

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

STRATEGIA BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO W POLITYCE PIENIĘŻNEJ BANKÓW CENTRALNYCH

I. WPROWADZENIE

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) łączy w sobie zalety przypisywane tradycyjnie polityce opartej na sztywnych regułach z zaletami polityki dyskrecjonalnej, gdyż stwarza pewne ogólne zasady postępowania i zobowiązuje bank centralny do pewnej dyscypliny, przy zachowaniu określonej 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 oraz z malejącego przekonania o wyłącznie monetarnym charakterze inflacji.

Strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (*direct inflation targeting*) można 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 pełniacej rolę celu pośredniego. Jednocześnie realizowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga, aby w danym kraju występował system płynnego kursu walutowego. Bank centralny jest także w większym stopniu odpowiedzialny przed odpowiednimi instytucjami demokratycznymi za realizację wyznaczonego celu¹.

Często przejście do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego postrzegane bywa jako przejście do odmiennego typu banku centralnego. Stwierdzenie to bywa różnie interpretowane.

Po pierwsze, można je rozumieć jako przybliżenie się banku centralnego do prowadzenia polityki pieniężnej według optymalnej reguły opartej na sprzężeniu zwrotnym (*optimal state contingent rule*). Zgodnie z nią bank centralny, publikując własne prognozy i dostępne informacje oraz poddając je publicznej ocenie, zwiększa możliwość elastycznego reagowania na szoki. Równoważnym podejściem jest traktowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jako

¹ B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting – Lesson from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999, s. 4-6.

tzw. optymalnego kontraktu, pod warunkiem, że zostanie określona kara, którą władze monetarne poniosą za niezrealizowanie celu inflacyjnego².

Sceptycy traktują strategię BCI jako swego rodzaju parawan, pozwalający bankowi centralnemu na przyjęcie bardziej konserwatywnej postawy i prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej. Może się to wręcz przerodzić w wyłączne skupienie się na celu inflacyjnym i całkowite lekceważenie pozostałych celów, innych niż walka z inflacją.

Jeszcze bardziej skrajna interpretacja traktuje przejście banku centralnego do realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jako wyraz niemożności skutecznego osiągnięcia wytyczonego celu inflacyjnego i zastąpienie działań władzy monetarnej samym mówieniem o celu inflacyjnym³.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego nie jest regułą kształtującą gotowe rozwiązania kierowania polityką pieniężną, lecz jest polityką dyskrecyjną i jednocześnie tworzy ogólne ramy postępowania banku centralnego. Dzięki temu łączy w sobie zalety przypisywane polityce opartej na sztywnych regułach z zaletami polityki dyskrecyjnej (elastyczność działania)⁴. Jest równocześnie uważana za efektywną w umacnianiu wiarygodności banku centralnego, gdyż kładzie bezpośredni nacisk na cel finalny polityki pieniężnej, którym jest dbanie o niską i stabilną inflację. Strategia BCI charakteryzuje się również wysokim stopniem przejrzystości. Bank centralny jest odpowiedzialny za osiąganie celu oraz prezentowanie jasnych i przejrzystych raportów zawierających także prognozy oraz wyjaśniających przeprowadzane działania.

Na instytucjonalne wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego powinny się składać⁵:

- jasne (najlepiej ustawowe) zobowiązanie banku centralnego do osiągnięcia niskiego i stabilnego poziomu inflacji,
- niezależność banku centralnego (przede wszystkim operacyjna, a więc niezależność w wyborze stosowanych instrumentów, a niekiedy również niezależność w ogłaszaniu celu inflacyjnego),
- wiarygodność banku centralnego w dążeniu do osiągnięcia wytyczonego celu.

Strategia BCI, w różnym stopniu, jest obecnie stosowana w następujących krajach: Nowa Zelandia (1990), Kanada (1991), Wielka Brytania (1992), Szwecja (1993), Finlandia (1993), Australia (1993), Hiszpania (1995), Czechy (1998), Polska (1999), Brazylia (1999) oraz od 2000 roku RPA, Kolumbia, Meksyk, Norwegia, Islandia, Korea Południowa, Węgry i Tajlandia⁶. W niektórych opra-

² J. Drop, A. Wojtyła, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „Materiały i Studia”, nr 118, NBP, Warszawa 2001, s. 3-5.

³ K. N. Kuttner, A. Posen, *Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behaviour*, Working Paper, No. 6157, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1997, s. 13-17.

⁴ B. S. Bernanke, F. S. Mishkin, *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, Working Paper No. 5893, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1997, s. 2.

⁵ L. E. O. Svensson, *Inflation Targeting: Should It Be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?*, Working Paper No. 8925, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2002, s. 2.

⁶ Na podstawie: V. Corbo, O. Landerretche, K. Schmidt-Hebbel, *Assessing Inflation Targeting after a Decade of World Experience*, Working Paper No. 51, Österreichische Nationalbank, Wien 2000, s. 910; B. N. Bernanke, F. S. Mishkin, *Inflation Targeting...*, s. 30; L. E. O. Svensson, *Inflation Targeting...*, s. 1; strony internetowe banków centralnych.

cowaniach również Chile (od 1991 r.) i Izrael (od 1992 r.) są wymieniane wśród krajów realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego⁷.

Tabela 1

Definicje strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Autor	Cechy charakterystyczne definicji
L. Leiderman, L. E. O. Svensson	• jednoznacznie wyznaczony cel inflacyjny (określony poziom inflacji), możliwe odchylenia, wskaźnik inflacji oraz czas, zasady i możliwe sytuacje, w których cel może zostać zmieniony; • brak powiązania poziomu przeciętnego celu inflacyjnego z poziomem agregatów pieniężnych czy kursem walutowym;
P. R. Masson, M. A. Savastano, S. Sharma	• jednoznacznie wyznaczony ilościowy cel poziomu inflacji w przyszłości; • osiąganie celu inflacyjnego jako nadrzędnego zadania banku centralnego; • metodologia prognozowania celu inflacyjnego, biorąca pod uwagę wszystkie możliwe zmienne makroekonomiczne; • dalekowszoczne działanie banku centralnego, w którym zakładana stopa inflacji jest najważniejszym średniookresowym celem;
F. S. Mishkin	• publiczne ogłaszanie liczbowych średniookresowych celów dotyczących inflacji; • instytucjonalne zobowiązanie do traktowania stabilności cen jako podstawowego celu polityki pieniężnej; • uzależnienie decyzji dotyczących stosowania narzędzi polityki pieniężnej od szerokiego zakresu informacji, odnoszącego się do wielu zmiennych; • przejrzystość realizowanej strategii poprzez komunikowanie się ze społeczeństwem i rynkami w zakresie zamierzeń, celów oraz decyzji władz monetarnych; • zwiększona odpowiedzialność banku centralnego za realizację przyjętych celów;
Narodowy Bank Polski	• brak celów pośrednich; • bank centralny nie koncentruje się na pojedynczym wskaźniku, lecz bierze pod uwagę każdą dostępną informację; • bank centralny wykorzystuje wszelkie dostępne instrumenty polityki pieniężnej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: L. Leiderman and L. E. O. Svensson, *Inflation Targets*, Center for Economic Policy Research, London 1995; P. R. Masson, M.A. Savastano, S. Sharma, *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, Working Paper No. 97/130, International Monetary Fund, Washington 1997; F.S. Mishkin, *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, National Bureau of Economics Research, Working Paper No. 7618, March 2000; *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa, wrzesień 1998 r.

II. RODZAJE STRATEGII BCI

Generalnie należy stwierdzić, że doświadczenia wymienionych krajów w obniżaniu inflacji przy wykorzystaniu strategii BCI są pozytywne.

Można wyróżnić dwie skrajne formy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego⁸:

- sztywna strategia BCI (*strict inflation targeting*),
- elastyczna strategia BCI (*flexible inflation targeting*).

⁷ Choć wprowadzenie strategii BCI zostało w tych krajach oficjalnie ogłoszone, to jednak, biorąc pod uwagę wprowadzoną powyżej definicję, należy pamiętać, że w krajach tych nie występował system płynnego kursu walutowego – w Chile do września 1999, a w Izraelu do czerwca 1997 r., zatem do tego czasu nie można ich traktować jako kraje w pełni realizujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

⁸ L. E. O. Svensson, *Inflation Targeting: Some Extension*, NBER, Working Paper No. 5962, March 1997, s. 1; L. T. Orłowski, *Monetary Policy Targeting in Central Europe's Transition Economies: The Case for Direct Inflation Targeting*, CASE – Center for Social and Economic Research, Warsaw 1998, s. 15-16.

W pierwszym przypadku bank centralny toleruje jedynie wąski przedział odchyień rzeczywistej inflacji od jej poziomu planowanego i uznanego za dopuszczalny. Sytuacja taka wymaga, aby przesunięcia czasowe w występowaniu skutków decyzji polityki pieniężnej były niewielkie, a sama polityka pieniężna musi podlegać częstym zmianom i korektom. Z reguły zostaje wówczas wykorzystany kanał kursu walutowego do transmisji impulsów polityki pieniężnej. Konieczna jest zatem duża elastyczność kursu danej waluty. Alternatywą interwencji na rynku walutowym może być dostosowanie stopy pęłzającej dewaluacji lub zmiana *spreadu* między stopą wymaganych rezerw w stosunku do depozytów w walucie krajowej i zagranicznej⁹.

Druga skrajna forma strategii bezpośredniego celu inflacyjnego dopuszcza z kolei bardzo szeroki przedział odchyień rzeczywistej inflacji od zakładanej. Pozwala to dłużej obserwować sytuację na rynku, co jest konieczne w celu dokonania prawidłowego oszacowania przyczyn zmian poziomu cen, a więc stwierdzenia, czy są one skutkiem tymczasowych szoków na rynku, które zostaną zniwelowane przez sam rynek, czy też są to zmiany długotrwałe, permanentne¹⁰.

Polityka ta jest bardziej przejrzysta od poprzedniego wariantu, gdyż wymaga znacznie rzadszych zmian realizowanej strategii i rzadszego rewidowania poziomu celu inflacyjnego. Bank centralny może się także skoncentrować na prowadzeniu długoterminowej polityki dezinflacji i w mniejszym stopniu skupiać swą uwagę na osiąganiu celów średnio- czy krótkoterminowych. Może się to przyczynić do zmniejszenia oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych, a w konsekwencji zmniejszyć częstotliwość oraz poziom indeksacji stóp procentowych i cen.

Szerszy przedział dopuszczalnych odchyień inflacji od jej poziomu planowanego bezpośrednio wymaga większej elastyczności kursu walutowego, gdyż większe odchylenia rzeczywistej inflacji od poziomu celu inflacyjnego wymuszają większą deprecjację waluty. Powoduje to zwiększenie ryzyka walutowego, a bardziej elastyczny kurs walutowy zmienia strukturę przepływów kapitału zagranicznego netto. Przejawia się to wyższym poziomem długoterminowych, bezpośrednich inwestycji nad wielkością kapitału spekulacyjnego¹¹.

Przejrzystość i wiarygodność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymagają, aby bank centralny prowadził zakrojoną na szeroką skalę politykę informacyjną. Bank centralny przyczyniłby się w ten sposób do usunięcia asymetrii informacji na temat bieżącej i przewidywanej sytuacji na rynku finansowym, a także do „edukacji” gospodarstw domowych oraz właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw, którzy z reguły mają problemy ze zrozumieniem zagadnień dotyczących stabilności makroekonomicznej i nowoczesnych rynków finansowych¹².

⁹ Ze względu na konieczne opóźnienia w pojawianiu się skutków impulsów polityki oraz aktywne interwencje na rynku walutowym, ten wariant strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest rzadko stosowany w praktyce, gdyż mogłoby prowadzić do destabilizacji rynku pieniężnego, a duża rozbieżność oficjalnego kursu walutowego od kursu odpowiedniego do występujących rynkowych stóp procentowych mogłaby przyczynić się do utraty równowagi na krajowym rynku finansowym.

¹⁰ L. E. O. Svensson, *Inflation Targeting: Some...*, s. 25-26.

¹¹ L. T. Orlowski, *Monetary Policy...*, s. 14-18.

¹² Ekstremalnym przykładem zwiększania wiarygodności banku centralnego jest Nowa Zelandia, gdzie rząd i bank centralny podpisują formalne porozumienie ustalające cele polityki, natomiast rząd ma prawo zdymisjonować gubernatora banku centralnego, jeśli cel zostanie przekroczony. W pozostałych krajach wiarygodność banku centralnego nie jest tak bardzo sformalizowana. Na podstawie: B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*, s. 296.

Biorąc pod uwagę kryterium przejrzystości i wiarygodności strategii BCI, można wyodrębnić jej trzy odmiany¹³:

– **pełna strategia BCI** (*full-fledged inflation targeting*) – najlepiej znana forma omawianej strategii; stosując ją kraje charakteryzują się średnim bądź wysokim poziomem wiarygodności, jasnym zobowiązaniem do realizacji celu inflacyjnego oraz sformalizowaniem tego zobowiązania w formie zwiększenia odpowiedzialności banku centralnego za realizację wytyczonego celu,

– **eklektyczna strategia inflacyjna** (*eclectic inflation targeting*) – władza monetarna cieszy się na tyle dużą wiarygodnością, że jest w stanie utrzymać niską i stabilną inflację bez stosowania pełnej przejrzystości i odpowiedzialności w odniesieniu do celu inflacyjnego; polityka pieniężna jest na tyle elastyczna, że możliwe jest także stabilizowanie dochodu, aczkolwiek stabilność cen pozostaje celem pierwszoplanowym,

– **lekka strategia inflacyjna** (*inflation targeting lite*) – w państwach tych ogłasza się dość szeroki cel inflacyjny, ale posiadają one stosunkowo niską wiarygodność, która jest odzwierciedleniem złych warunków instytucjonalnych, wysokiej podatności na duże szoki gospodarcze oraz niestabilności finansowej; tę odmianę strategii inflacyjnej można traktować jako formę przejściową, występującą podczas wprowadzania koniecznych reform strukturalnych niezbędnych do wprowadzenia pełnej strategii BCI.

Tabela 2

Odmiany strategii BCI w różnych krajach

Pełna strategia BCI (<i>Full-fledged inflation targeting</i>)		Eklektyczna strategia BC (<i>Eclectic inflation targeting</i>)	Lekka strategia BCI (<i>Inflation targeting lite</i>)
Nowa Zelandia	1990*	EBC	Albania
Kanada	1991	Japonia	Algieria
Wielka Brytania	1992	Szwajcaria	Chorwacja
Szwecja	1993	Singapur	Dominikana
Australia	1993	USA	Gwatemala
Czechy	1997		Honduras
Izrael	1997		Indonezja
Polska	1999		Jamajka
Brazylia	1999		Kazachstan
Chile	1999		Mauritius
Kolumbia	2000		Peru
Korea Płd.	2000		Filipiny
RPA	2000		Rumunia
Tajlandia	2000		Rosja
Węgry	2001		Słowacja
Meksyk	2001		Słowenia
Islandia	2001		Sri Lanka
Norwegia	2001		Urugwaj
			Wenezuela

* Data początkowa spełnienia wszystkich kryteriów strategii BCI określonej jako *full-fledged*.

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych banków centralnych oraz M. Stone, *Inflation Targeting Lite*, Working Paper No 12, International Monetary Fund, Washington 2003, s. 5-8.

¹³ A. Carare, M. Stone, *Inflation Targeting Regimes*, Working Paper No. 9. International Monetary Fund, Washington 2003, s. 3-4.

Strategia BCI różni się od klasycznych strategii monetarnych przede wszystkim tym, że stosowanie odpowiednich instrumentów polityki pieniężnej zależy od systematycznego oszacowywania przyszłej (nie przeszłej czy obecnej) inflacji, a nie od subiektywnych przypuszczeń dotyczących jej kształtowania się¹⁴.

Stosowanie strategii BCI wiąże się z pewnymi trudnościami, zarówno w okresie jej wprowadzania, jak również w okresie jej realizacji. Problemy te wynikają po pierwsze z tego, że kontrola władzy monetarnej nad inflacją nie jest doskonała, gdyż poziom inflacji zależy także od wielu czynników, na które bank centralny nie ma wpływu. Powodem niedoskonałej kontroli nad inflacją jest także występowanie opóźnień czasowych w transmisji monetarnej, niekompletna znajomość samych mechanizmów transmisji, niepewność co do rzeczywistego, bieżącego stanu gospodarki, jak również co do wystąpienia przyszłych szoków w gospodarce¹⁵.

Bieżący poziom inflacji zależy przede wszystkim od kontraktów i decyzji podejmowanych w przeszłości, co oznacza, że bank centralny może wpływać tylko na przyszły poziom inflacji. Niedoskonała kontrola nad inflacją przyczynia się także do tego, że monitorowanie i przewidywanie skutków działań władz monetarnych staje się dla ogółu podmiotów bardzo trudnym wyzwaniem. W związku z tym sceptycy mogą argumentować, iż sens stosowania strategii BCI jest wątpliwy. Jednakże powyższe problemy i słabe strony realizacji prezentowanej strategii można wyeliminować dzięki wykorzystywaniu prognozy inflacyjnej jako celu pośredniego w realizacji strategii inflacyjnej.

III. TECHNICZNO-ORGANIZACYJNE ASPEKTY REALIZACJI STRATEGII BCI

Teoretycznie koncepcja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest dość prosta. Bank centralny wyznacza cel na określonym poziomie, na podstawie wszystkich dostępnych mu informacji i danych dokonuje prognozy kształtowania się ścieżki inflacji w przyszłości, następnie porównuje cel z prognozą, a różnica pomiędzy nimi determinuje pożądane dostosowania instrumentów polityki pieniężnej.

Realizacja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga podjęcia decyzji dotyczących czterech następujących aspektów:

- wyznaczenie celu inflacyjnego,
- definicja celu inflacyjnego (wskaźnik inflacji),
- sposób wyrażania celu inflacyjnego,
- poziom celu inflacyjnego.

Kwestia **wyznaczania celu inflacyjnego** jest dość ściśle związana z niezależnością banku centralnego. Wydaje się, że dużo większe znaczenie ma swoboda banku centralnego w przeprowadzaniu działań operacyjnych aniżeli niezależność w samym wyznaczaniu celu. W wielu krajach stosujących strategię BCI

¹⁴ G. Debelle, S. Masson, M. Savastano, S. Sharma, *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*, Economic Issues No. 15, International Monetary Fund, Washington 1998, s. 3-4.

¹⁵ L. E. O. Svensson, *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, NBER, Working Paper No. 5797, October 1996, s. 15-16.

tenże cel jest wyznaczany wspólnie przez bank centralny i rząd, wytyczany przez bank i aprobowany przez rząd, bądź też określany tylko przez władze rządowe. W innych krajach cel inflacyjny wyznaczany jest tylko przez bank centralny¹⁶.

Współuczestnictwo rządu w wyznaczaniu celu inflacyjnego ma tę zaletę, że prowadzi do zgody dwóch instytucji politycznych dotyczącej celu polityki pieniężnej. Natomiast samodzielne ustalanie celu inflacyjnego przez bank centralny, bez akceptacji rządu, może zmniejszać efektywność i podważać wiarygodność prowadzonej polityki.

Tabela 3

Wyznaczanie celu inflacyjnego

Instytucja wyznaczająca cel inflacyjny	Kraje
Rząd	Wielka Brytania, Brazylia, Izrael, Norwegia, Islandia
Rząd i bank centralny	Nowa Zelandia, Kanada, Australia, Węgry, Czechy, Korea, RPA, Szwecja*
Bank centralny	Finlandia, Hiszpania, Polska, Kolumbia, Meksyk, Tajlandia, Chile

* W Szwecji początkowo bez wyraźnej aprobaty rządowej.

Źródło: A. Carare, A. Schächter, M. Stone, M. Zelmer, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, Working Paper No. 02/102, International Monetary Fund, Washington 2002, s. 15-16; strony internetowe banków centralnych.

Wspólne ustalanie celu inflacyjnego przez rząd i bank centralny zwiększa wiarygodność dezinflacji poprzez pośrednie zobowiązanie rządu do realizowania takiej polityki fiskalnej, która wspierałaby te dążenia. Włączenie rządu do ustalania celu inflacyjnego jest wskazane wszędzie tam, gdzie bank centralny nie posiada jednoznacznej, prawnej delegacji wskazującej, że dążenie do utrzymywania stabilności cen jest pierwszorzędym celem polityki monetarnej. Natomiast w krajach, w których bank centralny posiada takie uprawnienia zagwarantowane w ustawie, cel inflacyjny jest ogłaszany wyłącznie przez bank centralny¹⁷.

Definiowanie celu inflacyjnego, wbrew pozorom, nie jest zadaniem prostym. Teoretycznie cel inflacyjny może być przedstawiony jako dążenie do realizacji określonego poziomu cen bądź też jako stopa wzrostu inflacji. Jednak – jak do tej pory – wszystkie kraje stosujące strategię BCI zdefiniowały go w postaci stopy inflacji.

Określanie celu w postaci poziomu cen nie oznacza oczywiście, że poziom ten miałby być stały. Poziom cen mógłby się zwiększać w czasie, analogicznie do pełzającego kursu walutowego (*crawling peg*). Jednak dążenie do utrzymania danego poziomu cen wymagałoby, aby wszelkie wykroczenia poza poziom celu, zarówno w górę, jak i w dół, zostały w pełni zrównoważone. Spełnienie tego warunku mogłoby prowadzić do znacznie większej zmienności polityki monetarnej, inflacji, stopy bezrobocia i innych wielkości realnych w krótkim okresie. W szczególności mogłoby być konieczne wystąpienie okresów deflacji w celu zrównoważenia okresów inflacji¹⁸.

¹⁶ Ibidem, s. 7-8.

¹⁷ A. Carare, A. Schächter, M. Stone, M. Zelmer, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, Working Paper No. 02/102, International Monetary Fund, Washington 2002, s. 5-6.

¹⁸ L. E. O. Svensson, *Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?*, Working Paper No. 5719, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1996, s. 14-17.

Definiowanie celu inflacyjnego wiąże się z koniecznością **wyboru wskaźnika inflacji**. Pierwszym krokiem kształtowania polityki monetarnej, prowadzonej zgodnie ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, jest wybór wskaźnika wzrostu cen, przy użyciu którego cel będzie ogłaszany i który będzie służył do oceny jego realizacji.

Aby uzyskać maksymalną przejrzystość prowadzonej polityki, wybrany indeks powinien być dobrze znany podmiotom gospodarczym, powinien być dokładny i aktualny. Z kolei w celu uzyskania pełni elastyczności indeks ten powinien wykluczać zmiany cen wywołane jednorazowymi szokami oraz cenami, których zmiany raczej nie spowodują zmiany trendu inflacji bazowej.

Wszystkie kraje realizujące strategię BCI stosują miarę inflacji będącą pewną wersją wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych¹⁹ (CPI – *consumer price index*), gdyż jest on dobrze znany podmiotom gospodarczym, a dzięki temu zrozumiały oraz często publikowany przez niezależny od władz monetarnych urząd statystyczny²⁰. Wiele ekonomistów obecnie uważa, że wskaźnik CPI zawyża aktualną stopę inflacji. Jego niedoskonałości uzasadniają również wątpliwość, czy porażki i sukcesy banku centralnego w walce z inflacją są właściwie odzwierciedlane przez tak wybraną miarę²¹.

Podstawowa wada wskaźnika CPI polega na tym, że kluczowa dla władz monetarnych informacja o fundamentalnych zmianach cen, będących efektem presji popytowych, jest w przypadku wskaźnika CPI i innych stosowanych miar inflacji często przesłaniana podażowymi, z reguły odwracalnymi szokami występującymi głównie w branży żywnościowej i energetycznej. Wzrost cen danego produktu wywołany przez niedostateczną podaż powoduje wzrost wskaźnika CPI, ale nie jest to sytuacja wymagająca zaostrzenia polityki pieniężnej, gdyż cykl produkcyjny może się szybko odwrócić, a zmiany cen nastąpią wtedy w przeciwnym kierunku w sposób naturalny²².

Ponadto wskaźnik CPI jest jedynie miarą kosztu określonego zestawu dóbr i usług wchodzących w skład koszyka i obejmuje tylko dobra konsumpcyjne. Władze monetarne w prowadzeniu polityki pieniężnej potrzebują jednak znacznie szerszego ujęcia inflacji. Idealny wskaźnik wzrostu cen powinien obejmować również ceny na dobra pośrednie, kapitałowe, surowce, usługi inwe-

¹⁹ Wskaźnik CPI został skonstruowany na podstawie teorii kosztów utrzymania jako minimalny koszt uzyskania pewnego poziomu użyteczności. Zmiana poziomu cen w tej teorii jest wyznaczana przez zmianę kosztu nabycia dóbr i usług zapewniających taką samą użyteczność. Jeżeli ceny wszystkich produktów zmieniają się w tym samym tempie, wówczas zmiana wskaźnika CPI będzie równa tempu zmian tych cen. Natomiast jeśli wystąpią zmiany cen względnych, czyli ceny różnych dóbr nie będą się zmieniały identycznie, wówczas możliwe jest, że uzyskanie takiego samego poziomu użyteczności spowoduje substitucję wewnątrz koszyka zgodnie z optymalizacją jego kompozycji. Indeks CPI ma postać indeksu Laspeyresa i zakłada stałość udziałów (wag) w wydatkach określonych dóbr i usług. Stoi to w sprzeczności z tym aspektem teorii kosztów utrzymania, który umożliwia substitucję dóbr, które relatywnie zdrożały, na te, które relatywnie staniały. Stosowanie tych samych powoduje, że wzrost cen mierzony jako CPI może być istotnie obciążony (zawyżony). Na podstawie: S. Woźniak, *Inflacja bazowa*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa 2002, s. 28-29.

²⁰ Wskaźnik CPI jest najczęściej stosowany przez banki centralne, pomimo iż powszechnie wiadomo, że jest on wskaźnikiem dalekim od teoretycznie idealnej miary inflacji, która powinna precyzyjnie odzwierciedlać wzrost cen wywołany czynnikami rynkowymi i winna spadać w wyniku działań podejmowanych przez bank centralny (wskaźnik CPI zawiera składowe, które nie poddają się kontroli władzy monetarnej).

²¹ D. B. Papadimitriou, L. R. Wray, *The Consumer Price Index as a Measure of Inflation and Target of Monetary Policy: Does the FED know what it is fighting?*, Working Paper No. 164, The Jerome Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson 1996, s. 1-3.

²² P. Woźniak, *Ocena polskich wskaźników inflacji bazowej*, referat wygłoszony na konferencji „Czy warto liczyć inflację bazową?”, CASE, Warszawa 2001.

stycyjne i wszelkie inne dla firm i rządu, a może również cenę pracy i kapitału. Z przyczyn obiektywnych taki indeks nie został jak dotąd skonstruowany²³.

Składowe wskaźnika CPI, na które polityka monetarna ma wpływ, stanowią coraz mniejszą część koszyka cen będących podstawą do wyznaczania wartości CPI. Oznacza to, że dana zmiana wartości wskaźnika inflacji wymaga coraz większego oddziaływania na malejącą część koszyka cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W związku z tym, że wskaźnik CPI uwzględnia przyczyny zmian cen, na które bank centralny nie może wpływać polityką pieniężną (ceny kontrolowane, sezonowa zmienność cen pewnych artykułów, zmiany podatków pośrednich i stóp procentowych), coraz częściej banki centralne stosują **wskaźniki inflacji bazowej**²⁴. Nawet jeśli nie stosują ich do oficjalnego podawania celu inflacyjnego, to posługują się nimi przy analizowaniu sytuacji gospodarczej i podejmowaniu odpowiednich decyzji. W każdym przypadku władza monetarna musi wyjaśnić publicznie, jak dany wskaźnik jest skonstruowany i jak się odnosi do głównego wskaźnika CPI²⁵.

Tabela 4

Wskaźnik inflacji jako cel inflacyjny

Wskaźnik inflacji	Kraje
Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI	Nowa Zelandia*, Kanada, Szwecja, Australia*, Polska, Izrael, Kolumbia, Hiszpania, Brazylia, Węgry, Chile, Meksyk, Norwegia
Wskaźnik inflacji bazowej	Wielka Brytania**, Czechy, RPA**, Tajlandia

* Nowa Zelandia zmieniła stosowanie inflacji bazowej na wskaźnik CPI w 1999 r., a Australia w 1998 r., kiedy to zmieniono w tych krajach definicję wskaźnika CPI.

** W Wielkiej Brytanii i RPA wskaźnik inflacji bazowej wyklucza jedynie odsetki od kredytów hipotecznych.

Źródło: strony internetowe banków centralnych.

Stosowanie wskaźników inflacji bazowej w celu dokonania oceny sytuacji oraz podjęcia decyzji, czy stosowanie określonych środków w ramach polityki pieniężnej jest konieczne, podnosi efektywność realizowanej polityki oraz może uchronić władzę monetarną przed podejmowaniem zbędnych kroków, jak

²³ P. Woźniak, *Inflacja...*, s. 30.

²⁴ Inflacja bazowa obrazuje długookresowy trend kształtowania się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym oraz wahań powstałych wskutek przejściowych szoków podaźowych. W porównaniu ze wskaźnikiem CPI indeksy bazowe charakteryzują się bardziej wyrównanym przebiegiem. Narodowy Bank Polski pomocniczo stosuje pięć wskaźników inflacji bazowej: 15% średnią obciętą, CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych, inflację netto, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw, inflację bazową po wyłączeniu cen o największej zmienności oraz inflację bazową po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw. W niektórych krajach (Wielka Brytania, Australia, Finlandia) ze wskaźnika inflacji bazowej wyklucza się również odsetki od kredytów hipotecznych, aby uniknąć sytuacji, kiedy to wzrost krótkoterminowych stóp procentowych wywołany reakcją banku centralnego na wzrost inflacji powyżej poziomu pożądanego doprowadziłby do jeszcze szybszego wzrostu wskaźnika inflacji z powodu podniesienia stóp procentowych od kredytów hipotecznych. Inne kraje (Kanada, Australia, Finlandia, Nowa Zelandia) wyłączają ze wskaźnika inflacji bazowej także podatki pośrednie, aby zmiany w polityce fiskalnej nie przyspieszały niepożądanych zmian w polityce monetarnej. Generalnie celem konstruowania wskaźników inflacji bazowej jest wychwycenie z ogółu cen mierzonych przez urzędy statystyczne informacji istotnych z punktu widzenia trwałych presji popytowych, a więc informacji o inflacji w bardziej fundamentalnym, teoretycznym wymiarze.

²⁵ W Kanadzie i Nowej Zelandii wskaźnik inflacji bazowej jest stosowany wyłącznie w roli celu pośredniego służącego osiągnięciu celu finalnego, jakim jest stabilność cen. Aby poprawnie funkcjonować w tej roli, wskaźnik inflacji bazowej powinien odzwierciedlać równowagę pomiędzy czynnikami po stronie podaży i popytu. Na podstawie: B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*, s. 27-30.

również wpływać na modyfikowanie zakresu i siły użytych instrumentów²⁶. Obrazują one długookresowy trend kształtowania się cen towarów i usług konsumpcyjnych. Pomagają oddzielić etap efektów szoków podażyowych, na które bank centralny nie powinien reagować, od tych, które prowadzą do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. W porównaniu ze wskaźnikiem CPI indeksy bazowe posiadają bardziej wyrównany przebieg.

Niestety wadą wykluczania pewnych składników z powszechnie znanej miary CPI jest oddalanie się tak powstałych wskaźników od tego, co w powszechnym przekonaniu jest dla konsumentów najbardziej istotne, oraz zmniejszanie przejrzystości nowo powstałych wskaźników. Ponadto nie ma powszechnej zgodności co do tego, które elementy wskaźnika CPI nie powinny być już uwzględniane.

Generalnie przyjmuje się, że wskaźniki inflacji bazowej powinny obejmować tylko te ceny, które są kształtowane przez rynek. Zatem nie powinny uwzględniać cen regulowanych administracyjnie, gdyż ich zmiany tylko w bardzo niewielkim stopniu są efektem presji popytowych. Ponadto miary inflacji bazowej nie powinny zawierać cen związanych z aktualnie obowiązującą stopą procentową (np. koszty kredytów mieszkaniowych), gdyż wówczas podwyższanie stopy procentowej przez bank centralny wpływałoby na większą dynamikę takiego indeksu i mogłoby fałszować sygnał wysyłany przez indeks do władz monetarnych. Naturalnie wskaźniki bazowe nie powinny również ujmować cen o największej zmienności, gdyż pozwoliłoby to na znaczne zwiększenie ich stabilności. Również ceny kształtowane głównie przez czynniki podażyowe nie powinny wchodzić w skład indeksów inflacji bazowej, ponieważ w dłuższym horyzoncie mają one znikomy efekt na dynamikę poziomu cen, a ich zmiany nie stanowią monetarnych źródeł inflacji, na które może wpływać bank centralny²⁷.

Być może rozsądnym kompromisem w tej kwestii byłoby wyłączenie kosztów odsetkowych z koszyka dóbr i usług będącego podstawą naliczania CPI, przy jednoczesnym wyraźnym i przejrzystym wyjaśnianiu wahań wskaźnika inflacji wywołanych zmianami w podatkach pośrednich i subsydiach²⁸.

Z punktu widzenia polityki monetarnej idealny byłby zatem indeks, który:

- odzwierciedla długoterminowe trendy w zmianach cen,
- eliminuje efekt odwracalnych, przejściowych szoków podażyowych,

uwzględnia natomiast presję popytową.

Optymalnym rozwiązaniem mogłoby być także równoległe ogłaszanie celu zarówno w postaci indeksu CPI, jak i inflacji bazowej, co połączyłoby zalety obydwu wskaźników²⁹.

Kolejnym krokiem w definiowaniu celu inflacyjnego jest **określenie horyzontu czasowego celu**. Cele inflacyjne powinny być ogłaszane średnioterminowo, na okres od roku do czterech lat, gdyż pozwala to podmiotom gospodarczym lepiej planować przyszłe działania. Nie należy jednak definiować celu inflacyj-

²⁶ W celu uniknięcia wpływu wzrostu stóp procentowych (odsetek) na wskaźnik inflacji banki centralne Nowej Zelandii i Wielkiej Brytanii stosują jako cel inflacyjny odpowiednio wskaźniki CPIX i RPIX, które są wyznaczone jako wskaźnik CPI po wykluczeniu kosztów odsetkowych. Podobne rozwiązanie przyjął Europejski Bank Centralny, który definiuje stabilność cen jako wskaźnik HICP, również wykluczający koszty odsetek.

²⁷ P. Woźniak, *Inflacja...*, s. 36-37.

²⁸ L. E. O. Svensson, *How Should Monetary Policy be conducted in an Era of Price Stability?*, Seminar Paper No. 680, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Stockholm 1999, s. 7-8.

²⁹ J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia...*, s. 21-22.

nego na okresy krótsze niż rok, gdyż wówczas inflacja zależy od czynników, na które bank centralny nie ma wpływu, natomiast cel wykraczający poza okres czterech lat byłby mało wiarygodny.

Tabela 5

Horyzont czasowy celu inflacyjnego

Horyzont czasowy celu inflacyjnego	Kraje
Cel roczny	Meksyk, RPA, Korea ¹ , Polska ¹
Cel roczny, ogłaszany kilka lat wcześniej	Hiszpania, Kolumbia, Brazylia, Czechy, Węgry, Tajlandia
Horyzont czasowy nieokreślony	Wielka Brytania, Szwecja, Nowa Zelandia ² , Izrael ³ , Kanada, Australia ⁴ , Chile

¹ Korea i Polska ogłaszają również cel średnioterminowy.

² W Nowej Zelandii cel wygasa wraz z końcem kadencji Gubernatora banku centralnego.

³ W 2000 r. rząd ustalił cel na lata 2001 i 2002, a także począwszy od 2003 r. jako 1-3% bezterminowo.

⁴ cel inflacyjny w Australii jest wyznaczany jako średnia dla danego cyklu koniunkturalnego.

Źródło: A. Carare, A. Schächter, M. Stone, M. Zelmer, *Estabilishing...*, s. 30 oraz strony internetowe banków centralnych.

W momencie wprowadzania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego długość okresu, na który ogłasza się cel, zależy w pewnym stopniu od wyjściowego poziomu inflacji. Jeżeli jest on znacznie wyższy od poziomu pożądanego, wówczas bank centralny wyznacza dłuższy okres osiągnięcia odpowiedniego wskaźnika inflacji, tak aby uwzględnił on przesunięcia czasowe w uzyskaniu efektów zastosowania instrumentów polityki pieniężnej. Natomiast jeśli wyjściowy poziom inflacji nie wykracza zbyt mocno poza granice poziomu docelowego, wówczas cel może być ustalany w okresach krótszych.

Ważnym elementem w określeniu celu inflacyjnego jest sposób jego wyznaczania. Liczbowe wyrażenie celu może przyjąć postać pasma wahań wskaźnika inflacji lub punktowego wyznaczenia pożądanego poziomu inflacji. Ustalanie celu inflacyjnego w postaci punktowej podpierane jest zazwyczaj argumentem, że jednoznaczne określenie celu sprzyja ograniczaniu oczekiwań inflacyjnych, natomiast cel w postaci pasma wahań skłaniałby społeczeństwo do formułowania oczekiwań inflacyjnych na poziomie bliskim raczej jego górnej granicy. Z kolei kraje formułujące cel inflacyjny jako pasmo wahań wskaźnika inflacji tłumaczą ten fakt występowaniem opóźnień w transmisji impulsów pieniężnych oraz brakiem możliwości dokładnego prognozowania inflacji. Ich zdaniem, bank centralny powinien posiadać także pewną swobodę w reagowaniu na krótkoterminowe szoki podażyowe³⁰.

Ponadto szersze pasmo wahań jest korzystniejsze, gdyż wąskie pasmo może prowadzić do niestabilności instrumentów polityki pieniężnej. Również zwiększanie wiarygodności banku centralnego jest łatwiejsze w przypadku stosowania szerszego pasma wahań celu inflacyjnego.

³⁰ G. Debelle, *Inflation Targeting in Practice*, Working Paper No. 35, International Monetary Fund, Washington 1997, s. 14-15.

Tabela 6

Wyrażenie celu punktowo lub w postaci pasma wahań

Wyrażenie celu inflacyjnego	Kraje
Cel wyrażony punktowo	Szwecja, Norwegia, Korea, Węgry, Brazylia, Finlandia
Pasma wahań +/- 2% lub mniej	Kanada, Australia, Chile, Czechy, Izrael, Polska, Wielka Brytania
Pasma wahań +/- 2% lub więcej	Nowa Zelandia, RPA, Tajlandia

Źródło: jak w tabeli 5.

Utrata wiarygodności banku centralnego jest większa w przypadku rozminięcia się z celem wyrażonym w postaci pasma wahań niż z celem wyrażonym punktowo. Jednocześnie węższe pasmo wahań celu jest odbierane przez rynek jako większe zobowiązanie się banku centralnego do utrzymania inflacji na określonym poziomie. Szerokość pasma wahań dostarcza także informacji o ocenie banku centralnego dotyczącej niepewności związanej z wystąpieniem pożądanych efektów polityki monetarnej. Ponieważ niepewność ta jest raczej wysoka, szacuje się, że szerokość pasma wahań celu inflacyjnego powinna wynosić aż 5 lub 6 procent.

Jednocześnie bardziej korzystne jest wyznaczanie symetrycznego pasma wahań aniżeli jednostronnego³¹. Symetryczne pasmo wahań sugeruje, że odchylenie od celu o daną wartość w górę lub w dół jest jednakowo niekorzystne. Z kolei pasmo asymetryczne może prowadzić do skrzywienia oczekiwań inflacyjnych. Natomiast najlepszy wpływ na stabilizację oczekiwań inflacyjnych ma punktowo wyznaczany cel, jednak jego skutki są niekorzystne, gdy cel nie zostanie zrealizowany³².

Ogłaszając cel inflacyjny władze monetarne powinny również sformułować odpowiednią klauzulę, która dawałaby możliwość skorygowania wyznaczonego już wcześniej celu w wyniku wystąpienia pewnych nieprzewidywalnych okoliczności³³.

Poziom celu inflacyjnego jest ostatnim niezbędnym elementem przy definiowaniu strategii polityki pieniężnej. W większości krajów centralny punkt celu inflacyjnego jest interpretowany jako operacyjna definicja stabilności cen³⁴. Były szef Banku Rezerwy Federalnej, Alan Greenspan, zdefiniował stabilność cen jako tak niską stopę inflacji, żeby gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa nie musiały jej brać pod uwagę podejmując codzienne decyzje³⁵.

Generalnie o stabilności cen mówi się przy poziomie inflacji oscylującym około 2% rocznie. Nie ma dowodów na to, że obniżenie inflacji do 1% dałoby widoczne efekty, natomiast koszty takiego działania byłyby zapewne istotnie wysokie. Znacznie ważniejsze jest, aby raz osiągnięty niski poziom wskaźnika

³¹ Przykładem może być EBC, który określił pożądany poziom inflacji jako poniżej 2%.

³² L. E. O. Svensson, *How Should Monetary Policy...*, s. 9-10.

³³ G. Debelle, S. Masson, M. Savastano, S. Sharma, *Inflation Targeting...*, s. 4

³⁴ Teoretycznie o stabilności cen można mówić, jeżeli stopa inflacji wynosi zero lub jest bardzo bliska zeru. Jednak w praktyce stabilność cen oznacza występowanie niskiej dodatniej stopy inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI. Związane jest to z występowaniem pewnego błędu statystycznego w pomiarze inflacji, zmiana jakości dóbr, ich substytucyjności czy przesunięciami preferencji konsumentów pomiędzy różnymi dobrami, które to czynniki nie są uwzględniane w stosowanych miarach inflacji. Występowanie błędu w pomiarze wskaźnika inflacji przy jego poziomie bliskim lub równym zero oznaczałoby *de facto* występowanie okresów deflacji, które jak wiadomo są bardzo niekorzystne dla gospodarki.

³⁵ B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*, s. 28.

inflacji pozostał stabilny i nie podlegał większym wahaniom. Przykłady wyznaczania poziomu celu inflacyjnego przez banki centralne przedstawiono w tabeli 7.

Tabela 7

Poziom celu inflacyjnego w wybranych krajach

Kraj	Poziom celu inflacyjnego	Kraj	Poziom celu inflacyjnego
Australia	2% – 3%	Korea	2,5%
Chile	2% – 4%	Meksyk	4,5%
Czechy	2% – 4%	Nowa Zelandia	0% – 2%
Finlandia	około 2%	Szwecja	2% +/- 1%
Hiszpania	poniżej 3%	Tajlandia	0% – 3,5%
Izrael	8% – 11%	Węgry	5% – 7%
Kanada	1% – 3%	Wielka Brytania	2,5%
Kolumbia	6%		

Źródło: strony internetowe banków centralnych.

IV. ZALETY I WADY STRATEGII BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO W PORÓWNANIU Z WYBRANYMI STRATEGIAMI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Zwolennicy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymieniają jej wiele zalet, mających uzasadniać wyższość tejże strategii nad innymi reżimami monetarnymi. Należy do nich eliminacja problemu dynamicznej niespójności czasowej, który prowadzi do powstania wyższego, przeciętnego poziomu inflacji. Ponadto obniża ona zmienność 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 gospodarczych³⁶.

Podstawową zaletą strategii BCI jest **przejrzystość i jasność**, znacznie ułatwiające jej zrozumienie podmiotom funkcjonującym w gospodarce. Jest ona jeszcze bardziej przejrzysta niż kontrola kursu walutowego czy agregatów pieniężnych, gdyż wyraźnie i bezpośrednio wyraża zobowiązanie banku centralnego do osiągnięcia i utrzymywania niskiego, stabilnego poziomu cen. Działania władzy monetarnej są obserwowane i oceniane jedynie z punktu widzenia celu finalnego. Nie ma konieczności argumentowania, że niewywiązanie się z realizacji celu pośredniego, wynikające ze zjawisk, nad którymi bank centralny nie posiada kontroli, nie ma negatywnego wpływu na konsekwentne dążenie do osiągnięcia średnioterminowego celu finalnego. Strategie oparte na kontroli agregatów pieniężnych oraz kontroli kursu walutowego również charakteryzują się prostotą i klarownością, gdyż wyznaczony cel łatwo zidentyfikować, co ułatwia jego odbiór społeczny. Natomiast znacznie mniej przejrzysta

³⁶ L. Ball, N. Sheridan, *Does Inflation Targeting Matter?*, Working Paper No. 129, International Monetary Fund, Washington 2003, s. 4-5.

i przystępna w odbiorze zewnętrznym jest polityka eklektyczna, ponieważ brak jasno sformułowanych celów i reguł postępowania władz monetarnych istotnie zaciemnia obraz prowadzonej polityki i jej postrzeganie przez podmioty funkcjonujące w gospodarce.

Skuteczne realizowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga, aby bank centralny był już instytucją cieszącą się dużą wiarygodnością, aczkolwiek sama ta strategia również w dużym stopniu przyczynia się do **zwiększania wiarygodności** władzy monetarnej. Kontrola kursu walutowego może się przyczyniać z kolei do spadku wiarygodności banku centralnego, gdyż związanie kursu waluty krajowej z walutą innego dużego kraju lub grupy krajów uniemożliwia właściwe sygnalizowanie realizowanego kierunku polityki pieniężnej. Ponadto w systemie administrowanego reżimu kursowego istnieje znaczne ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego (jeżeli podstawy ustalenia kursu na danym poziomie są kruche) oraz zwiększa się ryzyko pojawienia się ataków spekulacyjnych. Zagrożenia te już same w sobie osłabiają wiarygodność prowadzonej polityki. Strategia eklektyczna również charakteryzuje się stosunkowo mniejszą wiarygodnością, ponieważ jest mniej przejrzysta i zrozumiała dla społeczeństwa, a niepewność na rynkach finansowych oraz wśród podmiotów gospodarczych może prowadzić do spadku efektywności funkcjonowania gospodarki.

Jasno sformułowana **odpowiedzialność banku centralnego** za realizację wyznaczonego celu w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego pozwala odpychać naciski polityczne zmierzające do wymuszenia na nim prowadzenia polityki ekspansywnej, stymulującej krótkookresowy wzrost gospodarczy, a przez to również proinflacyjnej. Strategia ta kładzie więc nacisk na to, co bank centralny może zrobić, czyli na kontrolę inflacji, a nie na to, czego zrobić nie może, czyli na utrzymywanie stałego, wysokiego wzrostu gospodarczego poprzez prowadzenie ekspansywnej polityki monetarnej.

Podobnie jak kontrola agregatów pieniężnych i zarazem przeciwnie niż kontrola kursu walutowego, władza monetarna realizując strategię BCI **koncentruje się przede wszystkim na gospodarce krajowej**. Pozwala to bankowi centralnemu na wyznaczanie celów inflacyjnych różniących się od tych w innych krajach oraz na podejmowanie działań w odpowiedzi na fluktuacje w produkcji krajowym. Natomiast kontrola kursu walutowego uniemożliwia bankowi centralnemu reagowanie na szoki w gospodarce krajowej, które są niezależne od tych występujących w kraju, z walutą którego związany jest krajowy system walutowy. Związanie kursu walutowego z walutą innego kraju powoduje, że na gospodarkę krajową przenoszone są fluktuacje stóp procentowych i ilości pieniądza występujące w kraju stanowiącym punkt odniesienia dla kursu waluty krajowej. Stąd też, jeżeli w kraju o stałym lub *quasi*-stałym kursie walutowym nastąpi załamanie popytu, na przykład z powodu załamania eksportu specyficznego dla tego kraju, bank centralny nie może obniżyć stóp procentowych, gdyż są one związane ze stopami obowiązującymi w kraju, z walutą którego związany jest kurs waluty krajowej. W rezultacie zarówno dochód, jak i inflacja mogą spaść poniżej poziomu pożądanego, a bank centralny nie posiada możliwości skutecznego reagowania w takiej sytuacji. Zatem w systemie stałego kursu walutowego bank centralny traci możliwość prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, co jest największą wadą tej strategii.

Strategia BCI **sprzyja też wykorzystywaniu wszelkich dostępnych informacji** przez bank centralny, bez skupienia nadmiernej uwagi na jednym tylko parametrze determinującym realizację polityki monetarnej. Kompleksowe uwzględnianie wszystkich dostępnych wskaźników obrazujących stan gospodarki oraz pozostałych informacji, niekoniecznie dających się ująć w postaci parametrycznej, zmniejsza ryzyko podejmowania niepotrzebnych działań, mających w ostatecznym rozrachunku negatywny wpływ na cel finalny.

Podobnie jak kontrola agregatów pieniężnych oraz kursu walutowego, strategia BCI **posługuje się nominalną kotwicą**, stosunkowo łatwo rozumianą przez ogół podmiotów gospodarczych. Prawdopodobnie agregaty monetarne nie są tak proste w odbiorze, jak kurs walutowy czy stopa inflacji, aczkolwiek wszystkie te wielkości stanowią pewien konkretny punkt odniesienia, umożliwiające śledzenie i ocenę rezultatów prowadzonej polityki. Należy też zauważyć, że dane dotyczące agregatów pieniężnych i kursu walutowego są dostępne ze stosunkowo małym opóźnieniem czasowym, pozwalając na bieżąco kontrolować rozwój sytuacji gospodarczej. Natomiast stopa inflacji, będąca celem banku centralnego, z reguły wyznaczana jest w horyzoncie średnioterminowym, co może poniekąd utrudniać zrozumienie wpływu bieżących działań władzy monetarnej na dość odległy w czasie cel. Banki centralne często posługują się również celami pomocniczymi, określanymi wówczas na okres roku, jednak dążąc przede wszystkim do osiągnięcia celu finalnego mogą dopuścić do ich „przestrzelenia”, jeżeli uznają, że odchylenia od celu rocznego są wynikiem jednorazowych, krótkoterminowych szoków i nie będą miały wpływu na realizację celu podstawowego. Posługiwanie się wskaźnikiem stanowiącym kotwicę nominalną pozwala również na wysyłanie konkretnych sygnałów wskazujących na stan i rozwój sytuacji gospodarczej, co ułatwia stabilizację oczekiwań inflacyjnych, a przez to i samej inflacji. Natomiast prowadząc eklektyczną politykę pieniężną bank centralny nie wyznacza żadnej kotwicy nominalnej i choć polityka taka nie opiera się na żadnej wyraźnie sformułowanej strategii, to jednak stanowi pewien spójny sposób realizacji polityki monetarnej. Pozwala to jednak na większą uznaniowość w podejmowaniu decyzji i może stać się przyczyną ulegania naciskom politycznym. Jednocześnie brak kotwicy nominalnej może się przyczynić do szybszego wzrostu oczekiwań inflacyjnych w przypadku pojawienia się szoków podażowych czy innych.

Pozytywną stroną strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest także to, że raz obrany cel inflacyjny w zasadzie **nie musi podlegać okresowym korektom**, natomiast cele pośrednie, jak na przykład agregaty monetarne, mogą wymagać dostosowywania ich poziomu, jeżeli następują zmiany w funkcji popytu na pieniądź prowadzące do zachwiania relacji pomiędzy celem pośrednim a celem finalnym polityki pieniężnej.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest w swej istocie bardzo podobna do polityki eklektycznej, aczkolwiek – jak wyżej wspomniano – ta druga nie posiada kotwicy nominalnej. Oba podejścia do realizacji polityki monetarnej są bardzo konsekwentnie **zorientowane na przyszłość** (*forward looking*) i zmierzają do osiągnięcia pożądaných rezultatów w przyszłości. W związku z tym banki centralne muszą brać pod uwagę opóźnienia czasowe w występowaniu efektów impulsów polityki pieniężnej i podejmować działania wyprze-

dzające w stosunku do zdarzeń zachodzących w gospodarce, co pozwala na zniwelowanie problemu niespójności czasowej pomiędzy działaniami władzy monetarnej, a ich efektami w realnej sferze gospodarki.

Kolejną istotną zaletą strategii BCI jest jej **elastyczność**. Strategia ta charakteryzuje się znaczną dyskrecją, pozostawiając bankowi centralnemu wolny wybór co do sposobu reagowania na nieprzewidziane wydarzenia gospodarcze. Traktowanie tej strategii jako sztywnej reguły narzucającej bankowi centralnemu określony tryb postępowania w razie wystąpienia pewnych okoliczności należy uznać za niewłaściwe, bowiem strategia BCI określa jedynie ogólne ramy działania banku centralnego, a nie dostarcza prostych, mechanicznych instrukcji czy algorytmów prowadzenia polityki. Jednocześnie zdecydowanie ogranicza możliwość zaangażowania się banku centralnego w politykę ekspansywną, której przyszłe skutki byłyby dalekie od pożądanых. Podobnym, a nawet nieco większym stopniem elastyczności i dyskrekcji odznacza się jedynie strategia eklektyczna, ale w tym przypadku całkowita niemal dowolność banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej przeradza się w jej słabość, gdyż staje się mało przejrzysta i mniej wiarygodna. Ponadto podstawową wadą polityki eklektycznej jest fakt, że kierunek jej rozwoju zależy przede wszystkim od poglądów osób odpowiedzialnych za jej realizację³⁷.

Strategia BCI spotykała się również z krytyką. Niektóre z przytaczanych argumentów wynikały z braku zrozumienia koncepcji tej strategii. Odejście od celu agregatowego czy w postaci kursu walutowego nie oznacza bynajmniej, że wskaźniki te stały się dla polityki pieniężnej nieistotne. Badania analityczne służące prognozowaniu inflacji oparte są nadal na założeniu, że inflacja ma charakter głównie monetarny. W związku z tym obserwowanie kształtowania się agregatów pieniężnych i kursu walutowego dostarcza ważnych informacji ułatwiających przewidywanie poziomu cen w przyszłości³⁸.

Polityka monetarna nakierowana na walkę z inflacją musi również uwzględniać wpływ pewnych decyzji podejmowanych przez rząd w sferze fiskalnej. Kwestie te stają się szczególnie ważne, gdy weźmiemy pod uwagę fakt, że w rzeczywistości banki centralne nie działają w próżni politycznej. Wysoka podaż rządowych papierów wartościowych i rosnący dług publiczny mogą doprowadzić do zwiększenia oczekiwań inflacyjnych, co z kolei może utrudniać osiągnięcie celu inflacyjnego w krótkim okresie i zmusić bank centralny do prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Podobnie polityka fiskalna musi brać pod uwagę decyzje banku centralnego, gdyż rosnące stopy procentowe zwiększają ciężar obsługi długu publicznego.

³⁷ Jeżeli osoby odpowiedzialne za prowadzenie polityki pieniężnej są przekonane o konieczności redukcji inflacji i utrzymywania jej niskiego poziomu, wówczas ich polityka może prowadzić do sukcesu (przykładem jest tu obecna polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych). Jeżeli natomiast władza monetarna zostanie przekazana osobom o innych poglądach, wówczas mogą one dopuścić do zmiany kierunku polityki na bardziej ekspansywny, doprowadzając do wzrostu poziomu cen.

³⁸ Przykładowo, szybki wzrost wartości szerokiego agregatu pieniężnego, będący zasadniczo efektem wzrostu poziomu depozytów jednostek indywidualnych, dostarcza ważnych informacji sugerujących, jak może wzrosnąć popyt nominalny w przyszłości. Z kolei zmiany kursu walutowego podlegają ciągłej obserwacji, ponieważ mają znaczący wpływ na wskaźniki inflacji w średnim okresie. Jednak zakres tego wpływu zależy od pierwotnych przyczyn zmian kursu walutowego i z tego powodu należy analizować występujące szoki zarówno natury monetarnej, jak również w sferze realnej. Na podstawie: S. Achleitner, *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*, Österreichische Nationalbank, Wien 1996, s. 62.

Polityka monetarna oparta na strategii BCI jest często krytykowana ze względu na to, że w krótkim okresie może prowadzić do niepożądanych fluktuacji w dochodzie. Wpływ ten jednakże zależy od tego, jaką miarą inflacji posługują się władze monetarne ustalając cel inflacyjny. Jeżeli cel wyznaczany jest przy pomocy wskaźnika CPI, a w gospodarce występują lepkie ceny, wówczas rzeczywiście w razie wystąpienia antycypowanych szoków cenowych lub nagłych zmian cen dóbr importowanych strategia BCI może destabilizować dochód. Wynika to z tego, że w celu zneutralizowania wpływu przewidywanych szoków zmieniających poziom wskaźnika CPI należy doprowadzić do zmian cen lepkich w przeciwnym kierunku³⁹.

Należy jednak zauważyć, że cel inflacyjny nie musi być wyznaczany punktowo i z reguły określa się go właśnie w postaci przedziału wahań. Bank centralny ma zatem pewien zakres swobody pozwalający łagodzić skutki zarówno pozytywnych, jak i negatywnych szoków popytowych. Ponadto każdy proces dezinflacji łączy się z kosztami w postaci większego bezrobocia i mniejszego dochodu, a nie ma niezbitych dowodów na to, że strategia BCI pozwala te koszty zredukować bądź też prowadzi to ich zwiększenia.

Jednocześnie ustalanie celu inflacyjnego w postaci pasma dopuszczalnych wahań sprzyja stabilizacji makroekonomicznej poprzez umożliwienie absorpcji przejściowych szoków w sferze zagregowanego popytu. W szczególności zaś spadek zagregowanego popytu wywołujący obniżenie stopy inflacji poniżej dolnej granicy pasma wahań celu skłoni bank centralny do poluzowania polityki pieniężnej bez jednoczesnego wywołania zagrożenia, że te działania przyczynią się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Zakładając zatem, że wahania w zagregowanym popycie są główną przyczyną wahań cyklicznych w danym kraju, takie działania banku centralnego przyczynią się do zwiększenia stabilizacyjnego wpływu polityki monetarnej, w przeciwieństwie do prowadzonej w przeszłości destabilizacyjnej polityki wielu banków centralnych⁴⁰.

Podstawową słabością strategii bezpośredniego celu w porównaniu z kontrolą agregatów pieniężnych i kursu walutowego jest fakt, że bank centralny **może kontrolować inflację tylko w ograniczonym zakresie**. Ponadto efekty jego działań są widoczne z dość **dużym opóźnieniem czasowym** i w związku z tym nie można na bieżąco obserwować ich wpływu na poziom inflacji. Z drugiej jednak strony informacje wysyłane za pośrednictwem agregatów pieniężnych mogą być również mylące, gdyż aby tak nie było, bank centralny powinien mieć pełną kontrolę nad danym agregatem. Panuje raczej powszechna zgoda co do tego, że bank centralny z łatwością może sterować wielkością wąskich agregatów monetarnych, natomiast w przypadku agregatów szerszych, takich jak M2 lub M3, zależność ta już wcale nie jest taka oczywista. Jeżeli kurs waluty krajowej jest związany z walutą innego, wówczas jego zmiany nie będą właściwie wyznaczać kierunku zmian krajowej polityki monetarnej. Biorąc zatem pod uwagę powyższe ograniczenia strategii opartej na kontroli agregatów pieniężnych oraz kontroli kursu walutowego, strategia BCI wydaje się całkiem atrakcyjna. Jej efekty są – co prawda – widoczne ze sporym

³⁹ E. Jadresic, S. Wickham, *Inflation Targeting and Output Stability*, Working Paper No. 61, International Monetary Fund, Washington 1999, s. 22-23.

⁴⁰ B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*, s. 292.

opóźnieniem, ale z pewnością wskazują bezpośrednio na rzeczywisty poziom inflacji, pomijając pośrednictwo innych wskaźników, których związek z celem finalnym mógł tymczasem ulec zachwianiu.

Każda strategia polityki monetarnej wymaga od banku centralnego możliwie dobrej znajomości mechanizmów zachodzących pomiędzy stosowaniem instrumentów polityki pieniężnej a celem ostatecznym, czyli poziomem inflacji. Pod tym względem strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest **bardziej wymagająca** aniżeli reżimy oparte na celach pośrednich, gdyż bank centralny stosujący strategię BCI musi niejako w sposób ciągły monitorować relacje zachodzące pomiędzy instrumentami a celem inflacyjnym. W przypadku kontroli agregatów monetarnych może natomiast wystarczyć okresowe, niekoniecznie regularne, sprawdzanie stabilności związku pomiędzy celem monetarnym a celem inflacyjnym.

*

Z przeprowadzanych dotychczas, dość już licznych badań oceniających efektywność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz porównujących jej skuteczność z innymi strategiami polityki pieniężnej wynika, że strategia BCI pozwala osiągnąć dobre rezultaty, szczególnie tam, gdzie chodzi o procesy dezinflacji i osiąganie niskiego poziomu cen. W krajach, w których banki centralne realizują tę strategię stwierdzono, że skutecznie osiągały one wytyczony cel⁴¹.

Pomimo że kraje stosujące strategię BCI generalnie odnoszą sukcesy w realizacji polityki pieniężnej, to jednak pojawiają się krytyczne uwagi wskazujące na jej słabe strony. Z pewnością jest jeszcze zbyt wcześnie, aby na podstawie dotychczasowych doświadczeń krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego stwierdzić, czy strategia ta stanie się krótkotrwałym epizodem, czy też długoterminowym, powszechnym trendem w polityce monetarnej. Generalnie należy jednak zauważyć, że strategia ta, stwarzając bardziej ogólne ramy prowadzenia polityki pieniężnej aniżeli ścisłe algorytmy postępowania, posiada wiele zalet. Pozwala bankowi centralnemu na realizowanie spójnej, konsekwentnej i przejrzystej polityki, prowadząc w ten sposób do wzrostu jego wiarygodności, a jednocześnie sprzyja większej koncentracji na długoterminowym celu polityki w trakcie podejmowania codziennych decyzji i działań.

Dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska jest profesorem Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

⁴¹ Ponadto zwiększyła się trafność prognoz inflacyjnych oraz zaobserwowano pozytywny wpływ na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Redukcja bieżącej inflacji wpłynęła na obniżenie poziomu inflacji oczekiwanej w przyszłości, co pozwoliło na zredukowanie wpływu inflacji z przeszłości na jej przyszły poziom. Również koszty obniżania i stabilizowania poziomu cen z reguły ulegały zmniejszeniu. Po wprowadzeniu strategii BCI procentowy spadek produkcji przemysłowej przypadający na obniżenie poziomu inflacji o 1% był mniejszy niż przed jej realizacją. Podobnie wpływ szoków cenowych na straty w poziomie zagregowanego produktu był mniejszy, aczkolwiek przeprowadzone do tej pory badania nie pozwalają jednoznacznie stwierdzić, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego zawsze przyczynia się do obniżenia kosztów dezinflacji. Banki stosujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego zyskały także większą wiarygodność, co pozwoliło im na dokonywanie mniejszych zmian stóp procentowych w odpowiedzi na szoki cenowe i zmiany w dochodzie, aniżeli byłoby to konieczne w celu uzyskania tych samych rezultatów przed wprowadzeniem strategii BCI. Na podstawie: V. Corbo, O. Landerretche, K. Schmidt-Hebel, *Assessing...*, s. 5-22.

DIRECT INFLATION TARGETING STRATEGY IN THE MONETARY POLICY OF CENTRAL BANKS

S u m m a r y

The paper presents the essence of direct inflation targeting strategy. It begins with its different definitions. Three kinds of inflation targeting strategy are characterised: the fully-fledged, eclectic and the lite one. In conclusion the advantages and disadvantages of the strategy are presented

The inflation targeting strategy is used by central banks in more than 20 countries. Its realization needs making decisions of technical and organizational character in the designating the inflation target, choosing the inflation indicator and the ways of articulating the inflation target and its level. Central banks apply different solutions, depending on the monetary policy of the state.