bila posredovanja na deviznem trgu največja; z blagajniškimi zapisi z nakupnim bonom je umaknila veliko količino denarja iz obtoka. Leta 1995 je bilo kreiranje novih instrumentov manj intenzivno, leta 1996 in 1997 pa se je zaradi potreb ponovno okrepila sterilizacija.

#### **Zaključek**

Evropska monetarna integracija bo pomemben dosežek v evoluciji mednarodnega monetarnega sistema, nadgradnja evropske integracije. Mednarodni monetarni sistem je v tranziciji, dominantna pozicija dolarja pušča prostor multipolarnemu sistemu. Mednarodni monetarni sistem bo bolj simetričen ob uspešnem sodelovanju držav članic. Evropska ekonomska politika bo tako imela močan "spill-over" učinek na gospodarstva držav članic.

Evropska monetarna integracija prinaša spremembe za države članice in države izven integracije. Spremembe se bodo postopoma uvajale in na dolgi rok ni razloga za pričakovanje nestabilnosti v mednarodnem monetarnem sistemu. Segmentacija evropskih finančnih trgov se bo spremenila, euro bo igral pomembno vlogo kot mednarodna valuta in ukrepi evropske centralne banke bodo imeli

mednarodno dimenzijo. Oblikovalo se bo valutno področje, ki bo imelo ekonomsko in komercialno težo, primerljivo z ZDA.

Monetarna politika euro območja bo usmerjena na stabilnost cen, zato naj bi bil euro stabilna valuta. Prihodna tečajna politika euro območja bo podobna tekoči, kjer je sistem drsečega tečaja komplementaren z mednarodno koordinacijo monetarnih politik. Glede na večjo simetričnost mednarodnega monetarnega sistema, naj bi euro zagotavljal enakomerno distribucijo koristi mednarodne koordinacije. Zato je vzpostavitev EMI priložnost povečevanja učinkovitosti mednarodne koordinacije in doseganja večje stabilnosti mednarodnih ekonomskih odnosov. Potemtakem naj ne bi bilo razloga za pričakovanje manjše stabilnosti tečaja euro - dolar glede na tečaj marka - dolar.

Za Slovenijo je še prezgodaj govoriti o pridružitvi k EMI. V Sloveniji je malo alternativnih imetij, ni močnega portfelja vrednostnih papirjev, ogromen del M3 je špekulativen. Slovenija targetira denarno maso M3. Cilj reguliranja denarne mase je stabilnost nacionalne valute. Devizni tečaj in obrestna mera sta določena kot rezidualni produkt reguliranja količine denarja v obtoku. Sistem deviznih tečajev v EMI zahteva drug pristop v monetarni politiki.

Neposreden cilj monetarne politike je ohranjanje deviznega tečaja, temu pa je podrejena količina denarja v obtoku. Alternativna možnost targetiranja je targetiranje inflacije. Metoda se je pokazala kot učinkovita v nekaterih državah. Zato kaže razmisliti o tej možnosti targetiranja tudi v Sloveniji, saj zahteva konvergenčni kriterij EMI približevanje inflacijski stopnji maksimalno 1,5% nad povprečjem treh najboljših držav članic.

Glavni strošek priključitve k EMI je izguba možnosti uporabe nominalnega deviznega tečaja kot instrumenta plačilnobilančnega primanjkljaja. Tečajna politika je blažilec šokov v prehodnem obdobju (privatizacija, tranzicija, reforma finančnega sistema in politike, doseganje konvergenčnih kriterijev). Če bi se Slovenija prehitro integrirala v EMI, bi imeli več škode kot koristi, saj pomeni šibkejša valuta, ob neenakopravno integriranih partnerjih, motnjo. Če je integracija na začetku tranzicije premočna, pride do negativnih učinkov v gospodarstvu v tranziciji (vpliv na zaposlenost, izvoz... ). Pri asimetričnih šokih lahko namreč ustrezna tečajna politika šoke amortizira. Funkcijo amortizacije šokov bo moral prevzeti trg delovne sile.

Slovenija je kot majhno in odprto gospodarstvo primerna za vključevanje v evropsko monetarno integracijo, vendar je o priključitvi še prezgodaj govoriti. Za Slovenijo je smiselno vključevanje v EMI takrat, ko bodo odpravljeni problemi, ki izhajajo iz nižje ekonomske razvitosti in nestabilnosti gospodarstva.

## LITERATURA

- Begg D. 1997. The Design of EMU. International Monetary Fund: Working paper, avgust.  
Cukierman A. 1994. How can the European Central Bank become credible. CEPR: Irving Fischer Society Conference "What Monetary Policy for the European Central Bank.

- De-Graw P. 1996. The Economics of Convergence Towards Monetary Union in Europe. *Weltwirtschaftliches Archiv*: No. 1, Vol. 132.
- Delakorda A. 1998. Transmisijski mehanizmi in monetarna politika v Sloveniji. Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta, magistrsko delo, marec 1998.
- El-Agraa A. M. 1994. The Economics of the European Community. Harvester - Wheatsheaf: fourth edition.
- Lohmann S. 1995. Necessary Conditions for Price Stability in Europe. University of Southern California.
- Mencinger Jože. 1997. Denarno ciljanje in transmisijski mehanizem denarne politike. Portorož: Zbirka referatov Banke in tveganje, oktober.
- Menkhoff L. 1997. Monetary Policy Instruments for European Monetary Policy. Springer.
- Siebert H. 1995. Monetary Policy in an Integrated World Economy. Kiel: Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.
- Svensson L. E. O. 1995. Inflation targets. Glasgow: Bell and Bain, Centre for economic policy research.
- Zahorka H. J., Hirschburger U. 1997. Der EURO. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 3. Auflage.