

Magdalena Maria Kowalska*

POLITYKA PIENIĘŻNA WIELKIEJ BRYTANII

1. Zarys historii reżimów pieniężnych

Bank Anglii (*Bank of England*), bank centralny Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, został założony 27 czerwca 1694 r. i jest drugim najstarszym bankiem centralnym na świecie¹. Na początku swego istnienia był bankiem prywatnym (spółką akcyjną), lecz łączyły go silne powiązania z rządem – dysponował bowiem niezbędnymi środkami do finansowania wojen prowadzonych z Francją [*Europejski...* 2004, s. 51].

W latach 1708 i 1709 otrzymał on częściowy monopol na emisję banknotów w odpowiednio: Anglii oraz Walii. Zgodnie z ustawą z roku 1844 zabroniono na wyspach powoływania nowych banków emisyjnych, a dotychczas funkcjonujące nie mogły zwiększać emisji – w ten sposób Bank Anglii stopniowo doszedł do pełnego monopolu w tej dziedzinie².

Do roku 1717 Wielka Brytania pozostawała w systemie waluty srebrnej, następnie przeszła do standardu waluty złotej, który utrzymał się do końca wieku XVIII. 26 lutego 1797 r. Bank Anglii został zwolniony z obowiązku wymiany waluty na złoto; od tamtego okresu standard waluty złotej bywał kilkakrotnie przywracany oraz zawieszany, co ściśle łączyło się z wydarzeniami geopolitycznymi – przede wszystkim z kryzysami wojennymi. Ostatecznie parytet złota został zniesiony w roku 1931 – w okresie, kiedy wokół Wielkiej Brytanii pojawiła się tzw. strefa sterlinga, do której w 1933 r. należały m.in. kraje imperium brytyjskiego, Skandynawia oraz kraje bałtyckie [Benati 2006, s. 11].

Duże zmiany w Banku Anglii nastąpiły po drugiej wojnie światowej, kiedy to został on znacjonalizowany, a 1 marca 1946 r. jego właścicielem stało się Mini-

* Autorka korzysta ze stypendium finansowanego ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego.

¹ Najstarszym Bankiem na świecie jest Bank Szwecji (*Sveriges Riksbank*); został on założony w 1668 r.

² Wyłączność emisji dotyczy terytorium Anglii i Walii. Do dziś własne banknoty posiadają natomiast: Szkocja, Irlandia Północna, Wyspy Man, Jersey i Gurnsey – obowiązują one lokalnie, a funt jest jedyną walutą ogólnokrajową.

sterstwo Skarbu Wielkiej Brytanii. W tym samym roku ogłoszono pełną wymienialność funta (kurs wymiany 1 GBP – 4,03USD), jednak w związku z wielkim odpływem kapitału wymienialność została zawieszona już po kilku tygodniach. Pełna wymienialność funta do dolara została przywrócona w roku 1958 [Benati 2006, s. 12]. Po upadku systemu z Bretton Woods sterling zanotował poważną dewaluację (listopad 1967 r.) i ostatecznie system ten został całkowicie zniesiony w roku 1972.

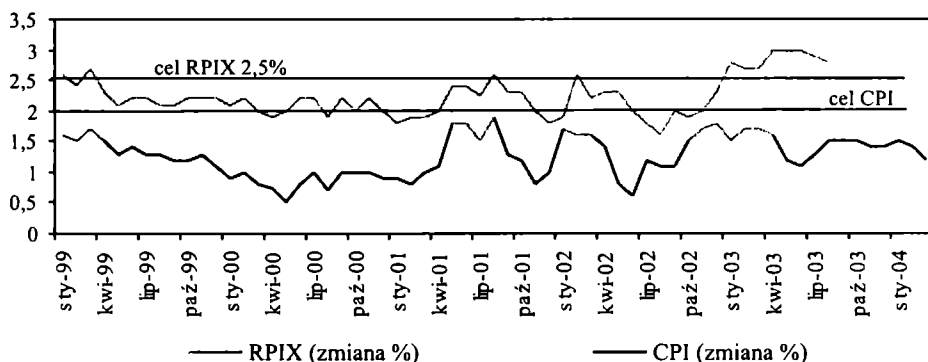
Okres 1972-1992 charakteryzował się dużą zmiennością obieranego kierunku i zasad polityki pieniężnej. Początkowo sterling był częścią europejskiego węża walutowego, jednak po kilku tygodniach wystąpił z systemu, ustanowiono natomiast reżim kursów płynnych. Od czasów urzędu Margaret Thatcher polityka pieniężna została ustabilizowana poprzez określenie celu – wzrostu agregatu pieniężnego M3, jednak wciąż polityka monetarna Wielkiej Brytanii nie była jasno sformułowana – nie wykorzystywano mechanizmów kursów walutowych z jednej strony, a z drugiej strony nie udało się wypracować innego efektywnego narzędzia polityki pieniężnej. W konsekwencji Wielka Brytania zdecydowała o wejściu do systemu ERM, co nastąpiło 8 października 1990 r. (parytet wymiany: 1 GBP – 2,95 DM), jednak wkrótce, tj. 16 września 1992 r., opuściła go w związku z serią ataków spekulacyjnych, jakie miały tego dnia miejsce (tzw. czarna środa) [Budd 2005]. Po trzech tygodniach od wystąpienia z ERM, 8 października roku 1992, konserwatywny rząd J. Majora ustalił pierwszy bezpośredni cel inflacyjny³: pasmo od 1 do 4%, liczone za pomocą średniorocznego wskaźnika RPIX⁴. 14 czerwca 1995 r. został on zmodyfikowany – nowy cel inflacyjny wyznaczony był na poziomie 2,5% (przy wykorzystaniu dotychczasowego wskaźnika), jednak pozostał asymetryczny, tj. formuła mówiła o utrzymywaniu inflacji poniżej tego poziomu [Mihailov 2006, s. 6]. Nowy system okazał się efektywny: podczas gdy w latach osiemdziesiątych średnia inflacja wynosiła ok. 7%, w latach 1990-1997 było to 4,5% [Wadhvani 2001, s. 351].

10 grudnia 2003 r. minister skarbu – zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami – oświadczył, iż wskaźnik wykorzystywany w polityce pieniężnej zostanie zmieniony na CPI, który wykorzystywany jest także przez Europejski Bank Centralny (w ujęciu europejskim – HICP). Zmiana weszła w życie w styczniu 2004 r. [Brown 2005]. Od tamtego czasu cel inflacyjny ustalony jest na poziomie 2%. Według deklaracji, obniżka celu z 2,5 do 2% wiązała się w zasadzie wyłącznie ze zmianami w formule obliczania inflacji (zmiana ze wskaźnika RPIX na HICP)⁵. W rzeczywistości oznaczało to delikatne poluznienie polityki monetarnej, na co wskazuje rys. 1. Wykres wskazuje wyraźnie, iż faktyczna inflacja liczona według CPI utrzy-

³ Ustanowienie strategii celu inflacyjnego było podejściem innowacyjnym w owym czasie, tj. w roku 1992, krajami, które miały doświadczenia w tym zakresie i z którymi Wielka Brytania podążała, były Nowa Zelandia i Kanada.

⁴ Wskaźnik RPIX obejmuje ceny detaliczne z wyłączeniem odsetek od kredytów hipotecznych.

⁵ Punkty 1-2 aneksu w: [Brown 2003].



Rys. 1. Inflacja w Wielkiej Brytanii w okresie styczeń 1999 r.-maj 2002 r., dwa podejścia definicyjne
Źródło: dane Eurostatu.

muje się ponad celem przez cały okres (styczeń 1999 r.-maj 2004 r.), podczas gdy cel RPIX dla tego samego okresu jest przekraczany: w pierwszych czterech miesiącach 1999 r. o 1 punkt procentowy; w sierpniu 2001 r. i lutym 2002 r. oraz od stycznia 2003 do końca badanego okresu.

2. Aspekty instytucjonalne bankowości centralnej w Wielkiej Brytanii

Nowego wyrazu nadały polityce pieniężnej decyzje Gordona Browna, który po wyborach w 1997 r. – wygranych przez laburzystów – objął stanowisko ministra skarbu i bardzo szybko (w maju tego samego roku) nadał Bankowi Anglii niezależność operacyjną oraz powołał Komitet Polityki Monetarnej – ciało, które do dziś decyduje o polityce pieniężnej Królestwa. Niezależność operacyjna przejawia się przede wszystkim w fakcie, iż Komitet Polityki Pieniężnej samodzielnie ustala stopy procentowe, co dotychczas stanowiło domenę rządu.

Powszechnie uważa się, ale jest to również potwierdzone dowodami empirycznymi, iż niezależność banku centralnego prowadzi za sobą niższą inflację⁶. Z ostatnich badań dotyczących Wielkiej Brytanii wynika jednak, iż wprowadzenie niezależności operacyjnej banku nie miało wpływu na restrykcyjność prowadzonej polityki [Mihailov 2006, s. 7]. Badacze wykorzystali dane statystyczne z okresu, od kiedy obowiązuje w Wielkiej Brytanii bezpośredni cel inflacyjny, tj. od roku 1992, a następnie podzielili szeregi czasowe danych na dwa okresy: punktem podziału był rok 1997, kiedy to Bank Anglii zyskał niezależność. Autorzy wskazują, iż nie można zaobserwować wyraźnej zmiany kursu polityki po roku 1997 [Gerlach-Kristen 2003, s. 6-12].

⁶ Empiryczne badania dotyczące powyższej korelacji zostały przeprowadzone przez bardzo wielu uznanych ekspertów, m.in. w: [Grilli, Masciandro, Tabellini 1991; Cukierman 1992; Alesina, Summers 1993].

Cel inflacyjny był i wciąż jest wyznaczany przez ministra skarbu, zmianą natomiast było wprowadzenie symetrii pasma dopuszczalnych wahań wokół celu; pasmo ustalono na poziomie $\pm 1\%$. W sytuacji odchyień większych od dopuszczalnych Komitet zobowiązany jest do przedstawienia wyjaśnień w liście otwartym do ministra, wraz ze wskazaniem środków, jakie zostaną przedsięwzięte w celu naprawy sytuacji, oraz antycypowanego czasu koniecznego do owej naprawy – jest to obowiązek gubernatora Banku Anglii [Brown 2003].

Do roku 2003 w polityce pieniężnej Wielkiej Brytanii jako bezpośredni cel inflacyjny obowiązywał wskaźnik RPIX, ustalony na poziomie 2,5% [Mihailov 2006, s. 6] – i choć cel ten był corocznie rewidowany, przez cały ten okres pozostał na tym samym poziomie. Od maja 1997 r. do marca roku 2001 roczna inflacja wynosiła średnio 2,4, czyli niewiele poniżej celu [Wadhvani 2001, s. 353]. W styczniu 2004 r. zaczął obowiązywać wskaźnik CPI, który obecnie kształtuje się na poziomie 2,4%⁷.

Zasadniczym dokumentem, na podstawie której działa obecnie Bank Anglii, jest ustawa z roku 1998 (*Bank of England Act*), wprowadzająca poprawki do ustawy z roku 1694 oraz do kolejnych ustaw.

Obecna struktura organizacyjna obejmuje: Trybunał Dyrektorów (*Court of Directors*), Komitet Dyrektorów działający w ramach Trybunału oraz Komitet Polityki Pieniężnej (*Monetary Policy Committee*). Wszystkie te organy funkcjonują na mocy ustawy o Banku Anglii z 1998 r.

Zgodnie z zapisami ustawy, Trybunał Dyrektorów składa się z gubernatora Banku Anglii, dwóch wicegubernatorów oraz 16 dyrektorów. Jednocześnie 16 dyrektorów tworzy Komitet Dyrektorów. Gubernatorzy mianowani są przez królową na pięcioletnią kadencję, dyrektorzy – na trzyletnią, przy czym co rok wymienia się czterech członków. Kadencje są odnawialne.

Zadaniem trybunału jest prowadzenie wszystkich bieżących spraw banku, jednak z wyłączeniem kwestii związanych z prowadzeniem polityki pieniężnej; innymi słowy, jest to organ zarządzający bankiem, natomiast w sferze polityki monetarnej pełni funkcję konsultacyjną.

Osiągnięcie „rządowego” wskaźnika wzrostu cen (bezpośredniego celu inflacyjnego) stanowi podstawowe zadanie Banku Anglii, który ma pełną samodzielność decyzyjną co do sposobów i narzędzi realizacji polityki pieniężnej (wspomniana wcześniej niezależność operacyjna). W celu ustalenia klarownych granic kompetencji oraz zasad, wedle których sprawowana jest polityka instytucji finansowych, w marcu roku 2006 minister skarbu G. Brown, gubernator Banku Anglii M. King oraz prezes Urzędu do spraw Usług Finansowych C. McCarthy wspólnie podpisali memorandum [*Memorandum...* 2006]⁸ wyznaczające stosunki między insty-

⁷ Dane za wrzesień 2006 r., HM Treasury, http://www.hm-treasury.gov.uk/economic_data_and_tools/latest_economic_indicators/data_indic_index.cfm.

⁸ [*Memorandum* 2006] – dokument dostępny na stronach internetowych Ministerstwa Skarbu Wielkiej Brytanii.

tucjami, które reprezentują. Dokument ten określa ramy kooperacji na polu stabilności finansowej. Cztery podstawowe zasady, które sformułowano w dokumencie, to:

- odpowiedzialność każdego podmiotu za działania, jakie podejmuje; z tej zasady wynika, iż obowiązki każdego podmiotu muszą być bardzo wyraźnie sprecyzowane,
- przejrzystość; parlament, rynki oraz „publiczność” muszą wiedzieć, która instytucja za co jest odpowiedzialna,
- unikanie dublowania się kompetencji/obowiązków; zasada wzmacniająca odpowiedzialność instytucji za swoje działania,
- regularna wymiana informacji, pomagająca w funkcjonowaniu całego systemu w sposób sprawny i efektywny.

Organem odpowiedzialnym za kształt polityki pieniężnej, a w szczególności za ustalanie wysokości stóp procentowych, jest Komitet Polityki Pieniężnej, któremu przewodniczy gubernator Banku Anglii. W składzie komitetu znajduje się także dwóch wicegubernatorów oraz sześciu członków, z których czterech powołuje minister skarbu, a dwóch gubernator spośród kadry kierowniczej banku (głównego ekonomistę oraz kierownika ds. operacji pieniężnych/rynkowych) [*Bank of England Act...*]. Ponadto w spotkaniach komitetu uczestniczy obserwator rządowy.

Każdego roku rząd wskazuje zakres obowiązków/kompetencji (*remit*) co do celów polityki, które musi uwzględnić bank; w razie ich niespełnienia gubernator zobowiązany jest do „wytlumaczenia się” oraz przedstawienia planu i perspektywy czasowej odnośnie do naprawy sytuacji.

Odpowiedzialność komitetu przed parlamentem przejawia się w wystąpieniach kandydatów do komitetu przed Komisją do spraw Polityki Monetarnej Banku Anglii w Izbie Lordów. Jedną z charakterystycznych cech ram instytucjonalnych polityki pieniężnej jest także fakt, iż członkowie komitetu są indywidualnie odpowiedzialni za swoje decyzje przed parlamentem, a zapis ich głosowań w ramach komitetu jest publikowany⁹. Odpowiedzialność przed społeczeństwem (*public*) wyraża się m.in. w obowiązku regularnej publikacji protokołów z posiedzeń komitetu (ukazują się w środę drugiego tygodnia po spotkaniu komitetu) oraz raportu o inflacji (co kwartał).

3. Podstawy funkcjonalne polityki monetarnej Banku Anglii

Niska wiarygodność polityki monetarnej Wielkiej Brytanii w latach siedemdziesiątych XX w. spowodowała debatę wokół pytania, czy słuszne jest działanie dyskrecjonalne, czy też konsekwentne wdrażanie reguł polityki pieniężnej. Zwo-

⁹ Na jednej z ubiegłorocznych konferencji prasowych dotyczących raportu o inflacji Paul Tucker, dyrektor ds. rynków i jednocześnie członek Komitetu, stwierdził, iż jest to niesamowicie silny bodziec dla każdego członków komitetu, aby „zrobić to porządnie”.

lennicy drugiej z wymienionych opcji argumentowali, iż – ponieważ władze monetarne nie tylko mają za zadanie dbać o niską inflację, ale także mają inne cele (np. wysokie zatrudnienie), mogą ulegać pokusie generowania wysokiego wzrostu gospodarczego, który w krótkim okresie zmniejszy stopę bezrobocia, jednak w okresie długim doprowadzi do wzrostu inflacji. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne racjonalnie działających uczestników rynku pozycjonują się na wysokim poziomie, przez co nastąpi dalszy wzrost inflacji – koszt, który dla banku centralnego będzie większy niż korzyść z ograniczenia bezrobocia. W konsekwencji – w związku z brakiem zaufania do władz monetarnych – poziom równowagi stanie się nieefektywnie wysoki [Nikolov 2002, s. 2].

Ponieważ właśnie z działaniami dyskreccjonalnymi łączy się brak wiarygodności banku centralnego, w literaturze przedmiotu często się zaleca, aby władze monetarne zobowiązały się przestrzegać reguł, zgodnie z którymi utrzymana była by niska inflacja. Reguły te wzmacniają wiarygodność prowadzonej polityki oraz stanowią kotwicę dla oczekiwań inflacyjnych (przy założeniu utrzymania teoretycznych założeń w praktyce). Istnieje wiele instrumentów, które mogą być w ten sposób wykorzystane, najbardziej znane są reguła Taylora oraz jej kolejne rozwinięcia.

Reguła ta, stworzona przez amerykańskiego ekonomistę Johna B. Taylora, miała na celu umożliwienie przygotowania rekomendacji dla amerykańskiej Rezerwy Federalnej, jak ma ona kształtować politykę krótkoterminowych stóp procentowych w zmieniających się warunkach ekonomicznych, aby osiągnąć zarówno cel krótkoterminowy – stabilizację gospodarczą, jak i długoterminowy cel inflacyjny [Bielecki 2003]. Taylor stworzył prostą zasadę dotyczącą określania krótkookresowej stopy procentowej w relacji do luki produktu krajowego oraz odchylenia realnej inflacji od ustalonego celu inflacyjnego. Przyjął, że reakcja polityki pieniężnej w zakresie zmian stopy procentowej na pojawienie się luki PKB powinna być mniejsza od jedności i jako benchmark zaproponował współczynnik 0,5, natomiast reakcja na odchylenia realnej inflacji od ustalonej powinna, jego zdaniem, być większa od jedności – stąd propozycja przyjęcia współczynnika 1,5:

$$i_t = r_t + 1,5(\pi_{t-1} - 2) + 0,5 y_{t-1},$$

gdzie: r – realna stopa procentowa,

π – stopa inflacji (CPI),

y – luka popytowa.

Dodatkowo dostrzeżenie, iż efekty polityki monetarnej uwidaczniają się z pewnym opóźnieniem (od 6 do 24 miesięcy) zrodziło koncepcję, iż polityka monetarna powinna mieć charakter antycypacyjny, tj. reagować na oczekiwane/prognozowane poziomy inflacji i luki popytowej. Ponadto dyskusja toczy się wokół takich aspektów, jak [Urbańska 2002, s. 20]:

- jakie zmienne, poza inflacją i luką popytową, powinny pojawić się po prawej stronie równania (ważnym kanałem transmisji w gospodarkach otwartych jest m.in. kurs walutowy),
- jakie parametry powinna przyjąć funkcja reakcji, biorąc pod uwagę niepewność co do struktury modelu gospodarki ogólnej, parametrów tego modelu oraz dostępnych danych na temat wielkości luki popytowej i szoków uderzających w gospodarkę.

Podstawową zaletą reguły Taylora jest jej prostota, która sprzyja łatwej komunikacji oraz monitorowaniu zjawisk w gospodarce, a ponadto przyjęcie jej wyrażnie wskazuje na to, iż bank centralny stoi na straży niskiej inflacji i nie zaskoczy rynku niespodziewanymi działaniami ją zwiększającymi. Niemniej jednak rzadko jest to środek optymalny, a środki optymalne są bardzo skomplikowane i wrażliwe na założenia modelu, mogą być także trudne do przekazania zainteresowanym stronom. W związku z tym banki centralne nie zobowiązują się do mechanistycznego przestrzegania reguły polityki pieniężnej, najczęściej są natomiast skłonne do publicznego sformułowania ogólnej zasady, według której będzie prowadzona polityka pieniężna. Innymi słowy, zobowiązują się do wykonania ilościowo określonego celu polityki pieniężnej (np. bezpośredniego celu inflacyjnego, jak ma to miejsce w Wielkiej Brytanii), pozostawiając sobie jednak prawo do podejmowania uznaniowych decyzji odnośnie do dostosowania instrumentów w razie konieczności.

Chociaż Bank Anglii nie kieruje się regułą Taylora ani żadną regułą pochodną do podejmowania decyzji, personel banku oraz Komitet Polityki Pieniężnej dokonuje przeglądu wielu mierników, które posiada jako zestaw instrumentów i które regularnie wykorzystuje w procesie prognozowania oraz wytyczania polityki. Standardową częścią prognozowania kwartalnego jest zestawienie sytuacji w zakresie stóp procentowych ze wskazówkami pochodzącymi z prostych reguł polityki pieniężnej. Do tego celu służą [Nikolov 2002, s. 9-11]:

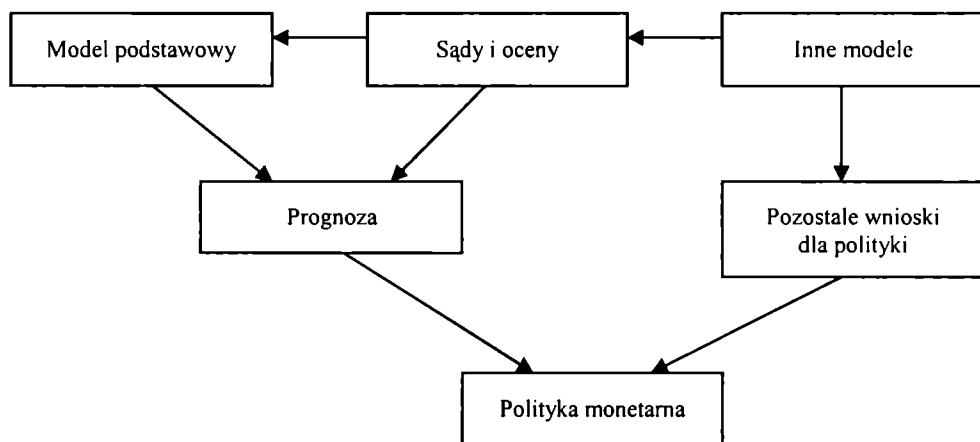
- reguła Taylora – używana jako benchmark w stosunku do nominalnej stopy procentowej; jeżeli stopy znacznie się różnią od stopy wskazanej przez regułę Taylora, to dokonywana jest dekompozycja na elementy składowe i analiza różnic wskazująca, czy należy reagować na dany składnik, czy nie¹⁰;
- reguła McCalluma – dotycząca pieniądza w wąskim znaczeniu, stanowiąca zwykle potwierdzenie wniosków płynących z analizy pierwszej reguły;
- reguła Brainarda – przydatna, jeśli decydent nie jest pewien co do parametrów modelu, wykorzystywana analogicznie do reguły Taylora – stanowi benchmark dla stopy operacji repo.

Reguły te wskazują także na stopień restrykcyjności polityki monetarnej. Jeśli faktyczne stopy procentowe utrzymują się dużo poniżej wielkości wyznaczonej

¹⁰ Może się okazać, że zachwianie stabilności spowodowane jest sezonowym wzrostem cen artykułów spożywczych, na co polityka pieniężna nie powinna reagować, chyba że impuls zostanie przeniesiony na oczekiwania inflacyjne rynku.

przez benchmark, to można uznać, iż polityka jest stosunkowo restrykcyjna, natomiast jeżeli benchmark pozostaje poniżej stóp faktycznych, to mamy do czynienia z luźną polityką pieniężną. Jednocześnie, w związku z wieloma niedogodnościami tych funkcji, Komitet Polityki Pieniężnej nie przywiązuje wielkiej wagi do żadnego z tych modeli oddzielnie. Politykę pieniężną prowadzoną przez Komitet Polityki Pieniężnej charakteryzuje więc podejście wieloparametryczne.

Bank Anglii opracował własny model do projekcji kwartalnych wydarzeń gospodarczych i to on jest podstawą analiz zawieranych w raportach o inflacji, chociaż – podobnie jak reguły polityki monetarnej – nie stanowi jedynego narzędzia banku, co ilustruje schemat na rys. 2.



Rys. 2. Modele, prognozy, polityka w Banku Anglii

Źródło: [Economic Models... 2004, s. 7].

Argumentacja stosowania takiego wieloparametrycznego podejścia obejmuje następujące stwierdzenia [Economic Models... 2004]:

1. Wykorzystanie kilku modeli zamiast jednego bardzo skomplikowanego zapewnia większą elastyczność narzędzi, zapobiega także nadmiernemu uproszczeniu procesów gospodarczych.

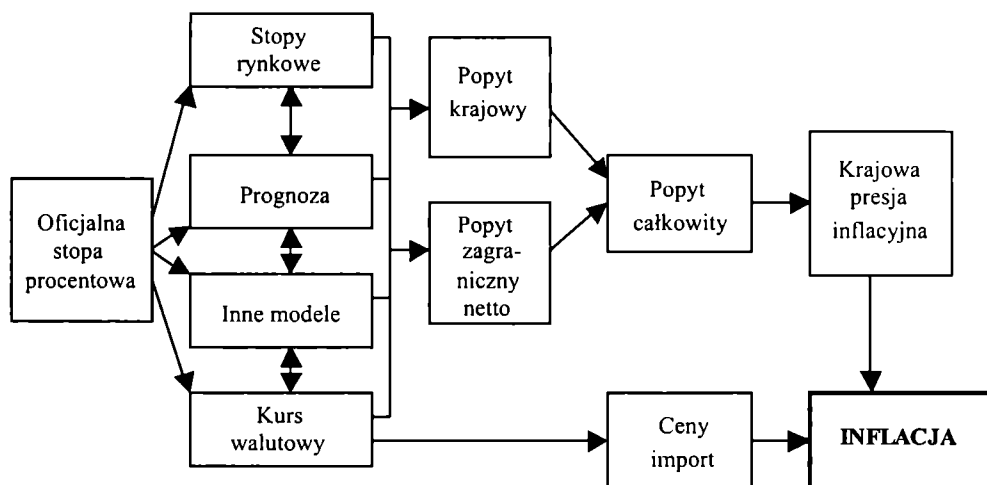
2. Różne problemy wymagają różnych rozwiązań, czasami konieczne jest zastosowanie dodatkowego modelu tworzonego od podstaw w związku z tym, iż w gospodarce ujawniły się nowe trendy.

3. Posiadanie zestawu modeli (*suit of models*) pozwala także na formalną inkorporację danych dostarczanych przez agencje regionalne.

4. W wyniku zmian strukturalnych gospodarki parametry modelu mogą okazać się źle oszacowane – modele optymalizujące, które również wchodzą w skład zestawu, służą ocenie, jak zmiany w gospodarce wpływają na jej strukturę, co po-

zwala na stwierdzenie, czy parametry modelu podstawowego wymagają ponownej estymacji.

W roku 2004 opracowany został nowy model – *Bank of England Quarterly Model*, BEQM. Ogólnie rzecz biorąc, obejmuje on blisko 20 ekonometrycznie estymowanych równań i zawiera ok. 150 zmiennych. Jest to formalny opis zachowań krajowych podmiotów prywatnych, podmiotów polityki gospodarczej i reszty świata oraz ich interakcji na rynkach kapitałowych i finansowych, a także dóbr oraz pracy. Rysunek 3 prezentuje kanały, przez które polityka monetarna jest transmitowana do gospodarki.



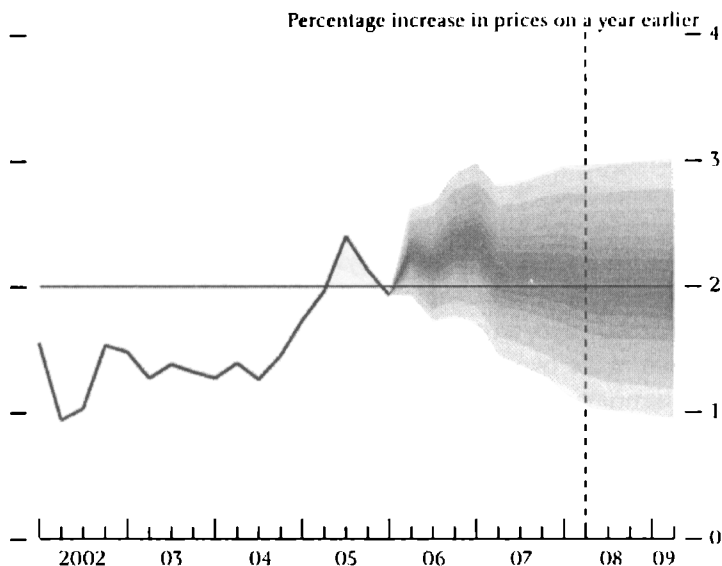
Rys. 3. Kanały transmisji polityki monetarnej

Źródło: [Economic Models... 2004, s. 14].

Obok podstawowego modelu makroekonomicznego, bank wykorzystuje modele krzywej Phillipsa, modele makroekonomiczne małej skali, autoregresji wektorowej (VAR) oraz optymalizujące¹¹.

Co kwartał komitet formułuje swoją projekcję inflacji i wielkości PKB dla okresu przeszło dwuletniego, wykorzystując w tym celu wspomniany podstawowy model ekonometryczny (BEQM) oraz biorąc pod uwagę wszystkie inne dostępne modele oraz informacje z rynku. W związku z dużymi opóźnieniami w transmisji polityki pieniężnej decyzje są podejmowane w oparciu na prognozach presji inflacyjnej w gospodarce [Nikolov 2002, s. 5]. Projekcja obejmuje scenariusze oraz ich prawdopodobieństwo i jest prezentowana w raporcie o inflacji (*inflation report*). Wykres na rys. 4 przedstawia prognozę inflacji odnośnie do lat 2006-2008.

¹¹ Szerokie omówienie charakterystyki wymienionych modeli oraz ich funkcji w: [Economic Models... 2004].



Rys. 4. Projekcja inflacji w oparciu na rynkowych oczekiwaniach stóp procentowych

Źródło: [*Inflation Report...* 2006, s. 48].

Pionowa przerywana linia na wykresie wskazuje dwuletni horyzont czasowy prognozy, natomiast odcienie szarości wskazują na prawdopodobieństwo, z jakim przyszła faktyczna inflacja mieścić się będzie w antycypowanym przedziale (90% w całym paśmie, 10% w każdym z kolejnych odcieni). Pasma rozszerza się, gdyż im dłuższy jest horyzont czasowy prognozy, tym większa jest niepewność co do przyszłych zjawisk¹².

Chociaż punktem kluczowym dla decyzji Komitetu Polityki Pieniężnej jest zaprezentowana projekcja, tj. prognoza spodziewanej inflacji oraz wzrostu gospodarczego w perspektywie dwuletniej, nie pozostaje ona w prostym, mechanicznym związku z podejmowanymi decyzjami. Jeżeli wykres odzwierciedla wydarzenia o dużym wpływie na stabilność cen, ale jednocześnie prawdopodobieństwo ich zajścia jest bardzo małe, to nie ma potrzeby, aby takie wydarzenia polityka monetarna antycypowała, można natomiast wziąć je pod uwagę w przyszłych okresach, kiedy będzie wiadomo, czy takie wydarzenia wystąpią.

Ponadto chociaż ustawa o Banku Anglii wskazuje, iż podstawowym celem banku jest stabilność cen (zdefiniowana poprzez cel inflacyjny wskazywany przez

¹² W jesiennym biuletynie Banku Anglii w roku 2005 zamieszczona została ocena trafności wykresów. Konkluzją opracowania jest, iż – mimo krótkiego szeregu czasowego (6 lat) – można stwierdzić, że prognozy prezentowane na wykresach, o których mowa, były dobrym przewodnikiem dla Komitetu Polityki Ekonomicznej, zob. [Elder 2005, s. 326].

rząd), bank zobowiązany jest także do wspierania innych celów ekonomicznych rządu. W praktyce oznacza to, że bank ma obowiązek brać pod uwagę zmienność aktywności gospodarczej wynikającej z polityki, jaką prowadzi [Nikolov 2002, s. 6]. Przykładowo, gdy w przypadku szoku spowodowanego wzrostem cen ropy naftowej wzrasta inflacja, a aktywność gospodarcza w kraju maleje, bank może zdecydować o obniżaniu inflacji w sposób stopniowy (łagodny), aby w krótkim okresie uniknąć poważnych kosztów spowolnienia gospodarczego. Warto również zwrócić uwagę, iż w związku z naturą szoków dotyczących gospodarkę, a także z tym, że cel inflacyjny jest ciągły, Bank Anglii nie bierze pod uwagę wydarzeń z konkretnego przedziału czasowego, a rozpatruje wszelkie sygnały, jakie docierają z gospodarki. Przykładem może być październikowe spotkanie komitetu w roku 2001, na którym rozpatrywano wielki wpływ ataku terrorystycznego z 11 września na sytuację gospodarczą Wielkiej Brytanii, podczas gdy obecnie przeważa perspektywa średnio-okresowa¹³.

W okresie, kiedy Komitet Polityki Pieniężnej powstawał, wielu komentatorów obawiało się, iż będzie on dbał wyłącznie o niski poziom inflacji, który osiągnięty zostanie kosztem wysokiego bezrobocia, niemniej jednak wskaźnik bezrobocia w latach 1997-2000 systematycznie spadał, w roku 2001 wzrósł z poziomu 4 do 4,8%. W roku 2005 kształtował się na poziomie 5,1%¹⁴.

4. Instrumenty polityki pieniężnej Banku Anglii*

Najważniejszym instrumentem pozwalającym Komitetowi Polityki Monetarnej na osiągnięcie celu inflacyjnego wyznaczonego przez ministra finansów jest stopa procentowa repo, nazywana oficjalną stopą Banku Anglii. W swoich operacjach otwartego rynku Bank Anglii zaspokaja zapotrzebowanie na pieniądz systemu bankowego. Procedura operacji jest analogiczna z procedurą obowiązującą w innych bankach centralnych, można tylko zaobserwować niewielkie różnice [Trucker 2002]. W pierwszej połowie roku 2006 Bank Anglii podjął reformę mającą na celu zwiększenie związku między stopą repo a stopami rynkowymi. Struktura polityki monetarnej obejmuje po reformie trzy podstawowe elementy:

1. Oprocentowane rezerwy (wcześniej rezerwy w ogóle nie były wymagane).
2. Kredyt i depozyt na koniec dnia (*standing facilities*).
3. Operacje otwartego rynku.

System rezerw nie odpowiada systemowi europejskiemu. Rezerwy nie są obowiązkowe dla wszystkich instytucji systemu bankowego, a banki same ustalają ich wielkość. Okres rezerwowy trwa miesiąc – pomiędzy spotkaniami Komitetu

¹³ Por. protokoły z posiedzeń Komitetu Polityki Pieniężnej, www.bankofengland.co.uk/publications/minutes.

¹⁴ Dane Eurostatu.

* Część opracowana na podstawie [The Framework... 2006].

Polityki Monetarnej, bo właśnie na nich zapada decyzja co do oprocentowania rezerw. Środki stanowiące rezerwę powinny być utrzymane na poziomie wymaganym średnio w miesiącu – jest to system rezerwy uśrednionej (analogia z rozwiązaniami europejskimi). Każdego dnia bank może mieć nadwyżkę lub niedobór środków na rachunku w stosunku do zadeklarowanego poziomu, pod warunkiem że średnio w miesiącu (w okresie rezerwowym) poziom ten zostanie zrealizowany z dopuszczalnymi odchyleniami $\pm 1\%$ ¹⁵. Maksymalna wielkość poziomu rezerw to wyższa z dwóch wielkości: 1 mld funtów lub 2% pasyw banku.

Kiedy na koniec dnia bank nie osiąga odpowiedniej wielkości rezerw, może on wykorzystać depozyt lub kredyt na koniec dnia. Rezerwy zbyt wysokie mogą być ulokowane na lokacie – jednak o oprocentowaniu niższym od oficjalnego o 25 punktów bazowych; analogicznie: niedobór środków może zostać zaspokojony kredytem o oprocentowaniu wyższym od oficjalnego o 25 punktów bazowych. Jeżeli bank nie wypełni swojego zobowiązania w miesiącu, to przewidziana jest kara [*The Framework...* 2006, s. 12-18].

Instrumentami aktywnego oddziaływania banku centralnego na system bankowy Wielkiej Brytanii są operacje otwartego rynku. Odgrywają one kluczową rolę w procesie wpływania banku na stan płynności na rynku, a następnie na poziom rynkowych stóp procentowych. Jest to również narzędzie dla banków służące wyrównaniu poziomu rezerw.

Sytuacją standardową, podobnie jak w eurosystemie, jest strukturalny brak płynności, dlatego też Bank Anglii prowadzi trzy rodzaje operacji otwartego rynku:

- krótkookresowe operacje repo,
- długookresowe operacje repo,
- operacje typu *outright* – zakup obligacji.

Operacje krótkookresowe prowadzone są tygodniowo, zwykle w czwartki – ich termin zapadalności również wynosi 1 tydzień. Rutynowo bank przeprowadza także jednodniowe operacje dostrajające (*fine-tuning*).

Dodatkowe operacje refinansujące mają miejsce zwykle we wtorki, w środku miesiąca, o godzinie 10. Bank może inicjować operacje o terminie zapadalności 3, 6 oraz 12 miesięcy.

Zabezpieczeniem w operacjach otwartego rynku mogą być: papiery wartościowe rządu Wielkiej Brytanii (*gilts*), rządowe papiery dłużne, papiery dłużne Banku Anglii, bony skarbowe oraz wybrane papiery wartościowe wydawane przez rządy i banki centralne krajów należących do Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej, a także międzynarodowe instytucje, pod warunkiem że ich rating jest wysoki (Aa3 lub wyższy w dwóch z trzech największych agencji). Istnieje limit koncentracji-

¹⁵ Teoretycznie możliwa jest sytuacja, w której bank utrzymuje swoje rezerwy dokładnie na poziomie zadeklarowanym przez 27 dni z 28 dni okresu rezerwowego i w ostatni dzień niedoborów środków sięga 28% – jest to dopuszczalne, gdyż średnio w miesiącu poziom rezerw wynosić będzie wtedy 99%.

ny w stosunku do przyjmowanego zabezpieczenia: jeżeli jest ono większe niż 1 mld funtów, to instytucja musi zapewnić, że w ramach owego zabezpieczenia wartość papierów od jednego remitenta nie przekracza 25% całości.

Owy limit nie jest stosowany w przypadku zabezpieczenia kredytu na koniec dnia – chociaż i tu obowiązują wymienione rodzaje papierów wartościowych, które mogą służyć jako zabezpieczenie.

Zarówno kredyt, jak i depozyt na koniec dnia są narzędziami służącymi wyrównywaniu niespodziewanej zmienności płynności na rynku bankowym, w tym szoków płatniczych. Są one ustalone w paśmie ± 100 punktów bazowych wokół oficjalnej stopy procentowej, zwykle jednak jej wielkość oscyluje znacznie bliżej stopy oficjalnej. Stopy *standing facilities* są ustalane na posiedzeniach Komitetu Polityki Monetarnej.

5. Zakończenie

Brytyjski sposób prowadzenia polityki pieniężnej, mimo wyraźnych działań mających na celu jego zbliżenie do porządku panującego w krajach strefy euro, wciąż jeszcze od niego odbiega. Jednym z elementów, które można w tym kontekście wskazać, jest fakt, iż Bank Anglii otrzymał w roku 1997 niepełną niezależność operacyjną, tzn. ma swobodę wyboru instrumentów, jakie wykorzystuje do osiągania celu, podczas gdy cel ten jest wyznaczany przez rząd. Jednak najpełniej o procesie konwergencji świadczy zmiana miernika inflacji wykorzystywanego do ustanowienia bezpośredniego celu inflacyjnego – z formuły RPIX na CPI, powszechnie stosowana w eurosystemie (w ujęciu europejskim HICP). W roku 2006 wprowadzono także – choć jeszcze zdecydowanie różniący się od systemu europejskiego – system rezerw.

Pozostałe instrumenty, a także kierunek ich zastosowania (wynikający ze strukturalnego braku płynności na rynku), są analogiczne z europejskimi. Ponadto, zgodnie z polityką obecnego rządu, a w szczególności z zapowiedziami ministra finansów Gordona Browna, Wielka Brytania zamierza – w długim okresie – wejść do strefy euro.

Pamiętając o wielkiej historii systemu finansowego i bankowości centralnej w Królestwie, można się spierać, czy to Królestwo powinno przejmować rozwiązania „młodego” Europejskiego Banku Centralnego, czy może EBC powinien czerpać z doświadczeń brytyjskich – ten ostatni rodzaj relacji jest nierzadko podkreślany przez naukowców brytyjskich. Niemniej jednak zmiany instytucjonalne (m.in. powołanie Komitetu Polityki Pieniężnej, wprowadzenie niezależności operacyjnej Banku Anglii), jak i funkcjonalne (z zakresu instrumentacji banku, wykorzystanie wskaźnika CPI) pozwalają stwierdzić, iż polityka monetarna poddana jest procesowi stopniowego ujednolicenia względem strefy euro. Owo ujednolicenie dokonuje się jednak – jak na wyspiarzy przystało – powściągliwie.

Literatura

- Alesina A., Summers L. H., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1993 nr 25.
- Bank of England Act 1998*, punkt 13, *Monetary Policy Committee*.
- Bank of England Quarterly Bulletin*, lata 2002-2005, Bank of England.
- Benati L., *Monetary Regimes and Macroeconomic Stylised facts Bank of England*, Working Paper 290, marzec 2006.
- Bielecki J.K., *Reguła Taylora*, „Rzeczpospolita” nr 226, 27.09.2003.
- Brown G., *Remit for the Monetary Policy Committee of the Bank of England and the New Inflation Target*, HM Treasury, London, 10 grudnia 2003.
- Budd A., *Black Wednesday. A Re-examination of Britain's Experience in the Exchange Rate Mechanism*, The Institute of Economic Affairs, The Wincott Foundation, London 2005.
- Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT Press, Cambridge 1992.
- Economic Models at the Bank of England*, Bank of England, London 2004.
- Elder R., *Assessing the MPC's Fan Charts*, Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn 2005.
- Europejski System Banków Centralnych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, listopad 2004.
- Gerlach-Kristen P., *European Central Bank, Interest Rate Reaction functions and the Taylor Rule in the Euro Area*, Working Paper 258, September 2003.
- Grilli V., Masciandro D., Tabellini G., *Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Economies*, „Economic Policy” 1991 no 13.
- Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority*, 22 marca 2006.
- Mihailov A., *Operational Independence, Inflation Targeting and UK Monetary Policy*, University of Essex, styczeń 2006.
- Nikolov K., *Monetary Policy Rules at the Bank of England*, Bank of England, London, June 2002.
- The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*, Bank of England, London, maj 2006.
- Tucker P., *The Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*, Bank of England Quarterly Bulletin, wiosna 2002.
- Urbańska A., *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, „Materiały i Studia”, zeszyt nr 148, Warszawa, październik 2002.
- Wadhvani S., *Some Reflections on the MPC*, Bank of England Quarterly Bulletin, jesień 2001.

MONETARY POLICY IN THE UNITED KINGDOM

Summary

The article begins with a brief historical review of monetary relations in United Kingdom and institutional frames of monetary policy today, with a special focus on the Monetary Policy Committee. Subsequently, it presents functional aspects of UK monetary policy shaping, mainly tools, which are given to the Committee in order to aim inflation target set by government. The dispute on the effectiveness of discretionary monetary policy and policy based on monetary rules is also presented and applied to the Bank of England practice.

The last part of the article contains some remarks regarding to adjustments of British system to European one with the conclusion that the harmonization does take place, however, the intensity of the process is relatively low.