

# Tomasz Lechowicz

---

## Polityka banku centralnego Wielkiej Brytanii wyrażona w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

---

Finanse i Prawo Finansowe 2/2, 37-50

---

2015

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## **POLITYKA BANKU CENTRALNEGO WIELKIEJ BRYTANII WYRAŻONA W STRATEGII BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO**

**Tomasz Lechowicz\***

Streszczenie:

Celem pracy jest analiza strategii bezpośredniego celu inflacyjnego stosowanego w Wielkiej Brytanii jako narzędzia polityki pieniężnej. Pokazane zostały główne zalety oraz wady tej strategii. Udzielona została odpowiedź na pytanie odnośnie efektywności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego dla gospodarki. Okres czasowy obejmuje lata 2001–2014.

Słowa kluczowe: inflacja, kredyt, polityka pieniężna, kryzys.

JEL Class: C32, E43.

Przyjęto/Accepted : 28.05.2015

Opublikowano/Published: 30.06.2015

### **WPROWADZENIE**

Kryzys finansowy z 2008 r. spowodował nie tylko największą recesję od czasów Wielkiego Kryzysu ale doprowadził do nadwyższenia wiary w zdolność banków centralnych do prowadzenia efektywnej polityki monetarnej i mającej na celu osiągnięcie celu inflacyjnego. Dobrze funkcjonująca gospodarka w latach 90. i na początku XXI w. w Wielkiej Brytanii mogła wskazywać, że osią-

\* Magister Ekonomii, Wydział Ekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

gnięto optymalny sposób na prowadzenie polityki pieniężnej. To ta polityka pieniężna utrzymywała nie tylko niską inflację ale również niską jej zmienność. W tym czasie gospodarka Wielkiej Brytanii cechowała się niską zmiennością produkcji oraz zatrudnienia. Jednak od 2008 r. sytuacja gospodarcza uległa gwałtownej zmianie.

Od momentu pojawienia się banków centralnych, jako państwowych instytucji odpowiedzialnych za politykę pieniężną, inflacja jako problem światowy występował w latach 70. i na początku lat 80. XX wieku.

Do podstawowych celów polityki pieniężnej Banku Anglii należy utrzymanie stabilności cen oraz wspieranie polityki gospodarczej państwa, głównie w zakresie wzrostu gospodarczego i utrzymania zatrudnienia na zadawalającym poziomie. Jednak stabilność cen nie jest zadaniem pierwszoplanowym, ale jest nim efektywne wspieranie pełnego zatrudnienia i dopiero dzięki realizacji tego celu, równocześnie dąży się do utrzymania stabilnych cen oraz umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych [Mishkin 2001: 10]. Z kolei F. Mishkin [2001: 45] wymienia pięć dodatkowych celów polityki pieniężnej oprócz stabilizacji cen:

- zatrudnienie na wysokim poziomie,
- szybki wzrost gospodarczy,
- stabilność stóp procentowych,
- stabilność rynków finansowych,
- stabilność rynków walutowych.

Wprowadzanie w życie części z tych celów często współpracuje ze sobą, dla przykładu wysokie zatrudnienie i dynamiczny wzrost gospodarczy czy stabilizacja stóp procentowych ze stabilizacją rynków walutowych. Mimo wszystko, występują również cele których nie można realizować równolegle. Mowa tutaj o konflikcie między stabilizacją cen i poziomem zatrudnienia, a także poziomem produkcji na poziomie potencjalnym, czyli odpowiadającym tzw. stanowi pełnego zatrudnienia. Można tutaj podać przykład gdzie w czasach ekspansji gospodarczej i niewielkiego bezrobocia następuje presja inflacyjna. Wówczas decyzja banku centralnego o nie podniesieniu stóp procentowych może doprowadzić do wzrostu inflacji. Z drugiej strony podniesienie stóp procentowych może wpłynąć na pogorszenie koniunktury i spadek zatrudnienia. W ostatnich czasach w Wielkiej Brytanii, kiedy bezrobocie wzrastało, na bank centralny wywierana była presja, aby obniżył stopy procentowe w celu pobudzenia gospodarki. Decyzja ta spowodowała wzrost inflacji, której ograniczenie będzie wymagało w przyszłości zaostrzenia polityki pieniężnej i może spowodować ponowny wzrost bezrobocia.

Hierarchia wartości przy dokonywaniu wyborów celów polityki pieniężnej rozwijała się w ciągu lat wraz ze zmianami najważniejszych teorii makroekonomicznych i wynikających z nich ocen możliwości efektywnego oddziaływania banku centralnego na gospodarkę.

W artykule zostanie przedstawiona strategia bezpośredniego celu inflacyjnego i jej wpływ na skuteczność polityki pieniężnej banku centralnego w Wielkiej Brytanii. Dla przedstawienia powyższych zagadnień, zostaną wykorzystane dostępne dane empiryczne. Badania obejmują okres 2001–2014 i będą obejmować wybrane dane makroekonomiczne Wielkiej Brytanii. Dane analizowane w artykule pochodzą głównie ze zbiorów Eurostatu, Banku Anglii. Mogą one różnić się od informacji publikowanych przez instytucje UE czy urzędy statystyczne poszczególnych krajów.

W opracowaniu przedmiotem analizy są przede wszystkim dane makroekonomiczne, takie jak: PKB, inflacja, stopa procentowa, bezrobocie. Nie wyczerpuje to zestawu czynników makroekonomicznych determinujących sytuację gospodarczą Wielkiej Brytanii. Jednak dla tego artykułu są to najważniejsze czynniki makroekonomiczne. Występuje wiele innych kwestii, które względnie można określić mianem problemów strukturalnych, istotnie wpływających na tę sytuację. Gospodarki państw, w których ostatni kryzys wystąpił w najostrzejszej formie, cierpią na poważne problemy strukturalne – ich rozwiązanie jest warunkiem uzyskania zdolności do długofalowego, zrównoważonego rozwoju. Mając świadomość niezwyklej wagi problemów strukturalnych, postanowiono jednak je pominąć, gdyż tego rodzaju pogłębiona analiza wymagałaby odrębnego opracowania.

## 1. STRATEGIA BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO

Definicja polityki pieniężnej mówi, że to część polityki gospodarczej polegająca na systematycznych działaniach mających na celu zapewnienie stabilności cen, czyli niskiej inflacji. Politykę pieniężną państwa prowadzi bank centralny lub inna instytucja rządowa upoważniona do realizacji tej funkcji. Oddziałuje ona na poziom podaży pieniądza oraz na kursy walutowe [Borodo 2005].

Cele polityki pieniężnej zmieniały się wraz ze zmianą charakteru pieniądza czyli z pieniądza kruszcowego w papierowy. Również nastąpiła zmiana warunków w których prowadzona jest polityka pieniężna. Istotną rzeczą dla kształtowania celów polityki pieniężnej, miał rozwój teorii ekonomicznych, które wyjaśniały podejmowane rozwiązania w danym okresie czasu.

Strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (*direct inflation targeting*) można również zdefiniować jako strategię polityki pieniężnej banku centralnego polegającą na zobowiązaniu tego banku do dbałości o stabilność cen, publicznym ogłaszaniu średniookresowego celu inflacyjnego, prowadzeniu jasnej, przejrzystej polityki informacyjnej, opieraniu decyzji o zastosowaniu odpowiedniego instrumentu polityki pieniężnej na wielu różnych wskaźnikach i danych o stanie gospodarki oraz ogłaszaniu prognozy inflacyjnej pełniącej rolę celu pośredniego. Jednocześnie realizowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga, aby w danym kraju występował system płynnego kursu waluto-

wego. Bank centralny jest także w większym stopniu odpowiedzialny przed odpowiednimi instytucjami demokratycznymi za realizację wyznaczonego celu [Bernanke i in. 1999: 4–6].

King [2010: 6] pisze, że polityka BCI zakłada:

- raczej utrzymanie niskiej stabilnej inflacji, a nie stabilizację cen,
- polityczną legitymację banku centralnego do realizacji tego celu, istotną zwłaszcza gdy bank centralny nie jest zależny,
- transparentność i wiarygodność banku centralnego, co powoduje że oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne staje się łatwiejsze,
- opóźnienia w mechanizmie transmisji, które wymagają polityki zorientowanej na przyszłość, co oznacza, że taka polityka musi opierać się na prognozach.

W praktyce strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w jakiś sposób uwzględniała stabilizację sfery realnej. Natomiast informacje pochodzące ze sfery realnej miały zróżnicowany wpływ na decyzję władz banku centralnego, gdzie sfera realna była w pewnym stopniu ograniczeniem dla decyzji mających na celu stabilizację inflacji, aczkolwiek nie wpływała na stabilność finansową.

Sytuacja zmieniła się na początku kryzysu w 2008 r., który pokazał zagrożenia wynikające z niestabilności sektora finansowego. Przed wybuchem, wielu ekonomistów uważało, że występuje niebezpieczeństwo skoncentrowania polityki pieniężnej na realizacji wyłącznie celu inflacyjnego.

Według A. Crocketta [2003], w reżimie monetarnym, w którym cel operacyjny banku centralnego wyrażony jest wyłącznie w kategoriach krótkoterminowej inflacji, może wystąpić brak wystarczającej ochrony przed narastającymi nierównowagami, które leżą u podstaw większości przypadków niestabilności finansowej. Tak może się dzieć, gdy skoncentrowane na krótkoterminowej inflacji władze monetarne nie zacieśniają polityki pieniężnej uprzedzająco, przeciwdziałając ekspansji kredytu i wzrostom cen aktywów. Używając finansowego żargonu, można stwierdzić, że jeśli funkcja reakcji nie zawiera nierównowag finansowych, kotwica monetarna może być nieskuteczna w osiągnięciu stabilności finansowej.

Nawet po kryzysie finansowym wielu ekonomistów uważa politykę BCI w formie sztywnej strategii za skuteczną. Uważają oni, że to nie polityka monetarna zawiodła przed kryzysem a brak regulacji i niewłaściwa polityka nadzorcza. Twierdzą, że mieszanie polityki pieniężnej z polityką regulacyjną jest niewłaściwe, ponieważ polityki monetarnej należy używać do osiągnięcia celów monetarnych czyli stabilizacji inflacji i osiągnięcia wysokiego poziomu zatrudnienia, natomiast polityki regulacyjnej należy używać do utrzymywania stabilności finansowej. Obydwie polityki należy prowadzić oddzielnie.

Tak prowadzona polityka pieniężna nie jest skuteczna, ponieważ jednym z ważnych objawów destabilizacji sektora finansów jest brak płynności, który w konsekwencji prowadzi do braku wypłacalności innych instytucji finansowych, których sytuacja finansowa przed powstaniem problemów była dobra. W takich sytuacjach bank centralny nie może rezygnować z działań mających na

celu stabilizację finansową pozostawiając ją wyłącznie dla organów regulacyjnych i nadzorczych, ponieważ w chwili braku płynności na rynku finansowym to bank centralny może uzupełnić braki pieniężne, ponieważ pełni funkcję ostatecznego źródła płynności.

Niewłaściwa stabilizacja finansowa może prowadzić do pogorszenia się sytuacji fiskalnej kraju gdzie pojawiły się wstrząsy na rynkach finansowych. Aby przywrócić stabilność finansową konieczne jest wpompowanie w rynek środków z budżetu na pomoc zagrożonych instytucji finansowych. Destabilizacja na rynkach finansowych może prowadzić do pogorszenia się sytuacji w sferze realnej poprzez wpływ na poziom dochodów i wydatków tego sektora. Dlatego wymagana jest ciągła współpraca polityki monetarnej oraz fiskalnej, aby nie dopuścić do powstania kryzysu w prywatnym sektorze finansowym, w sferze realnej a w konsekwencji problemów sektora finansów publicznych.

### 1.1. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – główne zalety i wady

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) posiada zalety dotyczącej tradycyjnej polityki opartej na sztywnych regułach z zaletami polityki dyskrecjonalnej, ponieważ posiada pewne ogólne zasady postępowania oraz zmusza bank centralny do określonej dyscypliny, przy zachowaniu pewnej elastyczności. Strategia ta w ostatnich kilkunastu latach zyskała dużą popularność i coraz więcej banków centralnych w oparciu o nią prowadzi swoją politykę monetarną. Wynika to głównie z destabilizacji relacji pomiędzy ilością pieniądza a poziomem cen.

Osoby, które popierają stosowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, do zalet zaliczają eliminację problemu dynamicznej niespójności czasowej, który prowadzi do powstania wyższej, ponadprzeciętnej inflacji. Powoduje spadek zmienności inflacji, a elastyczny sposób jej realizacji może wspomagać również stabilizowanie dochodu. Jednocześnie strategia BCI prowadzi do obniżenia poziomu oczekiwań inflacyjnych, dzięki czemu zmniejsza się także inflacyjny wpływ wszelkich szoków gospodarczych [Ball i Sheridan 2003: 4–5].

Jedną z najważniejszych zalet strategii BCI jest jej przejrzystość i jasność, która ułatwia jej zrozumienie instytucjom funkcjonującym w gospodarce. Jest to wskaźnik który jest bardziej przejrzysty niż kontrola kursu walutowego czy agregatów pieniężnych, ponieważ w sposób oczywisty i bezpośredni wyraża zobowiązanie banku centralnego do osiągnięcia i utrzymywania niskiego, stabilnego poziomu cen. Natomiast funkcjonowanie banku centralnego jest obserwowane i oceniane jedynie z punktu widzenia celu finalnego. Nie ma potrzeby argumentowania, że brak realizacji celu pośredniego, wynikającego ze zjawisk, nad którymi bank centralny nie posiada kontroli, nie ma negatywnego wpływu na konsekwentne dążenie do osiągnięcia średnioterminowego celu finalnego.

Efektywne i właściwe realizowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga, żeby bank centralny był podmiotem wiarygodnym. Można stwierdzić, że sama strategia BCI w dużym stopniu przyczynia się do zwiększania wiarygodności władzy monetarnej. Jednak po ostatnich wydarzeniach jakie miały miejsce na świecie, mowa tu o kryzysie finansowym z 2007 r., strategia BCI nie uchroniła wiele państw przed kryzysem. W szczególności dotyczy to państw, które stosują sztywną strategię BCI, która koncentruje się na samym celu inflacyjnym, a nie bierze pod uwagę zatrudnienia i produkcji.

W sposób konkretny i oczywisty sformułowana odpowiedzialność banku centralnego za realizację wyznaczonego celu w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia nie poddawać się naciskom politycznym, dążących do wymuszenia na nim prowadzenia polityki ekspansywnej, zwiększający krótkookresowy wzrost gospodarczy. Dlatego ta strategia kładzie nacisk na to, co bank centralny powinien robić, czyli na kontrolę inflacji, a nie na to, czego wykonywać nie może, czyli na dążenie do stałego, wysokiego wzrostu gospodarczego poprzez prowadzenie ekspansywnej polityki monetarnej.

Strategia BCI koncentruje się przede wszystkim na gospodarce krajowej. Bank centralny wyznacza cel inflacyjny różniący się od celów w innych krajach oraz ma możliwość podejmowania działań w odpowiedzi na problemy we wzroście w PKB.

Bank centralny stosujący strategię BCI może wykorzystywać wszystkie dostępne informacje, przez co nie musi się koncentrować na jednym tylko parametrze determinującym realizację polityki monetarnej. Uwzględnianie wszystkich dostępnych wskaźników przedstawiających stan gospodarki oraz pozostałych informacji, niekoniecznie dających się ująć w postaci parametrycznej, prowadzi do ograniczania ryzyka podejmowania niewłaściwych działań, mających w ostatecznym rozrachunku negatywny wpływ na cel końcowy.

Kolejną zaletą strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest także to, że podany cel inflacyjny do wiadomości publicznej w zasadzie nie musi podlegać okresowym zmianom.

Ważną zaletą strategii BCI jest jej elastyczność. Bank centralny posiada wolny wybór co do sposobu reagowania na zaistniałe wydarzenia gospodarcze i dlatego strategia ta nie może być sztywno traktowana w chwili wystąpienia niespodziewanych okoliczności w gospodarce. Strategia BCI sygnalizuje jedynie ogólne ramy działania banku centralnego. Aczkolwiek zdecydowanie zmniejsza możliwość wpływania banku centralnego na politykę ekspansywną gdzie przyszłe skutki byłyby dalekie od pożądaných.

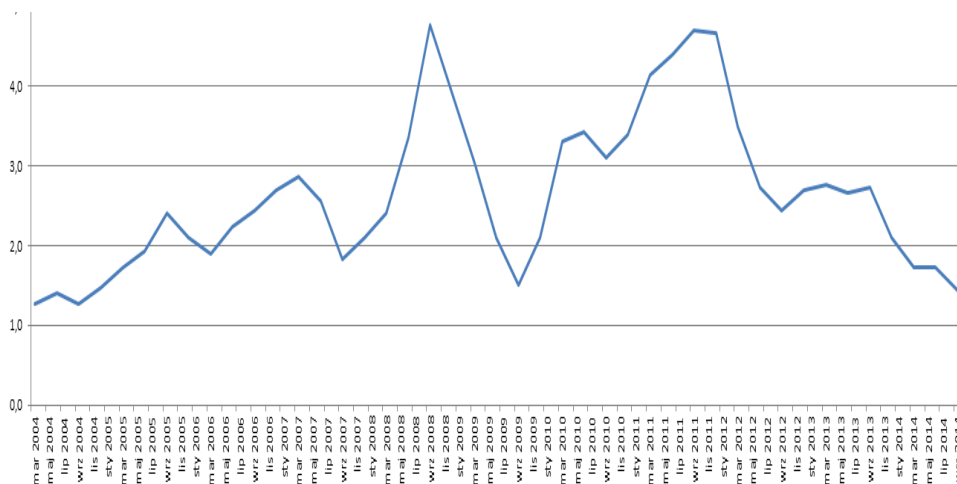
Do wad strategii bezpośredniego celu można zaliczyć fakt, że bank centralny może kontrolować inflację jedynie w pewnym, ograniczonym zakresie. Również efekty tych działań są widoczne z dość dużym opóźnieniem czasowym i w związku z tym nie można na bieżąco obserwować ich wpływu na poziom inflacji.



Strategia BCI musi na bieżąco monitorować relacje zachodzące pomiędzy instrumentami polityki pieniężnej a celem ostatecznym. Dlatego ta strategia wymaga od banku centralnego dużej znajomości mechanizmów zachodzących pomiędzy stosowaniem instrumentów polityki pieniężnej a celem finalnym.

## 2. POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU CENTRALNEGO W ANGLII W LATACH 2001–2014

Od 2004 r. w Wielkiej Brytanii, podstawowym miernikiem stabilności cen jest indeks cen konsumpcyjnych (ang. *Consumer Prices Index* – CPI). Służy do ilościowego definiowania pojęcia stabilności cen. Wcześniej używano miernika opartego na indeksie cen detalicznych (ang. *Retail Prices Index* – RPI) [Ball i Sheridan 2003: 10]. Na wykresie 1 pokazano kwartalne wahania wskaźnika CPI dla cen ogólnych (wszystkich sektorów). Do końca 2007 r., wahania tego wskaźnika są względnie stałe ze stałym wzrostem osiągającym maksymalny wzrost w granicach 3% w stosunku kwartalnym. Największy wzrost wskaźnika CPI zanotowano tuż po wybuchu kryzysu ekonomicznego. W kolejnych kwartałach Bank Anglii odnotowuje duże wahania wskaźnika CPI. W pierwszym okresie następuje duży wzrost, a potem spore wahania do połowy 2012 r. Częściowa stabilizacja, jednak na względnie wysokim poziomie, utrzymuje się przez następny rok. W tym okresie Bank Anglii ma największe problemy z utrzymaniem stabilności finansowej gospodarki [*Inflation Report, November 2014*: 34–35].



Wykres 1. Kwartalne wahania wskaźnika CPI w latach 2004–2014. Prezentacja graficzna

Źródło: *Inflation Report, November 2014*.



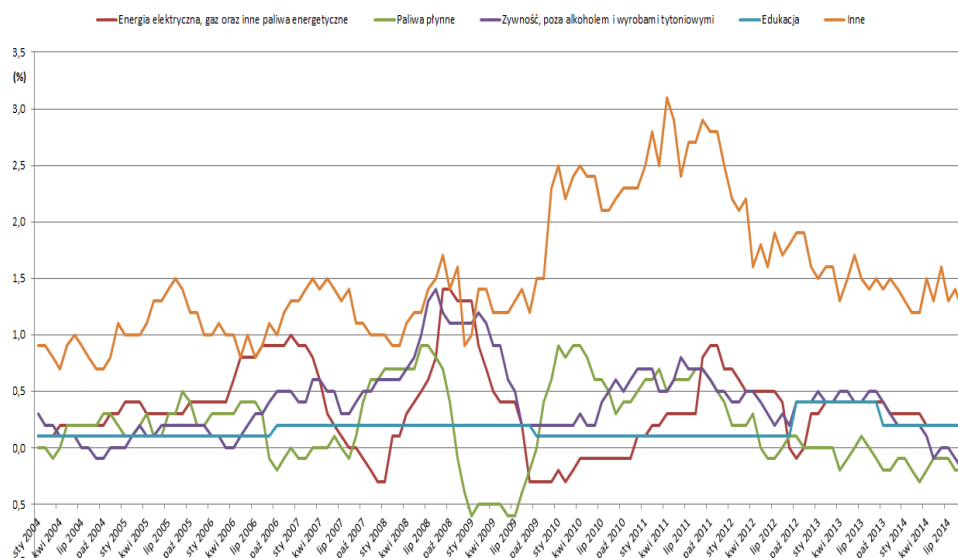
Opisane wahania wskaźnika CPI rozpoczęły się znacznie wcześniej, bo trwały już od początku XXI w. Był to efekt wcześniejszych kłopotów Banku Anglii, wynikających z upadku w latach 90. XX w. dwóch wielkich banków nadzorowanych przez bank centralny. Pierwszym był Bank BCCI (Bank of Credit and Commerce International), mający główną siedzibę w Londynie, który upadł w 1991 r., a potem Barings Bank powtórzył ten sam schemat [Oręziak 2004: 29–30]. W obu przypadkach stwierdzono zbyt słaby nadzór przez Bank Anglii, co wywołało spadek zaufania do tej instytucji. Kolejne zawirowania na rynku bankowości pojawiły się w 2007 r. i związane były z kłopotami amerykańskiego banku Lehman Brothers [Gierałtowski 2012: 97]. Wykres 2 prezentuje informacje o procentowych zmianach wskaźnika CPI w stosunku rocznym w latach 2000–2014. Wskazuje ona prędkość zmian inflacyjnych na rynku brytyjskim. Pierwsze lata pokazują jak bardzo sytuacja Banku Anglii się ustabilizowała. Do 2005 r. roczne zmiany stopy inflacyjnej były zrównoważone z lekką tendencją wzrostową. Wzrost wskaźnika CPI o 1,1% nastąpił w 2006 r., co było po części szybkim wzrostem cen energii, szczególnie w 3 kwartale 2005 r. W 2007 r., rząd Wielkiej Brytanii podjął szereg decyzji politycznych mających na celu zmniejszenie tempa tego wzrostu, jednak w tym samym czasie zaczyna rozwijać się kryzys wywołany upadkiem Lehman Brothers. Rząd wypuścił m.in. obligacje skarbowe w nadziei, że wskaźnik inflacji CPI obniży się do poziomu co najmniej 2% [Inflation Report, November 2007: 8].



Wykres 2. Zmiany roczne wskaźnika CPI w latach 2000–2014. Prezentacja graficzna

Źródło: *Inflation Report, November 2014; Inflation Report, November 2007.*

Na wykresie 3 pokazano wahania CPI dla wybranych gałęzi gospodarki. Największą stabilność finansową wskazuje edukacja (niebieska linia), która charakteryzuje się niemal stałym poziomem. Stosunkowo niewielkimi wahaniami w zakresie 1,3% ( $-0,6 \div 0,7$ )<sup>1</sup> wykazuje się też sektor paliw płynnych oraz smarów (zielona linia), sektor produktów żywnościowych z wyłączeniem alkoholu i wyrobów tytoniowych w zakresie 1,5% ( $-0,1 \div 1,4$ ) oraz sektor energetyczny w zakresie 1,7% ( $-0,3 \div 1,4$ ). Wskazane sektory należą do najważniejszych gałęzi gospodarczych państwa decydujących o stabilności cen w wielu dziedzinach życia. Przede wszystkim kształtują ceny w transporcie oraz w energetyce. Oznacza to możliwość lepszego kontrolowania stabilności finansowej w sektorze produktów podstawowych potrzeb. Na duże wahania wskaźnika CPI dla cen ogólnych pokazane na wykresie 1 miały wahania tego wskaźnika w pozostałych gałęziach gospodarki (linia pomarańczowa na wykresie 3) [*Inflation Report, November 2014*: 35–36].



Wykres 3. Wahania wskaźnika CPI dla wybranych gałęzi gospodarki. Prezentacja graficzna

Źródło: *Inflation Report, November 2014*.

W latach 1999–2000 wystąpiła presja inflacyjna i wzrost stóp procentowych spowodowany gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej. Działania powodujące ożywienie aktywności gospodarczej oraz wzrosty indeksów na giełdach papierów wartościowych ograniczały możliwości wystąpienia deflacji.

<sup>1</sup> Dane szczegółowe z pliku: ir14nov4.xls, <http://www.bankofengland.co.uk/>, dostęp: 15.12.2014.

Tabela 1. Stopa procentowa w Wielkiej Brytanii w latach 2001–2013

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010–2014
%	6	4	4	3,5	4,8	4,4	5	5,5	2	0,5

Źródło: dane statystyczne GUS.

Jak pokazuje tab. 1 w latach 2001–2003 nastąpiła obniżka stóp procentowych, sygnalizująca pojawiające się oznaki spowolnienia gospodarczego w następstwie których następowało zmniejszanie się prawdopodobieństwa dalszego wzrostu cen ze względu na nadmierny popyt. Nastąpił też wyraźny spadek stopy wzrostu PKB.

W kolejnych latach odnotowano stabilizację stóp procentowych na niskim poziomie (2004–2006). Ustalone w 2002 r. niskie stopy procentowe zostały utrzymane niemal do końca 2006 r., z niewielkimi wahaniami. Mimo spowolnienia wzrostu PKB, inflacja kształtowała się na założonym poziomie, z lekkimi wahaniami. Te wahania wynikały w dużej mierze z zaburzeń pozamonetarnych czyli wzrostu cen ropy, żywności itp. Pomimo tych czynników można uznać, że w omawianym okresie presja inflacyjna nie wymknęła się spod kontroli; w szczególności nie spowodowała przyśpieszenia wzrostu płac.

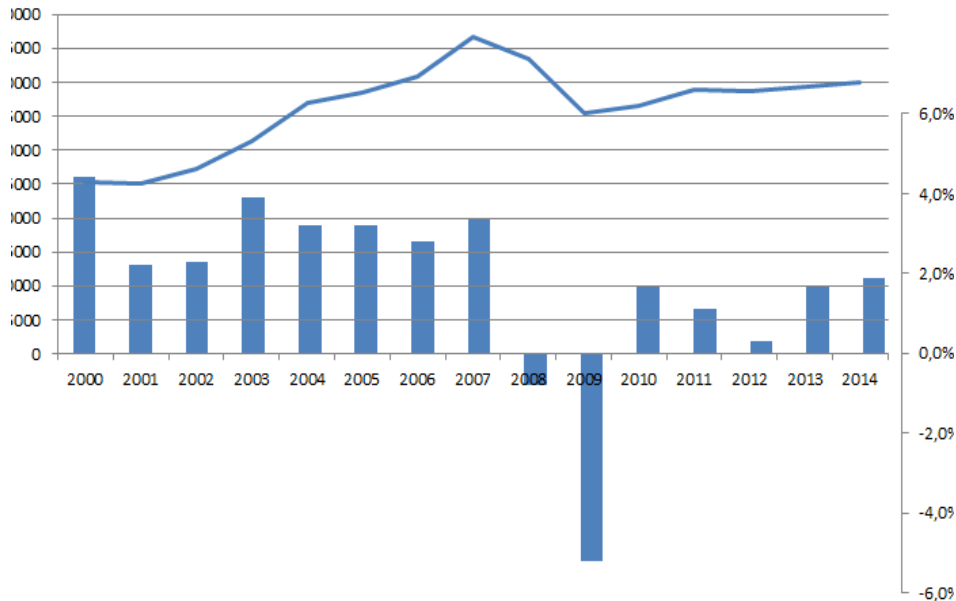
Lata 2007–2008 to czasy wzrostu stóp procentowych. Opisane powyżej przesłanki analizy ekonomicznej doprowadziły do podwyżek stóp procentowych. Podwyżki te odbywały się w warunkach silnego wzrostu gospodarczego i rosnącej stopy wzrostu podaży pieniądza. Przede wszystkim drugi czynnik stanowił coraz większe zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie, mimo relatywnie niskiej inflacji.

We wrześniu 2008 r. nasiliły się niekorzystne sytuacje na rynkach finansowych, zapoczątkowane przez kryzys subprime z 2007 r. w USA, przede wszystkim po bankructwie banku Lehman Brothers. Doprowadziło to do dużych wahań na całym rynku finansowym, niskich poziomów płynności w wielu segmentach tego rynku, poważnej restrukturyzacji kilku dużych instytucji finansowych, kryzysu finansowego w Islandii i przenoszenia się jego skutków na inne kraje oraz podjęcia przez rządy bezprecedensowych działań naprawczych. Niekorzystna sytuacja na rynkach finansowych doprowadziła do wzrostu awersji do ryzyka, co bardzo niekorzystnie wpłynęło na sferę realną gospodarki. W Wielkiej Brytanii odnotowano spadki PKB w drugiej połowie 2008 r. i pierwszej połowie 2009 r., zaczęła słabnąć presja inflacyjna, początkowo w wyniku spadku cen energii i innych surowców; później ważną rolę odegrał też spadek popytu wewnętrznego i zagranicznego. Wszystkie wymienione czynniki spowodowały podjęcie radykalnych działań przez Bank Centralny Anglii, mających na celu zarówno ożywienie gospodarki, jak i zapewnienie odpowiedniej płynności systemowi finansowemu, poprzez obniżki stóp procentowych. Poza obniżkami stóp procen-

towych podjęto wiele działań ułatwiających bankom komercyjnym dostęp do płynności (np. wydłużono terminy zapadalności operacji refinansujących, zwiększono listę aktywów akceptowanych przez Bank Centralny Anglii jako zabezpieczenie transakcji refinansujących etc.). Dopiero w 2010 r. pojawiły się oznaki ożywienia: dodatnia stopa wzrostu PKB.

Mimo wszystko stopy procentowe banku centralnego rozumiane jako koszt kredytu do 2008 r. utrzymywały się na dość wysokim poziomie w zakresie 3,75–5,5%. W okresie dekonjunktury stopy procentowe zostały obniżone do poziomu 0,5%, dzięki czemu łatwiej rozbudzić wzrost gospodarki. Dzięki niskiemu oprocentowaniu, społeczeństwo chętniej sięga po kredyty konsumpcyjne.

PKB Wielkiej Brytanii przez wiele lat do 2007 r. wzrastało dość intensywnie ze średnią dynamiką ok. 3,2% rocznie. Po wybuchu kryzysu w 2007 r. nastąpił dwuletni, spory spadek. W kolejnych latach udało się utrzymać dynamikę wzrostową, nieprzekraczającą jednak 2% zmiany rocznej. Bank Anglii nie podejmuje szczególnych działań by zwiększyć tempo wzrostu PKB. Lata recesji spowodowały, że finansiści wyciągnęli wnioski ze swojej polityki finansowej i zrezygnowali z dążeń do szybkich zysków na rzecz bardziej zrównoważonej i stabilniejszej polityki. Spowodowało to zmianę postrzegania Wielkiej Brytanii przez państwa strefy euro. Dotychczas wyspy brytyjskie były traktowane jako „chory człowiek Europy”.



Wykres 4: PKB Wielkiej Brytanii i jego zmiany roczne w latach 2000–2014

Źródło: *Inflation Report, November 2014.*

### 3. EFEKTYWNOŚĆ STRATEGII BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO

Czy końcowa ocena skuteczności polityki pieniężnej powinna być oparta na ocenie stopnia realizacji określanych celów? Raczej nie, ponieważ powinna również dotyczyć oceny pozostałych czynników makroekonomicznych, w szczególności produkcji (PKB) oraz zatrudnienia.

Ocena skuteczności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z punktu widzenia realizacji kryteriów inflacji, bezrobocia i PKB nie jest jednoznaczna. Dla przykładu L. E. O. Svensson, twierdzi, że polityka BCI wpływa na stabilizację inflacji na niskim poziomie jednocześnie nie powodując niekorzystnych skutków dla sfery realnej gospodarki. Dotyczy to krajów rozwiniętych jak i rozwijających się. Natomiast B. S. Bernanke i in. [1999: 22] uważają, że utrzymanie inflacji na niskim poziomie łączyło się z poważnymi kosztami w postaci utraconego PKB i wysokiego bezrobocia.

W tab. 2 zostały przedstawione dane dotyczące inflacji, PKB, bezrobocia oraz ich zmienności mierzone odchyleniem standardowym dla dwu grup państw. Pierwsza grupa państw która stosuje strategię BCI czyli: Nowa Zelandia, Kanada, Wielka Brytania, Szwecja, Australia, Czechy, Izrael, Polska, Brazylia, Chile, oraz krajów nie stosujących tej strategii czyli: Stany Zjednoczone, Japonia, Dania, Chiny, Rosja, Malezja, Singapur. Okres badań obejmuje lata 2000–2013.

Tabela 2. Inflacja, PKB, bezrobocie w krajach stosujących strategię BCI i niestosujących strategii w latach 2000–2013

Wyszczególnienie	Kraje stosujące strategię BCI	Kraje niestosujące strategii BCI
Inflacja (średnia w %)	2.87	3.19
Odchylenie standardowe inflacji	1.43	1.62
PKB (tempo wzrostu w %)	2.97	4.13
Odchylenie standardowe tempa wzrostu PKB	2.07	2.69
Bezrobocie (w %)	7.89	4.86
Odchylenie standardowe stopy bezrobocia	1.63	0.85

Źródło: Czekaj [2008].

Dane te potwierdzają tezę, że w krajach gdzie stosuje się strategię BCI, inflacja oraz PKB jest nieco niższe, natomiast bezrobocie jest zdecydowanie wyższe. Jeśli chodzi o odchylenia standardowe to jest ono mniejsze w przypadku inflacji i PKB w krajach stosujących strategię BCI natomiast w przypadku bezrobocia odchylenie to jest dwukrotnie wyższe.

Na podstawie tych danych nie można wyciągnąć konkretnych wniosków, ale można sugerować, że jest ona mało skuteczna przy zmniejszaniu bezrobocia [Czekaj i Owsiak 2014].

Jeśli chodzi o inflację, to różnica między krajami, które stosują strategię BCI a krajami które jej nie stosują jest niewielka. Mogło to być spowodowane korzystnymi warunkami, które wpłynęły na gospodarkę światową. Mowa tutaj o spadku inflacji w latach 80., która była spowodowana prowadzoną polityką pieniężną, a następnie utrzymanie jej na niskim poziomie przez kolejne lata. Do tych czynników można zaliczyć:

- postęp techniczny i technologiczny, który spowodował spadek cen mających istotne znaczenie w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych wyrobów przemysłu elektronicznego oraz usług w zakresie przetwarzania i przesyłania informacji,
- przesunięcie produkcji wielu wyrobów do krajów o niskich kosztach wytwarzania (Chiny, Indie, Brazylia, kraje Europy Środkowej i Wschodniej), głównie ze względu na niskie wynagrodzenia,
- prywatyzację wielu przedsiębiorstw państwowych, które wcześniej przynosiły straty, a po sprywatyzowaniu stały się rentowne,
- spadek siły i znaczenia związków zawodowych.

#### PODSUMOWANIE

Na podstawie działań banków centralnych w sferze polityki pieniężnej można wnioskować, że cele owej polityki ulegają zmianie pod wpływem otaczających ich warunków. Przykładem może być tutaj upadek systemu z Bretton Woods, kiedy banki centralne musiały walczyć z inflacją, znajdując się w zupełnie nowej sytuacji destabilizującej gospodarkę.

Kolejnym wnioskiem może być stwierdzenie, że sztywne trzymanie się celu inflacyjnego jest mało efektywne ponieważ prowadzona polityka pieniężna nie wpływa w swoich działaniach na stabilność sfery realnej gospodarki (produkcji i zatrudnienia), na stabilność sektora finansów publicznych oraz sektora finansowego.

Wiele krajów, które stosują strategię BCI, generalnie odnosi sukcesy w realizacji polityki pieniężnej. Strategia ta tworzy ogólne ramy prowadzenia polityki pieniężnej, pozwala bankowi centralnemu na wykonywania spójnej, konsekwentnej, wiarygodnej i przejrzystej polityki. Strategia BCI sprzyja większej koncentracji na długoterminowym celu polityki w trakcie podejmowania codziennych decyzji i działań.

**BIBLIOGRAFIA**

- Ball L., Sheridan N., 2003, *Does Inflation Targeting Matter?*, Working Paper No. 129, International Monetary Fund, Washington.
- Borodo A., 2005, *Polskie prawo finansowe. Zarys ogólny*, Wydawnictwo UMK, Toruń.
- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A., 1999, *Inflation Targeting – Lesson from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- Czekaj J., 2008, *Inflacja jako cel polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Czekaj J., Owsiak S., 2014, *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- Gierałtowski P., 2012, *Polityka pieniężna w Unii Walutowej* [w:] P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, *Mechanizmy funkcjonowania strefy Euro*, NBP, Warszawa.
- <http://www.bankofengland.co.uk/>
- International Standard Setting in Financial Supervision*, Lecture by Andrew Crockett, General Manager of the BIS and Chairman of the Financial Stability Forum at the Cass Business School, City University, London, 5 II 2003.
- Inflation Report, November 2007*, Bank of England.
- Inflation Report, November 2014*, Bank of England.
- King M., 2010, *Comments on Risk and Uncertainty in Monetary Policy by Alan Greenspan*, AEA Annual Conference.
- Mishkin F. S., 2001, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Oreżniak L., 2004, *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

**CENTRAL BANK POLICY OF GREAT BRITAIN, EXPRESSED  
IN THE STRATEGY OF DIRECT INFLATION TARGETING**

The aim of the study is to analyze the inflation targeting strategy used in the UK as a tool of monetary policy. Shown are the main advantages and disadvantages of this strategy. Presented answer to the question about the effectiveness of direct inflation targeting strategy for the economy. The time period covers the years 2001–2014.

**Key words:** inflation, loan, crisis, policy monetary.