

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

MONETARNA POLITIKA VELIKE BRITANIJE

Ljubljana, marec 2007

ANDRAŽ DOLEŽAL

IZJAVA

Študent Andraž Doležal izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Ivana Ribnikarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

1	Uvod	1
2	Teoretični koncept monetarne politike	2
2.1	Vloga denarne politike v gospodarstvu	2
2.2	Zakaj je inflacija škodljiva	4
2.3	Ciljanje inflacije	5
2.4	Inflacijska pričakovanja	6
3	Angleška centralna banka	8
3.1	Razvoj banke	8
3.2	Nov koncept denarne politike od leta 1997	10
3.2.1	Ogrodje nove monetarne politike	11
3.3	Struktura Bank of England	12
4	Odbor za monetarno politiko	18
4.1	Ustanovitev in glavne pristojnosti	18
4.1.1	Razlogi za ustanovitev MPC	19
4.1.2	Ciljanje inflacijske stopnje	20
4.2	Proces odločanja o višini obrestne mere	20
4.3	Inflacijsko poročilo	22
4.4	Transmisijski mehanizem	24
4.4.1	Vpliv na denarni trg in trg kapitala	25
4.4.2	Vpliv na potrošnjo in investicije	26
4.4.3	Vpliv na BDP in inflacijo	27
4.5	Sprememba ciljne inflacijske stopnje	29
4.5.1	Razlike med indeksoma RPIX in CPI	30
5	Izvajanje monetarne politike: operacije Bank of England na šterlinškem denarnem trgu	31
5.1	Operacije na denarnem trgu pred letom 2006 in razlogi za reformo	32
5.2	Operacije na šterlinškem denarnem trgu od leta 2006	34
5.3	Delovanje denarnega trga od leta 2006	35
5.4	Primerjava z ostalimi državami	40
6	Sklep	42
	Literatura	44
	Viri	45
	Slovarček tujih izrazov	

1 Uvod

Le pet dni po parlamentarnih volitvah v Veliki Britaniji maja leta 1997 je novi minister za finance Gordon Brown naznanil, da se je nova vlada odločila spremeniti dotedanji režim delovanja angleške centralne banke (Bank of England). V svojem govoru je označil dotedanji režim kot nevreden zaupanja, ker je pod prevelikim vplivom kratkoročnih političnih interesov. Nov režim naj bi zagotovil, da se bodo odločitve o višini obrestnih mer sprejemale na podlagi dolgoročnih interesov gospodarstva, kar bo omogočilo večjo stabilnost, s tem pa boljše pogoje za višje investicije, večjo gospodarsko rast in nižjo stopnjo brezposelnosti. Njegova izjava je bila v skladu z Manifestom Laburistične stranke v katerem je zapisano: »Reformirali bomo angleško centralno banko s čimer bomo zagotovili večjo učinkovitost, transparentnost in neodvisnost denarne politike.« (Monetary Policy of the Bank of England – Report, 1999, str. 1).

Nov režim je bil kmalu v veljavi. Od junija 1997 naprej je višino obrestnih mer določal novoustanovljeni Odbor za monetarno politiko (Monetary Policy Committee), centralna banka pa je dobila novo strategijo, po kateri je njena ključna naloga ohranjanje denarne in finančne stabilnosti. Leta 1998 je bil sprejet Zakon o Angleški Banki (Bank of England Act 1998), ki je formalno uveljavil nove spremembe na področju denarne politike. V naslednjih letih so bili sprejeti tudi dodatni predlogi, ki so dopolnili nov režim delovanja denarne politike in razjasnili pristojnosti institucij, ki so odgovorne za delovanje denarne politike.

Ob približujoči se deseti obletnici delovanja novega režima denarne politike lahko ugotovimo, da je reforma v večji meri uresničila obljube nove vlade in ministra Browna. Britanska ekonomija je v naslednjih letih dosegala nadpovprečno visoke stopnje rasti, brezposelnost je najnižja v zadnjih petindvajsetih letih, inflacija pa je nizka in se giblje okoli ciljne stopnje 2%, kot jo je določilo ministrstvo za finance (HM Treasury). Gospodarstvo je bilo razmeroma imuno na zunanje šoke in tudi po naraščajočih cenah nafte je agregatno povpraševanje naraščalo, inflacija pa se je dvignila le za pol odstotne točke. V zadnjem Inflacijskem poročilu avgusta 2006 je Bank of England ocenila, da se bodo tudi v prihodnje nadaljevali pozitivni trendi na področju gospodarske rasti.

Ta diplomatska naloga obravnava delovanje denarne politike v Veliki Britaniji po reformi iz leta 1997 in poskuša navesti ključne razloge za njeno nadpovprečno uspešnost. V prvem poglavju je predstavljen teoretični koncept denarne politike na katerem je temeljila reforma iz leta 1997. Ta del se nanaša predvsem na koncept ciljanja inflacijske stopnje in koncept neodvisnosti centralne banke. Ta dva koncepta predstavljata temelj reforme iz leta 1997, pomembna pa sta tudi v drugih državah. Razložena je tudi vloga denarja v gospodarstvu. Drugo poglavje je posvečeno najpomembnejši instituciji britanske denarne politike – angleški centralni banki. Na začetku poglavja je predstavljen razvoj Bank of England iz komercialne banke v centralno banko. Analizirana je strategija in glavni cilji Banke in odnos med vlado in njeno fiskalno politiko na eni strani ter Banko in denarno politiko na drugi strani. Omenjeno je tudi delovanje Banke na trgu deviznega tečaja in vloga Banke v mednarodnih rezervah tujih valut in zlata. V tretjem

poglavju je predstavljen Odbor za monetarno politiko (Monetary Policy Committee – MPC), ki predstavlja najpomembnejšo spremembo v primerjavi s prejšnjimi režimi. V tem delu je razložen potek sprejemanja uradne obrestne mere v Odboru, in transmisijski mehanizem monetarne politike. Četrto poglavje je bolj tehnične narave. V njem obravnavam implementacijo monetarne politike na šterlinškem denarnem trgu. Gre za način izdajanja denarja centralne banke, sheme rezerv komercialnih bank in operacije Bank of England na odprtem denarnem trgu. V tem delu je obrazložena vloga centralne banke kot varovalke finančne stabilnosti. Sledi zaključek.

2 Teoretični koncept denarne politike

2.1 Vloga denarne politike v gospodarstvu

V splošnem bi lahko vlogo denarne politike v gospodarstvu povzeli v dveh tezah. Prva teza, ki je prevladovala v prvi polovici 20. stoletja je, da lahko država oziroma njena centralna banka s povečevanjem ali zmanjševanjem količine denarja v obtoku direktno vpliva na realne spremenljivke, kot so agregatno povpraševanje, gospodarska rast in zaposlenost. To tezo lahko izrazimo v štirih enačbah:

$$D = f(M, i, E(\pi)) \quad (1)$$

$$S = f(\pi - E(\pi)) \quad (2)$$

$$M_D = f(D, i) \quad (3)$$

$$M_S = f(D, i, \pi) \quad (4)$$

(King, 2002)

Prva enačba prikazuje odvisnost agregatnega povpraševanja od količine denarja v obtoku, obrestne mere in od pričakovane inflacije. S povečanjem količine denarja v obtoku torej centralna banka preko obrestne mere vpliva na povečanje agregatnega povpraševanja in s tem na gospodarsko rast. Posledično se pričakuje porast cen. To funkcijo imenujemo IS krivulja.

Druga enačba prikazuje ponudbeni del ekonomije. Agregatna ponudba je odvisna od razlike med dejansko in pričakovano inflacijo. S povečanjem količine denarja v obtoku se poveča agregatno povpraševanje, posledično se pričakuje dvig ravni cen, na kar ponudniki odgovorijo z večjo ponudbo. Večja agregatna ponudba pomeni povečanje investicij in zaposlenosti. Ta funkcija je Phillipsova krivulja.

Tretja enačba pojasnjuje povpraševanje po denarju z agregatnim povpraševanjem in obrestno mero. S povečanjem agregatnega povpraševanja ekonomski subjekti potrebujejo dodatne likvidne rezerve, kar poveča povpraševanje po denarju. Od višine obrestne mere pa je odvisna občutljivost povpraševanja po denarju na agregatno povpraševanje. Ta funkcija je LM krivulja.

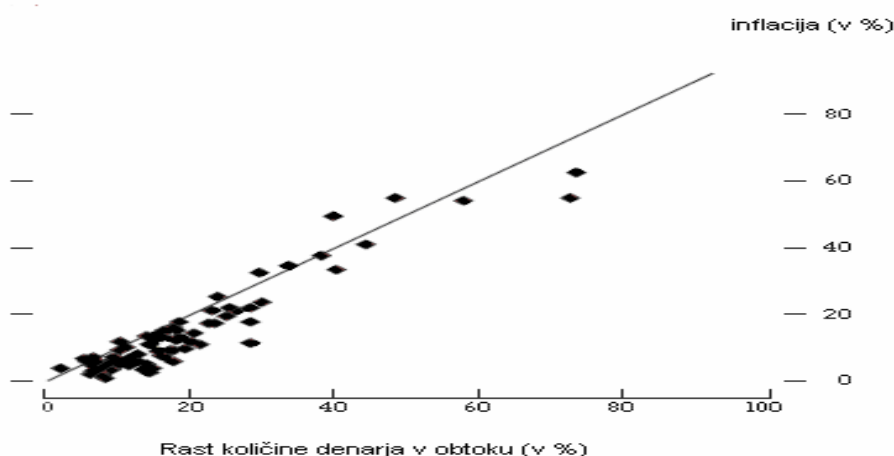
Četrta enačba pojasnjuje količino denarja v obtoku, ki jo določi centralna banka. Centralna banka bo določila količino denarja v obtoku glede na agregatno povpraševanje, obrestno mero in inflacijo. Če predpostavimo enakost $D = S = M_D = M_s$, lahko določimo ponudbo (oz. BDP), inflacijo, obrestno mero in količino denarja v obtoku. Enakost zgoraj prikazanih funkcij predstavlja standardni monetarni model¹.

Druga teza, ki se je pojavila v šestdesetih letih, monetarni politiki ne pripisuje več vpliva na realne spremenljivke. Količina denarja v obtoku po mnenju monetaristov, ki so zagovorniki druge teze, na dolgi rok ne vpliva na realne spremenljivke, temveč samo na inflacijo. Ta teza je postala še posebno aktualna v sedemdesetih letih, ko se je večina držav soočala z visoko inflacijo.

Monetarna politika vpliva na realne spremenljivke samo na kratek rok zaradi togosti prilagajanja na monetarne spremembe. S povečanjem količine denarja v obtoku centralna banka vpliva na znižanje obrestnih mer, kar poveča agregatno povpraševanje. Zaradi togosti plač in cen se poveča agregatna ponudba. Na daljši rok pa se na povečano agregatno povpraševanje odzovejo tudi plače in cene, kar agregatno ponudbo vrne na prvotno raven, povišajo se le stroški in nivo cen.

Statistični podatki nam potrjujejo pravilnost druge teze. Na prvi sliki je prikazana povezava med letno inflacijo in rastjo količine denarja v obtoku. Vidimo, da na dolgi rok povečanje količine denarja v obtoku vpliva na povečanje inflacije.

Slika 1: Letna inflacija in rast količine denarja v obtoku* v obdobju 20 let v različnih državah

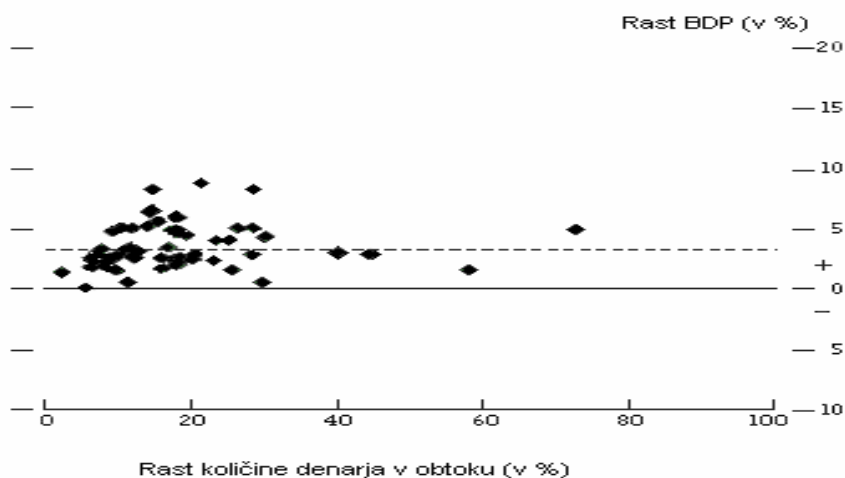


*gre za denar v širšem smislu, torej denar komercialnih bank. Podobne rezultate dobimo, če opazujemo količino denarja v ožjem smislu, torej denar centralnih bank.

Vir: King, 2002, str. 165.

¹ Glej King, 2002, str.168.

Slika 2: Letna rast količine denarja v obtoku* in gospodarska rast v obdobju 20 let v različnih državah



*gre za denar v širšem smislu

Vir: King, 2002, str.166.

Slika 2 nam potrjuje pravilnost druge teze. Na dolgi rok ne obstaja pozitivna korelacija med količino denarja v obtoku in gospodarsko rastjo.

Zaradi navedenih ugotovitev je v sedemdesetih letih prišlo do velikih sprememb v vodenju monetarne politike. Velika večina držav je določila stabilnost cen za najpomembnejši cilj centralne banke, gospodarska rast, brezposelnost in druge realne spremenljivke so postale skrb fiskalne politike.

2.2 Zakaj je inflacija škodljiva

Obstaja veliko razlogov za to, da je pomembna naloga vsake centralne banke, da si prizadeva za nizko in stabilno inflacijo. Med temi razlogi so:

- 1.) Inflacija znižuje vrednost dohodkov in premoženja. Ekonomski subjekti trošijo svoje premoženje, da se izognejo tej izgubi.
- 2.) Če so cene in plače toge (lepljive), inflacija popači relativne cene in realne plače, zaradi česar trg izgubi možnost učinkovite razporeditve resursov.
- 3.) Inflacija lahko negativno vpliva preko davčnih stopenj. Če se dohodki povečujejo samo nominalno, ne pa tudi realno, so podjetja relativno bolj obdavčena, kar znižuje njihovo stimulacijo za investiranje.
- 4.) Tudi nižje stopnje inflacije so lahko na dolgi rok škodljive, ker otežujejo planiranje gospodinjstev in podjetij, zlasti kadar je inflacija nestanovitna.

- 5.) Inflacija je nepravilna in neučinkovita. Zaradi inflacije se viri prenašajo iz subjektov, ki imajo fiksne dohodke, k subjektom, ki lahko svoje dohodke prilagodijo oz. zaščitijo pred inflacijo. Inflacija povečuje razlike med revnimi in bogatimi.

Opozoriti je treba na to, da je tudi ničelna inflacija ali celo deflacija lahko škodljiva. Zmerjena inflacija lahko presega dejansko inflacijo predvsem zaradi neupoštevanja izboljšane kvalitete novih proizvodov, zato bi prizadevanje za ničelno inflacijo lahko dejansko pomenilo prizadevanje za deflacijo, oziroma centralna banka bi vodila preveč restriktivno monetarno politiko. Poleg tega zmerna inflacija omogoča realno zniževanje cen in plač. Predvsem plače so običajno navzdol nefleksibilne, kar povzroča večjo brezposelnost kadar je gospodarstvo v recesiji. V primeru nefleksibilnih plač lahko torej inflacija pozitivno vpliva na zaposlenost.

Zaradi navedenih ugotovitev je večina centralnih bank sprejela načelo simetričnega ciljanja inflacije. Tako previsoka kot tudi prenizka inflacija negativno vpliva na gospodarstvo. Centralna banka mora odstopanja od ciljne inflacijske stopnje v pozitivno ali negativno smer obravnavati kot enako škodljivo.

2.3 Ciljanje inflacije

V ekonomski teoriji prevladuje prepričanje, da gospodarstvo s plavajočim deviznim tečajem in prostimi tokovi kapitala potrebuje t.i. nominalno sidro, ki zadržuje rast cen². V preteklosti je bil to najprej zlati standard, ki je omejeval rast cen s prostim uvozom in izvozom zlata. Po drugi svetovni vojni je bil uveden sistem Bretton Woods, po katerem so bile vse valute vezane na vrednost dolarja in efektivno je to pomenilo, da je bila rast cen v ostalih državah odvisna od inflacije v ZDA. Konec šestdesetih let pa je inflacija v ZDA začela strmo naraščati, kar je pripomoglo k razpadu Bretton Woodsa leta 1971. Države so morale najti novo monetarno sidro.

Večina držav je začela nadzorovati količino denarja v obtoku, vendar kljub temu večina centralnih bank ni bila uspešna pri nadziranju inflacije. Izkazalo se je namreč, da je potrebno količino denarja težko določati, ker v gospodarstvu prihaja do nepričakovanih sprememb povpraševanja po denarju, ki so večkrat posledica neekonomskih ali nejasnih dejavnikov, liberalizacija financ in spremembe v tehnologiji plačevanj in poravnjav pa so še povečale velikost teh sprememb. Tako je lahko centralna banka vodila preveč ali premalo ekspanzivno monetarno politiko, kar je vodilo v velika nihanja inflacije pa tudi gospodarske rasti.

Nekatere centralne banke so zadrževale inflacijo z vezavo vrednosti domače valute na valute držav, ki so imele razmeroma nizko inflacijo (v Evropi je veliko držav vezalo svojo valuto na nemško marko). Problem se je pojavil kadar so bile države v različnem gospodarskem ciklu. V

² Glej npr. Wickens, 2005, str. 4.

tem primeru je bilo potrebno valuto devalvirati ali revalvirati, kar je zopet vodilo v nepotrebna nihanja.

V devetdesetih letih je večina centralnih bank sprejela t.i. sistematično monetarno politiko. V tem primeru gre za vnaprej določeno ciljno stopnjo inflacije, ki jo centralna banka poskuša doseči s spreminjanjem obrestne mere. V primeru neodvisnih centralnih bank ciljno stopnjo inflacije določi banka sama, odvisnim centralnim bankam pa jo določi ministrstvo za finance ali drug vladni oddelek. Centralne banke se držijo v naprej postavljenih pravil, ki določajo kdaj in v kolikšni meri bodo reagirale na morebiten porast cen.

V teoriji tako politiko predstavlja Taylorjevo pravilo, predstavljeno z enačbo

$$r = p + 0.5y + 0.5(p-a) + 2 \quad (\text{Mihailov, 2006, str. 10})$$

Taylorjevo pravilo določa višino obrestnih mer glede na inflacijo in gospodarsko rast. r je obrestna mera, p je stopnja inflacije y pa je oddaljenost realnega BDP od ciljnega BDP. Prva konstanta a predstavlja ciljno stopnjo inflacije, druga konstanta 2 pa ravnotežno realno obrestno mero, ki omogoča doseči dolgoročno gospodarsko rast (določena po empiričnih podatkih za ameriško gospodarstvo v proučevanem obdobju 1984-1992³).

Po Taylorjevem pravilu bo torej centralna banka povečala obrestno mero, če bo inflacija višja od ciljne stopnje x in/ali če se realni BDP povzpne nad ciljni BDP. Gre torej za popolnoma disciplinirano, s pravili določeno delovanje centralne banke. Pri tem je treba opozoriti na dejstvo, da gre v izračunih za ocene prihodnjih vrednosti spremenljivk.

Ciljanje inflacije je danes široko uporabljana metoda nadziranja inflacije. Njena glavna prednost je, da je popolnoma transparentna in enostavna. Banka oz. vlada pa preko te metode sprejme obvezo, da ne bo prišlo do sprememb v obrestni meri zaradi političnih ali drugih ne-ekonomskih razlogov. S tem centralna banka pridobi večje zaupanje ekonomskih subjektov, ki se zavedajo, da je nizka in stabilna inflacija glavna naloga monetarne politike.

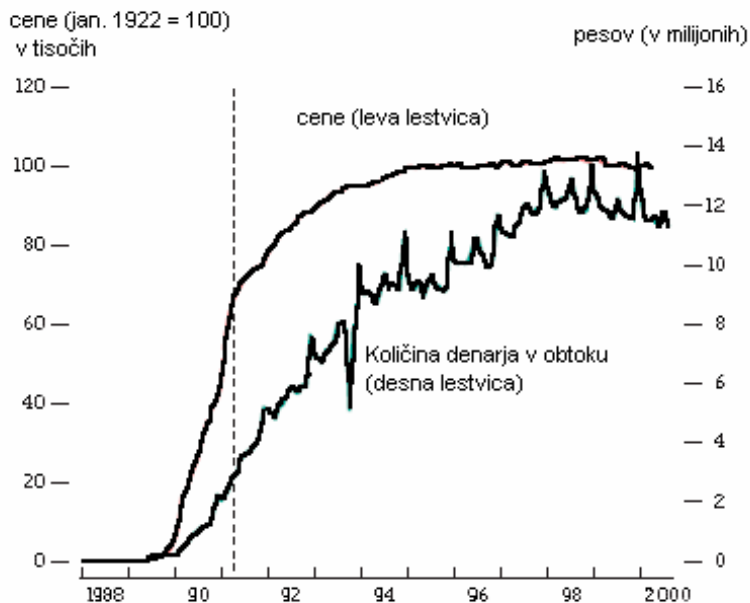
2.4 Inflacijska pričakovanja

Pričakovanja imajo v ekonomiji zelo pomembno vlogo. Velikokrat pride do ekonomskih sprememb že samo zaradi pričakovanj ekonomskih subjektov, da bo do sprememb res prišlo. Vlogo pričakovanj v inflaciji najbolje prikažemo na primeru hiperinflacij. V tem primeru imajo lahko pričakovanja o inflaciji večjo vlogo kot dejanske spremembe.

³ Za ekonometrično primerjavo med obrestmi, določenimi po Taylorjevem pravilu in obrestmi, ki jih je določil britanski Odbor za monetarno politiko glej A.Mihailov: UK Monetary Policy under Inflation Targeting, University of Essex, 2006.

Slika 3 nam prikazuje gibanje inflacije in količine denarja v obtoku na primeru Argentine v obdobju 1988 – 2000. Argentina je bila ob koncu osemdesetih let v gospodarski krizi. Ko je vlada leta 1991 uvedla valutni odbor (currency board) in vezala vrednost nacionalne valute na ameriški dolar, se je inflacija ustalila čeprav je količina denarja v obtoku še vedno naraščala. Rast cen se je torej ustalila zaradi pričakovanj ekonomskih subjektov, da bo prišlo do znižanja inflacije, še preden so nastopili dejavniki, ki dejansko vplivajo na znižanje inflacije⁴.

Slika 3: Količina denarja v obtoku in rast cen v Argentini v obdobju 1988 – 2000.*



*Navpična prekinjena črta označuje datum, ko je bil uveden valutni odbor.

Vir: King, 2002, str. 167.

Čeprav je hiperinflacija ekstremen primer, pa vendarle odraža dejstvo, da so inflacijska pričakovanja zelo pomembna in mora biti država na njih še posebej pozorna. Ravno neodvisnost centralnih bank je ena izmed potez države s katero le-ta ekonomskim subjektom sporoča, da v vodenje monetarne politike niso vpleteni politični interesi in da je glavni cilj države stabilna gospodarska rast in nizka inflacija. Naloga centralne banke pa je, da monetarno politiko vodi čim bolj transparentno in da o pomembnih odločitvah obvešča javnost. Večina centralnih bank redno izdaja publikacije v katerih so objavljene ocene gibanj ekonomskih kazalcev v prihodnosti in glavne spremembe v vodenju monetarne politike.

V primeru, da posamezna centralna banka vodi monetarno politiko po načelu ciljanja inflacije, imajo ekonomski subjekti večje zaupanje v to, da bo inflacija v prihodnosti dejansko takšna, kot je ciljna stopnja inflacije. Sedanji guverner Angleške banke Merwyn King je v svojih govorih že večkrat izjavil, da je ravno zaupanje ekonomskih subjektov v kredibilnost monetarne politike

⁴ King, 2002, str. 167.

glavni razlog za to, da ima Velika Britanija že več let zelo podobno inflacijo, kot je ciljna stopnja inflacije, ki jo je določilo britansko ministrstvo za finance.

3 Angleška centralna banka

3.1 Razvoj Banke

Angleška banka (Bank of England) je bila ustanovljena leta 1694 kot vladina banka - vodila je račun vlade in dajala vladi kredite. Ustanovljena je bila, ko so premožnejši angleški trgovci odobrili kredit vladi v višini 1.2 milijona funtov in s tem postali vodstvo novoustanovljene banke⁵. V zameno za financiranje je vlada banki podelila poseben privilegij⁶ s katerim je le-ta postala edina banka, ki sme poslovati z vlado. Bank of England je bila sprva komercialna banka. Sprejemala je depozite in izdajala kredite tudi za ostale subjekte. Od ostalih bank se je razlikovala samo po tem, da je imela britanska vlada pri njej odprt račun.

Približno v istem obdobju se je pojavil nov trend v bančništvu. Banke so začele dajati posojila tudi na podlagi vrednostnih papirjev, zemlje in drugih sredstev. Banke so torej izdajale denar, ki ni bil krit z zlatom ali srebrom. Pojavil se je t.i. papirnati denar, ki je bil enakovreden zlatim in srebrnim kovancem, kljub temu, da ni imel sam po sebi nobene vrednosti. Papirnati denar oz. bankovci so postali splošno sprejeto plačilno sredstvo. Ker so lahko banke dokaj neomejeno izdajale bankovce, je prišlo do velikega povečanja količine denarja v obtoku, kar je povzročalo inflacijo. Poleg tega so nekatere banke zaradi premajhnih rezerv zlata ali srebra v finančnih krizah postale nesolventne in ljudje so izgubljali zaupanje v papirnati denar.

Leta 1844 je bil sprejet zakon, ki je Bank of England podelil monopol v izdajanju denarja v Angliji in Walesu in s tem omogočil denarno stabilnost v državi⁷. Vse banke so svoje zlate rezerve prenesle na BoE, ta pa jim je v zameno izročila svoje bankovce. Banka je lahko izdala nov denar samo na podlagi povečane količine zlatih rezerv. Poleg tega je bila odtlej funkcija izdajanja denarja ločena od komercialne funkcije prejemanja depozitov in izdajanja kreditov. Bank of England je s tem postala centralna banka.

V nadaljevanju devetnajstega stoletja je Bank of England postala odgovorna za finančno stabilnost. V primeru finančnih kriz je lahko podelila nelikvidni banki začasen kredit in s tem preprečila propad finančnega sistema v državi. Da bi lahko opravljala vlogo kreditodajalca v skrajni sili, je morala opustiti fiksno pokritost denarja z zlatom. Pokritost denarja z zlatom se je spreminjala, hkrati pa so se spreminjale obrestne mere, ki jih je Banka zaračunavala za svoja posojila.

⁵ Governor and Company of the Bank of England.

⁶ Charter of the Bank of England 1694.

⁷ Bank Charter Act 1844.

Med prvo svetovno vojno je bila zamenljivost denarja za zlato prekinjena. Kljub temu, da je bil zlati standard ponovno izpostavljen leta 1925, je bil zaradi finančnih razmer leta 1931 dokončno opušen⁸. Vse zlate rezerve so bile prenesene na ministrstvo za finance in denar centralne banke ni bil več vezan na zlato. V tistem času je prevladovala keynesianska teza, ki monetarni politiki ne posveča večje pozornosti. Po Keynesovem mnenju mora za stabilnost gospodarstva skrbeti država s fiskalno politiko, naloga centralne banke pa je, da ohranja nizko obrestno mero in tako spodbuja rast investicij.

Leta 1946 je bil sprejet nov zakon, ki je Banko nacionaliziral⁹. Nacionalizacija je pomenila, da je Banka last države, ne več privatnih delničarjev, guvernerja in direktorje pa je imenoval parlament. Zakon je omogočal ministrstvu za finance, da preko Banke vodi monetarno politiko.

Monetarna politika je do srede sedemdesetih let igrala stransko vlogo, po vse večji inflaciji in novih ugotovitvah monetaristov pa se je znova pojavila potreba po bolj aktivni monetarni politiki. Leta 1976 je Bank of England začela voditi politiko ciljanja monetarnih agregatov. V osnovi je šlo za to, da je Banka skladno s ekonometričnimi napovedmi določala količino denarja v obtoku glede na pričakovane spremembe povpraševanja po denarju. Pri tem je naletela na vrsto problemov. Banka namreč ni mogla popolnoma nadzirati denarnih agregatov, ker na količino denarja vpliva tudi trg mednarodnega kapitala (t.i. avtonomni tok kreiranja denarja) in drugi dejavniki, ki so bili težko napovedljivi.

Konec osemdesetih let je banka spremenila strategijo in začela voditi politiko stabilnega deviznega tečaja. S tem se je začelo obdobje, ko je bil funt neformalno vezan na nemško marko. Da bi banka ohranjala menjalni tečaj, je morala zniževati obrestne mere ravno v obdobju povečanega domačega agregatnega povpraševanja in inflacija je začela hitro naraščati. Sledilo je drastično povišanje obrestnih mer.

Leta 1990 se je Velika Britanija vključila v Evropski monetarni sistem, britanski funt pa je bil preko mehanizma deviznega tečaja (ERM) vezan na valute drugih držav članic. Ta sistem pa je bil le kratkotrajen, ker Velika Britanija ni mogla ohraniti fiksnega tečaja zaradi prevelikih razlik med državami članicami, predvsem zaradi hitre gospodarske rasti v Nemčiji po združitvi. Leta 1992 je bila Velika Britanija prisiljena zapustiti ERM.

Od leta 1992 je Bank of England vodila politiko ciljanja inflacije, ki jo je povzela po zgledu Nove Zelandije in Kanade, ki sta ta sistem uspešno vodili že od leta 1989. Ciljna stopnja inflacije je bila določena kot pas med 1% - 4% letno¹⁰. Leta 1995 je bila ciljna stopnja inflacije določena na največ 2.5% letno. Ves čas je pristojnost za določanje ciljne stopnje inflacije in za spremembo

⁸ Glej npr. Leland B. Yeager: From Gold to the ECU: The International Monetary System in Retrospect, 1994, str. 82.

⁹ Bank of England Act 1946.

¹⁰ Inflacija se je merila glede na indeks cen življenjskih potrebščin brez obresti na hipotekarna posojila (Retail Price Index excluding mortgage interest payments – RPIX).

obrestnih mer ostala v rokah ministrstva za finance. Tabela 1 prikazuje pestro spreminjanje monetarnih režimov, ki jih je vodila Bank of England po letu 1980.

Tabela 1: Pregled monetarnih režimov Bank of England v obdobju 1980 - 1997

Obdobje	Glavni cilj	Drugi cilji	Inflacija
1980 – 1984	Širši denar (£M3)	Ostali monetarni agregati	9 % letno
1984 – 1987	Širši/ožji denar (£M3, M0)		4.2 % letno
1987 – 1990	Ožji denar (M0)	1987: sledenje nemški marki (DM)	5.4 % letno
Okt. 1990 – sept. 1992	Devizni tečaj (DM 2.95/£)	Ožji denar (M0)	6.1 % letno
Sept. 1992 – 1996	Inflacija (1 – 4%)	Širši/ožji denar (£M3, M0)	2.8 % letno
1996 – maj 1997	Inflacija (do 2.5 %)		2.7 % letno

Vir: Bank of England Commission Report, 2000, str. 3.

3.2 Nov koncept denarne politike od leta 1997

Nov koncept denarne politike Banki določa dve ključni pristojnosti:

1. Monetarna stabilnost

Monetarna stabilnost pomeni stabilna raven cen in zaupanje v domačo valuto. Naloga Banke je, da preko Odbora za monetarno politiko (MPC) spreminja višino obrestnih mer in tako ohranja stopnjo inflacije na nivoju, ki ga je določilo ministrstvo za finance. MPC prosto odloča o višini obrestne mere, kar pomeni, da obrestno mero lahko spremeni brez odobritve ministrstva. O spremembi obrestne mere se MPC odloča na temelju statističnih in ekonometričnih informacij, ki jih pridobi od Banke.

2. Finančna stabilnost

Bank of England je temelj finančnega sistema v državi. Njena naloga je, da nadzira delovanje finančnega sistema kot celote in delovanje sistema medsebojne poravnave med bankami. Posamezne banke, gradbena združenja¹¹, zavarovalnice in druge finančne institucije pa nadzira Urad za nadzor finančnih storitev (Financial Services Authority – FSA). V izjemnih okoliščinah lahko Banka z dovoljenjem ministra za finance deluje kot posojilodajalec v skrajni sili.

¹¹ Building society je finančna institucija, ki zbira depozite za kreditiranje komitentov, ki se odločajo za gradnjo ali nakup stanovanj.

3.2.1 Ogradje nove monetarne politike

Bank of England je ena od treh institucij, ki vodijo monetarno politiko in tudi pri izpolnjevanju svojih ključnih pristojnosti sodeluje s preostalima dvema in sicer z ministrstvom za finance in FSA. Medsebojno delovanje med omenjenimi institucijami je določeno z Memorandumom razumevanja¹², ki določa vlogo vsake institucije in razlaga, kako vse tri institucije delujejo vzajemno k doseganju skupnega cilja.

Kljub temu, da je ministrstvo za finance podelilo Bank of England operativno neodvisnost pri določanju obrestnih mer, ta banka še vedno ni popolnoma neodvisna pri svojem delovanju, kot je to na primer Evropska centralna banka (ECB). Temelj britanske monetarne politike še vedno predstavlja ministrstvo za finance. Minister za finance je namreč tisti, ki določa kolikšna naj bo ciljna stopnja inflacije. Banka je za svoje delovanje odgovorna ministrstvu. Najpomembnejše odločitve, kot je na primer sprememba ciljne stopnje inflacije ali pomoč bankam v skrajni sili, še vedno sprejema minister. Poleg tega je minister za finance odgovoren za fiskalno politiko, njeno usklajevanje z monetarno politiko in za vse aspekte mikroekonomske politike, zato je ministrstvo oz. vlada tista, ki je dejansko odgovorna za uspeh monetarne politike¹³.

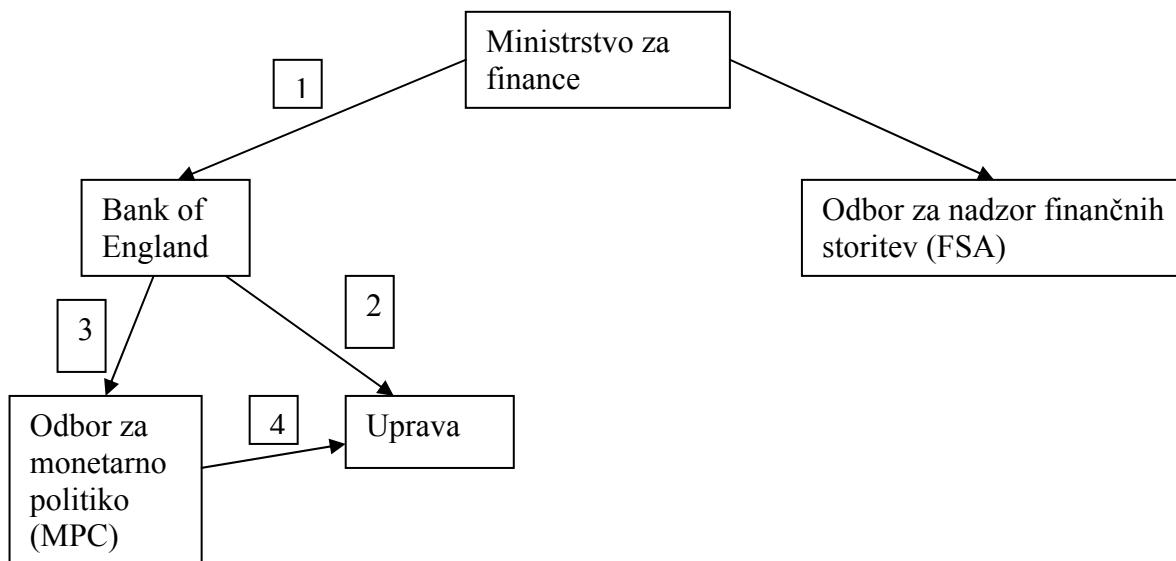
Ena od pomembnih sprememb po letu 1997 je ustanovitev Urada za nadzor finančnih storitev (FSA), ki je prevzel vlogo nadzorne institucije od Bank of England. Poleg nadzora ima FSA tudi dolžnost, da finančne institucije obvešča o regulatornih spremembah in novostih na domačih in tujih finančnih trgih (na primer o evropskih direktivah in podobno).

Predstavniki vseh treh institucij se enkrat mesečno sestanejo na Stalnem odboru (Standing Committee), kjer poteka koordinacija med delovanjem institucij in medsebojno obveščanje. V primeru, da finančnemu sistemu grozi resnejša kriza, se lahko Stalni odbor skliče tudi izredno. Odbor vodi minister za finance, ki ima edini pooblastilo za odobritev izrednih operacij kot je na primer posojilo v skrajni sili.

¹² Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority, 1997.

¹³ Bank of England Commission Report: The role of the elected Government in economic policy. House of Commons, 2000, str. 10, 11.

Slika 4: Ogradje monetarne politike



1: Ministrstvo Banki določi ciljno stopnjo inflacije.

2: Uprava zbira statistične in ekonometrične informacije za podporo Odboru pri odločanju.

3: Odbor za monetarno politiko določi uradno obrestno mero

4: Uprava preko operacij na šterlinškem denarnem trgu implementira obrestno mero, ki jo je določil Odbor za monetarno politiko.

Vir: Lastna izdelava.

3.3 Struktura Bank of England

Od leta 1998 je Bank of England razdeljena na pet sektorjev:

1.) Uprava (Court of Directors) vodi vse naloge banke, razen monetarne politike. Njena glavna naloga je, da določi cilje in strategijo delovanja banke. Na čelu uprave je guverner (od 2003 Merwyn King), sledita mu namestnika guvernerja in 16 direktorjev. Guvernerja imenuje parlament za pet let, direktorje pa za tri leta. Uprava je razdeljena na štiri glavne oddelke:

1. Oddelek za monetarno analizo in statistiko (Monetary Analysis and Statistics)
2. Oddelek za trge (Markets)
3. Oddelek za finančno stabilnost (Financial Security)
4. Oddelek za bančne storitve (Banking Services)

1.) Oddelek za monetarno analizo in statistiko (Monetary Analysis and Statistics) opravlja ekonomske analize in pripravlja napovedi gibanja ekonomskih spremenljivk. Ta oddelek je odgovoren tudi za raziskave in analize tekočih ekonomskih sprememb v Britaniji in tujini. Na podlagi zbranih informacij in opravljenih analiz ta oddelek na vsake tri mesece izda Četrtno

poročilo (Quarterly Bulletin), v sodelovanju z Odborom za monetarno politiko pa Inflacijsko poročilo (Inflation Report).

Glavni vir informacij je Statistični urad (Office for National Statistics – ONS), poleg tega pa Oddelek tudi sam zbira informacije preko dvanajstih regionalnih agencij. Regionalne agencije zbirajo predvsem podatke o pričakovanjih in mnenjih, ki se ustvarjajo v poslovnem in potrošniškem okolju. S tem tudi ekonomski subjekti posredno vplivajo na delovanje monetarne politike. Pri tem je treba opozoriti, da podatki, ki jih Oddelek sam zbere niso nadomestilo temveč le dodatek podatkom, ki so pridobljeni preko Statističnega urada.

Oddelek pri analiziranju in obdelavi podatkov uporablja več ekonomskih modelov. Namen modelov je ustvariti napoved gibanja ekonomskih spremenljivk v prihodnosti. Ker monetarna politika vpliva na gospodarstvo z zamikom, je pristop napovedovanja vpliva politike na gospodarstvo nujno potreben. Poleg napovedovanja pa so ekonomski modeli koristni tudi pri simuliranju vpliva alternativnih potez, ki bi jih lahko Banka izvedla.

Obdelava podatkov temelji na multimodelnem pristopu. Osrednji model predstavlja Makroekonomski model britanskega gospodarstva (MM¹⁴), poleg njega pa Odbor uporablja še štiri sklope modelov in sicer modele Phillipsove krivulje, makroekonomske modele manjšega obsega (SSMMs¹⁵), vektorske avtoregresijske modele (VARs¹⁶) in modele optimizacije. Modeli so med seboj povezani. Rezultati enega modela se uporabljajo kot vstopni podatki drugega modela.

Smiselnost multimodelnega pristopa lahko strnemo v štiri razloge. Prvi razlog je uporaba različnih orodij za različne probleme. Včasih na ekonomske spremembe ne vplivajo samo makroekonomske spremenljivke, temveč tudi mikroekonomske kot na primer spremembe na trgu dela. Te spremenljivke niso vključene v osrednji model. Drugi razlog je različna stopnja poenostavljanja problemov. Vsak model deluje po določenih predpostavkah, ki bolj ali manj poenostavljajo oziroma standardizirajo dejansko stanje. Tretji razlog je omejenost informacij, ki so lahko vključene v osrednji model. V model MM namreč niso vključene informacije, ki jih Oddelek pridobi preko regionalnih agencij. Četrti razlog je problem veljavnosti teoretičnih predpostavk, ki so postavljene v osrednjem modelu. Zato so podatki obdelani tudi na podlagi popolnoma statističnih postopkov, brez kakršnih koli ekonomskih predpostavk.

Poudariti je treba, da rezultati modelov v nikakršnem smislu niso obvezujoči na odločitve Odbora za monetarno politiko. Le-ta ima namreč možnost znižati ali zvišati obrestno mero ne glede na rezultate modelov. Pri končni odločitvi je še vedno najpomembnejši človeški faktor in sicer osebno mnenje voditeljev Odbora o prihodnjem gibanju ekonomskih spremenljivk. Vodenje monetarne politike torej ne deluje po Taylorjevem pravilu, po katerem bi moral Odbor

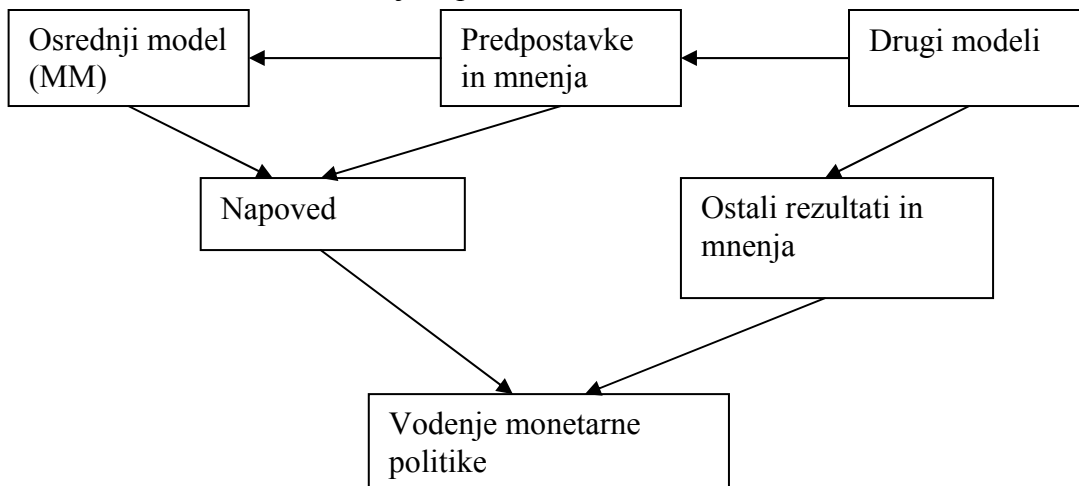
¹⁴ Macroeconomic Model of the UK Economy.

¹⁵ Small-scale Macroeconomic Models.

¹⁶ Vector Autoregression Models.

sprejeti obrestno mero, ki je bila izračunana na podlagi modelov. V tem primeru Odbora sploh ne bi potrebovali. Obrestna mera se določa diskrecijsko, brez v naprej postavljenih pravil. Na sliki 5 je prikazana povezava med modeli, mnenji in monetarno politiko.

Slika 5: Odnos med modeli, mnenji in politiko



Vir: Economic Models at the Bank of England, 1999, str. 7.

Makroekonomski model (MM) je glavni model pri procesu napovedovanja. V njem so vključene glavne predpostavke na katerih temelji delovanje Bank of England. To so:

1. realne spremenljivke kot sta domači proizvod in brezposelnost težijo k dolgoročnemu ravnotežju, ki pa ni odvisen od cen in monetarnih spremenljivk, temveč od ponudbenega dela ekonomije;
2. na dolgi rok ne obstaja izmenjava med inflacijo in brezposelnostjo, ali med inflacijo in domačim proizvodom. To pomeni, da je Phillipsova krivulja na dolgi rok navpična, zato z višjo inflacijo ni mogoče doseči zmanjšanje brezposelnosti ali povečanje domačega proizvoda;
3. raven cen in stopnja inflacije sta odvisna od monetarne politike. Raven cen je odvisna od količine denarja v obtoku, zato dolgoročno ne more biti povišanja cen brez povečevanja količine denarja v obtoku;
4. značilnost gospodarstva je, da se postopoma odziva na spremembe. Plače in cene so lepljive, kar pomeni da se ne prilagodijo takoj na spremembo v povpraševanju ali ponudbi. Zaradi tega na kratek rok obstaja povezava med brezposelnostjo, domačim proizvodom in inflacijo. Na to povezavo pa vpliva odzivnost plač in cen na spremembe ter pričakovana inflacija. Kratkoročno torej Phillipsova krivulja ni navpična temveč padajoča. Naklon krivulje je odvisen od odzivnosti cen in od pričakovanj.
5. Velika Britanija je odprto gospodarstvo, zato na domači proizvod in inflacijo vplivajo tudi zunanji dejavniki in devizni tečaj.

Strukturo dolgoročnega ravnotežja lahko povzamemo v sedmih temeljnih funkcijah. Od tega so štiri na ponudbeni strani ekonomije. Prva je Cobb-Douglasova funkcija dela, kapitala in

eksogenega tehničnega napredka. Druga je funkcija povpraševanja po delu, ki je odvisno od domačega proizvoda in realnih plač. Tretja je funkcija povpraševanja po kapitalu, ki je odvisno od domačega proizvoda in realnih stroškov kapitala. Četrta je funkcija stroškov dela oz. funkcija plač. Ta je odvisna od strukture gospodarstva in stopnje brezposelnosti.

Ostale tri funkcije so na strani agregatnega povpraševanja, povpraševanja po denarju in monetarne politike. Agregatno povpraševanje je vsota potrošnje, investicij, državnih potrošenj in neto izvoza. Agregatno povpraševanje je odvisno od vrste različnih spremenljivk, od katerih je za Bank of England najpomembnejša obrestna mera. Povpraševanje po denarju je odvisno od ravni cen, realnega dohodka in obrestnih mer. Raven cen in inflacija sta odvisni od monetarne politike.

Namen glavnega modela je ovrednotenje dolgoročnega ravnotežja med agregatno ponudbo in agregatnim povpraševanjem. Pritisk povečanega povpraševanja na obseg ponudbe, ki je omejena z obsegom kapitala in delovne sile je glavna posledica inflacije na kratek rok. Na dolgi rok pa je inflacija odvisna samo od monetarne politike.

Modeli Phillipsove krivulje so osredotočeni na kratkoročni odnos med inflacijo in realnimi spremenljivkami. Uporabni so za preučevanje kratkoročnih neravnotežij kot na primer brezposelnost in vrzel med dejanskim in optimalnim domačim proizvodom.

Ti modeli so manj kompleksni in zato bolj fleksibilni kot model MM. Primerni so za simulacijo različnih potez Banke. S temi modeli Banka primerja rezultate modela MM, saj ti modeli niso toliko vezani na vnaprej določene ekonomske predpostavke, temveč so bolj statistične narave.

Slabost teh modelov je, da so bolj poenostavljeni in zaradi tega manj primerni za razlago vzrokov za inflacijo ali za druge spremembe ekonomskih kazalcev. Z njimi je na primer težko ugotoviti, ali je inflacija rezultat spremembe agregatnega povpraševanja ali agregatne ponudbe.

Za razliko od modelov Phillipsove krivulje, ki preučujejo samo en segment ekonomije, so Makroekonomski modeli manjšega obsega popolni modeli makroekonomije. Ti modeli preučujejo agregatne spremenljivke in sicer agregatno povpraševanje, agregatno ponudbo, kratkoročno agregatno povpraševanje po denarju in dinamiko deviznega tečaja. V osnovi se predpostavke teh modelov ujemajo z predpostavkami glavnega modela, vendar so enostavnejši in zato bolj fleksibilni.

Vektorski avtoregresijski modeli so popolnoma statistični modeli preučevanja korelacij med različnimi spremenljivkami. Pri teh modelih se ne upošteva nobenih ekonomskih predpostavk, zato so primerni tudi za primerjavo rezultatov z rezultati glavnega modela MM. Ti modeli prikazujejo temeljne empirične analize, ki jih bolj ekonomski modeli skušajo pojasniti z uporabo ekonomskih predpostavk. Oddelek uporablja še t.i. strukturne avtoregresijske modele, ki se vsaj deloma opirajo na ekonomsko teorijo in ponujajo določene razlage za gibanje spremenljivk.

Modeli optimizacije se bolj zanašajo na teorijo kot ostali modeli. Uporablja se jih za ugotavljanje povezav med različnimi ekonomskimi subjekti kot so potrošniki, podjetja, država itd. Preučujejo potencialne posledice spremembe vladne politike, tehnologije in sprememb v strukturi ekonomije.

2.) Oddelek za trge (Markets) ima dve funkciji: izvajanje operacij na šterlinškem denarnem trgu z namenom implementiranja obrestnih mer kot jih je določil MPC in upravljanje z britanskimi rezervami tujih valut in zlata kot agent ministrstva za finance. Poleg tega skrbi tudi za upravljanje s tržnim, kreditnim in likvidnostnim tveganjem ter sodeluje pri razreševanju morebitnih finančnih kriz.

Pri izvajanju operacij na šterlinškem denarnem trgu Oddelek upošteva štiri glavne cilje: tržne obrestne mere čez noč morajo biti enake kot je uradna obrestna mera banke, ki jo je določil MPC; delovanje bančnega sistema mora biti učinkovito, varno in fleksibilno; denarni trg mora delovati transparentno in enostavno, mora biti pravičen in konkurenčen¹⁷.

Šterlinški denarni trg je sestavljen iz treh glavnih elementov:

1. sistem povprečnih rezerv: banke, ki se želijo vključiti v sistem povprečnih rezerv, si same določijo ciljno stopnjo rezerv. V tekočem mesecu se morajo rezerve v povprečju ujemati s ciljno stopnjo rezerv. Če banke dosežejo ujemanje, jim Bank of England plača obresti za te rezerve.
2. sistem odprtih ponudb: banke imajo pravico prejemati kredite in plasirati depozite na Bank of England po obrestni meri, ki se giblje do 100 bazičnih točk okoli uradne obrestne mere.
3. operacije na odprtem denarnem trgu (OMOs¹⁸): bančnemu sistemu omogočajo dostop do denarja centralne banke, ki ga banke potrebujejo za ohranjanje ciljne stopnje rezerv.

Operacije na šterlinškem denarnem trgu so podrobneje razložene v četrtem poglavju.

Bank of England oz. njen Oddelek za trge kot agent ministrstva za finance vodi Račun za izravnavo tečaja (Exchange Equalization Account – EEA), na katerem so rezerve tujih valut in zlata. EEA je bil ustanovljen po opustitvi zlatega standarda v Veliki Britaniji leta 1932 kot sklad za preprečevanje pretiranih fluktuacij deviznih tečajev glede na britanski funt. Vsaka intervencija na devizni tečaj funta, ki ga zahteva britanska vlada se izvaja preko EEA¹⁹. Od leta 1979 je EEA pristojen tudi za storitve na področju poravnavanja obveznosti vlade v tujini. Uradne rezerve

¹⁷ Glej The framework for the Bank of England's operations in the sterling money markets. Bank of England, 2006, str. 3.

¹⁸ Open Market Operations.

¹⁹ Angleška banka ima tudi svoj sklad rezerv v tujih valutah. Z njim lahko intervenira na tečaj funta, če je to v skladu s cilji Odbora za monetarno politiko (MPC). Glej Brown, 1997, str. 3.

Velike Britanije sestavljajo zlato, tuje valute, SDR²⁰ in rezervna tranša na Mednarodnem denarnem skladu (IMF). Z izjemo rezervne tranše so vse ostale rezerve na Računu za izravnavo tečaja (EEA), z njim pa upravlja Bank of England.

Ministrstvo za finance vsako leto Banki preda Sporazum o opravljanju storitve (Service Level Agreement – SLA), kjer so določene glavne zahteve ministrstva glede upravljanja z rezervami. Te zahteve vključujejo omejitve glede kreditnih, tržnih in drugih tveganj. Ministrstvo določa tudi v katerih valutah naj bodo rezerve. V preteklih letih je bilo 40% rezerv v dolarjih, 40% v evrih, 20% pa v jeni.

Za upravljanje s tržnim tveganjem Oddelek uporablja VaR model²¹, s katerim se izračuna maksimalno možno izgubo zaradi tržnega tveganja. Mejo tveganja določi ministrstvo. Ocene izgub preko VaR modela so izpeljane iz preteklih podatkov o gibanju donosov.

Del oddelka za trge je tudi Svetovalni odbor za kreditno tveganje (Credit Risk Advisory Committee – CRAC), ki preverja varnost naložb v banke, izdajatelje vrednostnih papirjev in varnost bančnih sistemov drugih držav.

3.) Oddelek za finančno stabilnost (Financial Stability) je zadolžen za identificiranje potencialnih tveganj za britansko finančno stabilnost in za priporočila za njihovo zmanjšanje. Pri tem sodeluje z Odborom za nadzor finančnih storitev (FSA). Enkrat mesečno se predstavniki Banke, ministrstva za finance in FSA sestanejo in se dogovorijo za morebitno ukrepanje.

Vsake pol leta Oddelek za finančno stabilnost izda Poročilo o finančni stabilnosti (Financial Stability Report), kjer so predstavljena glavna tveganja za finančni sistem, spremembe v strukturi finančnega sistema, napovedi prihodnjih dogajanj in predlogi za zmanjšanje tveganj. V zadnjem poročilu julija 2006 je Oddelek opozarjal predvsem na vse večjo zadolženost britanskih gospodinjstev glede na njihov dohodek.

4.) Oddelek za bančne storitve (Banking Services) nudi bančne storitve britanski vladi, tujim centralnim bankam ter drugim finančnim institucijam. Poleg tega ta oddelek upravlja s sistemom bruto poravnave v realnem času (RTGS²²). Leta 1996 so britanske banke prešle na nov elektronski sistem za medsebojno poravnavo (CHAPS²³), ki poravnava obveznosti med vsako banko posebej tekom dneva. Prej so se vsa plačila poravnala kot ena neto transakcija ob koncu dneva. Banke so bile tako izpostavljene velikim izgubam, če je ena banka tekom dneva postala nelikvidna.

²⁰ Special Drawing Rights – Posebne pravice do črpanja.

²¹ Value-at-Risk model.

²² Real Time Gross Settlement.

²³ Clearing House Automated Paying System.

Ob uvedbi evra leta 1999 je EU ustanovila sistem TARGET. Gre za enotni sistem za poravnavo med bankami iz držav, ki so sprejele evro. V skladu s tem je Bank of England ustanovila sistem za čezmejno poravnavo med britanskimi finančnimi institucijami in institucijami znotraj evro območja (CHAPS Euro).

Od leta 2001 Oddelek upravlja tudi sistem za takojšnjo zamenjavo državnih obveznic (gilts) in drugih instrumentov denarnega trga za denar centralne banke (Delivery versus Payment – DvP).

2.) Odbor za monetarno politiko (MPC) enkrat na mesec določi uradno obrestno mero Angleške banke. Obrestna mera mora zagotavljati dolgoročno monetarno stabilnost in podpirati druge ekonomske politike britanske vlade. Vsaj enkrat na leto minister za finance določi ciljno inflacijsko stopnjo in cilje na področju gospodarske rasti in zaposlenosti. MPC je najpomembnejši sektor Bank of England. Guverner Banke je hkrati tudi vodja MPC. Odločitve Odbora za monetarno politiko so javno predstavljene po vsakem enomesečnem obdobju. Več o MPC v naslednjem poglavju.

3.) Nadzorni svet (Non-executive Directors' Court – NedCo) pregleduje delovanje Banke pri izpolnjevanju njenih ciljev. Nadzorni svet pregleduje tudi delovanje Odbora za monetarno politiko, še posebej na področju zbiranja vseh potrebnih informacij za učinkovito vodenje monetarne politike. Direktorja Nadzornega sveta imenuje minister za finance.

4.) Revizorski oddelek (Audit Committee) ureja finančna poročila, izvaja notranji nadzor in nadzor nad tveganjem poslovanja Banke. Revizorski oddelek se sestaja na vsake tri mesece. Na koncu leta preda poročilo upravi.

5.) Odbor za tveganje (Risk Policy Committee) je bil ustanovljen leta 2004 za pomoč in usmerjanje Uprave pri upravljanju tveganja poslovanja. Ta odbor pregleduje in odobri politike upravljanja s tveganjem in predlaga Upravi morebitne spremembe. Sestane se na vsake tri mesece.

4 Odbor za monetarno politiko

4.1 Ustanovitev in glavne pristojnosti

Leta 1990 se je britanski funt vključil v mehanizem deviznega tečaja Evropske skupnosti (ERM). Glavni cilj monetarne politike je bilo vzdrževanje fiksne deviznega tečaja glede na valute ostalih članic ERM. Ta ureditev pa je bila le kratkotrajna. Že dve leti kasneje je bila Velika Britanija prisiljena zapustiti ERM, ker ni bila več sposobna zadrževati devalvacijo funta. Bank of England je našla rešitev iz krize in uspela obdržati kredibilnost monetarne politike s sprejemom strategije ciljanja inflacije. Prvotno je bil določen ciljni pas 1-4% inflacija letno, leta 1995 pa je

bila določena eksplicitno kot 2,5% letno. Glavno orodje monetarne politike pri doseganju tega cilja je bila obrestna mera, ki jo je določil minister za finance po posvetovanju z guvernerjem.

Maja leta 1997 je vlada pooblastila Banko, da sama določa primerno obrestno mero. Ustanovljen je bil Odbor za monetarno politiko (MPC), kot del Bank of England, ki ima neodvisnost pri določanju obrestne mere. Po novem zakonu o BoE, sprejetem leta 1998, je naloga monetarne politike, da

a) ohranja cenovno stabilnost in

b) podpira ekonomsko politiko vlade pri doseganju večje rasti in zaposlenosti.

(Bank of England Act 1998, Part II: monetary policy, 1998, str. 6)

Dolžnost vlade je, da vsako leto sporoči Banki, kakšni so letošnji cilji monetarne politike in ekonomske politike vlade. Letošnji cilj temelji na pismu ministra guvernerju Banke:

»Potrjujem, da je cilj monetarne politike inflacijska stopnja 2% letno glede na indeks cen potrošnih dobrin (CPI²⁴). Cilj ekonomske politike je doseganje visoke in stabilne gospodarske rasti ter ustanavljanje novih zaposlitvenih priložnosti za vse.«

(Remit for the Monetary Policy Committee, 2006, str. 1)

Odbor ima devet članov, ki odločajo o obrestni meri:

1. Guverner (trenutno Merwyn King)
2. oba namestnika Guvernerja (Rachel Lomax, Sir John Grieve)
3. štirje člani, ki jih imenuje minister za finance (Kate Barker, Charles Bean, Tim Besley in prof. David Blanchflower)
4. dva člana, ki jih imenuje guverner (Andrew Sentance, vodja Oddelka za monetarno analizo in statistiko, Paul Tucker, vodja Oddelka za trge)

Poleg njih je še opazovalec iz ministrstva za finance, ki pa ne odloča o obrestni meri. Končna odločitev se sprejme z glasovanjem. Odbor glasuje enkrat mesečno.

4.1.1 Razlogi za ustanovitev MPC

Glavni razlog za ustanovitev neodvisnega Odbora za monetarno politiko je bil po mnenju ministrstva za finance neuspeh prejšnjih režimov monetarne politike. Proces odločanja o višini obrestne mere ni bil jasno določen, prav tako tudi ne razlogi za njeno povišanje ali znižanje. Poleg tega ni bila jasno postavljena razmejitev med monetarno in fiskalno politiko. Po novi ureditvi je popolnoma jasno, da je ključna naloga monetarne politike prizadevanje za doseganje ciljne inflacijske stopnje.

²⁴ Consumer Price Index – CPI.

Drugi razlog je bil namen oddaljiti vodenje monetarne politike od kratkoročnih političnih interesov. Ekonomista Ed Balls in Gus O'Donnell sta leta 2002 postavila tezo, da je bila monetarna politika pred letom 1997 povezana s sprejemanjem proračuna. Če je bil proračun bolj restriktiven od prejšnjega, je vlada znižala obrestno mero. Ko je inflacija začela naraščati, je sledilo zvišanje obrestnih mer²⁵.

S tem, ko je ministrstvo dalo Banki operativno neodvisnost in jo pooblastilo, da skupina neizvoljenih strokovnjakov vodi monetarno politiko, je pravzaprav sprejelo obvezo nevmešavanja politike v gospodarstvo. S tem je jasno pokazalo javnosti, da je nizka in stabilna inflacija ena in edina naloga monetarne politike.

4.1.2 Ciljanje inflacijske stopnje

Pomembna sprememba po reformi leta 1997 je nov pogled na ciljanje inflacijske stopnje. Tako odstopanje v negativno ali pozitivno smer je nezaželeno. Gre za simetrično ciljanje inflacijske stopnje. Namen simetrije je, da Odbor ne vodi preveč restriktivno monetarno politiko v želji, da ne preseže ciljne inflacijske stopnje. Cilj monetarne politike ni, da bi bila inflacija čim nižja, temveč da se čim bolj približa ciljni stopnji.

Kljub temu, da je ciljna inflacijska stopnja določena kot 2% letno, to ne pomeni, da mora MPC stalno zadrževati inflacijo na tej stopnji. To ne bi bilo niti možno, niti zaželeno. Obrestne mere bi se morale vedno spreminjati, včasih tudi za več odstotkov, kar bi povzročilo nepotrebna nihanja v gospodarstvu. Cilj monetarne politike je, da postavi tako obrestno mero, ki bo omogočala, da se dejanska stopnja inflacije približa ciljni stopnji v razumnem obdobju, brez nepotrebnih šokov za gospodarstvo²⁶.

Če se inflacija oddalji od ciljne stopnje za več kot +/- 1%, mora MPC ministru poslati obrazložitev, zakaj je do odstopanja prišlo in kakšne korake je potrebno izvesti, da se inflacija zopet približa ciljni stopnji. Od ustanovitve MPC do tega primera še ni prišlo.

4.2 Proces odločanja o višini obrestne mere

Proces odločanja o višini obrestne mere poteka po specifično določenem urniku. Urnik sprejemanja odločitev je objavljen za eno leto v naprej, kar omogoča ekonomskim subjektom, da se pravočasno pripravijo na morebitne spremembe obrestnih mer. S tem želi MPC preprečiti negotovost na denarnem trgu. Vsak mesečni cikel vsebuje tri sklope:

²⁵ Wickens, 2005, str. 6.

²⁶ Med ekonomisti potekajo razprave o tem kako dolgo naj bo »razumno obdobje« in kdaj so šoki »nepotrebni«. Gre za vprašanje koliko fleksibilen naj bo MPC pri doseganju ciljne stopnje. Do sedaj se zdi, da je bil MPC razmeroma nefleksibilen in je skušal čim hitreje doseči ciljno stopnjo inflacije. Glej npr. Wickens, 2005, str.6

1. obveščanje in obdelava informacij, ki jih MPC dobi od Banke. Ta sklop traja cel mesec.
2. dvodnevni sestanek članov odbora. Zakon o Angleški banki določa, da se sestanek začne prvo sredo v mesecu. Naslednji dan se izvede glasovanje. V četrtek ob dvanajstih Odbor sprejme novo obrestno mero, ki se takoj implementira na šterlinškem denarnem trgu.
3. sestava zapisnika (Minutes) v katerem so obrazloženi razlogi za odločitev o višini obrestne mere. Zapisnik je objavljen v sredo, dva tedna po začetku sestanka.

1.) Obveščanje in obdelava informacij: MPC skozi cel mesec zbira relevantne informacije o ekonomskih in finančnih dogajanjih. Velik del informacij dobi od Oddelka za monetarno analizo in statistiko, poleg tega pa člani Odbora redno spremljajo dogajanja tudi preko zunanjih virov, kot so ekonomski raziskovalni inštituti, mednarodne organizacije in sindikati.

En teden pred glasovanjem se Odbor sestane na t.i. »predisrečanju«, na katerem člani analizirajo zbrane podatke in sestavijo skupno sliko o trenutnem stanju britanskega gospodarstva. Predisrečanje je razdeljeno v sklope v katerih sodelujejo različni svetovalci Banke.

Prvi sklop je običajno razprava o mednarodnem ekonomskem okolju. Gre za analizo gibanja cen nafte, stanje na področju svetovne trgovine, ekonomske in finančne spremembe v ZDA, evro območju in trgih v razvoju. Odbor razpravlja tudi o novih trendih na področju monetarne politike in sprejemanju obrestnih mer v drugih državah.

Drugi sklop je posvečen monetarni analizi. Čeprav ciljanje monetarnih agregatov ni več cilj denarne politike, Odbor vseeno spremlja dogajanja na področju agregatnega povpraševanja po denarju in količini denarja v obtoku. Odbor spremlja gibanje tržnih obrestnih mer, ki jih komercialne banke zaračunavajo svojim komitentom ter pričakovanja ekonomskih subjektov o prihodnjem gibanju obrestnih mer in uradne obrestne mere. Odbor analizira tudi gibanje cen vrednostnih papirjev in spremembe deviznih tečajev.

Tretji sklop obravnava agregatno ponudbo in povpraševanje, dohodke dela in kapitala, posamezne komponente povpraševanja (potrošnja, investicije, državna potrošnja), gibanje cen nepremičnin in trend gibanja britanskega BDP.

V četrtem sklopu poteka razprava o aktualnih dogajanjih. Na primer, kadar vlada sprejema proračun, MPC analizira fiskalno politiko. Pri tem sklopu sodeluje opazovalec iz ministrstva za finance, običajno vodja Urada za makroekonomsko politiko. Na vsake tri mesece je četrti sklop posvečen analizi tujih ocen in napovedi o britanskem gospodarstvu.

Peti sklop obravnava trg dela: število brezposelnih, struktura brezposelnih, panoge v katerih je presežek ali primanjkljaj delovne sile, produktivnost dela in stroški dela.

Šesti sklop analizira gibanje cen. Gre za analizo gibanja cen po različnih panogah in gibanje cen v proizvodnji glede na gibanje cen v storitvah. MPC oblikuje napovedi o gibanju cen v prihodnosti.

V sedmem sklopu se analizirajo podatki, ki jih Banka dobi preko svojih regionalnih agencij. Agencije imajo 150 do 200 izbranih podjetij, ki odgovarjajo na vprašalnike, ki jih sestavijo člani MPC. Na ta način se zbirajo informacije o izvoznih trendih, stanju zalog, ocen o delovanju monetarne politike in podobno. Poleg podjetij, informacije posredujejo tudi udeleženci na finančnih trgih. Njihove informacije MPC analizira v osmem sklopu.

2.) Sprejem obrestne mere: prvo sredo v mesecu se člani MPC spet sestanejo in sestavijo skupno mnenje o stanju britanskega gospodarstva. Naslednji dan guverner povzame glavne ugotovitve in pozove ostale člane, da podajo svoje ocene in mnenja o potrebni višini obrestne mere. Na koncu guverner izbere obrestno mero in izvede glasovanje. Če večina sprejme guvernerjev predlog, je glasovanje končano. V nasprotnem primeru guverner zopet izbere novo obrestno mero in ponovi glasovanje.

Ko je izbrana nova obrestna mera, Bank of England skliče tiskovno konferenco, ki se začne v četrtek ob dvanajstih. Na tiskovni konferenci guverner pojasni razloge za izbiro obrestne mere. Večina ekonomistov je mnenja, da prisotnost Odbora v medijih povečuje zaupanje ljudi v delovanje monetarne politike.

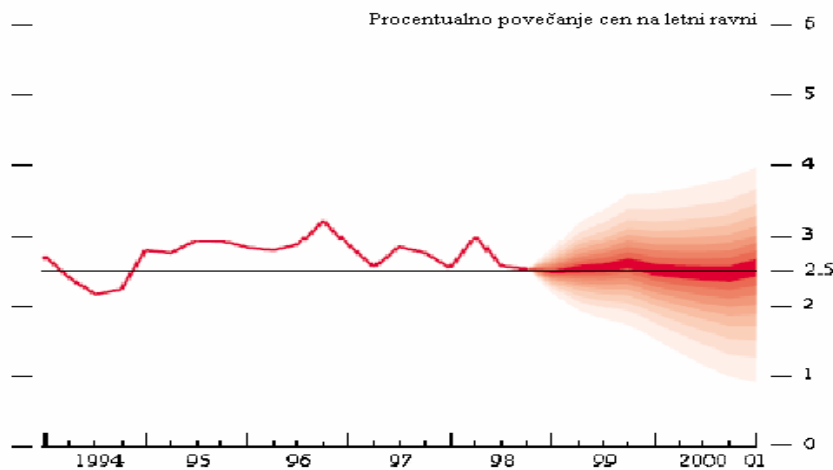
3.) Zapisnik (Minutes): dva tedna po začetku srečanja MPC objavi zapisnik (Minutes), v katerem so objavljene ugotovitve Odbora glede glavnih sprememb v gospodarstvu in obrazloženi razlogi za izbrano obrestno mero.

4.3 Inflacijsko poročilo (Inflation Report)

Zakon o Bank of England nalaga Odboru, da na vsake tri mesece izda poročilo o prihodnjem gibanju inflacije in gospodarske rasti. Glede na to, da se posledice spremembe obrestne mere čutijo šele na daljši rok, je napoved prihodnjih gibanj ključna za učinkovito vodenje monetarne politike. Inflacijsko poročilo predstavlja najboljšo skupno oceno članov Odbora glede prihodnjih vrednosti ekonomskih spremenljivk.

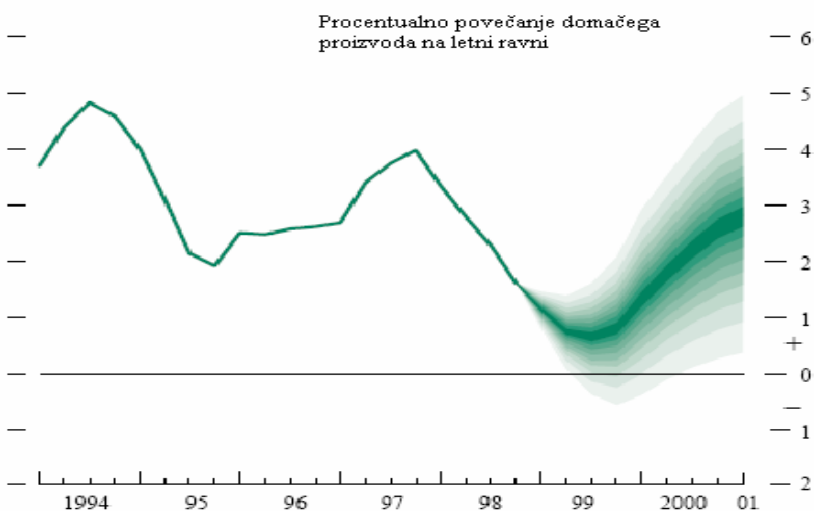
MPC predstavlja napoved v obliki verjetnostne porazdelitve. Porazdelitve so ilustrirane s pahljačastimi grafi.

Slika 6: Verjetnostna porazdelitev inflacije pri predpostavki konstantnih obrestnih mer 5.5%



Vir: Economic models at the Bank of England, 1999, str. 5.

Slika 7: Verjetnostna porazdelitev rasti BDP pri predpostavki konstantnih obrestnih mer 5.5%



Vir: Economic models at the Bank of England, 1999, str. 5.

Pahljačasti grafi odražajo dejstvo, da MPC ne more z gotovostjo napovedati prihodnjih gibanj. Pri vsaki ekonomski projekciji obstajajo možnosti, da se bodo dejanski rezultati oddaljili od napovedanih. Širina pahljače predstavlja oceno Odbora o negotovosti gibanja spremenljivke.

Ker je verjetnost kateregakoli specifičnega izida blizu ničle, je bolj smiselno, da verjetnosti izrazimo z intervali. Najtemnejši trak predstavlja interval vrednosti, za katerega je najbolj verjetno, da se bo ujemal z dejansko vrednostjo in pokriva 10% verjetnostne porazdelitve. Vsak naslednji par trakov obarvan s svetlejšim odtenkom zajema dodatnih 10% verjetnosti, vsi trakovi skupaj pa predstavljajo 90% verjetnost, da se bo dejanska vrednost ujemala z enim od trakov. S časom trakovi postajajo vse širši, ker z naraščanjem časovnega obdobja narašča tudi negotovost.

Prikaz pahljačastih grafov temelji na dveh glavnih predpostavkah: v celotnem obdobju napovedanih vrednosti je obrestna mera nespremenjena; vlada ne spreminja fiskalne politike.

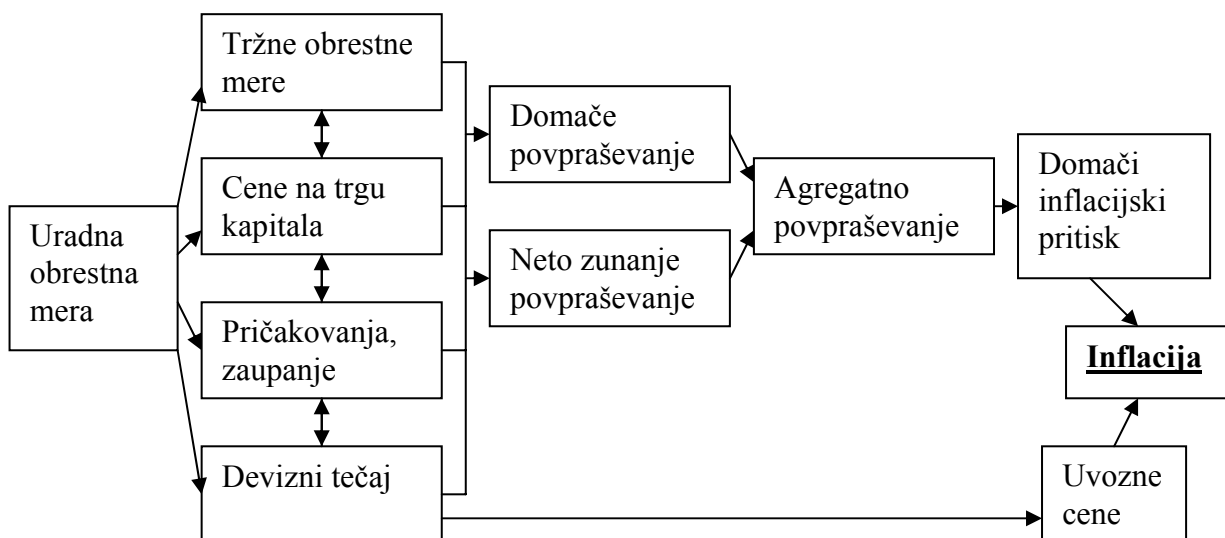
Pred izdelavo grafa mora MPC opredeliti tri stvari. Najprej je treba določiti temeljno projekcijo (najtemnejši trak). Ta se določi z uporabo makroekonomskega modela MM. Potem je treba določiti stopnjo negotovosti (širina trakov). Nazadnje je treba določiti porazdelitev tveganja (nagnjenost krivulje). Vsi trije sklopi vsebujejo najnovejše statistične in teoretične informacije, ki so na razpolago Odboru, poleg tega pa odražajo tudi subjektivno mnenje članov. Proces analize informacij in sprejema skupnega stališča je podoben kot pri določanju uradne obrestne mere.

Inflacijsko poročilo omogoča temeljitejšo preiskavo ekonomskih dogajanj v bližnji preteklosti, zato člani Odbora večkrat spremenijo svoje mnenje o britanskem gospodarstvu ob izdelavi poročila. Praviloma prihaja do spremembe obrestnih mer na naslednjem mesečnem glasovanju po izdaji poročila.

4.4 Transmisijski mehanizem monetarne politike

S tem ko Odbor za monetarno politiko sprejme uradno obrestno mero, na več načinov vpliva na ekonomsko aktivnost in inflacijo. Ta vpliv imenujemo transmisijski mehanizem monetarne politike.

Slika 8: Transmisijski mehanizem monetarne politike



Vir: The transmission mechanism of monetary policy, 1999, str. 3.

Monetarna politika vpliva predvsem na agregatno povpraševanje, medtem ko so direktni učinki na ponudbeno stran ekonomije majhni in le začasni. Na dolgi rok monetarna politika določa

nominalno vrednost dobrin in storitev. Z drugimi besedami, monetarna politika določa vrednost denarja oziroma kupno moč denarja.

4.4.1 Vpliv na denarni trg in trg kapitala

Ker ima Bank of England monopol pri izdajanju primarnega denarja (M0), lahko izbira po kakšni obrestni meri bo ta denar posojala privatnim finančnim institucijam. Banka denar posoja preko prodaje odkupnih sporazumov (repurchase agreement – repo) z zapadlostjo čez en teden. Višina repo obrestne mere je uradna obrestna mera, ki jo določi MPC, da bo dosežen cilj monetarne politike.

Vpliv spremembe uradne obrestne mere na tržne obrestne mere in na cene na trgu kapitala je odvisen od tega, koliko je bila sprememba pričakovana in kakšne so pričakovane spremembe obrestne mere v prihodnosti. Za poenostavljeno ilustracijo mehanizma predpostavimo, da so bile spremembe nepričakovane in da ekonomski subjekti ne pričakujejo ponovne spremembe obrestne mere v prihodnosti. Pričakovanja namreč lahko povzročijo, da se tržne obrestne mere in cene spremenijo neglede na spremembe uradne obrestne mere.

Na spremembo uradne obrestne mere se v zelo kratkem času odzovejo kratkoročne medbančne obrestne mere. Banke se na to spremembo odzovejo s spremembo obrestnih mer, ki jih zaračunavajo svojim komitentom. Na spremembo so občutljive predvsem obrestne mere za kratkoročna posojila, medtem ko na dolgoročna posojila bolj vplivajo pričakovanja o prihodnjem gibanju obrestnih mer.

Kmalu za spremembo tržnih obrestnih mer se začne kazati vpliv uradne obrestne mere na cene na trgu kapitala. Uradne obrestne mere so s trgom kapitala povezane preko diskontnega faktorja s katerim se izračuna sedanjo vrednost kapitala. Če se uradna obrestna mera zviša, se zviša tudi diskontni faktor, kar zmanjša sedanjo vrednost kapitala in posledično se cena kapitala zniža.

Zaradi spremembe obrestne mere se lahko spremeni tudi menjalni tečaj funta do drugih valut. Spremembo deviznega tečaja zaradi spremembe uradne obrestne mere je težko določiti, ker na devizni tečaj vplivajo tudi tuja pričakovanja o gibanju inflacije in deviznih tečajev. Načeloma velja, da dvig obrestne mere povzroči apreciacijo funta, ker zaradi višjih obresti premoženje denominirano v funtih postane bolj privlačno za tuje investitorje. Zaradi spremembe deviznega tečaja se spremenijo razmerja med cenami domačih in uvoženih dobrin.

Sprememba uradne obrestne mere vpliva tudi na spremembe pričakovanj o prihodnjem delovanju britanskega gospodarstva. Lahko se spremenijo pričakovanja na področju prodaje, dobičkov in zaposlenosti. Kako se bodo pričakovanja odzvala na spremembo obrestne mere je težko oceniti. Dvig obrestne mere lahko ekonomski subjekti interpretirajo kot znak, da MPC meni, da bo gospodarstvo raslo po višji stopnji kot prej, kar bo povečalo optimizem med investitorji. Prav tako si lahko subjekti dvig obrestne mere razlagajo kot poskus Odbora, da

upočasni gospodarsko rast, da ne bi prišlo do pregrevanja gospodarstva in s tem povišanja inflacije. Taka interpretacija bi zmanjšala optimizem investitorjev.

4.4.2 Vpliv na potrošnje in investicije

Sprememba uradne obrestne mere in posledično spremembe tržnih obrestnih mer, cen kapitala in deviznega tečaja vplivajo na potrošnje gospodinjstev in investicije podjetij. V primeru, da se obrestna mera zviša, se gospodinjstva relativno težje zadolžujejo, oziroma so bolj stimulirana k varčevanju kot potrošnji. Veliko gospodinjstev se zadolžuje z dolgoročnimi posojili, s katerimi financira nakup stanovanj. Posebnost Velike Britanije je, da ima večina dolgoročnih posojil plavajočo obrestno mero. Obrestna mera se spreminja glede na uradno obrestno mero, ki jo določi MPC. Povišanje uradne obrestne mere direktno vpliva na povečanje stroškov vračanja dolga, kar zmanjša razpoložljivi dohodek gospodinjstev. Gospodinjstva so s tem prisiljena v manjšo potrošnjo.

Uradne obrestne mere vplivajo na potrošnje gospodinjstev tudi preko vrednosti premoženja. Višje obrestne mere povišajo strošek nakupa premoženja, kar zmanjšuje agregatno povpraševanje po premoženju in s tem vpliva na znižanje cen premoženja. Najpomembnejše premoženje gospodinjstev predstavlja stanovanje in druge nepremičnine, ki se lahko uporabijo kot kritje bančnih posojil. Če s povišanjem obrestne mere cena nepremičnin pade, se zniža sposobnost zadolževanja gospodinjstev.

Poleg kvantitativne spremembe potrošnje, obrestna mera vpliva tudi na kvalitativne spremembe, predvsem preko spremembe menjalnega tečaja. Zaradi spremenjenega tečaja se spremenijo cene relativno med domačimi in tujimi proizvodi in storitvami. To vpliva na konkurenčnost med domačimi in tujimi proizvajalci, vpliva pa tudi na storitve kot so turizem in transport. Pri tem je treba opozoriti, da na menjalni tečaj ne vpliva samo uradna obrestna mera, temveč še cela vrsta dejavnikov v Britaniji in tujini.

Za razliko od vpliva obrestne mere na gospodinjstva, je vpliv na podjetja veliko težje definirati. Vpliv spremenjene obrestne mere je odvisen od velikosti podjetij, virov financiranja in na panogo v kateri se določeno podjetje nahaja.

Povečanje obrestne mere bo imelo večji vpliv na podjetja, ki se zadolžujejo pri bankah. Dvig obrestnih mer podraži stroške zadolževanja in s tem zmanjša dobiček podjetij ter zviša zahtevano pričakovano donosnost novih investicij. Ravno obratno pa se zgodi s podjetji, ki imajo pri bankah depozite. S zvišanjem obrestne mere se zviša donos teh depozitov. Pridobljena sredstva lahko podjetja investirajo in s tem povečajo zaposlenost, lahko pa tudi dodatno vložijo v finančna sredstva ali pa izplačajo višje dividende delničarjem. Sprememba obrestnih mer torej ne vodi nujno v spremembo velikosti investicij. Poleg tega obrestne mere nimajo večjega vpliva na tista podjetja, ki imajo minimalne dolgove oz. imajo približno enake obveznosti kot terjatve do bank.

Za podjetja, ki se financirajo na trgu kapitala, je težje določiti vpliv obrestne mere. Obrestna mera preko diskontnega faktorja vpliva na strošek kapitala in s tem na poslovanje podjetij, vendar pa se podjetja pred vplivom obrestne mere lahko zaščitijo s trgovanjem na tujih trgih kapitala. To še posebej velja za velika in multinacionalna podjetja.

Po mnenju MPC ima obrestna mera največji vpliv na poslovanje podjetij preko spremembe pričakovanj in negotovosti. Ker so investicije praviloma nepreklicne, podjetja posvečajo veliko pozornost v ocenjevanje prihodnjega povpraševanja in tveganosti naložbe. Pričakovanja pri tem igrajo pomembno vlogo. Večja negotovost gibanj ekonomskih kazalcev pa vpliva na preložitev investicij, dokler niso napovedi jasnejše.

4.4.3 Vpliv na BDP in inflacijo

Vse zgoraj omenjene spremembe vplivajo na agregatno povpraševanje. Sprememba agregatnega povpraševanja pa naprej vpliva tudi na tiste ekonomske subjekte, ki neposredno zaradi obrestne mere niso bili prizadeti. Tako je lahko na primer proizvajalec vozil prizadet zaradi sprememb povpraševanja prevoznega podjetja. Vse te spremembe vplivajo na BDP in inflacijo. Vendar pa, kot je bilo že večkrat omenjeno, monetarna politika nima dolgoročnega vpliva na BDP.

Na dolgi rok na rast BDP vplivajo dejavniki na strani ponudbe, kot na primer tehnični napredek, produktivnost dela in akumulacija kapitala. Nekatere vladne politike lahko vplivajo na te dejavnike, monetarna politika pa načeloma nima direktnega vpliva. Vsako gospodarstvo ima svoj optimalni BDP, pri katerem sta agregatna ponudba in povpraševanje uravnotežena in ni pritiskov na povečevanje ali zmanjševanje inflacije. Razliko med dejanskim in optimalnim BDP imenujemo vrzel BDP.

Če je vrzel pozitivna, agregatno povpraševanje sili ponudbo na raven, ki je višja od optimalne, kar povzroča višje stroške dela in kapitala, ki se prelijejo v višje cene. Vrzel BDP lahko ocenimo le z določeno verjetnostjo, ker se optimalni BDP stalno spreminja. Nanj vplivajo številni dejavniki, kot na primer struktura gospodarstva, reforme na trgu dela ipd. Kljub temu nam koncept vrzeli pomaga oceniti stanje v katerem sta agregatno povpraševanje in ponudba približno uravnotežena in je inflacija stabilna. Optimalno stanje v gospodarstvu pa samo po sebi še ne pomeni, da je inflacija nizka. V ravnotežju je lahko inflacija stabilna in visoka, ali pa stabilna in nizka. Stopnja pri kateri se inflacija dolgoročno ustali je odvisna od potez centralne banke in kredibilnosti ciljne inflacijske stopnje.

Po mnenju MPC na dolgoročno stopnjo inflacije v največji meri vplivajo pričakovanja ekonomskih subjektov. Pričakovanja vplivajo na dva načina: vplivajo na oblikovanje realne obrestne mere in na oblikovanje cen ter stroškov dela in kapitala.

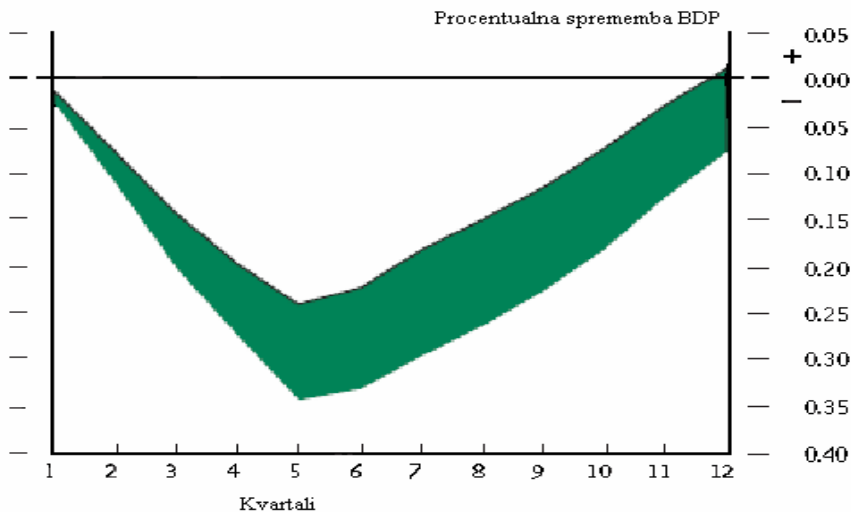
Realna obrestna mera je približno enaka razliki med nominalno obrestno mero in pričakovano inflacijo. Realna obrestna mera je dejansko tista, ki določa ali je monetarna politika ekspanzivna

ali restriktivna. Če je na primer pričakovana inflacijska stopnja 10% in nominalna obrestna mera 10%, je realna obrestna mera 0%. Monetarna politika je ekspanzivna. Če se pričakovana inflacijska stopnja zniža na 3%, je realna obrestna mera 7%. V tem primeru je monetarna politika restriktivna. Realna obrestna mera torej determinira učinek specifične nominalne obrestne mere.

Pričakovani stroški dela in kapitala se oblikujejo glede na pritiske povpraševanja po delu in kapitalu, hkrati pa tudi na pričakovano inflacijo. Če se pričakovana inflacijska stopnja poveša, se bodo povešali tudi stroški dela in kapitala, ker želijo delavci in lastniki kapitala ohraniti realne plače in realno donosnost kapitala. Večji stroški dela pa vodijo v višje cene proizvodov in storitev. Tudi ko je BDP optimalen, višja pričakovana inflacija vodi v višje cene. Dejanska inflacija je tista, ki je bila pričakovana. Če ekonomski subjekti verjamejo v kredibilnost monetarne politike, bo pričakovana inflacijska stopnja enaka ciljni inflacijski stopnji, ki jo je določilo ministrstvo za finance.

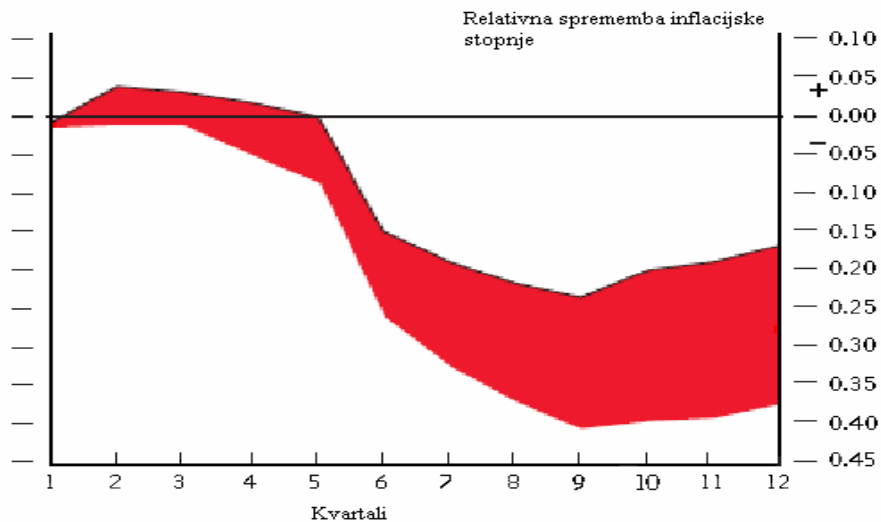
Vpliv uradne obrestne mere na BDP in inflacijo najlažje ponazorimo grafično z uporabo makroekonomskega modela MM. Grafa na sliki 9 in 10 prikazujeta pas, ki ponazarja najbolj verjeten odziv BDP in inflacije na nepričakovano zvišanje obrestne mere za eno odstotno točko pri predpostavki, da se potem uradna obrestna mera ne spreminja.

Slika 9: Odziv BDP na spremembo uradne obrestne mere za 1 odstotno točko, relativno glede na izhodiščno stanje



Vir: The transmission mechanism of monetary policy, 1999, str. 12.

Slika 10: Odziv inflacijske stopnje na spremembo uradne obrestne mere za 1 odstotno točko, relativno glede na izhodiščno stanje



Vir: The transmission mechanism of monetary policy, 1999, str. 12.

Iz Slike 9 (na strani 28) je razvidno, da po uvedbi višje obrestne mere BDP začne strmo padati, približno po enem letu se spusti raven, ki je za 0.2-0.35% nižja od izhodiščne. Naslednje leto se začne BDP spet približevati ravnotežni ravni. Iz grafa je torej razvidno, da v primeru, da sprememba obrestne mere ni bila pričakovana, monetarna politika sicer vpliva na BDP, vendar samo začasno.

Za razliko od gibanja BDP se inflacija prvo leto po uvedbi nove obrestne mere le malo spreminja. Vpliv spremenjenega BDP z zamikom vpliva na inflacijo, ker so cene ter stroški dela in kapitala togi («lepljivi») in se postopoma odzivajo na spremembe. Po enem letu začne inflacija padati in se za razliko od BDP ustali na ravni, ki je za 0.2-0.4 % nižja od izhodiščne. Nižja raven odraža inflacijska pričakovanja in zaupanje v kredibilnost monetarne politike.

Pri prikazani ilustraciji je treba opozoriti, da gre za simulacije makroekonomskega modela in ne za dejansko stanje. Pri dejanskem poteku dogodkov bi na spremembe BDP in inflacije vplivali še številni drugi dejavniki, kot na primer sprememba fiskalne politike, spremembe v svetovni trgovini in podobno. Gre le za ilustrativni prikaz vpliva obrestne mere, kakršnega predvideva Odbor za monetarno politiko. Drug makroekonomski model bi morda prikazal drugačne rezultate.

4.5 Sprememba ciljne inflacijske stopnje

Ključnega pomena za uspešnost vodenja monetarne politike je kredibilnost ciljne inflacijske stopnje. Ekonomski subjekti bodo v tem primeru pričakovali tako inflacijo, kot jo je določilo ministrstvo za finance. Da bo ta cilj dosežen, mora biti ciljna inflacijska stopnja popolnoma razumljiva in jasna. Od ustanovitve novega režima leta 1997 do leta 2003 je bila ciljna

inflacijska stopnja 2,5% letno, določena z indeksom RPIX. Decembra 2003 pa je minister za finance prvič spremenil inflacijsko stopnjo na 2% letno, določeno z indeksom CPI. Ta ciljna stopnja velja tudi letos (2006). Kljub temu, da se je ciljna inflacijska stopnja znižala, je sama ciljna inflacija nespremenjena, saj gre le za spremembo indeksa s katerim je inflacija izražena. Ker je izračun inflacije po indeksu CPI za okoli 0,5 odstotnih točk nižji od izračuna po indeksu RPIX, mora biti tudi ciljna inflacijska stopnja spremenjena za enako število, da bi se ohranila enaka ciljna inflacija (2,5% RPIX = 2,0% CPI).

4.5.1 Razlike med indeksoma RPIX in CPI

Indeks RPIX temelji na indeksu RPI (Retail Price Index), ki je glavni indeks za izračun inflacije v Veliki Britaniji. Indeks meri povprečno mesečno spremembo cen dobrin in storitev, ki jih kupuje večina gospodinjstev v Veliki Britaniji. Trošenje gospodinjstev, ki imajo zelo nadpovprečno visoke dohodke in trošenje gospodinjstev, ki so v večji meri odvisna od državne podpore in državnih pokojnin ni upoštevano pri izračunu inflacije, ker se njihov način trošenja smatra za netipičnega. Indeks se izračuna na podlagi cene košarice več kot 600 dobrin in storitev. Statistični urad (Office for National Statistics – ONS) vsak mesec spremlja podatke o spremembah cen v 146 krajih po državi. Indeks RPI se uporablja kot makroekonomski indikator višine inflacije, zato se uporablja pri prilagoditvi višine socialnih transferov, državnih pokojnin in reguliranih cen proizvodov in storitev privatiziranih javnih podjetij.

Indeks RPIX je sestavljen na isti način kot RPI, vendar ne upošteva obresti na hipotekarna posojila. Ta indeks je bolj primeren za monetarno politiko, ker se obresti na hipotekarna posojila spreminjajo glede na uradno obrestno mero, ki jo je določil MPC, zato bi vpliv spremembe obrestne mere pretirano vplival na spremembo inflacije izmerjene z indeksom RPI.

Indeks CPI je razvil Eurostat z namenom merjenja inflacije v državah članicah EU. Sprejet je bil z regulacijo Evropskega Sveta leta 1995, kasneje pa so bile sprejete še dodatne regulacije in usmeritve. Od leta 1999 ga izračunava tudi britanski Statistični urad, vendar do leta 2003 samo kot primerjavo med britansko inflacijo in inflacijo v državah EU.

Indeksa RPIX in CPI se razlikujeta po metodološkem pristopu izračunavanja in po vsebini košarice. Razlika pri metodološkem pristopu izhaja iz različnega izračuna povprečnih vrednosti. V indeksu RPIX se izračuna aritmetično sredino različnih cen iste dobrine (ali storitve), medtem ko se pri indeksu CPI upošteva geometrijsko sredino cen. Geometrijska sredina omogoča upoštevanje načela substitucije, po kateri bodo potrošniki v večji meri kupovali dobrine, ki so se relativno pocenile.

Za razliko od indeksa RPIX indeks CPI v košarici dobrin upošteva stroške izobraževanja kot na primer cene študentskih domov in plačilo šolnin, ne vključuje pa stroške nepremičnin kot so zmanjšanje vrednosti nepremičnine, davek na nepremičnine, zavarovanje nepremičnin, plačilo najemnin in podobno. Kljub temu, da stroški nepremičnin ne vplivajo več direktno na vodenje

monetarne politike, pa MPC še vedno spremlja spremembe teh stroškov in jih posredno upošteva pri določanju uradne obrestne mere.

Po mnenju ministrstva za finance ima indeks CPI več prednosti pred RPIX zato je bolj uporaben za monetarno politiko. Glavne prednosti indeksa CPI so:

- 1.) zaradi geometrijske sredine CPI omogoča načelo substitucije, zato bolj upošteva racionalno obnašanje potrošnikov;
- 2.) CPI pokriva večji del populacije in je bolj skladen s principi nacionalnih računov;
- 3.) Ker večina držav uporablja indeks CPI, je le-ta bolj primeren za primerjavo med različnimi državami.

Kljub omenjenim prednostim pa indeks CPI povzroča nezadovoljstvo predvsem zaradi dejstva, da ne vključuje stroškov nepremičnin. V naslednjih letih po uvedbi novega indeksa so cene in stroški nepremičnin strmo naraščali, kar je med drugim povzročilo tudi to, da je monetarna politika postala relativno bolj ekspanzivna. Zaradi naraščajočih cen nepremičnin je inflacija po indeksu RPIX narasla za več kot 3%, medtem ko je po indeksu CPI ostala na ciljni inflacijski stopnji 2%. Čeprav je MPC ob uvedbi novega indeksa pričakoval, da bo 2,5% inflacija po RPIX v roku dveh let približno enaka 2% inflaciji po CPI, se zdi da temu ni tako, saj se inflaciji po omenjenih indeksih še vedno razlikujeta za več kot eno odstotno točko. Po mnenju MPC se trend poviševanja cen in stroškov nepremičnin zmanjšuje, zato lahko pričakujemo zmanjševanje vrzeli med omenjenima indeksoma.

5 Izvajanje monetarne politike: operacije Bank of England na šterlinškem denarnem trgu

Z operacijami na šterlinškem denarnem trgu Bank of England implementira uradno obrestno mero, ki jo je določil Odbor za monetarno politiko, hkrati pa omogoča likvidnost bančnega sistema in s tem prispeva k njegovi stabilnosti.

Centralna banka lahko vodi monetarno politiko in določa obrestno mero, ker ima monopol pri izdajanju primarnega denarja (M0). Tipičen primer primarnega denarja so bankovci. Samo Bank of England lahko izdaja bankovce v Angliji in Walesu²⁷. Poleg bankovcev pa primarni denar predstavljajo tudi depoziti, ki jih imajo na računih pri centralni banki komercialne banke. Ti depoziti predstavljajo rezerve komercialnih bank. Posebnost angleške monetarne politike je, da te rezerve niso obvezne. Vsaka komercialna banka sama izbira, kolikšne rezerve bo imela pri centralni banki²⁸.

²⁷ Nekaterе škotske in severnoirske banke lahko izdajajo svoj denar, vendar mora biti večina njihovega denarja kritega z denarjem Bank of England. Stopnja pokritja njihovega denarja z denarjem Bank of England je točno določena, vendar se lahko med tednom do določene mere spreminja. Vsako soboto pa mora biti enako določenemu. Ta specifičnost povzroča, da do največjih sprememb povpraševanja po denarju Bank of England prihaja ravno ob sobotah.

²⁸ Večje banke, ki opravljajo tudi poravnave med manjšimi bankami imajo obvezne rezerve, ki niso obrestovane. Te rezerve predstavljajo le manjši del celotnih rezerv in niso orodje monetarne politike. Bank of England jih ne smatra

Rezerve so ključnega pomena za likvidnost bančnega sistema in za izvajanje monetarne politike. Rezerve na računu centralne banke predstavljajo najbolj likvidno sredstvo, ki ga imajo komercialne banke. Te banke dajejo posojila, ki zapadejo čez določen čas, same pa sprejemajo depozite na vpogled. To pomeni, da so izpostavljene likvidnostnemu tveganju.

Manjše banke se lahko pred tveganjem zaščitijo tako, da odprejo račun pri velikih bankah in se v primeru nelikvidnosti zadolžijo. Velike banke pa se na ta način ne morejo zaščititi brez občutnega povišanja likvidnostnega tveganja za celoten bančni sistem. Velike banke se lahko zaščitijo s tem, da odprejo račun pri centralni banki. Transakcije med bankami potekajo iz računa, ki ga ima komercialna banka pri centralni banki na ostale račune, ki jih imajo ostale banke pri centralni banki. Pred nelikvidnostjo se komercialne banke zaščitijo z nakupom visoko kvalitetnih vrednostnih papirjev in jih po potrebi prodajo centralni banki. Poleg tega se lahko banke v izjemnih primerih tudi zadolžijo pri centralni banki.

Bank of England kot monopolni ponudnik likvidnosti določa pravila po katerih posluje s komercialnimi bankami in s tem postavlja mehanizem, s katerim izvaja monetarno politiko. Cilj tega mehanizma je, da BoE s čim večjo natančnostjo in zanesljivostjo implementira obrestno mero, ki jo je določil MPC in da omogoči denarnemu sistemu čim večjo finančno stabilnost.

Pravila poslovanja z bankami so se v preteklosti večkrat spreminjala. Na spremembe so vplivala nova spoznanja v ekonomski teoriji, pa tudi razne politične spremembe. Najnovejša reforma na tem področju je bila izpeljana leta 2006.

5.1 Operacije na denarnem trgu pred letom 2006 in razlogi za reformo

Operacije, ki jih je izvajala Bank of England pred letom 2006 so temeljile na delovanju Banke iz obdobja, ko še ni bilo uvedeno ciljanje inflacijske stopnje in ni bilo Odbora za makroekonomsko politiko. V tistem obdobju je Bank of England vplivala na obrestno mero z določanjem količine denarja v obtoku. Vsak delovni dan je na odprtem denarnem trgu kupovala ali prodajala primerno finančno premoženje²⁹ na podlagi repo pogodb z dvotedensko dospelostjo. Če je Banka vodila restriktivno monetarno politiko, je prodala več finančnega premoženja in s tem zmanjšala količino denarja v obtoku.

Poleg operacij na denarnem trgu je Banka kontrolirala količino denarja z določanjem obveznih rezerv, ki so jih morale večje banke imeti na svojem računu pri centralni banki. Te banke niso prejemale obresti za obvezne rezerve, morale pa so plačevati kazenske obresti, če so imele manj rezerv, kot je zahtevala BoE. Manjše banke niso imele obveznih rezerv, prav tako tudi niso smele poslovati z Bank of England. Likvidnost bančnega sektorja je temeljila na dvotirnem sistemu:

kot rezerve temveč kot Depozite denarnega razmerja (Cash Ratio Deposit – CRD). Glej The Framework for the Bank of England's operations in the sterling money markets. Bank of England, 2006, str. 12.

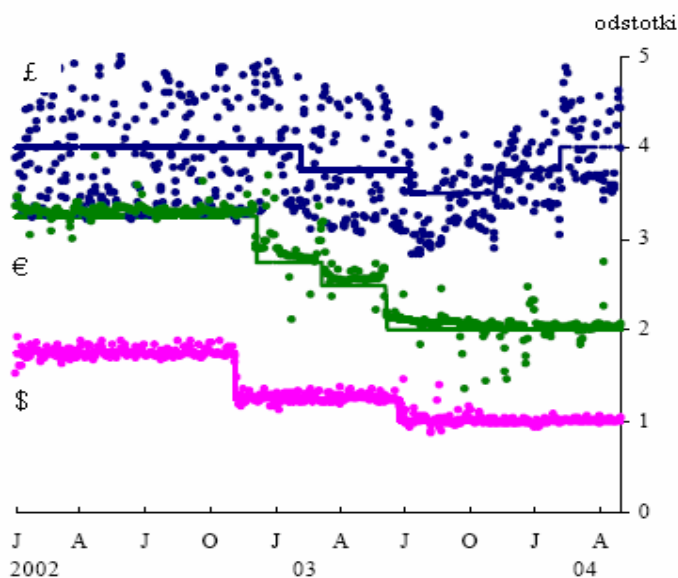
²⁹ Gre za visoko kvalitetne vrednostne papirje, kot na primer vrednostni papirji ministrstva za finance (Treasury bills). Glej The Framework for the Bank of England's operations in the sterling money markets. Bank of England, 2006, str. 23.

velikim bankam je likvidne rezerve omogočala Bank of England; manjšim bankam so likvidne rezerve omogočale velike banke.

Ko je bila leta 1992 uvedena politika ciljanja inflacijske stopnje, je Bank of England spremenila način delovanja, sam mehanizem pa je ostal isti. Od leta 1992 naprej je Bank of England sklepala repo pogodbe po uradni obrestni meri. Razlika med nakupno ceno in ceno povratnega nakupa je bila enaka obrestim na izposojeni ali posojeni znesek, obračunanim po uradni obrestni meri. Ko je vodila restriktivno monetarno politiko, je zvišala uradno obrestno mero, velikost transakcij pa je določal denarni trg.

Ko je bil uveden Odbor za monetarno politiko, so se pojavile slabosti obstoječega sistema. Odbor je določal uradno obrestno mero enkrat na mesec, Bank of England pa je vsak delovni dan ponujala repo pogodbe z dvotedensko dospelostjo³⁰. Bank of England je torej prvo polovico meseca izvajala repo posle po uradni obrestni meri, ki je veljala prejšnji mesec. Zaradi tega se je razvila arbitražna na denarnem trgu. Če so banke pričakovale, da bo Odbor naslednji mesec zvišal uradno obrestno mero, so se tržne obrestne mere spustile pod uradno obrestno mero tekočega meseca, hkrati pa se je povečalo povpraševanje po repo poslih. Obratno se je zgodilo v primeru, da so banke pričakovale znižanje uradne obrestne mere. Zaradi tega so bile tržne obrestne mere z dospelostjo čez noč pretirano razpršene okoli uradne obrestne mere³¹.

Slika 11: Tržne obrestne mere z dospelostjo čez noč (točke) in uradne obrestne mere (črte) v Veliki Britaniji, ZDA in evroobmočju v obdobju 2002 - 2004



Vir: Tucker, 2004, str. 8.

³⁰ Bank of England izvaja tudi povratne transakcije z deljšo dospelostjo (trimesečna, polletna, devetmesečna, enoletna), vendar te transakcije niso orodje monetarne politike. Njihov namen je zagotavljati dolgoročno likvidnost, če pride do trajnih sprememb povpraševanja po denarju. Obrestujejo se po variabilni tržni obrestni meri.

³¹ Glej Tucker, 2004, str. 8

Slika 11 (na str. 33) nam kaže visoko nestabilnost tržnih obrestnih mer v Veliki Britaniji v primerjavi z drugimi državami. Čeprav ta neučinkovitost ni ogrozila sam transmisijski mehanizem monetarne politike (dejanska inflacija se je ujemala s ciljno inflacijo), pa je občasno zmanjševala likvidnost bančnega sistema in otežila poslovanje komercialnih bank.

5.2 Operacije na šterlinškem denarnem trgu od leta 2006

Junija 2006 je Bank of England izvedla reformo denarnega trga z namenom zmanjšanja pretirane razpršenosti kratkoročnih obrestnih mer okoli uradne obrestne mere. Operacije na šterlinškem denarnem trgu temeljijo na treh instrumentih:

- 1.) Prostovoljne ciljne rezerve (Remmunerated voluntary reserves) komercialnih bank, ki jih Bank of England obrestuje po uradni obrestni meri;
- 2.) Odprte ponudbe (Standing facilities) mejnega posojila in mejnega depozita po uradni obrestni meri do +/-100 bazičnih točk
- 3.) Operacije odprtega denarnega trga (Open market operations – OMOs), preko katerega Bank of England omogoča komercialnim bankam dostop do denarja centralne banke, ki ga le-te potrebujejo za ohranjanje ciljne stopnje rezerv.

Banke si enkrat mesečno prostovoljno določijo **ciljno stopnjo povprečnih rezerv**. V tekočem mesecu se morajo rezerve v povprečju ujemati s ciljno stopnjo rezerv. To pomeni, da lahko vsak delovni dan komercialna banka spreminja velikost rezerv, vendar največ do tolikšne mere, da bo povprečna velikost rezerv v mesecu enaka ciljni stopnji rezerv. Če banke dosežejo ciljno stopnjo, jim Bank of England izplača obresti za te rezerve po uradni obrestni meri. V primeru, da komercialna banka zgreši ciljno stopnjo rezerv za več kot +/- 1%, ji BoE zaračuna kazenske obresti³². Banke si pri doseganju ciljne stopnje povprečnih rezerv lahko pomagajo z odprtimi ponodbami centralne banke, ali pa z operacijami odprtega denarnega trga. Od višine tržnih obrestnih mer je odvisno, katero možnost bodo izbrale.

Pomembna značilnost novega sistema rezerv je, da banke lahko ob vsakem novem sprejemu uradne obrestne mere spremenijo svojo ciljno stopnjo rezerv.

Za razliko od prejšnjega sistema imajo lahko prostovoljne rezerve tudi manjše banke. S tem se ukinja dvotirni sistem zagotavljanja likvidnosti, ki se je izkazal kot diskriminatoren. Ker manjše banke niso imele direktnega dostopa do denarja centralne banke, so velike banke manjšim zaračunavale višje obrestne mere.

³² Če rezerve v povprečju presežejo ciljno stopnjo za več kot 1% Angleška banka izplača obresti za ciljno stopnjo rezerv, ne pa tudi za presežek. Če so rezerve v povprečju za več kot 1% nižje od ciljne stopnje rezerv, Angleška banka izplača obresti za dejanske rezerve, za primanjkljaj pa zaračuna kazenske obresti.

Odpрте ponudbe komercialnim bankam omogočajo, da si v neomejeni količini izposojajo ali posojajo denar centralne banke³³. Za posojilo ali plasiranje depozita Bank of England zaračuna ali plača obresti po obrestni meri ki je za 100 bazičnih točk višja oz. nižja od uradne obrestne mere. Namen tega instrumenta je zagotavljanje vsakodnevne likvidnosti bančnega sistema. Zadnji dan pred sprejetjem nove uradne obrestne mere Banka zniža razpon na +/- 25 bazičnih točk od obrestne mere, s čimer omogoča komercialnim bankam, da si za nižjo ceno uskladijo povprečne rezerve in se s tem izognejo kazenskim obrestim.

Operacije odprtega denarnega trga so še en kanal, ki zagotavlja likvidnost bančnega sistema. Preko teh operacij Bank of England zagotavlja, da bo imel bančni sistem kot celota dovolj likvidnih sredstev. Če se na primer poveča agregatno povpraševanje po denarju, bi morale vse banke zmanjšati svoje rezerve. Da se to ne bi zgodilo, Bank of England na odprtem denarnem trgu ponudi dodatne repo odkupe in s tem poveča količino denarja v obtoku.

Bank of England na odprtem denarnem trgu z repo posli kupuje ali prodaja finančno premoženje enkrat na teden, z enotedensko dospelostjo. Zadnji repo posli Banke zapadejo na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere. Poleg tega na ta dan Banka kupuje ali prodaja finančno premoženje z enodnevnimi repo posli in s tem omogoča komercialnim bankam, da dosežejo ciljno stopnjo rezerv s trgovanjem na odprtem denarnem trgu³⁴.

Pri določanju potrebne količine denarja v obtoku, ki ga potrebuje bančni sistem, si Banka pomaga z modeli in napovedmi. Pri tem je najbolj pozorna na spremljanje hitrosti obračanja denarja in na gibanje rezerv komercialnih bank. Cilj Banke je, da bi ponujala ravno tolikšno količino denarja kolikor ga banke potrebujejo. Ker pa to ni vedno mogoče (na primer zaradi nenadnih sprememb v povpraševanju po denarju – t.i. avtonomni faktorji), Bank of England dopušča +/-1% deviacije od ciljne stopnje povprečnih rezerv in na koncu obdobja ponuja enodnevne repo odkupe.

5.3 Delovanje denarnega trga od leta 2006

Nov sistem s katerim Bank of England usklajuje tržne obrestne mere z uradno obrestno mero poteka v dveh obdobjih:

1. obdobje traja od trenutka, ko MPC sprejme novo uradno obrestno mero (praviloma prvi četrtek v mesecu) do predzadnjega dneva veljavnosti uradne obrestne mere (prvi torek v naslednjem mesecu)
2. obdobje je zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere (prva sreda v naslednjem mesecu)

³³ Posojila so v obliki repo pogodb čez noč. S posojilom se lastništvo finančnega premoženja prenese na Bank of England, istočasno pa BoE in komercialna banka skleneta povratno transakcijo vračila finančnega premoženja nazaj na komercialno banko z naslednjim delovnim dnevom. Za depozite ni potrebno zavarovanje s finančnim premoženjem.

³⁴ Gre za t.i. fino usklajevanje (»fine tuning«).

1. obdobje

Bank of England s povprečnimi rezervami komercialnim bankam omogoča, da v toku meseca vodijo arbitražo med tržno in uradno obrestno mero. Komercialne banke imajo večjo fleksibilnost pri usklajevanju svoje likvidnosti in lahko izbirajo med tem ali bodo imele večje rezerve danes ali kasneje v mesecu. Če banke na primer pričakujejo, da se bodo kasneje v mesecu tržne obrestne mere znižale, bodo danes zmanjšale rezerve in kupovale finančno premoženje na odprtem denarnem trgu. Proti koncu meseca bodo prodajale finančno premoženje in vlagale v rezerve. S tem pa dolgoročno dosežejo, da se tržne obrestne mere približujejo uradni obrestni meri. Ker arbitraža bankam prinaša dobiček, je vsem bankam v interesu, da imajo velike rezerve in da v čim večji meri izkoriščajo razliko med tržno in uradno obrestno mero.

Bank of England z operacijami odprtega denarnega trga omogoča komercialnim bankam, da prilagajajo velikost rezerv svojim ciljem. Vse dotlej, dokler komercialne banke pričakujejo, da bo Bank of England preko odprtega denarnega trga do konca obdobja zagotavljala dovolj likvidnih sredstev, da bodo banke lahko vodile arbitražo, se bodo tržne obrestne mere ujemale z uradno obrestno mero.

S tem se je bistveno spremenil koncept delovanja Banke na odprtem denarnem trgu. Bank of England ne želi uravnavati količine denarja v obtoku, niti ne želi prilagajati količino denarja glede na uradno obrestno mero. Količino denarja v obtoku določajo banke same, s tem, ko znižujejo ali zvišujejo svoje rezerve. Količina denarja v obtoku torej ni niti cilj niti orodje angleške monetarne politike. Z operacijami odprtega denarnega trga Bank of England le zagotavlja likvidnost komercialnim bankam, da lahko izvajajo arbitražo in s tem vplivajo na tržne obrestne mere³⁵. Ta način implementacije uradne obrestne mere imenujemo sistem povprečnih rezerv³⁶.

Poleg sistema povprečnih rezerv Bank of England vpliva na tržne obrestne mere z odprtimi ponudbami mejnega posojila ali mejnega depozita. BoE ponuja mejno posojilo v neomejenem obsegu po obrestni meri, ki je za 100 bazičnih točk višja od uradne obrestne mere. Če so tržne obrestne mere višje kot obrestna mera za mejno posojilo Bank of England, se komercialne banke zadolžujejo pri BoE in kupujejo finančno premoženje po tržni obrestni meri. Ta proces bo trajal vse dotlej dokler se tržne obrestne mere ne bodo izenačile z obrestno mero, ki jo Bank of England zaračuna za posojilo. Enako velja za banke, ki potrebujejo dodatna likvidna sredstva. Le-te se ne bodo zadolževale na odprtem denarnem trgu, če tržne obrestne mere presežejo obrestno mero, ki jo Bank of England ponuja za mejno posojilo. Efektivno to pomeni, da tržne obrestne mere nikoli ali pa za zelo kratek čas presežejo obrestno mero za mejno posojilo. Uradna obrestna mera + 100 bazičnih točk torej predstavlja zgornjo mejo povpraševanja po denarju.

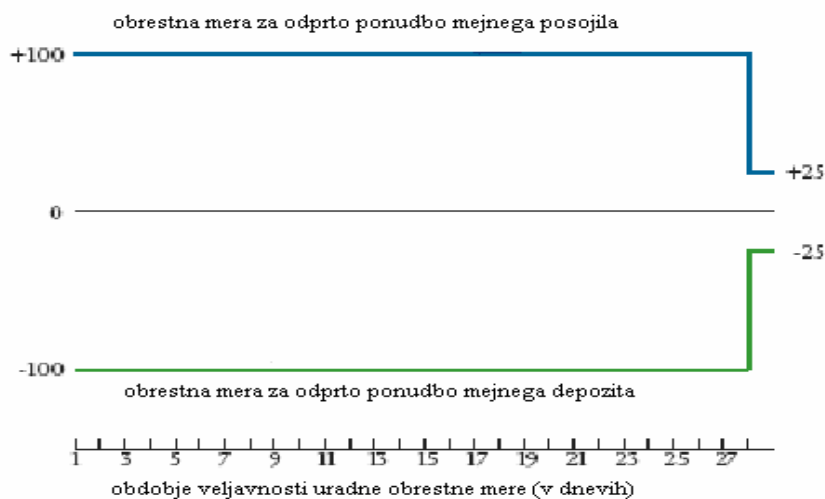
³⁵ Tucker, 2004, str.19.

³⁶ Reserve averaging system.

Ravno obratno velja pri odprti ponudbi mejnega depozita. Obrestna mera, ki jo Bank of England ponuja za depozit, je enaka uradni obrestni meri – 100 bazičnih točk. Ta obrestna mera predstavlja spodnjo mejo povpraševanja po denarju. Če je na primer tržna obrestna mera določenega finančnega premoženja na denarnem trgu nižja od spodnje meje, banke tega finančnega premoženja ne bodo kupovale, saj dobijo višje obresti za plasiranje depozita pri Bank of England.

Uradna obrestna mera +/- 100 bazičnih točk predstavlja koridor, v katerem se gibljejo tržne obrestne mere. Znotraj tega koridorja pa banke s spreminjanjem rezerv izenačujejo tržno obrestno mero z uradno obrestno mero³⁷. Zadnji dan veljavnosti Bank of England zmanjša koridor na +/- 25 bazičnih točk in s tem dodatno vpliva na gibanje tržnih obrestnih mer. Koridor je prikazan na sliki 13.

Slika 13: Obresti na odprte ponudbe v enomesečnem obdobju, relativno glede na uradno obrestno mero, v bazičnih točkah



Vir: Implementing monetary policy, 2005, str. 213.

2. obdobje

Na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere se morajo povprečne rezerve bank ujemati s ciljno stopnjo povprečnih rezerv. Banke, ki imajo nižje rezerve od ciljne stopnje, na odprtem denarnem trgu prodajajo finančno premoženje. Banke, ki imajo presežek rezerv, pa finančno premoženje kupujejo. Banke na denarnem trgu ne trgujejo več zaradi arbitraže, temveč za to, da bodo dosegle ciljne rezerve. Da bi banke lažje dosegle ciljno stopnjo, Bank of England na odprtem denarnem trgu izvaja repo posle (po uradni obrestni meri) z zapadlostjo čez noč. Bank of England želi preko operacij denarnega trga ponuditi ravno toliko denarja, da bodo lahko vse banke dosegle ciljno stopnjo rezerv.

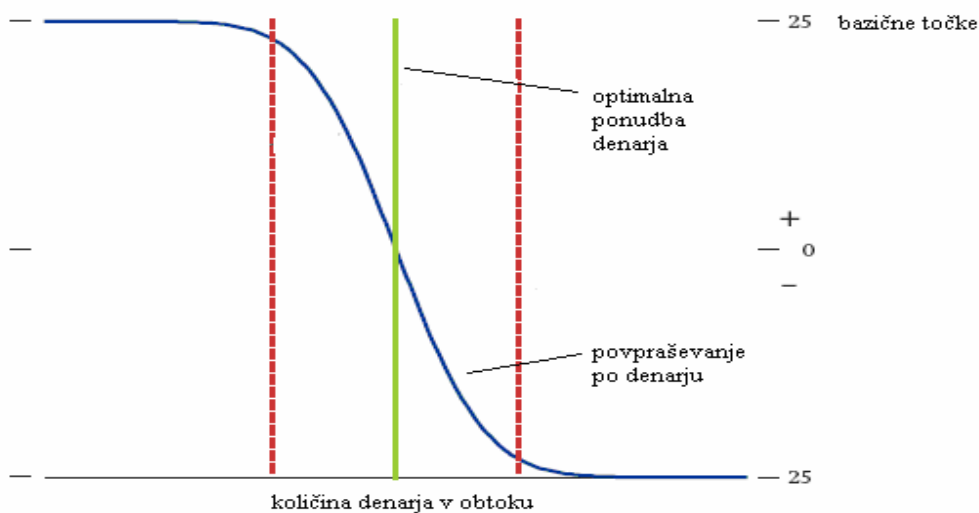
³⁷ Gre za t.i. sistem ozkega koridorja - narrow corridor system.

Zadnji dan veljavnosti Bank of England zniža obrestne mere na odprte ponudbe. Ker si nobena banka ne bo izposojala potrebnih likvidnih sredstev na trgu denarja po višji obrestni meri, kot jo Bank of England zaračuna za mejno posojilo, ali posojala po nižji obrestni meri kot jo Bank of England ponuja za depozit, se ustvari simetrični koridor povpraševanja po denarju, ki se giblje na območju +/-25 bazičnih točk od uradne obrestne mere. Višina tržne obrestne mere znotraj tega koridorja je odvisna od tega, kolikšna je verjetnost, da bodo morale banke uporabljati odprte ponudbe.

Ta verjetnost je v prvi vrsti odvisna od tega, ali bo Bank of England na odprtem denarnem trgu omogočala dovolj likvidnih sredstev, da bodo banke dosegle ciljno stopnjo rezerv. Pri tem mora Banka upoštevati negotovost plačil med bankami. Komercialne banke so izpostavljene tveganju, da se jim povprečne rezerve nepričakovano spremenijo na primer zaradi nesposobnosti določene banke, da ostalim poravnava svoje obveznosti. Tega tveganja Bank of England ne more popolnoma ovrednotiti, zato ne ve, kolikšna je optimalna količina denarja, t.j. količina denarja, ki jo banke dejansko potrebujejo, da dosežejo ciljno stopnjo rezerv.

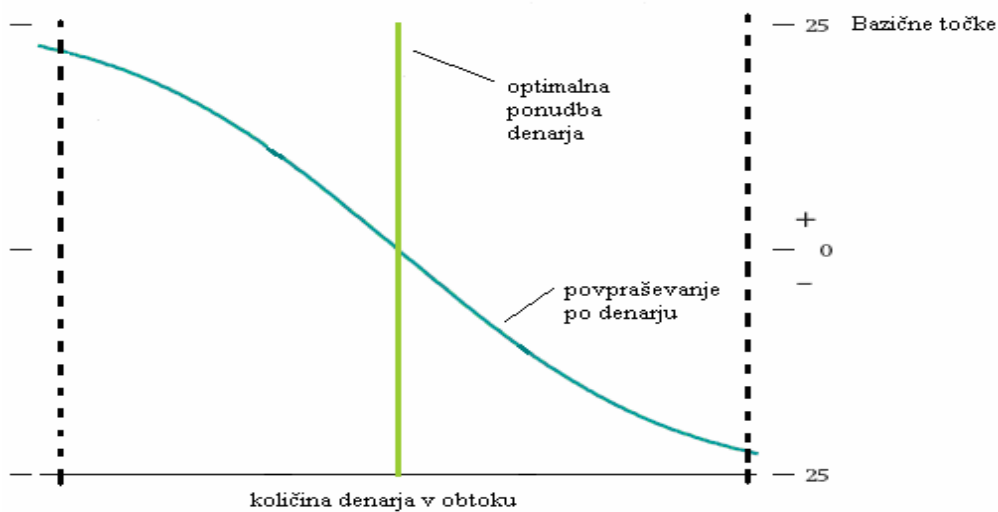
Ravnotežna obrestna mera se oblikuje glede na stopnjo tveganja bank in glede na količino denarja, ki ga Bank of England ponuja na denarnem trgu. Ravnotežje na denarnem trgu nam kažeta sliki 14 in 15 (na str. 39).

Slika 14: Optimalna ponudba denarja in povpraševanje po denarju na odprtem denarnem trgu na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere, pri visoki negotovosti plačil



Vir: Mac Gorain, 2005, str. 464.

Slika 15: Optimalna ponudba denarja in povpraševanje po denarju na odprtem denarnem trgu na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere, pri nizki negotovosti plačil

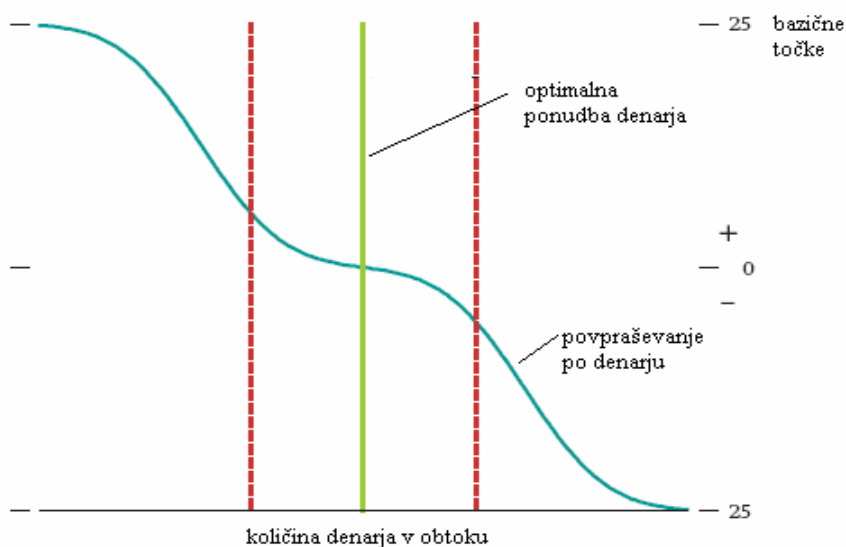


Vir: Mac Gorain, 2005, str. 464.

Sliki 14 in 15 prikazujeta različno elastičnost povpraševanja po denarju s strani komercialnih bank in ponudbo denarja, ki jo ponuja Bank of England z operacijami denarnega trga. Bank of England oblikuje ponudbo denarja glede na pričakovano povpraševanje po denarju s ciljem, da bi bila ravnotežna obrestna mera na trgu enaka uradni obrestni meri. V kolikšni meri bo ta cilj dosežen je odvisno od stopnje negotovosti plačil. Če Banka ne ponudi potrebno količino denarja v obtoku zaradi napačne ocene stopnje negotovosti, bodo komercialne banke pri visoki negotovosti plačil v večji meri odvisne od odprtih ponudb. Prekinjeni črti na obeh grafih kažeta mejo, pri kateri se komercialnim bankam ne splača več poslovati na denarnem trgu, saj so obrestne mere na trgu višje od obrestne mere, ki jo Banka ponuja za mejno posojilo, oziroma nižje od obrestne mere, ki jo Banka ponuja za mejni depozit. Samo v primeru, da Banka točno ponudi potrebno količino denarja v obtoku (optimalna količina denarja), bo ravnotežna obrestna mera enaka uradni obrestni meri. Tak primer označuje navpična črta na obeh grafih. V primeru visoke negotovosti plačil že majhna razlika med dejansko in optimalno ponudbo denarja pomembno vpliva na razliko med uradno in ravnotežno obrestno mero.

Da bi bila Banka bolj učinkovita pri uravnavanju ravnotežne obrestne mere, je komercialnim bankam izplačala obresti za rezerve tudi v primeru, da banke niso točno dosegle ciljne stopnje povprečnih rezerv. Dovoljeno je odstopanje +/- 1% od ciljne stopnje rezerv. Ta razpon je zmanjšal verjetnost, da bodo morale banke uporabljati odprte ponudbe mejnega depozita ali mejnega posojila, saj bodo manjša odstopanja od ciljne stopnje povprečnih rezerv absorbirala morebiten presežek ali primanjkljaj v ponudbi denarja na denarnem trgu. To efektivno pomeni, da zaradi dovoljenega razpona nastane pas povpraševanja po denarju, ki je neelastičen glede na količino denarja na denarnem trgu. To stanje prikazuje slika 16 (na str. 40).

Slika 16: Optimalna ponudba denarja in povpraševanje po denarju na odprtem denarnem trgu na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere, z dovoljenim razponom +/- 1% od ciljne stopnje povprečnih rezerv.



Vir: Mac Gorain, 2005, str. 465.

S Slike 16 je razvidno, da manjše spremembe v ponudbi denarja ne vplivajo na ravnotežno obrestno mero. Če ponudba denarja ni enaka optimalni ponudbi denarja (navpična črta) komercialne banke znižajo ali zvišajo svoje rezerve do 1% glede na ciljno stopnjo povprečnih rezerv (prekinjeni črti). Samo v primeru večjih razlik med optimalno in dejansko ponudbo denarja pride do odstopanj od uradne obrestne mere.

S tem ko Bank of England zagotovi, da bo ravnotežna obrestna mera na zadnji dan veljavnosti enaka (ali vsaj zelo podobna) uradni obrestni meri, vpliva tudi na dogajanje v vseh prejšnjih dnevih veljavnosti uradne obrestne mere. Pričakovana obrestna mera na koncu obdobja vpliva na gibanje tržnih obrestnih mer v ostalih dneh obdobja. Če banke zaupajo v kredibilnost uradne obrestne mere na koncu obdobja, bodo z vodenjem arbitraže v celotnem obdobju usklajevale tržne obrestne mere z uradno obrestno mero³⁸.

5.4 Primerjava z drugimi državami

Izvajanje monetarne politike Bank of England je unikatno, posamezni instrumenti tega sistema pa obstajajo tudi v drugih državah. Evropska centralna banka podobno kot BoE vsak teden izvaja operacije odprtega denarnega trga, kjer kupuje ali prodaja primerno finančno premoženje na podlagi repo pogodb³⁹. Prav tako komercialnim bankam na evro območju ponuja odprte ponudbe

³⁸ Ta učinek imenujemo Martingale property. Glej Gorain, 2005, str. 466.

³⁹ Glej Izvajanje denarne politike v evroobmočju – splošna dokumentacija o instrumentih denarne politike Evrosistema. ECB, 2006, str. 16.

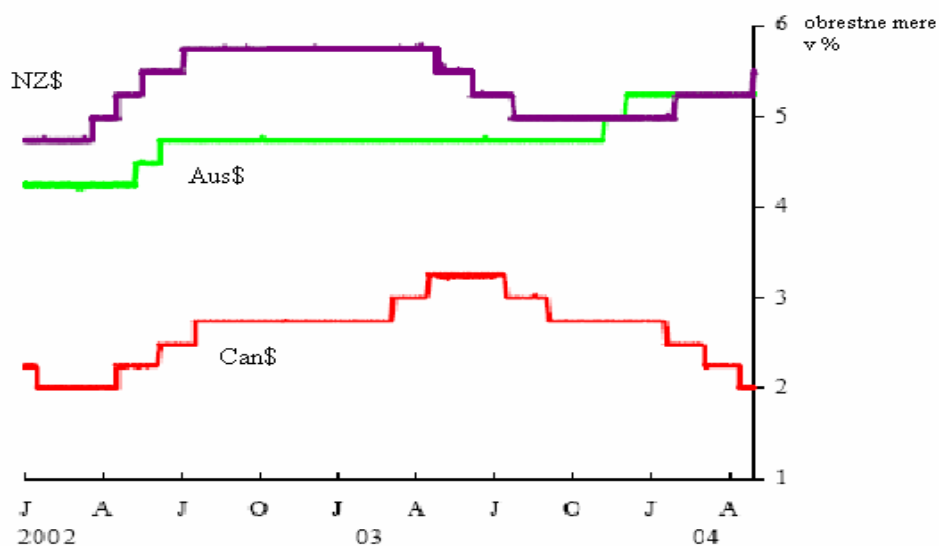
po obrestnih merah, ki se za določeno število bazičnih točk razlikujejo od uradne obrestne mere. Tudi Evropska centralna banka ima sistem povprečnih rezerv, zato lahko komercialne banke vodijo arbitražo med uradno in tržnimi obrestnimi merami.

Glavna razlika med ECB in BoE je v tem, da banke v Veliki Britaniji same določajo kolikšne rezerve bodo imele pri centralni banki, evropskim komercialnim bankam pa količino rezerv določa ECB, pri čemer se morajo povprečne rezerve popolnoma ujemati s ciljno stopnjo povprečnih rezerv. Posebnost BoE je tudi v tem, da na zadnji dan veljavnosti obrestne mere zmanjša koridor iz +/- 100 na +/- 25 bazičnih točk od uradne obrestne mere, poleg tega pa na zadnji dan ponuja repo posle z zapadlostjo čez noč.

V ZDA imajo komercialne banke dva tipa rezerv: obvezne rezerve in prostovoljne ciljne rezerve (t.i. clearing balances). Razlika med prostovoljnimi rezervami pri BoE je v tem, da Ameriška centralna banka (Federal Reserve Bank - Fed) ne izplačuje obresti na te rezerve. Tudi ZDA imajo sistem povprečnih rezerv, ki ima podobno kot BoE dovoljeni razpon odstopanja od ciljne stopnje rezerv (clearing balance band).

Bank of England se je pri ustanavljanju novega sistema implementacije uradne obrestne mere v veliki meri zgledovala po sistemu, ki ga imajo Kanada, Avstralija in Nova Zelandija. Za razliko od ECB in Fed centralne banke omenjenih držav nimajo sistema povprečnih rezerv, zato komercialne banke ne vodijo arbitraže med tržno in uradno obrestno mero. Implementacija obrestnih mer temelji na sistemu koridorja. Centralne banke omenjenih držav vsak delovni dan ponujajo odprte ponudbe komercialnim bankam v neomejenem obsegu za +/- 25 bazičnih točk od uradne obrestne mere. V primerjavi z BoE je ta koridor zelo ozek, poleg tega pa komercialne banke nimajo dovoljenega odstopanja od rezerv. Centralne banke teh držav vsak dan izvajajo operacije na odprtem denarnem trgu, kjer kupujejo in prodajajo finančno premoženje z zapadlostjo čez noč, z namenom zagotoviti komercialnim bankam, da dosežejo svoje rezerve. Sistem, ki ga imajo omenjene države je torej zelo podoben sistemu BoE na zadnji dan veljavnosti uradne obrestne mere.

Slika 17: Uradne obrestne mere in tržne obrestne mere z zapadlostjo čez noč v Kanadi, Avstraliji in Novi Zelandiji v obdobju od januarja 2002 do maja 2004



Vir: Tucker, 2004, str. 15.

Sistem implementacije uradne obrestne mere v Kanadi, Avstraliji in Novi Zelandiji se je izkazal kot zelo učinkovit (glej sliko 17), ima pa tudi nekatere slabosti. Glavna slabost tega sistema je velika zahtevnost vzdrževanja uradne obrestne mere. Centralna banka mora vsak dan izvajati operacije na denarnem trgu, komercialne banke pa morajo vsak dan uravnati količino rezerv. BoE izvaja operacije na odprtem denarnem trgu štirikrat na teden, komercialne banke pa uravnajo količino rezerv enkrat na mesec. Angleški sistem bankam omogoča večjo fleksibilnost pri poslovanju s centralno banko.

6 Sklep

Eden izmed temeljnih konceptov, ki se pojavlja na vseh področjih angleške monetarne politike je vpliv pričakovanj ekonomskih subjektov na dejanske spremembe v gospodarstvu. Pričakovanja določajo učinkovitost monetarne politike, zato je ključnega pomena, da se pričakovanja ujemajo s cilji monetarne politike. V primeru, da ekonomski subjekti pričakujejo zvišanje inflacije, bodo vplivali na to, da se bodo cene ter stroški dela in kapitala dejansko povišali. Pričakovana inflacija določa ali je monetarna politika ekspanzivna ali restriktivna. Tudi če se nominalna uradna obrestna mera poviša, je lahko ob visoki pričakovani inflaciji realna obrestna mera še naprej razmeroma nizka. Pri implementaciji uradne obrestne mere igrajo pomembno vlogo pričakovanja komercialnih bank, da bo Bank of England ponudila optimalno količino denarja v obtoku. Le v tem primeru se bodo tržne obrestne mere ujemale z uradno obrestno mero.

Nova monetarna politika je veliko prispevala k temu, da ekonomski subjekti zaupajo v delovanje centralne banke. Odločitve glede višine uradne obrestne mere se sprejemajo popolnoma transparentno in neodvisno od političnih interesov. K zaupanju je pripomogel tudi jasen cilj, ki si ga centralna banka prizadeva doseči – ohranjanje inflacije na nivoju, kot ga je določilo ministrstvo za finance. Reforme instrumentov denarnega trga so omogočile komercialnim bankam, da lahko z veliko gotovostjo pričakujejo, da bodo imele zadostno likvidnost za izvajanje arbitraže in da bodo dosegle ciljno stopnjo povprečnih rezerv.

Zaupanje v kredibilnost angleške monetarne politike prispeva k zagotovitvi vsesplošne makroekonomske stabilnosti, kar je predpogoj za dolgoročno gospodarsko rast, visoke investicije in nizko stopnjo brezposelnosti.

Literatura

1. Bean Charles, Jenkinson Nigel: The formulation of monetary policy at the Bank of England. Bank of England Quarterly Bulletin, London, Winter 2001, str. 434-441.
2. Brown Gordon: The new monetary policy framework. London: HM Treasury. [URL: http://archive.treasury.gov.uk/press/1997/p40_let.html], 1997.
3. Clews Roger: Implementing Monetary Policy – reforms to the Bank of England’s operations in the money market. Bank of England Quarterly Bulletin, London, Summer 2005, str. 211-220.
4. King Mervyn: No money, no inflation – the role of money in the economy. Bank of England Quarterly Bulletin, London, Summer 2002, str. 162-174.
5. King Mervyn: Speech given by the Governor of the Bank of England at the annual Birmingham forward/CBI business luncheon. London: Bank of England. 6 str. [URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>], 2004.
6. King Mervyn et al.: The transmission mechanism of monetary policy. London: Bank of England, 1999. 12 str.
7. Mac Gorain Seamus: Stabilising short term interest rates. Bank of England Quarterly Bulletin, London, Winter 2005, str. 462-470.
8. Mihailov Alexander: Operational independence, inflation targeting and UK monetary policy. Colchester: University of Essex, 2006, 46 str.
9. Portillo Michael et al.: Bank of England Commission Report. London: HM Treasury, 2000. 25 str.
10. Smith David: Some Comments on the Bank of England’s monetary framework. Cardiff: Business School. 10 str. [URL: <http://www.cf.ac.uk/carbs/econ/webbbd/kmpp/bankmod.PDF>], 2006.
11. Tucker P.M.W.: Managing the central bank’s balance sheet – Where monetary policy meets financial stability. London: Bank of England. 36 str. [URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech225.pdf>], 2004.
12. Wickens Mike: The Bank of England’s Monetary Policy Committee – A view from a parliamentary specialist adviser. York: University of York. 21 str. [URL: <http://www.york.ac.uk/dept/eco/document/seminarpapers/wickenspaper.pdf>], 2001.

Viri

1. Bank of England Act 1998. 28 str.
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1998act.pdf>], 1998.
2. Debt and Reserves management report 2006/07. London: HM Treasury, 2006, str. 29-37.
3. Economic Models at the Bank of England. Chapter 1: Overview. London: Bank of England, 1999, 21 str.
4. Izvajanje denarne politike v evroobmočju – Splošna dokumentacija o instrumentih denarne politike Evrosistema. Frankfurt am Main: ECB, 2006. 107 str.
5. King Mervyn: Inflation report press conference, opening remarks by the Governor. London: Bank of England. 3 str.
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/irspnote090806.pdf>], 2006.
6. Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority. 7 str.
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/mou.pdf>], 1997.
7. Monetary Policy Committee of the Bank of England – Report. London: House of Lords.
[URL: <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld199899/ldselect/ldmon/96/9602.htm>], 1999.
8. The Charter of the Corporation of the Governor and Company of the Bank of England 1694. 2 str.
[URL: <http://www.bankofengland.co.uk/about/legislation/1694charter.pdf>], 1694.
9. The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets, London: Bank of England, 2006. 32 str.

Slovarček tujih izrazov

Inflation targeting – inflacija kot bližnji cilj monetarne politike

HM Treasury – Zakladnica, britansko ministrstvo za finance

Base money – primarni denar (bankovci in rezerve komercialnih bank)

Broad money – široko pojmovani denar

Sterling money market – šterlinški denarni trg

Repurchase agreement – repo pogodba, začasna prodaja

Eligible collateral – primerno finančno premoženje za kritje posojila

Overnight interest rates – obrestne mere čez noč

Standing facilities – odprte ponudbe mejnega posojila ali mejnega depozita

Maintenance period – obdobje veljavnosti uradne obrestne mere