

PAWEŁ BŁASZCZYK

## SYSTEMATYKA STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ

### I. WSTĘP

Polityka pieniężna jest dziedziną, o której efektywności decydują przejrzystość i wiarygodność prowadzonych w jej ramach działań. Wynika to przede wszystkim z oczekiwań inflacyjnych, które – będąc formułowanymi pod wpływem powyższych cech – determinują rzeczywistą stopę inflacji i w konsekwencji skuteczność polityki pieniężnej. W takich okolicznościach polityka ta powinna być ujęta w ramy strategiczne, których nadrzędnym celem jest porządkowanie działań. W literaturze dotyczącej zarządzania strategicznego wskazuje się dodatkowo na inne przesłanki stosowania strategii: wyznaczanie kierunku działania, koncentrowanie wysiłków i wspieranie koordynacji działań, definiowanie organizacji, redukowanie niepewności i zapewnienie konsekwencji działania<sup>1</sup>. Są one również zgodne z dziedziną polityki pieniężnej, a zarazem potwierdzają zasadność wykorzystania w tym obszarze ram strategicznych.

Potrzeba wykorzystania w praktyce strategii w polityce pieniężnej widoczna jest w literaturze z tej dziedziny. Co prawda, istnieje bogata literatura dotycząca polityki pieniężnej, ale jedynie w ograniczonym zakresie dotyczy ona sfery strategicznej. Dodatkowo literatura ta jest bardzo zróżnicowana, w szczególności w odniesieniu do definicji, istoty i systematyki strategii polityki pieniężnej. Zawarte w niej propozycje podziału często są niekompleksowe, opierają się na niejasnych kryteriach, a co najważniejsze – często odbiegają od strategii stosowanych w praktyce. Podstawowym warunkiem efektywności wprowadzanej strategii jest jej zgodność z rzeczywistymi działaniami (dopasowanie strategiczne).

W związku z zasygnalizowaną luką w literaturze przedmiotu, podstawowym celem niniejszego opracowania jest przegląd różnych podejść do definiowania i systematyki strategii polityki pieniężnej oraz własna propozycja w tym zakresie. Artykuł składa się z trzech zasadniczych części. W pierwszej przedstawione zostały podstawowe informacje o pojęciu strategii polityki pieniężnej. Przytoczono i poddano analizie różne definicje, wskazując na tę, która będzie wykorzystana w artykule. W drugiej części dokonano przeglądu literatury dotyczącej istoty i systematyki polityki pieniężnej. Poddano analizie cztery

---

<sup>1</sup> H. Mintzberg, *The Strategy Concept II: Another Look at Why Organizations Need Strategies*, w: H. Costin (red.), *Readings in Strategy and Strategic Planning*, The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers 1998, s. 45-51.

podejścia: C. Cottarelliego i C. Gianniniego; F. S. Mishkina; M. Fry'a, D. Juliusa, L. Mahadevy, S. Rogera i G. Sterne'a; M. R. Stone'a i A. J. Bhundii. W celu ujednoczenia wyżej wskazywanych zagadnień w punkcie IV zaproponowana została systematyka strategii polityki pieniężnej. Pozwoli ona w przejrzysty i kompleksowy sposób poznać istotę, wyodrębnić współczesne typy strategii polityki pieniężnej oraz zrozumieć zasadnicze różnice między nimi.

## II. ISTOTA STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Mimo że strategiom polityki pieniężnej poświęcono wiele miejsca w literaturze ekonomicznej, pojęcie to często nie jest precyzyjnie określane i bywa odmiennie rozumiane przez różnych autorów. Przykładowo, P. Schaal przy formułowaniu omawianego pojęcia nawiązuje do genezy terminu samej strategii, a więc do słownika wojskowego, zwracając uwagę na jej cechy charakterystyczne, takie jak: niepewność warunków, w których jest przygotowywana oraz długookresowy charakter. Strategia polityki pieniężnej jest dla niego uszczegółowieniem ogólniejszej koncepcji strategii polityki gospodarczej, rozumianej jako metoda działań nastawiona na realizację długofalowych celów, polegająca na stosowaniu odpowiednich narzędzi<sup>2</sup>. Strategia bez wątpienia jest pewną metodą służącą osiągnięciu celów przy wykorzystaniu odpowiednich narzędzi także wymóg długookresowego charakteru celów i samej strategii jest jej istotnym wyznacznikiem.

Inną definicję przyjmuje Europejski Bank Centralny<sup>3</sup>, określając strategię polityki pieniężnej jako „spójny i ustrukturalizowany opis tego, w jaki sposób będą podejmowane decyzje dotyczące polityki pieniężnej w świetle zmian wskaźników ekonomicznych, tak ażeby osiągnąć nadrzędny cel, jakim jest stabilność cen”. Jednakże przyjęcie z góry zasady, iż jedynym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen, nie wystarcza do uzyskania pełnego obrazu strategii polityki pieniężnej. W ramach tego pojęcia trzeba uwzględnić wybór celu finalnego wraz z określeniem jego przejrzystej definicji i sposobu pomiaru. Niezbędne jest także określenie odpowiednich ram czasowych dla wprowadzenia i realizacji założonego celu<sup>4</sup>.

Wszelchnoną analizę omawianego pojęcia przeprowadził A. C. F. J. Houben, który zalicza do strategii polityki pieniężnej „postać funkcji reakcji<sup>5</sup> na wydarzenia w gospodarce, przyjętą przez władze monetarne oraz ich komunikację z otoczeniem. Przedmiotem tej komunikacji jest zarówno sama funkcja reakcji, jak i konkretne decyzje z zakresu polityki pieniężnej”<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, Warszawa 1996, s. 412 i 413; P. Szpunar, *Polityka pieniężna: cele i warunki skuteczności*, Warszawa 2000, s. 32.

<sup>3</sup> „European Central Bank Monthly Bulletin”, January 1999, s. 43.

<sup>4</sup> Por. R. Kokoszczyński, *Strategie polityki pieniężnej – kryteria i sposoby wyboru*, „Bank i Kredyt” 1998, czerwiec, s. 5.

<sup>5</sup> Przez pojęcie funkcji reakcji rozumie się funkcję, która – uwzględniając różnego rodzaju wskaźniki ekonomiczne charakteryzujące wydarzenia w gospodarce – określa działania banku centralnego, jakie powinny być podjęte w związku z zaistniałymi okolicznościami.

<sup>6</sup> Por. R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Warszawa 2004, s. 59.

Podejście to niewiele różni się od wskazanego powyżej. Oba uzależniają podejmowanie decyzji z zakresu polityki pieniężnej od pewnych zmiennych, charakteryzujących stan gospodarki, a najważniejsze znaczenie dla strategii ma określony sposób postępowania (w tym drugim przypadku w postaci funkcji reakcji). Jediną istotną różnicą jest to, iż strategia definiowana przez Europejski Bank Centralny jest jedynie opisem, a więc ma raczej charakter statyczny, natomiast w wypadku drugiej mówi się także o podejmowaniu decyzji, co sugeruje pewną dynamikę.

Powyższe trzy podejścia tylko na pozór są zróżnicowane. Można dostrzec istotne ich podobieństwa. Wszystkie utożsamiają strategię z pewnym sposobem, za pomocą którego władza monetarna będzie realizować założone cele. P. Schaal nazywa ten sposób metodą, z kolei dla A. C. F. J. Houbena jest nim funkcja reakcji. Wszystkie także zakładają istnienie pewnych celów, które stanowią element strategii. W pierwszym podejściu mówi się o więcej niż jednym celu, w drugim wskazuje się na konkretny cel, którym jest stabilność cen. Wreszcie w trzecim o celach mówi się w sposób pośredni.

W dalszych rozważaniach na temat strategii polityki pieniężnej przyjęta zostanie jeszcze inna definicja, która łączy najistotniejsze cechy wcześniejszych ujęć, gdyż wydaje się przejrzysta i najbardziej adekwatna dla potrzeb niniejszego opracowania. Definicję tę sformułowali autorzy: D. Duwendag, K.-H. Ketterer, W. Kusters, R. Pohl i D. B. Simmert<sup>7</sup>. Według tej definicji, „strategia polityki pieniężnej opisuje sposób postępowania, jaki może stosować bank centralny dla osiągnięcia ostatecznych celów polityki pieniężnej za pośrednictwem swoich instrumentów”. Kładzie więc nacisk na trzy główne elementy strategii, a mianowicie: wybór celu (celów), wybór najlepszego sposobu osiągnięcia możliwie najwyższego stopnia realizacji celu, wybór odpowiednich instrumentów do realizacji celu finalnego.

Zatem o kształcie i typie strategii przesądzać będą wybory dokonywane w zakresie wyżej wymienionych kwestii, co bardziej obrazowo przedstawia rysunek 1. Rysunek pokazuje, w jaki sposób może być rozumiana i analizowana strategia polityki pieniężnej. Nie przesądzając w tym miejscu, jakie zmienne mogą być uwzględnione na trzech poziomach strategii, należy zaznaczyć, że zarówno sfera celów strategicznych, jak i sposobu ich realizacji nie jest jednorodna. Mogą być wykorzystywane w tym zakresie różne wielkości, w różnym horyzoncie czasowym, w różnej liczbie i o odmiennym stopniu ważności. Możliwe jest przyjęcie jednego lub kilku celów strategicznych. W tym drugim przypadku mamy do czynienia z układem celów. Niezbędne jest określenie ich relatywnego stopnia ważności. W tym celu pomocne jest zbadanie rodzaju wzajemnych powiązań wielkości charakteryzujących poszczególne cele i ustalenie, czy są one względem siebie komplementarne, konkurencyjne, a może niezależne.

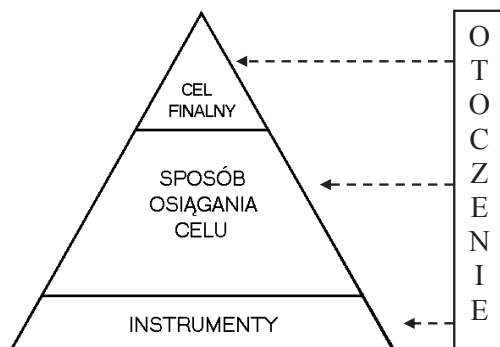
Mianem sposobu realizacji celu (celów) finalnego określa się w praktyce gospodarczej dwie zasadnicze sytuacje. Po pierwsze, gdy na omawianym poziomie przyjmuje się pewne wskaźniki, zmienne pomocnicze, które mają za

---

<sup>7</sup> D. Duwendag, K.-H. Ketterer, W. Kusters, R. Pohl, D. B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1996, s. 282.

**Rysunek 1**

## Ogólny schemat strategii polityki pieniężnej



Źródło: opracowanie własne.

zadanie łączyć instrumenty z celami finalnymi. Ich kontrola ma zapewnić realizację celów finalnych. Określa się je mianem celów pośrednich. Nierzadko obok celów pośrednich wyróżnia się także cele operacyjne i sytuuje się je między instrumentami a celami pośrednimi. Opisana sytuacja charakteryzuje strategię celów pośrednich, opartych na tzw. triadzie celów, na którą składają się: cele operacyjne, cele pośrednie, cele finalne<sup>8</sup>. Po drugie, możliwa jest sytuacja pominięcia, a precyzyjniej mówiąc – niewypuklenia w ramach strategii zmiennych łączących instrumenty z celami finalnymi. Mamy wtedy do czynienia z bezpośrednią realizacją celów strategicznych.

Nieprzypadkowo rysunek 1 ma kształt piramidy. Wynika to z teorii J. Tinbergena. Posługując się takim modelem, autor dowodzi, że aby skutecznie realizować politykę gospodarczą, należy dysponować narzędziami w liczbie nie mniejszej niż liczba postawionych celów<sup>9</sup>. Interpretując ten warunek bardziej precyzyjnie, rysunek powinien przyjmować alternatywne kształty. Obok przedstawionego powyżej, powinien również uwzględniać kształt kolumny – dla sytuacji, w której liczba celów byłaby taka sama, jak liczba narzędzi. Należy zwrócić uwagę, że model polityki gospodarczej analizowany przez J. Tinbergena jest analogiczny do przedstawionego na rysunku 1. Obejmuje z jednej strony zmienne dotyczące celów, a z drugiej – odnoszące się do instrumentów.

<sup>8</sup> Przykładowa i przejrzysta systematyka celów polityki pieniężnej została przedstawiona w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, Poznań 2002, s. 10-21. W opracowaniu zaprezentowano podziały celów z uwzględnieniem różnych kryteriów.

<sup>9</sup> N. Acocella, *Zasady polityki gospodarczej*, Warszawa 2002, s. 227 i 228.

### III. SYSTEMATYKA STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ - PRZEGLĄD LITERATURY

Przytoczone w tym punkcie prace są często cytowane przez innych autorów oraz stanowią punkt odniesienia w dyskusjach na temat współczesnych strategii polityki pieniężnej. Poza tym odnoszą się do całokształtu, a nie jedynie do wybranych typów strategii (wyróżnionych przez autorów z wykorzystaniem danego kryterium podziału). Warto sprawdzić, w jakim stopniu wskazane publikacje stanowią przejrzysty i kompleksowy obraz systematyki strategii polityki pieniężnej. Przedstawione zostaną kolejno poglądy<sup>10</sup>: C. Cottarelliego i C. Gianniniego<sup>11</sup>, F. S. Mishkina<sup>12</sup>, M. Fry'a, D. Juliusa, L. Mahadevy, S. Rogera, G. Sterne'a<sup>13</sup> oraz M. R. Stone'a i A. J. Bhundii<sup>14</sup>.

#### 1. Podejście C. Cottarelliego i C. Gianniniego

Przedstawienie poglądów tych autorów na temat systematyki strategii<sup>15</sup> polityki pieniężnej warto rozpocząć od przytoczenia przyjętej przez nich definicji strategii. Jest ona bardzo ogólna i mówi, że strategię polityki pieniężnej stanowią publicznie ogłoszone podstawowe zasady i instytucjonalne reguły wskazujące kierunek realizacji polityki pieniężnej<sup>16</sup>. Na tle tej definicji zostały wyróżnione różne typy strategii polityki pieniężnej.

Autorzy wskazują na trzy kryteria, które mogą być pomocne w wyróżnieniu typów strategii polityki pieniężnej. Są to: rodzaj publicznie ogłaszanych reguł i formalnych instytucji dotyczących działań władz monetarnych, koszty związane z odrzuceniem ogłoszonych reguł oraz koszty związane z monitorowaniem potencjalnych niezgodności działań władz monetarnych z ogłoszonymi regułami<sup>17</sup>.

Należy zauważyć, że dominującym jest pierwsze kryterium, a kolejne mają charakter uzupełniający. Systematyka zawarta w pracy C. Cottarelliego i C. Gianniniego opiera się głównie na pierwszym z nich. Autorzy wyróżniają dziewięć typów strategii, które zostały wymienione w pierwszej kolumnie tabeli 1 i uszeregowane w kolejności rosnącego stopnia dyskrecjonalności.

Dyskrecjonalność jest rozpatrywana w odniesieniu do instrumentów oraz celów, zarówno w krótkim, jak i długim okresie<sup>18</sup>. Ostatnia kolumna prezentuje

<sup>10</sup> Taka kolejność jest zgodna z chronologią publikacji.

<sup>11</sup> C. Cottarelli, C. Giannini, *Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era*, „IMF Occasional Paper” 154, December 1997.

<sup>12</sup> F. S. Mishkin, *International Experiences With Different Monetary Policy Regimes*, „NBER Working Paper” No. 7044, Cambridge, March 1999.

<sup>13</sup> M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger, G. Sterne, *Key Issues in The Choice of Monetary Policy Frameworks*, w: L. Mahadeva, G. Sterne (red.), *Monetary Frameworks in a Global Context*, Bank of England, London, 2000.

<sup>14</sup> M. R. Stone, A. J. Bhundia, *A New Taxonomy of Monetary Regimes*, IMF Working Paper, International Monetary Fund, October 2004.

<sup>15</sup> Należy przypomnieć, że autorzy posługują się pojęciem „ramy polityki pieniężnej” (*framework*).

<sup>16</sup> C. Cottarelli, C. Giannini, op. cit., s. 1.

<sup>17</sup> Ibidem, s. 7.

<sup>18</sup> Dyskrecjonalność w odniesieniu do instrumentów została zdefiniowana w cytowanym opracowaniu jako możliwość swobodnego ustalania stóp procentowych, w szczególności niezależnie od

**Tabela 1**

Typy strategii polityki pieniężnej według rosnącego stopnia dyskrecjonalności  
– ujęcie C. Cottarelliego i C. Gianniniego

Typ strategii polityki pieniężnej	Dyskrecjonalność w krótkim okresie		Dyskrecjonalność w długim okresie		Stopień dyskrecjonalności strategii (liczba „+”)
	w odniesieniu do instrumentów	w odniesieniu do celów	w odniesieniu do instrumentów	w odniesieniu do celów	
Waluta zagraniczna ( <i>foreign currency</i> )	–	–	–	–	0
Unia walutowa ( <i>currency union</i> )	–	–	–	–	0
Izba walutowa ( <i>currency board</i> )	–	–	–	–	0
Kontrola kursu walutowego bez kontroli kapitałowej ( <i>exchange rate peg without capital controls</i> )	–	–	–	–	0
Kontrola kursu walutowego z kontrolą kapitałową i krótkookresowym celem pośrednim ( <i>exchange rate peg with capital controls and short-term intermediate target</i> )	+	–	–	–	1
Kontrola kursu walutowego z kontrolą kapitałową ( <i>exchange rate peg with capital controls</i> )	+	+	–	–	2
Bezpośredni cel inflacyjny ( <i>inflation targeting</i> )	+	+	–	–	2
Krótkookresowe cele pośrednie ( <i>short-term intermediate target</i> )	+	–	+	+	3
Strategia dyskrecjonalna ( <i>discretion</i> )	+	+	+	+	4

Źródło: C. Cottarelli, C. Giannini, op. cit., s. 8.

łączy stopień dyskrecjonalności poszczególnych strategii. Pierwsze cztery strategie charakteryzują się brakiem możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej. Dyskrecjonalność jest bardzo ważną cechą charakteryzującą i różnicującą strategie polityki pieniężnej. Z pewnością powinna być brana pod uwagę przy systematycznej strategii polityki pieniężnej. Charak-

sytuacji monetarnej za granicą. Dyskrecjonalność w odniesieniu do celów oznacza możliwość dostosowywania celów inflacyjnych w odpowiedzi na krajowe szoki gospodarcze; zob. C. Cottarelli, C. Giannini, op. cit., s. 8.

terystyka różnych typów strategii została zawarta w kolejnych fragmentach opracowania. Podział strategii według M. R. Stone'a i A. J. Bhundii jest w znacznym stopniu zbieżny z podejściem prezentowanym w tym artykule, można jednak sformułować wniosek, że prezentowana systematyka nie jest zbyt kompleksowa i przejrzysta – kryterium podziału nie jest klarowne, a większość typów strategii dotyczy kursu walutowego.

## 2. Podejście F. S. Mishkina

Systematyka strategii polityki pieniężnej przedstawiona przez F. S. Mishkina jest chyba najbardziej rozpowszechniona, ale najbardziej ogólna<sup>19</sup>. Nie oznacza to jednak, że nie obejmuje wszystkich (lub prawie wszystkich) możliwych wariantów strategicznych. Autor wyróżnia cztery typy strategii<sup>20</sup>. Co ważne, określa je mianem „strategii podstawowych” (*basic strategies*<sup>21</sup>). W konsekwencji możliwe są również inne strategie (określimy je mianem mieszanych bądź eklektycznych), łączące elementy tych wcześniejszych.

Przedstawienie systematyki warto rozpocząć od przytoczenia definicji strategii polityki pieniężnej, jaką posługuje się autor. W tekście nie została ona jednak *explicite* sformułowana<sup>22</sup>. Przedstawiona natomiast została istota, a na jej tle systematyka strategii polityki pieniężnej. Ważną cechą, jaką F. S. Mishkin przypisuje strategii, jest założenie, że nadrzędnym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen w długim okresie<sup>23</sup>. Nie podejmując w tym miejscu dyskusji na temat tego poglądu, przyjmijmy za autorem uzasadnienie, że jest on zgodny z konsensusem we współczesnej ekonomii i praktyce polityki pieniężnej<sup>24</sup>. Realizacji tego celu ma sprzyjać stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych. Przydatne w tym celu jest przyjęcie w ramach strategii polityki pieniężnej kotwicy nominalnej, która ma przeważnie charakter krótko- lub średniookresowy. To rodzaj kotwicy i sposób jej wyrażenia (*explicite* lub *implicit*) jest kryterium wyróżnienia typów strategii przez F. S. Mishkina.

Autor wyróżnia cztery podstawowe typy strategii. Trzy pierwsze posiadają kotwicę nominalną o charakterze *explicite*, a ostatni – o charakterze *implicit*. Należą do nich:

– kontrola kursu walutowego (KKW, *exchange-rate targeting*); w tym przypadku kotwicą jest wartość waluty innego kraju, najczęściej o niskiej

---

<sup>19</sup> Należy przypomnieć, że autor używa pojęcia „reżim polityki pieniężnej” (*regime*). W innym jednak opracowaniu (F. S. Mishkin, *Strategies for Controlling Inflation*, „NBER Working Paper” No. 6122, Cambridge, August 1997), autor posługuje się określeniem strategii polityki pieniężnej.

<sup>20</sup> Dla porównania zwróćmy uwagę, że C. Cottarelli i C. Giannini wymieniają dziewięć typów, a M. R. Stone i A. J. Bhundia – siedem.

<sup>21</sup> F. S. Mishkin, *International Experiences...*, s. 1.

<sup>22</sup> Trudno odnaleźć definicję strategii polityki pieniężnej również w innych publikacjach autora na ten temat.

<sup>23</sup> F. S. Mishkin, *International Experiences...*, s. 1.

<sup>24</sup> Ibidem.

inflacji; wcześniej do tego celu używane były różnego rodzaju dobra, przede wszystkim złoto<sup>25</sup>;

– kontrola podaży pieniądza (KPP, *monetary targeting*); kotwicą nominalną jest wybrany agregat monetarny, najczęściej M2 lub M3, który znajduje się pod możliwie najlepszą kontrolą banku centralnego;

– bezpośredni cel inflacyjny (BCI, *inflation targeting*); rolę kotwicy nominalnej pełni inflacja przeważnie w formie krótko lub (najczęściej) średnio-terminowych prognoz inflacyjnych;

– kotwica nominalna o charakterze *implicite* (KNI, *implicit nominal anchor*); w strategii nie jest używana kotwica o charakterze *explicite*; nie są publicznie ogłaszane i realizowane cele o z góry określonej wartości.

Typologia ta jest zbliżona do przedstawionej w punkcie III.1. W obu przypadkach występuje strategia BCI. Strategii KNI odpowiada strategia dyskrecjonalna. Trochę trudniej znaleźć odpowiedniki dla pozostałych dwóch strategii. Można w uproszczeniu powiedzieć, że strategia KPP zawiera się w strategii krótkookresowych celów pośrednich. Podobnie strategia KKW, ale dodatkowo obejmuje sześć pierwszych strategii z podpunktu III.1. Prezentowana systematyka jest przejrzysta i posiada klarowne kryterium podziału. Często formułowanym wobec niej zarzutem jest zbyt duża ogólność, która sprawia, że praktycznie stosowane warianty strategiczne odbiegają od prezentowanych przez F. S. Mishkina strategii podstawowych, określanych również mianem „etykiet strategicznych”.

### 3. Podejście M. Fry’a, D. Juliusa, L. Mahadevy, S. Rogera, G. Sterne’a

Cytowani autorzy przyjmują definicję strategii polityki pieniężnej za S. K. McNees, według której strategia „stanowi instytucjonalne ustalenia, a zgodnie z nimi podejmowane i realizowane są decyzje z zakresu polityki pieniężnej”<sup>26</sup>. Tym samym rodzaj tych ustaleń będzie przesądzał o rodzaju przyjętej strategii. Powyższe sformułowanie jest bardzo ogólne i podobne do tego, jakim posługują się C. Cottarelli i C. Giannini i niewiele mówi o istocie strategii. Dokonując jednak szczegółowej analizy tekstu, można doszukać się bardziej precyzyjnego obrazu pojęcia strategii. Bardzo istotne w tym kontekście jest zdanie: „Po doświadczeniach inflacyjnych z lat 70. i 80., stabilność cen jest obecnie dominującym i szeroko akceptowanym celem polityki pieniężnej [...] jakkolwiek są różne drogi jej osiągnięcia”<sup>27</sup>. Sformułowanie to jest zgodne z istotą strategii zaprezentowaną w punkcie II i zobrazowaną na rysunku 1. Poza tym kolejny raz została podkreślona dominacja stabilności cen w układzie celów jako cechy współczesnej strategii polityki pieniężnej. Taki pogląd – zdaniem autorów – nie wywodzi się jednak z konfliktu między stabilnością cen a innymi celami (przede wszystkim wzrostem gospodarczym), lecz wynika z komplementarności.

<sup>25</sup> Por. system waluty złotej oraz złoto-dewizowej (np. Bretton Woods).

<sup>26</sup> S. K. Mc Nees, *Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy*, „New England Economic Review”, September/October 1987, s. 3 za: M. Fry i in., op. cit., s. 3.

<sup>27</sup> Ibidem, General Introduction, s. xxvii.

Stabilność cen jest warunkiem koniecznym osiągania wzrostu gospodarczego, dlatego też realizacja obu celów w długim okresie wymaga takiej samej polityki<sup>28</sup>.

Posługiwanie się przez M. Fry'a i in. ogólną definicją strategii nie jest przypadkowe. Podważają oni jednopłaszczyznowy podział strategii ze względu na rodzaj wykorzystywanego celu o charakterze *explicite* (*explicit target*), tj. kursu walutowego, podaży pieniądza oraz inflacji<sup>29</sup>. W trzecim rozdziale rozpatrują jednak tradycyjny podział na trzy podstawowe strategie: KKW, KPP oraz BCI. Charakteryzują przesłanki wyboru między wyżej wymienionymi *explicit targets*, a tym samym między odpowiadającymi im strategiami („etykietami strategicznymi”). W rozdziałach czwartym i piątym krytykowana jest natomiast tradycyjna systematyka strategii oraz proponowane jest podejście bardziej złożone.

Autorzy stawiają szereg zarzutów pod adresem wykorzystywania „etykiet strategicznych”. Głównym z nich jest to, że między ogłaszaną strategią a realizowanym(i) *explicit target(s)* występują rozbieżności. Po pierwsze, istnieją kraje oficjalnie realizujące daną strategię, nie ogłaszając przy tym odpowiadającego jej *explicit target*, np. Cypr, Ghana, Egipt, Peru dla strategii KPP; Botswana dla BCI; Singapur dla KKW. Po drugie, niektóre kraje ogłaszają jeden *explicit target*, a nie utożsamiają się z odpowiadającą mu strategią (np. Chorwacja, Ekwador, Egipt, Peru, Sierra Leone dla przypadku celu inflacyjnego; Bahamy, Botswana, Cypr, Fidzi, Kuwejt, Tonga, Belize dla kursu walutowego). Po trzecie, w wielu przypadkach realizowana jest większa liczba *explicit targets*. Dodatkowo trudno jest odróżnić KPP od BCI, sugerując się jedynie ogłaszanym celem. Często w strategii KPP cel inflacyjny również jest ogłaszany. Poza tym w obu strategiach nierzadko wykorzystywane są podobne funkcje reakcji<sup>30</sup>. Taka rozbieżność nie jest zgodna z jednym z podstawowych warunków skuteczności i efektywności strategii (nie tylko w odniesieniu do polityki pieniężnej), mówiącym o bezcelowości ogłaszania strategii, jeśli nie jest ona konsekwentnie realizowana. Może to przynieść rezultaty odwrotne do założonych – niewłaściwa realizacja strategii może obniżyć przejrzystość i wiarygodność działań banku centralnego.

Wyniki badań przeprowadzonych przez autorów skłaniają ich do szerszego spojrzenia na podział strategii polityki pieniężnej. Biorą oni pod uwagę nie tylko *explicit targets*, lecz także inne charakterystyki strategii: czynniki instytucjonalne (niezależność banku centralnego, odpowiedzialność banku centralnego przed rządem i parlamentem, publiczne wyjaśnianie decyzji i działań z zakresu polityki pieniężnej), czynniki strukturalne (znaczenie kwestii stabilności finansowej w ustalaniu instrumentów polityki pieniężnej oraz w wyborze strategii polityki pieniężnej) oraz czynniki analityczne (stopień, w jakim bank centralny używa różnych wskaźników oczekiwań inflacyjnych, stopień, w jakim bank centralny posługuje się modelami i prognozami,

<sup>28</sup> Ibidem, s. 8.

<sup>29</sup> Por. podział strategii F. S. Mishkina.

<sup>30</sup> Szerzej o zarzutach w kierunku jednopłaszczyznowego podziału strategii zob. ibidem, s. 90-95.

Tabela 2

Macierz korelacji charakterystyk strategii polityki pieniężnej

Stopień nasilenia zjawiska	Koncentracja na kursie walutowym	Koncentracja na podaży pieniądza	Koncentracja na inflacji	Dyskrecjonalność	Niezależność banku centralnego	Odpowiedzialność banku centralnego przed rządem	Wyjaśnianie skutków działań	Znaczenie kwestii stabilności finansowej w ustalaniu instrumentów	Analizy oczekiwani inflacyjnych	Analizy wykorzystania modeli oraz prognoz	Znaczenie analiz podaży pieniądza oraz systemu bankowego
Koncentracja na kursie walutowym	<b>1,00</b>										
Koncentracja na podaży pieniądza	-0,54	<b>1,00</b>									
Koncentracja na inflacji	-0,68	0,07	<b>1,00</b>								
Dyskrecjonalność	-0,46	0,41	0,18	<b>1,00</b>							
Niezależność banku centralnego	-0,09	-0,05	0,15	-0,09	<b>1,00</b>						
Odpowiedzialność banku centralnego przed rządem	0,03	-0,08	0,09	-0,25	0,06	<b>1,00</b>					
Wyjaśnianie skutków działań	-0,26	-0,12	0,30	-0,10	0,42	0,14	<b>1,00</b>				

Znaczenie kwestii stabilności finansowej w ustalaniu instrumentów	-0,29	0,26	0,14	0,42	-0,14	0,03	-0,05	<b>1,00</b>		
Analizy oczekiwań inflacyjnych	-0,29	-0,06	0,43	0,06	0,32	0,21	0,47	-0,03	<b>1,00</b>	
Analizy wykorzystania modeli oraz prognoz	-0,07	-0,14	0,15	-0,18	0,47	0,11	0,50	-0,02	0,49	<b>1,00</b>
Znaczenie analiz podaży pieniądza oraz systemu bankowego	-0,40	0,58	0,13	0,38	-0,13	-0,07	-0,01	0,52	-0,15	-0,18
Inflacja (średnia z lat 1997 i 1998)	0,04	0,00	-0,01	0,00	-0,16	0,09	-0,17	0,08	-0,02	-0,08
Ranking inflacyjny (1 = najniższa inflacja w próbie)	-0,30	0,31	0,23	0,18	-0,09	0,04	-0,23	0,20	-0,12	-0,19
										0,14

Uwaga: współczynnik o wartości 0,17 jest istotny na poziomie ufności 90%; współczynnik o wartości 0,20 – na poziomie 95%.

Źródło: M. Fry i in., op. cit., s. 89.

znaczenie analiz podaży pieniądza i systemu bankowego w wyborze strategii polityki pieniężnej).

Czynniki te zostały uwzględnione w tabeli 2, która powstała w wyniku badań cytowanych autorów. Zawiera ona macierz korelacji różnych charakterystyk strategii. Pozwala ocenić, czy poszczególne cechy są ze sobą powiązane. W szczególności interesujące są dwa rodzaje zależności, po pierwsze, zależność między stopniem koncentracji na jednym z trzech potencjalnych celów strategii polityki pieniężnej (kurs walutowy, inflacja, podaż pieniądza) a stopniem koncentracji na drugim z nich<sup>31</sup>, po drugie, między stopniem koncentracji na „etykietach” strategii polityki pieniężnej, tj. kursie walutowym, inflacji czy podaży pieniądza, a pozostałymi cechami uwzględnionymi w tabeli.

Pierwsze zestawienie obrazuje, do jakiego stopnia poszczególne cele są alternatywne (wyższa wartość ujemna oznacza wyższy stopień alternatywności). Dane w macierzy wskazują, że w znacznym stopniu alternatywne są następujące pary celów: kurs walutowy – inflacja, kurs walutowy – podaż pieniądza. Za alternatywne nie można uznać celów podaży pieniądza i inflacji. Potwierdza to dwie tezy: po pierwsze, podaż pieniądza rzadko stanowi odrębny cel polityki pieniężnej; po drugie, kontrola kursu walutowego wiąże się ze znacznym ograniczeniem swobody działań monetarnych. Za tym drugim wnioskiem przemawia również istotny ujemny współczynnik korelacji między koncentracją na kursie walutowym a stopniem dyskrecjonalności.

Drugi rodzaj zestawienia (tj. cele – pozostałe cechy) pokazuje, do jakiego stopnia poszczególne strategie posiadają odrębne cechy. Nie dokonując szczegółowej analizy, warto zwrócić uwagę na istotne i dodatnie zależności między koncentracją na celu inflacyjnym a skupieniem na wyjaśnianiu prowadzonej polityki oraz analizach oczekiwań inflacyjnych. Wynika to z istoty strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Dla zapewnienia wiarygodności i skuteczności działań, gdy nie wykorzystuje się celów pośrednich w strategii BCI, powinno być wypełnione miejsce między instrumentami i celami polityki pieniężnej.

Tabela 2 może być wykorzystana do wieloaspektowego opisu poszczególnych typów strategii polityki pieniężnej. Należy przy tym zachować dużą ostrożność, m.in. ze względu na niejednoznaczność w określaniu kierunku przyczynowości zjawisk oraz samą metodologię obliczania współczynników korelacji wykorzystaną przez autorów<sup>32</sup>. Wyprowadzone z niej wnioski potwierdzają spostrzeżenie, że podział strategii polityki pieniężnej jest bardzo złożony.

---

<sup>31</sup> Możliwe są tutaj trzy warianty: kurs walutowy – inflacja, kurs walutowy – podaż pieniądza, podaż pieniądza – inflacja.

<sup>32</sup> Metodologia i jej ograniczenia zostały opisane w wielu miejscach publikacji, zob. np. ibidem, s. 57-86 i 88.

#### 4. Ujęcie M. R. Stone'a i A. J. Bhundii

W publikacji M. R. Stone'a i A. J. Bhundii strategia polityki pieniężnej nie została zbyt precyzyjnie zdefiniowana. Autorzy posługują się uproszczoną definicją mówiącą, że „strategie polityki pieniężnej są definiowane poprzez wybór i klarowność kotwicy nominalnej”<sup>33</sup>. Kotwicą nominalną jest publicznie ogłaszana zmienna nominalna, która służy jako cel pomocniczy dla polityki pieniężnej. Klarowność natomiast oznacza stopień przejrzystości i odpowiedzialności zobowiązania do kotwicy nominalnej. Powyższa definicja nie odnosi się do ogólnego pojęcia strategii, a raczej pozwala definiować konkretne typy strategii. Należy zauważyć, że istota strategii w tym ujęciu jest bardzo podobna do prezentowanej przez F. S. Mishkina. Takie samo jest kryterium, na którym opiera się systematyka. Są nim rodzaj i klarowność przyjętej kotwicy nominalnej.

Na podstawie powyższego kryterium zostały wyróżnione typy strategii zawarte w tabeli 3. Istota poszczególnych strategii została zarysowana w kolumnie drugiej. Dodatkowo M. R. Stone'a i A. J. Bhundii charakteryzują typy strategii z punktu widzenia kilku aspektów – uwzględnionych w kolejnych kolumnach tabeli. W ostatniej kolumnie przedstawiono cechy krajów, które najczęściej stosują strategie danego typu. Podobnie jak w poprzednim podejściu, autorzy wskazują, że systematyka strategii nie sprowadza się wyłącznie do rodzaju kotwicy nominalnej. Ważny jest także stopień klarowności kotwicy oraz inne cechy różnicujące strategie, a także cechy krajów stosujących dany typ strategii. Muszą być one brane pod uwagę przy podziale strategii polityki pieniężnej.

Systematyka ta, uzupełniona cechami poszczególnych typów strategii oraz krajów je stosujących, została wykorzystana przez autorów do skonstruowania drzewa decyzyjnego odnoszącego się do wyboru strategii polityki pieniężnej. Drzewo to w obrazowy sposób ukazuje systematykę strategii polityki pieniężnej proponowaną przez autorów. Dzięki niemu prezentowana systematyka staje się bardziej przejrzysta i kompleksowa. Ze względu na ograniczone ramy niniejszego opracowania nie zostanie ono w tym miejscu zaprezentowane, jego koncepcja zostanie jednak w pewnym stopniu wykorzystana w punkcie IV.

<sup>33</sup> M. R. Stone, A. J. Bhundia, op. cit., s. 1 i 5.

Tabela 3

Typy strategii polityki pieniężnej oraz wybrane ich charakterystyki w ujęciu M. R. Stone'a i A. J. Bhundii

Typ strategii	Istota	Rodzaj kotwicy	Klarowność kotwicy	Dyskrecjonalność – ranking strategii (1 – max, 6 – min)	Zobowiązanie do kotwicy – ranking strategii (1 – min, 6 – max)	Wysokość inflacji – ranking strategii (1 – min, 6 – max)	Stabilność kursu walutowego do USD – ranking strategii (1 – max, 6 – min)	Wspólne i ogólne cechy krajów stosujących dany typ strategii
<b>Brak autonomii</b> (nonautonomous regime)	Nieutrzymywanie niezależnej waluty narodowej. Do strategii tej zalicza się m.in. systemy walutowe oparte na: przyjęciu waluty obcej, izbie walutowej, unii walutowej z walutą krajową powiązaną z kursem waluty obcej.	waluta obca	wysoka	6	1	4	2	Są to przede wszystkim kraje posiadające doświadczenia ze znaczną niestabilnością cen. Istotnym wyjątkiem są kraje członkowskie UGW.
<b>Słaba kotwica</b> (weak anchor)	Nie wykorzystuje się żadnej kotwicy nominalnej. Ma zastosowanie w krajach, które charakteryzują się inflacją przekraczającą 40%.	brak	nie dotyczy	1	5	brak danych	brak danych	Obecnie brak zastosowania tego typu strategii.
<b>KPP</b> (money anchor)	Kotwicą nominalną jest określony agregat podaży pieniądza.	agregat podaży pieniądza	średnia	brak danych	brak danych	3	1	Obecnie brak zastosowania tego typu strategii.
<b>KKW</b> (exchange rate peg)	Kotwicą nominalną jest kurs waluty krajowej w odniesieniu do innej waluty (lub koszyka walut), najczęściej dużego kraju, będącego ważnym partnerem handlowym i charakteryzującego się niską inflacją.	kurs walutowy	wysoka	4	3	5	5	Małe kraje, mniej rozwinięte, posiadające płytszy sektor finansowy oraz doświadczenia z wyższą inflacją w porównaniu do krajów stosujących BCI oraz SCI.

<b>„Czysta” strategia bezpośredniego celu inflacyjnego</b> (full-fledged inflation targeting)	Polega na klarownym zobowiązaniu wobec celu inflacyjnego.	cel inflacyjny	wysoka	5	2	2	4	Mniejsze i mniej rozwinięte kraje, z płytszym systemem finansowym w porównaniu do krajów stosujących strategię stabilności cen o charakterze implicit, ale większe i bardziej rozwinięte, z głębszym systemem finansowym w porównaniu z krajami stosującymi pozostałe strategie.
<b>Stabilność cen o charakterze implicit</b> (implicit price stability anchor)	Kotwicą nominalną jest również inflacja. W tym przypadku jednak klarowność celu jest mała. Nie ogłaszane są publicznie docelowe wartości inflacji.	stabilność cen	niska lub średnia	2	6	1	3	Większe i bardziej rozwinięte kraje, z głębszym i bardziej aktywnym systemem finansowym w porównaniu z krajami stosującymi strategię BCI.
<b>Luźny cel inflacyjny</b> (inflation targeting lite)	Stosowane są różne kotwice nominalne jednocześnie.	różne, stosowane jednocześnie	niska	3	4	6	6	Nizsze PKB per capita, mniej rozwinięty system finansowy oraz historyczne doświadczenia z wyższą inflacją w porównaniu z krajami wykorzystującymi strategię opartą na kotwicy kursowej lub inflacyjnej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. R. Stone, A. J. Bhundia, op. cit., s. 6-11, 19-24 i 28.

#### IV. PROPOZYCJA SYSTEMATYKI STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Powyżej przedstawione zostało wiele zróżnicowanych podejść do systematyki strategii polityki pieniężnej. Wyodrębniane zostały różne typy strategii z wykorzystaniem odmiennych kryteriów podziału. Zazwyczaj podstawowym kryterium jest rodzaj kotwicy nominalnej, która jest często wykorzystywana w charakterze *explicite* sformułowanego celu pośredniego. Takie podejście ma jednak przede wszystkim znaczenie teoretyczne. W praktyce najczęściej realizowane są warianty strategii, które odbiegają w różnym stopniu od wyróżnionych w ten sposób „etykiet strategicznych” (lub strategii podstawowych – w ujęciu F. S. Mishkina). W szczególności M. Fry i in., opierając się na obszernych badaniach empirycznych, krytykują systematykę opartą na „etykietach” i wskazują, że konieczne jest dokładne zdiagnozowanie formy stosowanej strategii, w ramach strategii podstawowej. Autor niniejszego opracowania nie jest zwolennikiem odrzucania „etykiet strategicznych” w praktyce polityki pieniężnej. Banki centralne powinny je wykorzystywać jako wzorce strategiczne, które wyznaczają kierunki działań monetarnych i tym samym zwiększają jej przejrzystość. Należy podkreślić, że jest to jedna z podstawowych przesłanek stosowania strategii – nie tylko w polityce pieniężnej<sup>34</sup>. A zatem dokładna i kompleksowa systematyka powinna zawierać przynajmniej dwa poziomy podziału: strategii podstawowe oraz formy (podtypy lub warianty) strategii podstawowych – dalej określane mianem strategii mieszanych (SM). W praktyce konieczne jest jednoznaczne wskazanie odchylenia między wzorcem strategicznym i SM rzeczywiście realizowaną.

W celu wyodrębnienia typów strategii polityki pieniężnej można wykorzystać definicję strategii przedstawioną w punkcie II, a w szczególności schemat na rysunku 1. Jak już wspomniano, o kształcie strategii przesądzają wybory na trzech poziomach: celów finalnych, sposobu realizacji celu (celów) finalnego oraz na poziomie instrumentów. Systematyka tutaj zaproponowana odnosi się przede wszystkim do drugiego elementu strategii. Po pierwsze, rodzaj instrumentów nie jest odpowiednią cechą różnicującą. Można bowiem posiadać podobny zestaw narzędzi i stosować odmienne strategie. Możliwe jest też stosowanie takiej samej strategii, ale wykorzystanie odmiennej gamy instrumentów. Należy dodatkowo zaznaczyć, że instrumenty mogą być również traktowane jako element składowy sposobu realizacji celów strategicznych. Po drugie, jak pokazał przegląd ujęć systematyki polityki pieniężnej oraz jak wskazuje praktyka polityki pieniężnej, w sferze celów strategicznych występuje obecnie duża zbieżność – nadrzędnym, a nawet jedynym celem jest stabilność cen. A zatem również wybory na tym poziomie strategii nie są odpowiednim kryterium systematyki. Należy jednak brać pod uwagę możliwość zmiany układu strategicznych celów polityki pieniężnej, m.in. w konsekwencji obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego – stabilność finansowa powinna zyskiwać na znaczeniu jako cel polityki gospodarczej, a może nawet pieniężnej. Takie

<sup>34</sup> Por. definicję oraz istotę strategii w zarządzaniu jako wzorca; zob. np. H. Mintzberg, *The Strategy Concept I: Five Ps for Strategy*, w: *Readings...*, s. 34 i 35.

zmiany jednak nie podważają zasadności prezentowanej w tym punkcie propozycji systematyki. Przyjęcie powyższych założeń pozwoli w łatwy i klarowny sposób przedstawić różnice między poszczególnymi typami strategii.

Wyodrębnione warianty zostały osadzone w ramach drzewa decyzyjnego. Drzewo składa się z trzech poziomów – zgodnych ze wzrastającym stopniem szczegółowości. Na pierwszym poziomie wyróżniono dwie grupy strategii, na drugim strategię podstawową, a na trzecim strategię mieszane – stanowiące uzupełnienie „etykiet strategicznych” (rys. 2). W pierwszym węźle kryterium podziału jest charakter sposobu realizacji celu. Pośredni sposób odpowiada grupie strategii celów pośrednich. Bezpośredni sposób cechuje strategię oparte na bezpośrednim powiązaniu instrumentów z celem (celami) finalnym. Kolejnym kryterium podziału w lewej gałęzi drzewa jest rodzaj celu pośredniego. Literatura przedmiotu i praktyka gospodarcza wskazują na trzy strategię: KKW, KPP oraz kontroli stóp procentowych (KSP). Obecnie największe znaczenie praktyczne ma KKW. Nie można wykluczyć wykorzystania również innych wielkość w roli celów pośrednich.

W prawej gałęzi drzewa (tj. w grupie strategii celów bezpośrednich, CB) kryterium podziału (wyboru) jest sposób definiowania celu finalnego – stabilności cen. Najważniejszą strategią w tej grupie jest BCI. Stabilność cen w ramach tej strategii przyjmuje formę celu inflacyjnego o charakterze *explicite*. Innym przykładem strategii jest tutaj stabilność cen o charakterze *implicit* (w ujęciu M. R. Stone'a i A. J. Bhundii), KNI (w ujęciu F. S. Mishkina) oraz strategia dyskrecjonalna (w ujęciu C. Cottarelliego i C. Gianniniego)<sup>35</sup>. W tych przypadkach stabilność cen ma charakter *implicit*. Do grupy strategii CB można również zaliczyć strategię kontroli poziomu cen (KPC) – z definicją stabilności cen odnoszącą się do poziomu cen (nie do stopy zmian ogólnego poziomu cen – najczęściej inflacji). Strategia ta nie jest obecnie stosowana, a jedynym przykładem praktycznego jej wykorzystania była polityka pieniężna Banku Szwecji w latach 1931-1937<sup>36</sup>.

Możliwe jest również wykorzystanie innej definicji stabilności cen<sup>37</sup>. Powstała strategia powinna być uwzględniona w grupie CB. Również w lewej gałęzi drzewa (w odniesieniu do CP) możliwe byłoby wykorzystanie różnych definicji stabilności cen. W takiej sytuacji drzewo uległoby rozbudowaniu. W praktyce jednak najczęściej wykorzystuje się cel w formie docelowej stopy inflacji, która jest *explicite* określona.

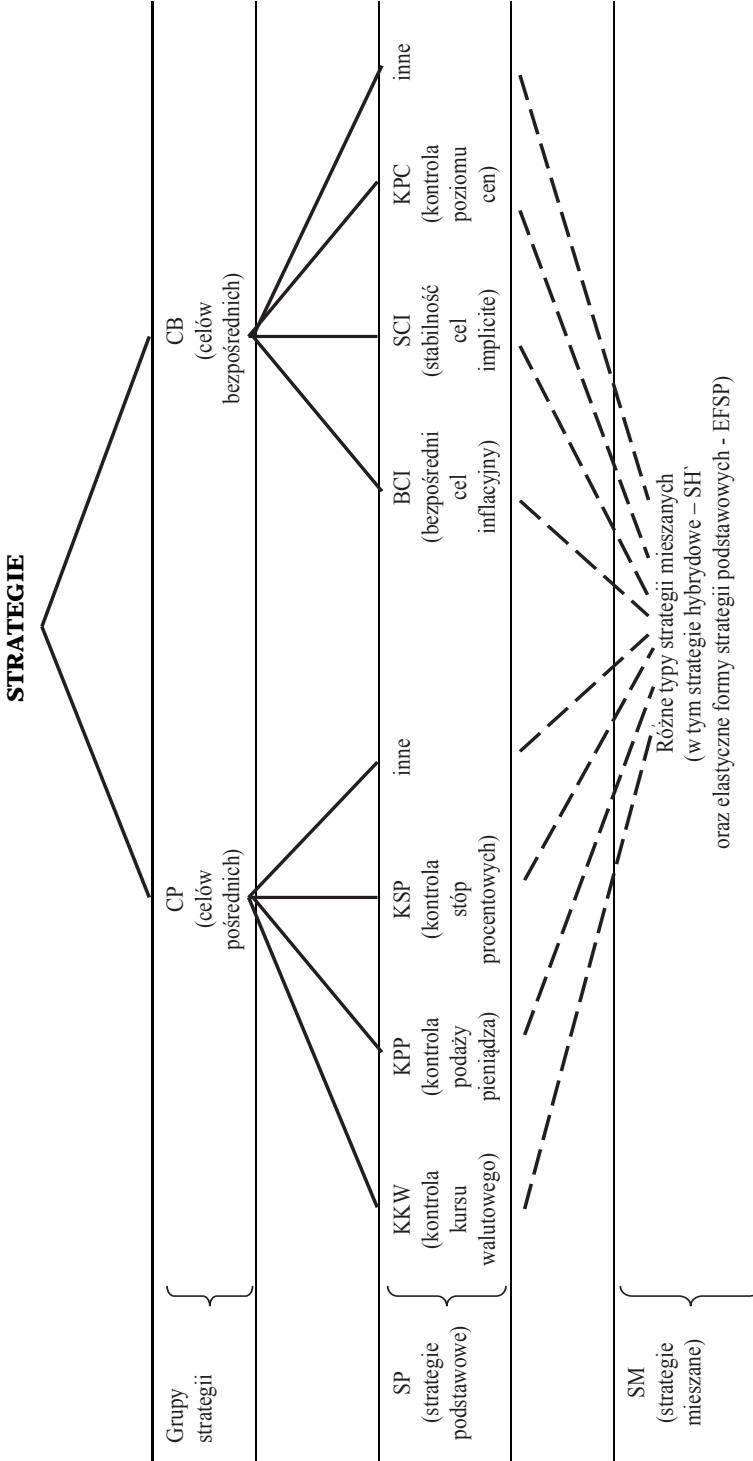
<sup>35</sup> Wymienione nazwy określają jeden typ strategii i można je stosować zamiennie. Można określić je jednolitą nazwą – wykorzystywaną przez M. R. Stone'a i A. J. Bhundię (SCI).

<sup>36</sup> P. Błaszczyk, *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, „Materiały i Studia NBP” (w druku). Obecnie zarówno w literaturze przedmiotu, jak i praktyce bankowości centralnej rozpatrywane jest wykorzystanie takiej formy definicji stabilności cen i związanej z nią strategii KPC – w szczególności w obliczu zagrożeń deflacyjnych.

<sup>37</sup> Można tutaj wskazać hybrydowe strategię zaproponowane przez F. S. Mishkina w komentarzu do O. Issing *Why Price stability?*, w: *Why Price Stability?*, A.G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler (red.), *First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany, November 2000*, s. 211-212. Polegają one na połączeniu BCI z KPC. Przykładowy typ strategii polegałby na realizowaniu BCI z możliwością wykorzystania KPC w razie zagrożeń wynikających ze zbyt niskiej inflacji i deflacji.

**Rysunek 2**

Podział strategii polityki pieniężnej – warianty decyzyjne procedury wyboru strategii



Źródło: opracowanie własne.

Powyższy podział może podlegać krytyce podobnej do tej, jaka została przedstawiona w punkcie III.3<sup>38</sup>, a mianowicie, że strategie w „czystej” postaci są rzadko stosowane w praktyce, a dominują SM. Trudno nie zgodzić się z takim poglądem, zwłaszcza dlatego, że ma on mocne potwierdzenie w badaniach autorów. Jednak wskazane powyżej warianty strategiczne są strategiami podstawowymi (SP). Służą jako etykiety, którymi posługują się banki centralne, aby uwiarygodnić i zwiększyć przejrzystość polityki pieniężnej. W praktyce jednak stosowane są również inne strategie, które odbiegają od strategii podstawowych. Wynika to z dwojakiego rodzaju przesłanek. Po pierwsze, z powodu niezamierzonego (nieujętego w założeniach strategii) odchylenia między strategią zakładaną a faktycznie realizowaną – ta przesłanka dominuje. Po drugie, w wyniku celowego (przewidzianego w strategii) zastosowania strategii innej niż podstawowa. Dobrym przykładem drugiej sytuacji jest strategia eklektyczna Europejskiego Banku Centralnego.

SM można umownie podzielić na dwie grupy, uwzględniając kryterium stopnia zbieżności ze strategią podstawową. Pierwszą można określić mianem „elastyczne formy strategii podstawowych” (EFSP), które tylko niewiele odbiegają swoim kształtem od SP. Obok podstawowej kotwicy nominalnej, władza monetarna w pewnym (niewielkim) stopniu realizuje inne cele (reprezentujące inną kotwicę nominalną). Przykładem może być strategia BCI realizowana w warunkach nie w pełni płynnego kursu walutowego (np. z dopuszczalnym pasmem wahań). Drugą grupę strategii można określić mianem strategii hybrydowych (SH). Powstają one w wyniku połączenia poszczególnych SP. Realizowane jest więcej kotwic nominalnych i mają one zbliżone znaczenie. Ponownie jako przykład można przytoczyć dwufilarową strategię EBC. Łączy ona elementy strategii KPP oraz BCI.

## V. ZAKOŃCZENIE

Powyższe badania wskazują na konieczność badań strategii polityki pieniężnej, zarówno w praktyce, jak i w ujęciu teoretycznym. W szczególności powinna być regularnie prowadzona dokładna diagnoza wykorzystywanej przez dany kraj strategii oraz jej porównanie z założeniami strategicznymi oraz uwarunkowaniami. Władze pieniężne powinny dążyć do uzyskania możliwie najlepszego dopasowania w tym zakresie, które z kolei pozytywnie oddziałuje na efektywność działań z zakresu polityki pieniężnej. W przypadku dużego niedopasowania decydenci powinni brać pod uwagę zmianę strategii i wybór bardziej odpowiedniej, mając również na uwadze szczegółową systematykę.

W takich okolicznościach literatura przedmiotu jedynie w bardzo ograniczonym zakresie przedstawia kompleksową, przejrzystą i szczegółową systematykę strategii polityki pieniężnej. Konieczne są dalsze badania w tym

---

<sup>38</sup> Należy zauważyć, że zaproponowana tutaj systematyka jest zbliżona do systematyki opartej na rodzaju kotwicy nominalnej. Strategia KKW odpowiada kotwicy kursowej, KPP – podaży pieniądza, CB – kotwicy inflacyjnej.

obszarze, które będą szerzej uwzględniały aspekt empiryczny. Co więcej, należy dostrzec fakt, że w ogóle aspekt strategiczny polityki pieniężnej jest słabo opisany w literaturze, w szczególności polskiej. O ile istnieje wiele publikacji na temat różnych typów strategii (w tym głównie bezpośredniego celu inflacyjnego), o tyle inne zagadnienia są poruszane jedynie na marginesie głównych rozważań.

*dr Paweł Błaszczyk*  
*Uniwersytet Ekonomiczny*  
*w Poznaniu*

## TAXONOMY OF THE MONETARY POLICY STRATEGY

### Summary

The main aim of this paper was revision of different approaches to the defining and taxonomy of monetary policy strategies and presentation of the author's proposal in this regard. The paper consists of three parts. The first one presents basic introductory information on the notion 'monetary policy strategy'. The second part is a review of the literature on the essence and taxonomy of monetary policy strategy and an account of four approaches developed by (i) C. Cottarelli and C. Giannini; (ii) F. S. Mishkin; (iii) M. Fry, D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger and G. Sterne; and (iv) M. R. Stone and A. J. Bhundia. The third part presents a taxonomy of monetary policy strategies developed by the author. The proposed taxonomy enables a clear and complex cognition of the essence of modern monetary policy strategies and a better understanding of the main elements that differentiate them.