

# BANKA SLOVENIJE

ANALITSKO RAZISKOVALNI  
CENTER

## **ALI OBSTAJAJO ALTERNATIVE DENARNEMU CILJANJU**

Feliks Cimperman  
Matjaž Noč

*Namen gradiva je ugotoviti, ali je zaradi sprememb v zadnjem obdobju, tako na zunanjem kot notranjem področju (povečana mobilnost kapitala, liberalizacija in deregulacija ter postopno približevanje EU) denarno ciljanje oziroma njegova slovenska pragmatična inačica še vedno smiselna in ali obstajajo temu ustrezne in boljše alternative.*

*V gradivu primerjamo različne strategije denarne politike; denarno ciljanje, tečajno ciljanje (crawling peg) in inflacijsko ciljanje, ki omogočajo primerljive makroekonomske rezultate.*

*Na odločitev, katera strategije denarne politike je najprimernejša za Slovenijo je ključnega pomena:*

- *v kolikšni meri centralna banka meni, da lahko računa na podporo ostalih ekonomskih politik,*
- *v kolikšni meri in na kakšen način namerava izvajati komunikacijo z javnostmi,*
- *kakšni so šoki, ki jih centralna banka pričakuje v prihodnosti.*

## 1. UVOD

Namen gradiva je ugotoviti, ali je zaradi sprememb v zadnjem obdobju, tako na zunanjem kot notranjem področju (povečana mobilnost kapitala, liberalizacija in deregulacija ter postopno približevanje EU) denarno ciljanje oziroma njegova slovenska pragmatična inačica še vedno smiselna in ali obstajajo temu ustrezne in boljše alternative.

Gradivo je razdeljeno na štiri sklope:

- v prvem delu je podan kratek zgodovinski okvir razvoja strategij denarne politike v zadnjem desetletju in dinamika sprememb ciljev denarne politike v državah v tranziciji s posebnim poudarkom na tečajnem ciljanju,
- v drugem delu so podane osnovne lastnosti posameznih oblik ciljanja in njihova primernost glede na posamezne kriterije,
- v tretjem delu je povzetek modelske ocene učinkov šokov v plačah in izvozu na inflacijo in BDP v primeru tečajnega in denarnega ciljanja v Sloveniji in
- v zadnjem delu so podane zaključne misli in navedba referenc.

## 2. RAZVOJ STRATEGIJ DENARNE POLITIKE V ZADNJEM DESETLETJU

Zadnje desetletje karakterizirajo **globalne ekonomske spremembe**. Številne države so na prehodu iz centralno planskega v tržni sistem, na zahodni polobli pa nastajajo nove tržne ekonomije. Proces globalizacije svetovne ekonomije, domača deregulacija in liberalizacija so osnovne značilnosti teh procesov, ki opredeljujejo tudi ekonomske politike v teh državah. Še posebej izrazito se spreminjajo tudi pogledi na strategijo denarne politike v majhnih odprtih ekonomijah tako, da nekateri ekonomisti že govorijo o makroekonomiji nove odprte ekonomije. Velik del razprav je posvečen analizi strategije denarne politike, še posebej proti koncu desetletja, ko so zaporedne finančne krize v Aziji leta 1997, v Rusiji 1998, Mehiki in Braziliji pokazale na ranljivost posameznih denarnih strategij v razmerah visoke mobilnosti mednarodnega kapitala.

Na splošno so med državami v tranziciji in nastajajočimi tržnimi ekonomijami velike in pomembne razlike v stopnji razvitosti ekonomskega okolja in finančne strukture (Crockett, 2000). Te razlike se nanašajo predvsem na:

- **domače in zunanje šoke**. Države v procesu tranzicije so izpostavljene številnim domačim šokom, ki izhajajo iz zahtevnega procesa prilagajanja tržnemu gospodarstvu, ki terja številne reforme na praktično vseh ekonomskih področjih: deregulacija domačih cen, odprava subvencij, privatizacija, deregulacija in liberalizacija finančnega sistema in graditev ustreznih tržnih institucij, spremembe v fiskalni in plačni politiki. Hkrati pa so bile, zaradi liberalizacije zunanje trgovine in kapitalskih pritokov izpostavljene tudi pomembnim zunanjim šokom.
- **finančni sistem**, ki vpliva na transmisijski mehanizem in prenos ekonomskih motenj v inflacijo. Na splošno velja, da imajo manj razvite države in države na prehodu transmisijski mehanizem, ki ga je prav zaradi nujnosti številnih reform in prilagajanja tržnemu sistemu, težko kontrolirati. Načeloma velja, da denarna politika vpliva na inflacijo skozi številne kanale: obrestna mera, premoženje, tečaj, dostop do posojil itd. Relativni pomen kanalov pa je odvisen od razvitosti finančne strukture v ekonomiji, velikosti trga, razvitosti finančnega trga, deleža finančnega premoženja v BDP, stopnje zunanje odprtosti gospodarstva, oblikovanja pričakovanj, rigidnosti plač in cen ter režima deviznega tečaja. V majhnih odprtih ekonomijah je načeloma najpomembnejša posamična cena tečaj, ki vpliva tako na rezultate v plačilni bilanci, na premoženjski učinek, če imajo gospodinjstva in podjetja premoženje denominirano v tuji valuti (odvisno od stopnje euroizacije), pomembno pa vpliva tudi na domačo inflacijo, saj je v mnogih majhnih odprtih ekonomijah prav tečaj vodilni indikator inflacije.
- stopnjo pretekle **inflacije** in njeno vzdržnost, ki vpliva na oblikovanje inflacijskih pričakovanj in je pomembna za oceno hitrosti prenosa inflacijskih impulzov v inflacijo.

V procesu prilagajanja spremenjenim globalnim ekonomskim okoliščinam se kažejo nove **tendence v postavitvah denarnih strategij**, še posebej izrazito (Fisher, 2001) na področju tečajnega ciljanja.

Te tendence so:

- upadanje pomena ciljanja denarja in njegovo opuščanje zlasti v ekonomijah, ki so dosegle visoko stopnjo domače deregulacije in liberalizacije tekočih in finančnih transakcij s tujino.
- vmesno ciljanje tečaja zlasti t.i. mehki (soft) peg se, zaradi prepričljive nevezdržnosti v primeru mednarodnih finančnih kriz, opušča v smeri trdnega (hard) pega. Proces gre proti bolj ali manj fiksnim tečajem (nostalgija Bretton Woodsa) ali še bolj radikalnemu zasuku kot je currency board oziroma celo opustitve lastne valute. Druga smer je prav tako mejna in gre proti prosto plavajočemu tečaju (z vmesnimi različicami upravljanega drsenja).
- tretja smer, ki postaja vedno bolj aktualna, tudi v državah ki skromno izpolnjujejo zahtevne pogoje, pa je strategija inflacijskega ciljanja.

Prevladujoče razmišljanje je, da je za majhne odprte ekonomije, ki so v procesu prehoda iz centralnoplanskega v tržni sistem, politika tečaja ključnega pomena za izvedbo uspešnega prehoda. Pri izbiri tečajnega režima pa ni jasnega pravila.

Prevladujoča sta dva pogleda:

- **Anglo-Saxonski pristop**, ki smatra trdni (hard) peg kot enostavno "commitment" tehnologijo, ki zaradi visoke cene izhoda (exit) postavlja učinkovite omejitve ekonomski politiki, povečuje kredibilnost denarne politike in preprečuje špekulativne napade. Po drugi strani naj bi fleksibilni tečaj prav tako uspešno ščitil ekonomijo pred napadi špekulantov, ima pa lahko, zaradi volatilnosti tečaja negativen vpliv na majhne odprte ekonomije.
- **Kontinentalni pristop** je v tem pogledu nekoliko manj skeptičen do režimov prilagodljivega pega, saj povdarja majhnost in odprtost ekonomij, njihovo navezanost na ekonomsko razvite sosede ali območja (EU) ter politične želje teh (evropskih) držav za vstop v EU in EMU. Tak pogled ima pred očmi uspešne zglede, kot so Avstrija in Nizozemska, ki pa so za razliko od tranzicijskih držav imele na voljo precej daljše obdobje za izvedbo reform in ekonomsko prilagajanje.

Optimalni tečajni režim se lahko s časom tudi spreminja. Pomembno pa je zaporedje tečajnih režimov v različnih fazah procesa tranzicije, saj ima v majhnih in odprtih ekonomijah tečaj dvojno vlogo:

- zagotavlja zunanjo konkurenčnost in s tem vpliva na gospodarsko rast in razvoj,
- služi kot nominalno sidro domače cenovne stabilnosti.

Načeloma naj bi zaporedje sledilo sledečemu vzorcu:

- na začetku bolj ali manj trdni peg, ki naj omogoči kontrolo inflacijskih pritiskov pod vplivom liberalizacije in deregulacije doma in nasproti tujini, ter prispeva graditvi kredibilnosti makroekonomskih politik,
- po znižanju inflacije na zmerne ravni, sledi fleksibilnejši tečajni režim, ki naj skozi spremembe relativnih cen omogoči odpravo še preostalih distorzij in prispeva k izboljšanju vladnih financ in krepitvi finančnega sistema,
- ko so reforme in ustrezna prilagajanja končana sledi vrnitev na trdni peg v obliki fiksiranja tečaja na valuto pomembne partnerice (EU, ZDA) ali denarna uprava in celo odpoved lastni valuti.

Ker pa je za nastajajoče tržne ekonomije obramba relativno ozkega tečajnega pasu pred špekulativnimi napadi zelo problematična je Williamson (2000) predlagal alternativni tečajni režim, ki ga je poimenoval BBC aranžma (basket, band, crawl). Države po njegovem lahko začasno dovolijo gibanje tečaja tudi zunaj deklariranega ozkega pasu, da onemogočijo valutnim špekulantom enostranske stave, ki bi peljala do občutnih izgub deviznih rezerv.

TABELA 1: TEČAJNI REŽIMI V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

	DENARNA UPRAVA	FIKSNI	EKPLICITNI KORIDOR	URAVNAVANO DRSEČ	ŠIROK KORIDOR	DRSEČ
ČEŠKA		●	→		●	X
ESTONIJA	X					
MADŽARSKA		●	→	●	X	
POLJSKA		●	→	●	●	X
SLOVENIJA				X		
ALBANIJA						X
BOSNA	X					
BOLGARIJA	X					●
HRVAŠKA				X		
LATVIJA		X				
LITVA	X					
MAKEDONIJA				X		
ROMUNIJA				●		X
SLOVAŠKA				●		X

Vir: Hochreiter Eduard, 2000.

Iz tabele 1 so razvidni tečajni režimi, ki so jih tranzicijske države uporabljale v zadnjem desetletju. S puščico je nakazana smer njihovega spreminjanja. Velika večina držav je spreminjala tečajni režim iz fiksnega v bolj ali manj fleksibilen oziroma drseči tečaj. Izjema je Bolgarija, ki je iz režima denarnega ciljanja in prosto drsečega tečaja prešla v režim denarne uprave.

Državi, ki v omenjenem obdobju nista spreminjali tečajnega režima sta le dve: Estonija z denarno upravo (currency board) in Slovenija, ki se je že ob osamosvojitvi v letu 1991 opredelila za politiko denarnega ciljanja, hkrati pa izvaja politiko uravnavačo drsečega tečaja.

Obe državi sta tudi ekonomsko uspešni in sta uspešno preživelii večino mednarodnih finančnih kriz, prva v pogojih popolne liberalizacije kapitalskih pretokov in druga z uporabo kapitalskih kontrol.

Primer uspešnosti držav z diametralno nasprotnima tečajnima režimoma, kaže da je uspešen tečajni režim v veliki meri odvisen od notranje skladnosti denarne politike in koordinacije le-te z drugimi makroekonomskimi politikami, predvsem fiskalno in dohodkovno politiko države.

Na splošno torej velja, da mora biti uspešna denarna strategija in s tem tečajni režim kompatibilen z institucionalno strukturo in okoljem ekonomske politike.

### 3. KRITERIJI ZA IZBIRO VMESNEGA CILJA DENARNE POLITIKE

Režim **fiksnega deviznega tečaja** se priporoča za ekonomije (Williamson, 1991):

- ki so majhne in odprte,
- ki opravijo večji del svoje trgovinske menjave z ekonomijo, na katero valuto želijo vezati tečaj svoje valute,
- ki želijo voditi makroekonomsko politiko, katere cilj je podobna inflacijska stopnja kot v ekonomiji na katero valuto želijo vezati svojo valuto,
- ki imajo možnost in namen voditi makroekonomsko politiko in izvajati strukturne reforme, ki bodo zagotavljale kredibilnost in podpirale fiksni devizni tečaj.

Slovenija izpolnjuje prve tri pogoje. Ob dokaj visoki inflaciji pa bi fiksna vezava proti EUR pomenila hitro izgubljanje konkurenčnosti izvoznega gospodarstva. Moramo se namreč zavedati, da tečaj ni edini faktor, ki vpliva na domačo inflacijo. Poleg tega bi omenjeni tečajni režim direktno prenašal zunanje šoke na domačo ekonomijo, kar bi predvsem zaradi rigidnosti cen in plač povzročalo makroekonomska neravnotežja.

Podoben režimu fiksnega tečaja je t.i. "**currency board**", ki predstavlja skrajno obliko fiksiranja, saj se denar izdaja le preko monetizacije, "centralna banka" ni več "lender of last resort", izhod iz omenjenega režima pa je še dodatno otežen. Zaradi že zgoraj omenjenih razlogov ta ureditev za Slovenijo ne bi bila primerna.

Iz zgoraj povedanega tako za Slovenijo obstajajo naslednje možnosti ciljanja: denarno, "crawling peg" in inflacijsko. V tabeli 2 so te ureditve prikazane glede na kriterije, ki bi jih morali upoštevati pri izbiri vmesnega cilja denarne politike.

#### **Kratek povzetek**

**Zveza med vmesnim in končnim ciljem denarne politike:** Zveza med denarjem in inflacijo je odvisna od stabilnosti povpraševanja po denarju. Zveza med tečajem in inflacijo je v začetni fazi stabilizacije relativno jasna in visoka, pri nižji inflaciji odzivnost slabi. Za Slovenijo so mnenja deljena; zveza med denarjem in inflacijo ne obstaja (Mencinger), zveza med denarjem in tečajem na eni strani in inflacijo obstaja (Čufer, Plešec). Glede zveze med napovedano inflacijo (inflacijsko ciljanje) in dejansko inflacijo še nimamo izkušenj, v veliki meri pa je odvisna od pričakovanj in kredibilnosti centralne banke.

**Zmožnost kontrole vmesnega cilja s strani BS:** Odzivnost širokih denarnih agregatov na ukrepe denarne politike je šibkejša in zamik daljši kot pri ožjih denarnih agregatih. V Sloveniji zveza med primarnim denarjem (ali kakšno drugo instrumentalno spremenljivko) in širokim denarjem zaradi povečane mobilnosti kapitala in inovacij postaja vse šibkejša. Ob danem instrumentariju je najverjetneje zmožnost vpliva na devizni tečaj večja. Zaradi dokaj visokega deleža kontroliranih cen v CPI bi BS v primeru inflacijskega ciljanja morala izbrati nek "očiščen" indeks, pri čemer pa bi morala biti metodologija izračuna transparentna. Čeprav je tudi to vprašljivo zaradi pomembnih posrednih vplivov.

**Transparentnost, kredibilnost, zaveza (commitment), komunikacija z javnostmi:** Sedanje ciljanje širokega denarja je za javnost težko predstavljivo in dokaj netransparentno, zaradi dokaj širokega koridorja pa je tudi zaveza šibka. Pri "crawling peg" in inflacijskem ciljanju bi bila zaveza bistveno močnejša, pozitiven pa bi bil tudi vpliv na transparentnost in kredibilnost (vendar pa se pri nedoseganju cilja povečuje riziko izgube kredibilnosti). Omenjena režima bi zahtevala od BS okrepljeno komuniciranje z javnostmi (npr. Inflacijsko poročilo).

**Zamiki v podatkih:** V Sloveniji razpolagamo tako s podatki o inflaciji (ob koncu meseca CPI), tečaju (vsakodnevno) kot tudi o denarnih agregatih (na dnevni ravni s tedenskim zamikom).

**V katerih okoliščinah primerno?** Inflacijsko ciljanje naj bi bilo primerno za države, ki so že izvedle strukturno in tranzicijsko prilagajanje, bolj ali manj zaključile proces dezinflacije, imajo že dokaj močan finančni sistem in visoko koordinacijo med makroekonomskimi politikami. "Crawling peg" se predlaga državam, ki imajo šoke pri ponudbi denarja (monetarno nestabilnost), eurizacijo, fleksibilnost plač in cen, ni pa primeren v primeru možnosti nastanka večjih zunanjih šokov ali kriz. Nekateri avtorji (npr. Hochreiter) dajejo temu režimu velik pomen pri zlomu inflacijskih pričakovanj. Denarno ciljanje je primernejše v primeru nastanka realnih in finančnih šokov, kriz in špekulativnih napadov ter v nasprotju s preostalima obravnavanima režimoma omogoča lažje prilagajanje v primeru rigidnosti cen in plač. Pogoji za omenjeno ciljanje pa je stabilna funkcija povpraševanja po denarju. Za Slovenijo je po omenjenem kriteriju najprimernejše denarno ciljanje.

**Vpliv na ostale spremenljivke in obnašanje:** Stockman (1999) trdi, da denarno ciljanje povzroča večje variiranje realnega tečaja. Devizni tečaj pomembno vpliva tako na plačilno bilanco, inflacijo kot tudi na premoženje domačih subjektov v primeru visoke eurizacije. Vpliv napovedane inflacije na ostale spremenljivke je odvisen predvsem od kredibilnosti in zaupanja v centralno banko. BS v sedanjem režimu ciljanja denarja napove le koridor cilja in osnovne makroekonomske predpostavke. S tem ne vpliva pomembneje na pričakovanja o gibanju tečaja, inflacije, indeksacijskega faktorja itd. Z omenjenega vidika se nam tako zdita "crawling peg" oziroma inflacijsko ciljanje primernejši alternativni.

**Praksa:** Svetovna praksa in praksa tranzicijskih držav kaže na prednost denarnega in predvsem inflacijskega ciljanja pred režimom "crawling peg".

**Možnost izhoda:** Možnost izhoda je pri inflacijskem ciljanju in predvsem "crawling pegu" dokaj težka in ima navadno za posledico inflacijska pričakovanja, padec kredibilnosti in porast rizične premije. Stroški izhoda so navadno pri denarnem ciljanju nizki.

**TABELA 2: USTREZNOST POSAMEZNIH VRST TARGETIRANJ**

KRITERIJI/VRSTA TARGETIRANJ	DENARNO	"CRAWLING PEG"	INFLACIJSKO
Zveza s končnim ciljem	<ul style="list-style-type: none"> <li>Velikokrat zveza nestabilna, tudi zamiki, odvisna od strukture cen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obstaja zveza, zamiki, odvisna od strukture cen</li> <li>Fischer (2001): zveza obstaja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zveza med napovedano in realizirano inflacijo v veliki meri odvisna od pričakovanj in kredibilnosti centralne banke</li> </ul>
Zmožnost kontrole s strani centralne banke	<ul style="list-style-type: none"> <li>Omejena (prost pretok kapitala), večja pri ožje definiranih agregatih</li> <li>Tesna povezava med instrumenti in primarnim denarjem, povezava s končnim ciljem posredna in negotova: <ul style="list-style-type: none"> <li>- zveza med primarnim denarjem in denarno ponudbo</li> <li>- zveza med denarno ponudbo in končnim ciljem</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Odvisna od instrumentarija, problem šokov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Problem kontroliranih cen - če se jih izloči netransparentnost</li> <li>Odvisna od izbranega indeks inflacije (CPI, CORE, TRIM, izločitve kontroliranih cen in jakosti zveze med indeksom in instrumenti DP</li> </ul>
Transparentnost, komunikacija z javnostmi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Otežena, težko predstavljivo za javnost</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lahka, tečaj lahko predstavljen, v določenih primerih lahko netransparenten</li> <li>Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- lahko razumljivo za javnost</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lahka, v primeru neto inflacije lahko otežena</li> <li>Zahteva stalno komunikacijo CB z javnostjo, vlado in trgi. Obrazložitev ukrepov CB. Poročanje javnosti: inflacijsko poročilo, napovedi inflacije</li> </ul>
Kredibilnost (povezano s prejšnjo točko)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ne</li> <li>Kredibilnost oz. reakcije tržnih subjektov v skladu s postavljenim ciljem denarne politike je težko doseči in ohraniti, če ni podprta z uresničevanjem končnega cilja (izjema Bundesbank)</li> <li>Hochreiter (2000): jo je težko obdržati</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Srednje</li> <li>Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- kredibilnost povečuje</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Da</li> <li>Nujen pogoj uspešnosti, hkrati stopnjuje odgovornost CB za sledenje inflacijskemu cilju</li> </ul>
Zaveza (commitment)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ni tako očitna, v primeru neizpolnjevanja ni večjih posledic na kredibilnost</li> <li>Stockman (1999): realni tečaj bolj variira</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Močna, izguba kredibilnosti v primeru neizpolnjevanja</li> <li>Stockman (1999): <ul style="list-style-type: none"> <li>- močna zaveza</li> <li>- povečuje kredibilnost in vpliva na pričakovanja - lahko tudi z ostalimi ukrepi</li> <li>- najboljši signal</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Srednja, manjša izguba kredibilnosti v primeru neizpolnjevanja</li> <li>Mishkin (2000): Možna izguba kredibilnosti zaradi pretirane vneme in nepopustljivosti CB. Primer Čile: undershot IT povzročil recesije in upad GDP</li> </ul>
Indikatorji (zamik v podatkih)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ponekod problem, v Sloveniji ne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ni problem</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Navadno enomesečni zamik</li> <li>Dostop do glavnega indikatorja običajno na mesečni frekvenci. Ciljanje inflacije je informacijsko zahtevna strategija, saj se pri</li> </ul>

			odločitvah DP upoštevajo številne ekonomske sprememnljivke in ne le denarni agregati, tečaj in obrestne mere.
V katerih okoliščinah primerno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Paradoksalno, analiza funkcij povpraševanja po denarju v državah EGS pred vstopom v EMU so pokazale relativno stabilne funkcije povpraševanja po M1</li> <li>• Crockett (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- v razvijajočih se državah</li> <li>- v državah z nerazvitimi finančnimi kanali lahko služi kot: proxy rasti posojil in discipliniranju proračuna</li> <li>- države s stabilno funkcijo povpraševanja po denarju</li> <li>- za države, ki imajo težave pri operacionalizaciji ciljanja tečaja in inflacije, (zlasti pri slednji je lahko problem pomanjkanja ustreznega nabora strokovno usposobljenih ljudi)</li> </ul> </li> <li>• Berg, Borensztein(2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- realni šoki</li> <li>- asset substitution (cilja naj se denarni agregat, ki vključuje devizne vloge)</li> </ul> </li> <li>• Stockman (1999): <ul style="list-style-type: none"> <li>- generalno boljše rigidnost cen in plač, faktorska nemobilnost</li> <li>- realni šoki</li> <li>- zunanji nominalni šoki</li> <li>- bolj dolgoročni šoki</li> <li>- slabše razvit in manj stabilen finančni sistem</li> <li>- špekulativni napadi</li> </ul> </li> <li>• Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- visoki stroški za male države</li> <li>- če ni deviznih rezerv (Slovenija, Bolgarija)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Berg, Borensztein(2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- šoki na denarnem trgu</li> <li>- currency substitution</li> </ul> </li> <li>• Stockman (1999): <ul style="list-style-type: none"> <li>- šoki pri ponudbi denarja</li> </ul> </li> <li>• Fischer (2001): <ul style="list-style-type: none"> <li>- monetarna nestabilnost, odprte ekonomije</li> <li>- pri visoki inflaciji, pravočasen izhod</li> </ul> </li> <li>• Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- male države, visoka inflacija, šibke vlade</li> <li>- fleksibilnost plač</li> <li>- za emerging markets nevarno zaradi kriz (Mishkin)</li> <li>- države, ki se želijo priključit EMU (sosledje peg-float-peg)</li> </ul> </li> <li>• Crockett (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- primerna za zlom inflacijskih pričakovanj pri visokih stopnjah inflacije, v začetni fazi antiinflacijske strategije, v začetni fazi strukturnih reform,</li> <li>- za razvojem umik v trdni peg ali drseči tečaj</li> </ul> </li> <li>• Szapary, Jakab (1998) <ul style="list-style-type: none"> <li>- dvojna vloga v majhnih odprtih ekonomijah, ki sta lahko na kratek rok konfliktna <ul style="list-style-type: none"> <li>• zagotavljanje zunanje konkurenčnosti</li> <li>• nominalno sidro domače cenovne stabilnosti</li> </ul> </li> <li>- zato je pomembno pravilno zaporedje, običajno cenovna stabilnost (zlasti pri dezinflaciji iz večštevilčne inflacije) in nato konkurenčnost</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• V državah, ki so že zapustile za sabo tranzicijsko in strukturno prilagajanje in imajo izgrajen močan, trden finančni sistem.</li> <li>• Mishkin (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- po uspešno izpeljani dezinflaciji</li> <li>- v razvitih državah in NTE z razvitim kapitalskim in finančnih trgov</li> <li>- visoka koordinacija z drugimi makroekonomskimi politikami</li> </ul> </li> <li>• Crockett (2000), poleg zgornjih še posebej poudarja <ul style="list-style-type: none"> <li>- neovidsnost in kredibilnost CB s operativno avtonomijo za zasledovanje inflacijskega cilja</li> </ul> </li> </ul>
Zveza z instrumenti in indikatorji	<ul style="list-style-type: none"> <li>• je odvisna od stabilnosti funkcije povpraševanja po denarju in izbora vmesnega cilja (denarnega agregata). Načeloma velja, da se odzivnost z rastjo širine denarnega podaljšuje.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• v začetni fazi stabilizacije je zveza relativno jasna, visoka in odzivnost hitra, s časom zveza slabi in odzivnost podaljšuje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zvezo med indikatorji in ciljem IT zakrivajo dolgi odlogi med ukrepi DP in učinki na inflacijo, zato nujna stalna komunikacija z javnostjo</li> </ul>



Zmožnost odzivanja - na PB šoke	1. Da	1. Ne	1. Da
- inflacijske šoke			
- šoke pri plačah			
- šoke v aktivnosti			
Usklajenost ostalih ekonomskih politik	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne</li> <li>• Ni nujna vendar je potrebna, za uspešnost katerekoli strategije denarne politike na dolgi rok je koordinacija denarne, fiskalne, dohodkovne in strukturne politike nujen predpogoj</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Da</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Da</li> </ul>
Vpliv na ostale makroekonomske spremenljivke	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stockman 1999: - variranje realnega tečaja večje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Izboljšuje plačilno bilančni položaj, - vpliva na premoženje domačih subjektov (euroizacija) - rast BDP - vplivi so lahko tudi negativni naprimer na inflacijo, saj v mnogih državah služi kot leading indikator inflacije - spremembe v ravnovesnem tečaju imajo lahko pomemben vpliv na druge makroekonomske spremenljivke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Na dolgi rok ustvaja stabilno makroekonomsko okolje za razvoj in rast. Pomanjkljivosti na kratek rok: • Mishkin (2000): - povečuje nestabilnost BDP, - znižuje rast BDP, - ne mora preprečiti fiskalne dominacije, zato nujna koordinacija (glej prejšnjo točko) - fleksibilni tečaj, lahko povzroči nestabilnost finančnega sistema (še posebej če je država visoko eurizirana).</li> </ul>
Praksa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fischer (2001): - "svetovna" tendenca v obe skrajnosti - število držav z drsečim tečajem narašča - se upošteva tudi tečaj</li> <li>• Hochreiter (2000): - najvarnejše za centralno-evropske države (Bofinger, Wollmershauser)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fischer (2001): - na dolgi rok težko dosegljiv (predvsem, če se mobilnost kapitala povečuje) - kombinacija s kapitalskimi kontrolami - na dolgi rok neučinkovite (kasneje jih morajo nadomestiti supervizijske) - problem izhoda, kdaj?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fischer (2001): - se upošteva tudi tečaj - izgleda dobra izbira</li> <li>• Mishkin(2000) - CB uporablja vso razpoložljivo informacijo pri določanju najboljše postavitve instrumentov denarne politike - omejena diskrecija CB</li> </ul>
Problemi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• na denarno ciljanje vplivajo nenehne finančne inovacije, - notranja in zunanja kapitalska mobilnost, - stopnja euroizacije domačih imetij in obveznosti - nestabilen realni učinkoviti tečaj in njegovi učinki na širšo makroekonomsko stabilnost - substitucija vlog znotraj agregata - fluktuacija med denarjem in vlogami</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hochreiter (2000): - težko določiti ravnotežni tečaj - težko zoperstaviti domačim šokom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mishkin (2000): - lahko je preveč togo, - prevelika diskrecija CB, - ne preprečuje fiskalne dominacije - problemi v državah z visoko stopnjo euroizacije - ni neobčutljiva na zunanje šoke</li> </ul>

Možnost izhoda	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ni predvidena, velja bolj za tečajno ciljanje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- težka: inflacijska pričakovanja, padec kredibilnosti, slabšanje fiskalne pozicije, rizična premija naraste, Maastrichtski kriteriji</li> </ul> </li> </ul>	
Špekulacije	<ul style="list-style-type: none"> <li>Špekulacije so možne, če ni ustreznih kapitalskih kontrol ali v njihovi odsotnosti ustreznih supevizzijskih omejitev</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hochreiter (2000): <ul style="list-style-type: none"> <li>- odvrča špekulacije</li> <li>- občutljivost na šoke in krize</li> </ul> </li> </ul>	

#### 4. REZULTATI SIMULACIJ MODELA OB RAZLIČNIH VMESNIH CILJIH DENARNE POLITIKE

Uradni cilj Banke Slovenije je stabilna in nizka inflacija na ravni EU držav ter zagotavljanje stabilnosti domače valute. Te cilje Banka Slovenije zasleduje v okviru denarnega ciljanja in drsečega tečaja domače valute. Izbor te strategije ob osamosvojitvi v letu 1991 so narekovale objektivne zunanje okoliščine v katerih se je država znašla, zlasti pa dejstvo, da v izhodišču ni razpolagala z omembe vrednimi deviznimi rezervami.

Deregulacija in liberalizacija doma in nasproti tujini sta se izvajali postopno in uspešneje kot v večini tranzicijskih držav tudi zaradi dejstva da je bilo slovensko gospodarstvo že pred osamosvojitvijo tesno vpeto v gospodarske tokove razvitih zahodnih držav.

Prvotni vmesni denarni cilj M1 oziroma primarni denar je v letu 1997 zamenjan s strategijo ciljanja najširšega denarnega agregata M3. Ob deklariranem denarnem ciljanju pa je Banka Slovenije vseskozi aktivno izvajala tudi politiko uravnano vodenega drsečega tečaja tolarja. Namen takšne politike je bil, da se zagotovi in ohranja zunanja konkurenčnost, vzdržna gospodarska rast in postopno strukturno prilagajanje ekonomije prehodu na tržni sistem.

Da bi dobili odgovor na vprašanje o alternativni sedanji strategiji vmesnega ciljanja denarne politike smo pripravili modelsko oceno<sup>1</sup> vpliva zunanjega šoka (izvoz) in notranjega šoka (plače) na inflacijo in BDP ob nespremenjeni strategiji denarne politike in simuliranem prehodu na režim tečajnega ciljanja.

Rezultate simulacij, ob predpostavljenem modelu denarne politike, lahko strnemo v naslednje ugotovitve.

Nespremenjena strategija denarne politike ciljanja najširšega agregata M3 je bolj primerna in se robustno odziva na domače in zunanje šoke v primeru končnega cilja inflacije. Ta se namreč v primeru šoka plač na dolgi rok ne spremeni, v primeru šoka z izvozne strani pa se celo zmanjša. Kontrola nad inflacijo z nominalnim sidrom denarnega agregata M3 ima svojo ceno v povečani variabilnosti BDP in sicer pretežno v smeri njegovega zmanjševanja.

Šok na plače, se ob predpostavljenem denarnem stiskanju, ne prenese neposredno v domače cene, ampak se preko povečane kupne moči gospodinjstev (pri danem tečaju) realizira v povečanem primanjkljaju plačilne bilance in zmanjšanju BDP.

Šok v izvozu povzroči povečano ponudbo deviz, ki ob denarnem stiskanju pritiska na apreciacijo tečaja domače valute in posredno preko nje na znižanje domače inflacije. Oboje povratno vpliva na zmanjšanje dohodka podjetij in v končni fazi na zmanjšanje BDP.

V primeru strategije tečajnega ciljanja vplivata oba, tako domači kot zunanji šok zelo podobno. Inflacija se poveča, ravno tako pa BDP.

<sup>1</sup>Na podlagi modela: Aleš Delakorda, Denarna politika v majhnem ekonometričnem modelu, Prikazi in analize Banke Slovenije, Ljubljana, št. 2/junij, VIII/2000.

V vseh opisanih primerih gre pretežno za trade-off med inflacijo in BDP. Z opisanimi simulacijami se izkaže (ob postavljenem modelu!!), da tako ob plačnem kot ob izvoznem šoku fiksiranje tečaja bolj ugodno deluje na rast BDP, fiksiranje M3 pa na zniževanje inflacije.

## 5. SKLEP

Tako tendence v svetu kot primernost posameznih vmesnih ciljev glede na kriterije nam ne dajo dokončnega odgovora o optimalni strategiji denarne politike za Slovenijo v naslednjih letih.

Na odločitve, kateri tečajni režim in kateri način ciljanja je najprimernejši za Slovenijo je ključnega pomena:

- v kolikšni meri centralna banka meni, da lahko računa na podporo ostalih ekonomskih politik,
- v kolikšni meri in na kakšen način namerava izvajati komunikacijo z javnostmi,
- kakšni so šoki, ki jih centralna banka pričakuje v prihodnosti.

## 6. LITERATURA

Bišev Gligor: Strategija upravljanja z monetarno ponudbo, Bančni Vestnik 1-2/1996, Ljubljana.

Bole Velimir: Reakcijska funkcija denarne politike in plačilna bilanca.

Beddies Christian H: Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theoris, IMF WP 140, August 2000.

Blejer Mario I., Leone Alfredo M., Rabanal Pau, Schwartz Gerd: Inflation Targeting in the Context of IMF - Supported Adjustment Programs, IMF WP 31, 2001.

Christoffersen Peter: Torsten Slok in Robert Wescott, Is inflation targeting feasible in Poland, Economics of Transition, Volume 9 (1), 153-174.

Clifton Eric V.: Inflation Targeting: What Is the Meaning of the Bottom of the Band?, IMF Policy Discussion Paper, PDP 8, 1999.

Corker Robert, Beaumont Craig, Van Elkan Rachel, Iakova Dora: Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies - Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession, IMF Policy Discussion Paper, PDP 3, 2000.

Crockett Andrew: Monetary policy objectives in emerging markets in light of the Asian crisis, Monetary Policy Frameworks in a Global Context, Edited by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, Bank of England, CCBS, ROUTLEDGE, New York, 2000.

Darvas Zsolt, Szapary Gyorgy: Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter?, International Finance 3:1, 2000, Blackwell Publishers Ltd. 2000.

Eichengreen Barry: Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?, University of California, Berkley, March 2001.

Festič Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (1), Bančni Vestnik 3/2001, Ljubljana.

Festič Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji (2), Bančni Vestnik 4/2001, Ljubljana.

Fischer Stanley: Exchange Rate Regimes: is the bipolar view correct.doc• : Is the Bipolar View Correct, IMF, January, 2001.

Gerlach Stefan, Svensson Lars E. O.: Money and Inflation in the EURO area: A Case for Monetary Indicators?, NBER Working Paper Series, December 2000.

Isard Peter, Laxton Douglas, Eliasson Ann-Charlotte: Inflation Targeting with NAIRU Uncertainty and Endogenous Policy Credibility, IMF WP 7, 2001.

Hochreiter Eduard: Exchange rate regimes and capital mobility: issues and some lessons from central and eastern European applicant countries, The North American Journal of Economics and Finance 11, 2000.

Knight Malcolm (Interview): Canada's inflation - targeting regime provides transparency and effective nominal anchor, IMF Survey, March 5, 2001.

Masson Paul R.: Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU, IMF Policy Discussion Paper, PDP 5, July 1999.

McCallum Bennett: Should Monetary Policy respond strongly to Output Gaps, NBER WP Series 8226, April 2001.

McCallum Bennett: Inflation Targeting and The Liquidity Trap, NBER WP 8225, April 2001.

Mishkin Frederic S: Inflation Targeting in Emerging Marcet Countries, NBER WP series 7618, March 2000.

Monacelli Tommaso: Into the Mussa Puzzle: Monetary Policy Regimes and the Real Exchange Rate in a Small Open Economy, New York University, January 1999.

Pakko Michael R.: The FOMC in 1993 and 1994: Monetary Policy in Transition, FED, Banko of St. Louis, Review, Marec/April 1995.

Sjekloča Marko: Centralna banka in denarna politika v Latinski Ameriki, Bančni Vestik 3/2001, Ljubljana.

Stock James H, Watson Mark H.: Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices, NBER WP 8180, March 2001.

Stockman Alan C.: Choosing an exchange-rate system, Journal of Banking & Finance 23, 1999.

Stracca Livio: The Funcional form of the Demand for EURO Area M1, ECB, WP 51, March 2001.

Sundararajan V., Lazare Michael, Williams Sherwyn: Exchange Rate Unification, the Equilibrium Real Echange Rate, and Choice of Exchange Rate Regime: The Case of the Islamic Republic of Iran, IMF WP 15, 1999.

Sutherland Alan: Inflation Targeting in a Small Open Economy, University of St. Andrews and CEPR, December 2000.

Szapary Gjorgy, Jakab Zoltan M: Exchange Rate Policy in Transition Economies: The Case of Hungary, Journal of Comparative Economics 26, revised September 1998.

Szapary Gyorgy: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU, NBH Working Paper 7, Oktober, 2000, Budapest .

Taylor John B.: The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules.

Vetlov Igor: Dollarization in Lithuania: An Econometric Approach, Bank of Finland, Discussion Papers, BOFIT, No. 1, 2001.

**REZULTATI SIMULACIJ MODELA OB ALTERNATIVNIH ŠOKIH IN RAZLIČNIH VMESNIH CILJIH DENARNE POLITIKE**

**Potek simulacije:**

1. Simulacija modela do 2004:4 (obdobje 1995:1-2004:4) ob izbranih vrednostih eksogenih spremenljivk
2. Ločena šoka (izvoz in plače povečanje po 1%) za obdobje 2001:1-2001:4, novi simulaciji za vsak šok posebej (ti dve simulaciji predstavljata osnovo v točki 4) in pregled odzivnosti spremenljivk
3. Ob vsakem od obeh šokov iz točke 2 fiksiranje tečaja oziroma denarja M3 za obdobje 2001:1-2004:4
4. Analiza obnašanja posameznih spremenljivk ob predpostavki fiksiranja spremenljivke (tečaj, M3) in šoka (izvoz, plače)

**Ad1) Predpostavke:**

BDP tujine 2,8% (2001), 2,6% (2002-2004)  
 Tuje cene 2,2% (2001), 2,1% (2002), 1,9% (2003-2004)  
 Zaposlenost 1% (2001-2004)

Model konvergira.  
 Rezultati so zgolj orientacijski (povprečne letne stopnje rasti)

	2001	2002	2003	2004
Inflacija	7,1	4,6	3,8	3,3
BDP	4,2	1,5	2,1	2,4
Tekoči račun (v %BDP)	-3,3	-3,5	-2,6	-1,3
M3	15,2	8,8	6,7	6,0
Plače	10,0	4,3	4,7	4,7

**Ad2) Odzivnost spremenljivk na oba šoka je precej različna**

Tabela: Prikaz odzivnosti posameznih spremenljivk v primeru šoka glede na simulacijo brez šoka

	Šok na izvoz	Šok na plače
Inflacija	Ni odziva	Enakomeren odziv. Do konca trajanja šoka (4 kvartale) nihaj navzdol do maksimuma znižanja 0,15 o.t., nato enak nihaj navzgor, ki se zaključi v 7 kvartalih.
BDP	Volatilen odziv. Takojšnja reakcija z maksimumom 0,6% in upešanje po štirih kvartalih, ko zaniha navzdol do 0,2%. V enem letu po koncu šoka ni več odziva.	Nihaj navzgor. Trajanje 8 kvartalov, maksimum 0,2%. Ustaliitev na 0,05%.
Tekoči račun	Enako kot pri BDP.	Enako kot pri BDP.
M3	Nihaj navzgor. Takojšen odziv, maksimum 0,1% 4 kvartale po začetku šoka, nato umiritev pri 0,2%.	Enakomeren odziv. Najprej nihaj navzdol (4 kvartal po začetku šoka) maksimuma 0,1%, nato nekoliko večji nihaj navzgor do 0,15%. (3 kvartale po koncu šoka) in nato zmanjševanje, ki pa se ne ustali
Plače	Nihaj je zelo podoben tistemu pri BDP.	Nihaj, ki se izrabi 7 kvartalov po koncu šoka.

**Ad3) Fiksiranje je izvedeno tako, da je v 1. iteraciji vrednost tečaja oziroma M3 v obdobju 2001:1-2004:4 enaka vrednosti iz 2000:4.**

**Ad4) Rezultati**

1. Šok na plače (1.,2. vrstica pri spremenljivki):

Fiksni tečaj (1. vrstica):

Inflacija v primeru fiksnega tečaja ob šoku plač v primerjavi z inflacijo samo v primeru šoka plač je večja, razlika pa doseže maksimum v sredini prvega leta po nastanku šoka (1,4 odstotne točke). Tudi BDP se v primeru fiksnega tečaja poveča, razlika pa doseže maksimum (1%) v istem obdobju kot pri inflaciji.

Fiksni M3 (2. vrstica):

Inflacija ostane praktično nespremenjena. BDP se zmanjša, razlika med BDP v primeru fiksnega M3 in šoka na plače ter BDP v primeru šoka na plače pa se skozi celotno opazovano obdobje povečuje.

2. Šok na izvoz (3.,4. vrstica pri spremenljivki)

Fiksni tečaj (3. vrstica):

Inflacija je višja kot brez fiksnega tečaja. V času trajanja šoka se poveča nekoliko manj kot v primeru šoka na plače, nato se razlika med inflacijo ob fiksnem tečaju in šoku na izvoz ter inflacijo ob šoku na izvoz ter inflacijo v primeru šoka na plače nekoliko poveča, v tretjem letu po šoku pa se spet zmanjša. Tudi BDP je višji kot brez fiksacije tečaja in se obnaša podobno.

Fiksni M3 (4. vrstica):

Inflacija se zmanjša, razlika med inflacijo s fiksnim M3 in izvoznem šoku ter inflacijo ob izvoznem šoku pa doseže minimum (-0,24 o.t.) znotraj intervala trajanja šoka. Tudi BDP se zmanjša, zmanjševanje se stopnjuje skozi celotno opazovano obdobje, BDP pa pade bolj kot v primeru plačnega šoka.

Tabela: Razlika med simulacijo s fiksno spremenljivko (tečaj, M3) ter šokom (izvoz, plače) in simulacijo s šokom (v odstotkih oziroma odstotnih točkah) za BDP in inflacijo\*

Fix_sok_tab	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
	2001				<u>2001</u>
Inflacija (fix_tecaj-sok_place)	0.04	0.34	0.64	0.91	0.48
Inflacija (fix_m3-sok_place)	8.E-05	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
Inflacija (fix_tecaj-sok_izvoz)	0.02	0.30	0.61	0.91	0.46
Inflacija (fix_m3-sok_izvoz)	-0.1657	-0.2299	-0.2410	-0.2212	-0.2145
BDP (fix_tecaj-sok_place)	0.10	0.47	0.58	0.71	0.46
BDP (fix_m3-sok_place)	0.0002	0.0001	0.0001	-0.1543	-0.0385
BDP (fix_tecaj-sok_izvoz)	0.01	0.45	0.57	0.75	0.45
BDP (fix_m3-sok_izvoz)	-0.29	-0.15	-0.12	-0.36	-0.23
	2002				<u>2002</u>
Inflacija (fix_tecaj-sok_place)	1.31	1.40	1.39	1.28	1.34
Inflacija (fix_m3-sok_place)	4.E-05	5.E-06	-5.E-06	2.E-06	1.E-05
Inflacija (fix_tecaj-sok_izvoz)	1.37	1.51	1.49	1.34	1.43
Inflacija (fix_m3-sok_izvoz)	-0.0454	0.0174	0.0219	-0.0023	-0.0021
BDP (fix_tecaj-sok_place)	0.95	0.99	0.89	0.74	0.89
BDP (fix_m3-sok_place)	-0.4292	-0.6824	-0.9162	-1.1154	-0.7858
BDP (fix_tecaj-sok_izvoz)	1.03	1.06	0.92	0.74	0.94
BDP (fix_m3-sok_izvoz)	-0.68	-0.91	-1.18	-1.36	-1.03
	2003				<u>2003</u>
Inflacija (fix_tecaj-sok_place)	1.04	0.82	0.65	0.52	0.76
Inflacija (fix_m3-sok_place)	6.E-06	6.E-06	3.E-06	6.E-07	4.E-06
Inflacija (fix_tecaj-sok_izvoz)	1.03	0.75	0.55	0.41	0.68
Inflacija (fix_m3-sok_izvoz)	-0.0135	-0.0114	-0.0042	0.0004	-0.0072
BDP (fix_tecaj-sok_place)	0.73	0.69	0.58	0.46	0.61
BDP (fix_m3-sok_place)	-1.2936	-1.4578	-1.5794	-1.7460	-1.5192
BDP (fix_tecaj-sok_izvoz)	0.69	0.63	0.52	0.40	0.56
BDP (fix_m3-sok_izvoz)	-1.54	-1.68	-1.80	-1.96	-1.75
	2004				<u>2004</u>
Inflacija (fix_tecaj-sok_place)	0.35	0.17	0.03	-0.08	0.12
Inflacija (fix_m3-sok_place)	-2.E-07	-1.E-07	2.E-07	3.E-07	5.E-08
Inflacija (fix_tecaj-sok_izvoz)	0.25	0.10	-0.04	-0.14	0.04
Inflacija (fix_m3-sok_izvoz)	0.0012	0.0002	-0.0005	-0.0006	0.0001
BDP (fix_tecaj-sok_place)	0.40	0.33	0.24	0.16	0.28
BDP (fix_m3-sok_place)	-1.8554	-1.9903	-2.0752	-2.2467	-2.0419
BDP (fix_tecaj-sok_izvoz)	0.36	0.29	0.20	0.12	0.24
BDP (fix_m3-sok_izvoz)	-2.07	-2.20	-2.28	-2.46	-2.25

\* spremenljivke v tabeli pomenijo npr.:

inflacija (fix\_tecaj-sok\_place)

razlika med inflacijo ko obstajata plačni šok in fiksacija tečaja (4. točka) ter inflacijo ko velja le plačni šok (2. točka)

