



N a r o d o w y B a n k P o l s k i
I n s t y t u t E k o n o m i c z n y

B i u r o S t r a t e g i i P o l i t y k i P i e n i ęż n e j

11 kwietnia 2012

Witold Grostal,
Joanna Niedźwiedzińska,
Ewa Stawasz

Zmiany w strategii i polityce komunikacyjnej FED

Streszczenie

W styczniu 2012 r. System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed) dokonał istotnych zmian w ramach strategii polityki pieniężnej – wprowadzenie celu inflacyjnego na poziomie 2%, oraz w komunikacji polityki pieniężnej – rozpoczęcie publikacji ocen indywidualnych członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) co do przyszłej stopy Fed funds, publikacja ocen FOMC dotyczących długoterminowej nominalnej stopy równowagi. Zmiany te przybliżyły strategię polityki pieniężnej Fed do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W poniższym opracowaniu przedstawiono opis dokonanych przez Fed zmian, a także porównanie zmodyfikowanej strategii Fed ze strategiami banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, w tym Narodowego Banku Polskiego. W opracowaniu zawarto także próbę odpowiedzi na pytanie, czy ogłoszenie przez Fed celu dla inflacji oznacza, że dołączył on do grupy banków centralnych, które opierają swoją politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*fully-fledged inflation targeters*).

I. Zmiany w polityce pieniężnej Fed a strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

Zanim Fed zdecydował się zmodyfikować swoją politykę pieniężną, wprowadzenie celu inflacyjnego w Stanach Zjednoczonych było przedmiotem dyskusji i miało swoich zwolenników – zarówno wśród teoretyków ekonomii monetarnej, jak i przedstawicieli Systemu Rezerwy Federalnej. Zwolennicy wskazywali na korzyści związane ze stabilnością cen (m.in. lepsze wypełnianie przez pieniądź swoich podstawowych funkcji, większy stopień transparentności, odpowiedzialności demokratycznej, wiarygodności polityki pieniężnej) oraz na pozytywne doświadczenia innych banków z realizacją strategii bezpośredniego celu inflacyjnego¹. F. Mishkin uważał, że wprowadzenie celu inflacyjnego byłoby gwarancją utrzymania stabilności cen². B. Bernanke natomiast postulował wprowadzenie celu inflacyjnego w Stanach Zjednoczonych wskazując, że niepewność co do pożądanego przez Fed poziomu inflacji, a przez to niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej, zwiększa niepewność w gospodarce oraz na rynkach finansowych. Ponadto, B. Bernanke argumentował, że w warunkach bardzo niskiej inflacji i ograniczenia dla nominalnej stopy procentowej, która nie może zostać obniżona poniżej zera, cel inflacyjny pozwala na bardziej efektywne zarządzanie oczekiwaniami³.

W styczniu 2012 r. bank centralny Stanów Zjednoczonych – System Rezerwy Federalnej, dokonał istotnych zmian w ramach polityki pieniężnej, do których należą:

- zdefiniowanie celu inflacyjnego,
- rozpoczęcie publikacji indywidualnych ocen członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee – FOMC*) dotyczących przyszłej stopy *Fed funds*,
- publikacja ocen FOMC dotyczących długoterminowej nominalnej stopy równowagi w Stanach Zjednoczonych.

W komunikacie prasowym z 25 stycznia 2012 r. podano, że stopa inflacji w dłuższym okresie jest przede wszystkim determinowana przez politykę monetarną, a zatem FOMC ma możliwość określenia pożądanego poziomu inflacji w tym horyzoncie czasowym. W ocenie FOMC, inflacja na poziomie 2%, mierzona deflatorem PCE – deflatorem wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych (*Personal Consumption Expenditures – PCE*), jest najbardziej spójna w dłuższym okresie z mandatem Fed. Podanie celu inflacyjnego do wiadomości publicznej ma pomóc zakotwiczyć długookresowe oczekiwania inflacyjne, a przez to będzie sprzyjać stabilności cen i umiarkowanym długoterminowym stopom procentowym, a także ułatwi prowadzenie polityki pełnego zatrudnienia w warunkach znacznych zaburzeń w gospodarce⁴.

Definiując cel inflacyjny na poziomie 2% w dłuższym okresie, FOMC użył pojęcia *longer run goal for inflation*, nie zaś *inflation target* – określenia tradycyjnie stosowanego w kontekście

¹ J. Saxton, *Establishing Federal Reserve Inflation Goals*, Joint Economic Committee Study, April 1997, s. 1-8.

² F. S. Mishkin, *Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting*, *International Finance* 7:1, 2004, s. 117–127.

³ B. Bernanke, *Panel Discussion: Inflation Targeting*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, July/August 2004, s. 168.

⁴ *Press Release, January 25, 2012*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>

strategii bezpośredniego celu inflacyjnego⁵. Powstaje pytanie, czy różnica ta jest wyłącznie kwestią semantyki, zaś Fed dołączył do grupy banków centralnych, które opierają swoją politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, czy też był to zabieg celowy, pozwalający Fed zdystansować się nieco od tej strategii.

W literaturze dostępnych jest kilka definicji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W części wynika to z faktu, że banki centralne zaczęły realizować tę strategię zanim stała się ona przedmiotem analiz teoretycznych⁶. Z uwagi na różnorodność wprowadzanych w praktyce rozwiązań nie wykształcił się jej jeden uniwersalny model. Niemniej, można wskazać na pewne elementy kluczowe dla strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, do których najczęściej zalicza się:

- uznanie stabilności cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej,
- publiczne ogłoszenie numerycznego celu dla inflacji,
- uwzględnianie wielu wskaźników ekonomicznych, a także prognoz inflacji, w procesie podejmowania decyzji,
- przejrzystość,
- odpowiedzialność demokratyczna (*accountability*) banków centralnych umożliwiająca rozliczenie banku centralnego z realizacji założonych celów.

Część z tych elementów jest właściwych również bankom centralnym, które nie realizują strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W szczególności polityka pieniężna Fed także przed wprowadzeniem zmian opisywanych w niniejszym opracowaniu charakteryzowała się stosunkowo wysokim stopniem transparentności oraz odpowiedzialności demokratycznej.

Poniżej przedstawiona została zmodyfikowana strategia polityki pieniężnej Fed w kontekście charakterystyk odróżniających strategię bezpośredniego celu inflacyjnego od innych strategii polityki pieniężnej.

a) Mandat Systemu Rezerwy Federalnej

Mandat Systemu Rezerwy Federalnej nie zakłada nadrzędności celu stabilności cen wobec innych celów w nim zapisanych, co oznacza, że mandat ten nie jest hierarchiczny. Natomiast wszystkie banki centralne stosujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego podkreślają nadrzędność celu inflacyjnego.

Zarówno w oficjalnych dokumentach, które publikowane są na stronie internetowej Fed, jak i w literaturze można znaleźć różne interpretacje mandatu Systemu Rezerwy Federalnej, przy czym zawsze obejmuje on co najmniej dwa elementy – pełne zatrudnienie i stabilny poziom cen (por. ramka Zakres mandatu Systemu Rezerwy Federalnej, str. 4). Mandat Fed zakłada przy tym komplementarność celów polityki pieniężnej Stanów Zjednoczonych, co oznacza, że stabilność cen nie jest celem nadrzędnym.

⁵ W opublikowanych 15. 02. 2012 r. *Minutes of the Federal Open Market Committee* zamiennie z określeniem *goal for inflation* używano określenia *inflation objective*.

⁶ R. Kokoszyczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 86.

Ramka 1. Zakres mandatu Systemu Rezerwy Federalnej

W literaturze, w wypowiedziach ekonomistów, a także na stronie internetowej Fed można natrafić na odwołania do tzw. dualnego mandatu Fed (*dual mandate*), obejmującego dwa główne cele polityki monetarnej kraju – pełne zatrudnienie i stabilny poziom cen. Często są również odwołania do mandatu o trójelementowym charakterze, który wskazując na dwa wyżej wymienione cele, uwzględnia jeszcze umiarkowane długoterminowe stopy procentowe. Taki właśnie zakres mandatu przedstawia *Federal Reserve Act (Section 2A. Monetary Policy Objectives)*, która stanowi, że Rada Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej oraz Federalny Komitet Otwartego Rynku powinny w taki sposób kształtować wzrost agregatów monetarnych i kredytowych, aby efektywnie wspierać maksymalne zatrudnienie, stabilność cen oraz umiarkowane długoterminowe stopy procentowe.

Brak wskazania celu związanego ze stabilnością cen, jako celu nadrzędnego w mandacie Fed uniemożliwia jednoznaczne uznanie Stanów Zjednoczonych za kraj, w którym realizowana jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Równocześnie, należy jednak zwrócić uwagę na przypadki Australii i Kanady, których bankom centralnym również nie nadano hierarchicznych mandatów, a które same zaliczają się – a także są zaliczane w literaturze – do grupy *fully-fledged inflation targeters*⁷.

W ocenie banku centralnego Australii, polityka monetarna poprzez kontrolowanie inflacji pozwala na utrzymanie wartości pieniądza, przez co w długim okresie może przyczynić się do utrzymania wysokiego wzrostu gospodarczego. Podobnie jest w przypadku banku centralnego Kanady, który stoi na stanowisku, że polityka monetarna może najlepiej wypełnić swoje cele poprzez utrzymanie zaufania krajowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw do wartości kanadyjskiego pieniądza. Doświadczenia Kanady ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego na przestrzeni ostatnich dwóch dekad pokazały, że zaufanie do pieniądza jest najlepiej osiągalne w warunkach niskiej, stabilnej i przewidywalnej inflacji⁸.

Przypadek Stanów Zjednoczonych wydaje się być jednak inny, gdyż – w przeciwieństwie do banków centralnych Australii i Kanady – Fed wciąż podkreśla równorzędność celów wymienionych w swoim mandacie. We wspomnianym już komunikacie prasowym z 25 stycznia 2012 r. FOMC, obok ustanowienia celu inflacyjnego, odniósł się także do drugiego ze swoich celów – pełnego zatrudnienia. Podkreślając wzajemną komplementarność obu celów, członkowie FOMC stwierdzili, że pełne zatrudnienie jest w dużej mierze determinowane przez czynniki o charakterze niemonetarnym, które mogą się zmieniać w czasie i mogą nie być bezpośrednio mierzalne. Dlatego też, w ocenie FOMC, ustanowienie określonego celu ilościowego dla zatrudnienia nie byłoby uzasadnione⁹. B. Bernanke, pytany wprost o to czy wprowadzony przez Fed *inflation goal* nie jest *de facto* tożsamy z *inflation target*, uznał, że jeżeli

⁷ Mandat banku centralnego Australii obejmuje stabilność waluty, utrzymanie pełnego zatrudnienia oraz dobrobyt gospodarczy i dobrobyt narodu (*the stability of the currency of Australia; the maintenance of full employment in Australia; and the economic prosperity and welfare of the people of Australia*), zaś Kanady – działanie na rzecz gospodarczego i finansowego dobrobytu kraju (*to promote economic and financial welfare of Canada*).

⁸ *Renewal of the Inflation-Control Target, Background Information – November 2011*, Bank of Canada, s. 32.

⁹ *Press Release, January 25, 2012*, “[...] it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment”, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>.

przez określenie *inflation targeter* rozumie się bank centralny, który nadaje nadrzędne znaczenie stabilności cen, traktując pozostałe cele, jako podrzędne, to Fed nie dołączył do grupy banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego¹⁰.

b) Definicja celu inflacyjnego

System Rezerwy Federalnej odwołuje się do inflacji mierzonej deflatorem PCE i przyjął cel punktowy dla tego wskaźnika na poziomie 2% w dłuższym okresie. Zarówno 2% poziom celu, jak i jego punktowy charakter są elementami spotykanymi w wielu bankach centralnych stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Z kolei, co odróżnia Fed od innych banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego to wskaźnik, w którym wyrażony jest cel, a także horyzont celu. Wszystkie banki centralne realizujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego definiują bowiem swój cel w odniesieniu do wskaźnika cen konsumpcyjnych (CPI) i deklarują dążenie do realizacji celu w średnim okresie.

Cele wszystkich banków centralnych stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego z krajów rozwiniętych mieszczą się w przedziale pomiędzy 1%-3%. Większość z nich, formułuje przy tym cel inflacyjny, jako cel punktowy z dopuszczalnym pasmem odchyień, choć niektóre – tak jak Fed – mają cel punktowy bez pasma odchyień¹¹. Do tej ostatniej grupy należą banki centralne: Islandii (cel inflacyjny na poziomie 2,5%), Norwegii (2,5%), Szwecji (2%) i Wielkiej Brytanii (2%).

W odróżnieniu od wszystkich innych banków centralnych Fed wybrał deflator PCE jako wielkość, do której odnosi się cel inflacyjny. W Stanach Zjednoczonych publikuje się zarówno wskaźnik CPI, jak i deflator PCE. Wskaźniki te są ogłaszane przez dwie różne instytucje – CPI przez *Bureau of Labor Statistics* (BLS), zaś PCE przez *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

B. Bernanke uzasadniał wybór deflatora PCE przede wszystkim tym, że – w odróżnieniu od wskaźnika CPI – uwzględnia on zmiany w strukturze konsumpcji, ma większe znaczenie dla gospodarstw domowych, bo obejmuje wszystkie ich wydatki na ochronę zdrowia i nie jest „znieszczałany” przez czynsze umowne, które mają istotną wagę w CPI, a nie stanowią wydatku gospodarstw domowych¹² (Tabela 1). B. Bernanke podkreślał jednocześnie, że wskaźnik CPI i deflator PCE kształtują się na zbliżonym poziomie (Rysunek 1).

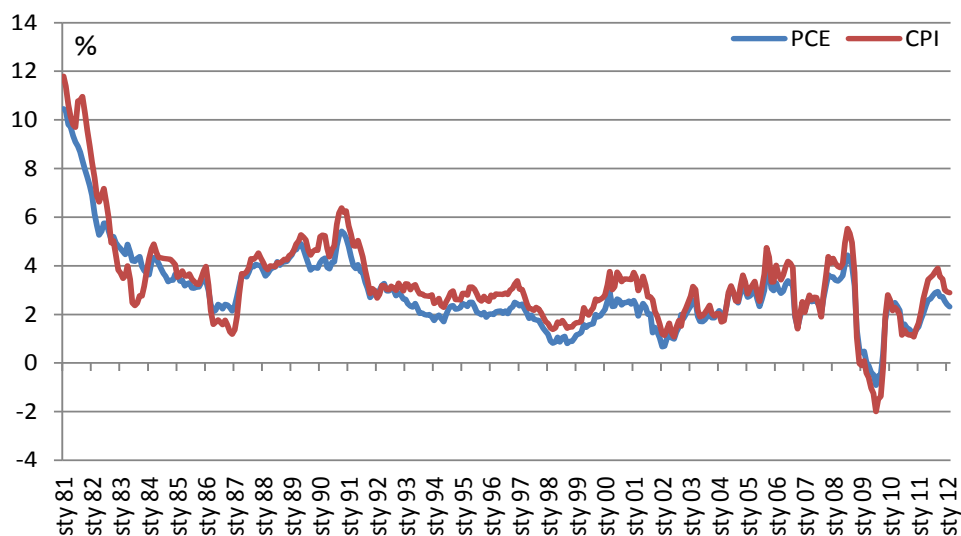
Porównanie kształtowanie się deflatora PCE i wskaźnika CPI wskazuje, że różnice między nimi nie są znaczące. Przy czym zmienność deflatora PCE jest mniejsza niż wskaźnika CPI i w większości okresów deflator PCE jest nieco niższy od wskaźnika CPI.

¹⁰ *Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference January 25, 2012*, s. 23, www.federalreserve.gov.

¹¹ Trzecim sposobem zdefiniowania celu jest podanie celu przedziałowego, bez celu punktowego. Taką definicję przyjęły m.in. banki centralne: Australii, Izraela i Nowej Zelandii.

¹² *Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference January 25, 2012*, s. 27, <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20120125.pdf>.

Rysunek 1: Kształtowanie się wskaźnika CPI i delatora PCE w Stanach Zjednoczonych.



Źródło: Ecwin.

Tabela 1: Podstawowe różnice między wskaźnikami CPI a PCE

Kategoria	CPI	PCE	Komentarz
Formuła	Formuła Laspeyres'a.	Formuła Fisher-Ideal.	Prymat indeksu opartego na formule Fisher-Ideal polega na tym, że wskaźnik ten odzwierciedla substytucję dóbr w odpowiedzi na zmianę cen relatywnych. Zasadniczą wadą takiego indeksu jest natomiast to, że przy jego wyliczaniu potrzebne są dane dotyczące bieżącej struktury konsumpcji.
Wagi	Oparte głównie na <i>Consumer Expenditure Survey</i> – badaniu na grupie gospodarstw domowych przeprowadzonym przez <i>Census Bureau</i> dla BLS.	Oparte na sondażach biznesowych takich jak <i>Service Annual Survey</i> czy też <i>Quarterly Services Survey</i> .	
Zakres	Mierzy zmiany wydatków dokonywanych bezpośrednio przez wszystkie miejskie gospodarstwa domowe oraz uwzględnia koszty mieszkania, w tym umowne czynsze.	Mierzy zmiany w wydatkach na towary i usługi konsumowane przez wszystkie gospodarstwa domowe oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.	Zakres artykułów i wydatków uwzględnianych przez mierniki PCE i CPI nie są jednakowe. Przykładowo, w sektorze usług medycznych, wskaźnik CPI obejmuje tylko prywatne wydatki konsumentów, zaś wskaźnik PCE uwzględnia również ubezpieczenia zdrowotne opłacane przez pracodawcę. Z kolei miara CPI uwzględnia umowne czynsze, których nie ma w mierniku PCE.
Inne	Uwzględnienie korekty związanej z wahaniami sezonowymi jest różne w obu wskaźnikach.		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Focus on Prices and Spending, Consumer Price Index: First Quarter 2011*, U.S. Bureau of Labor Statistics Volume 2, Number 3, May 2011.

Żaden z banków centralnych zaliczanych do grupy *fully-fledged inflation targeters* nie definiuje horyzontu czasowego, w którym dąży do realizacji celu inflacyjnego, jako dłuższy okres – tak jak to zrobił Fed. Obecnie 12 banków centralnych zobowiązuje się do stabilizowania inflacji na poziomie celu w średnim okresie. Niektóre z nich określają bardziej precyzyjnie okres, w jakim dążą do przywrócenia inflacji do celu po jej odchyleniu, tj. definiują, co oznacza dla nich „średni okres” (np. Bank Kanady – 6-8 kwartałów). Nieliczne banki centralne inaczej definiują horyzont czasowy, np. Bank Australii (*over the cycle*), Islandii (*on average*), Peru i Wielkiej Brytanii (*at all times*), Południowej Afryki (*on a continuous basis*).

II. Pozostałe zmiany dotyczące komunikacji Systemu Rezerwy Federalnej

System Rezerwy Federalnej rozpoczął komunikowanie prognozy stóp procentowych, jednak – w odróżnieniu od wąskiej grupy banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, która też publikuje prognozy stóp procentowych – Fed nie podaje do publicznej wiadomości ścieżki przyszłej stopy procentowej, lecz punktowe oceny dotyczące stopy *Fed funds* formułowane przez indywidualnych członków FOMC. Ponadto, członkowie FOMC dokonują ocen długoterminowej stopy równowagi, czego nie czynią inne banki centralne.

Rozpowszechnienie się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego przyczyniło się do wzrostu znaczenia polityki informacyjnej banków centralnych. Z kolei, wyniki większości prowadzonych w tym zakresie badań empirycznych zdają się potwierdzać, że większy stopień transparentności redukuje zmienność i uporczywość inflacji¹³. Do najczęściej stosowanych instrumentów polityki informacyjnej zalicza się: komunikaty, opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych (*minutes*) oraz publikację wyników głosowań członków ciała kolegialnego prowadzącego politykę pieniężną.

Odrębną kwestią są prognozy. Wszystkie banki centralne określane mianem *fully-fledged inflation targeters* dokonują i publikują prognozy inflacji. Ponadto, większość banków publikuje także prognozę PKB. Prognozę ścieżki stóp publikuje natomiast jedynie 5 banków centralnych stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

Fed, który dotychczas publikował zarówno prognozę inflacji, jak i PKB, w styczniu br. rozpoczął również publikację projekcji stopy *Fed funds* poszczególnych członków FOMC (bez atrybucji imiennej). Jednakże, w przypadku Systemu Rezerwy Federalnej nie można mówić o ścieżce stopy procentowej, lecz raczej o punktowych ocenach członków FOMC dotyczących poziomu stóp w poszczególnych latach. Oceny te dokonywane są na koniec danego roku, a więc nie mają charakteru ciągłego (Rysunek 2). Horyzont prognoz obejmuje 3 lata.

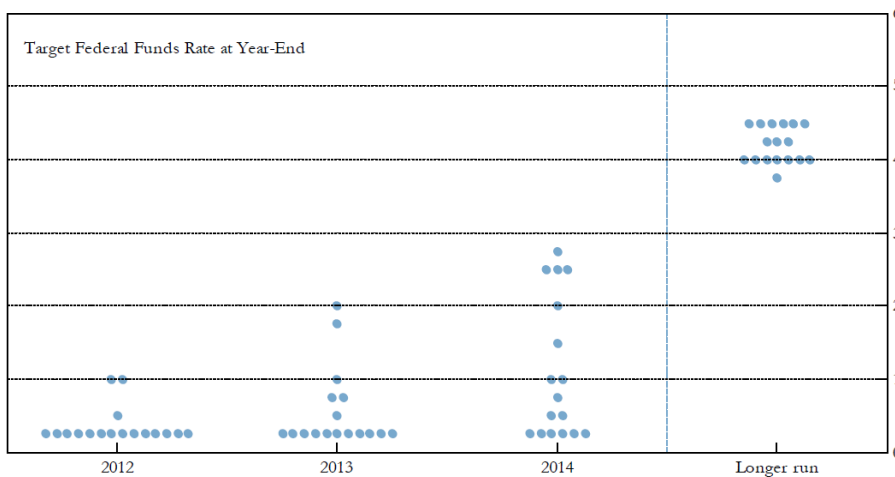
Co więcej, Fed rozpoczął publikację indywidualnych ocen poszczególnych członków FOMC odnośnie do momentu pierwszej podwyżki stóp (Rysunek 3). Podawana jest liczba członków FOMC, którzy oceniają, że – przy braku dodatkowych szoków – pierwsza podwyżka stopy procentowej *Fed funds* z poziomu 0% do 0,25% powinna nastąpić w danym roku. Zdaniem

¹³ Por. N. Diner, B. Eichengreen, *Central Bank Transparency: where, why and with what effect*, NBER Working Paper No. 13003, March 2007.

przeważającej liczby członków (11) pierwsza podwyżka stopy procentowej nastąpi po 2013 r., zaś tylko 6 członków uważa, że stanie się to wcześniej.

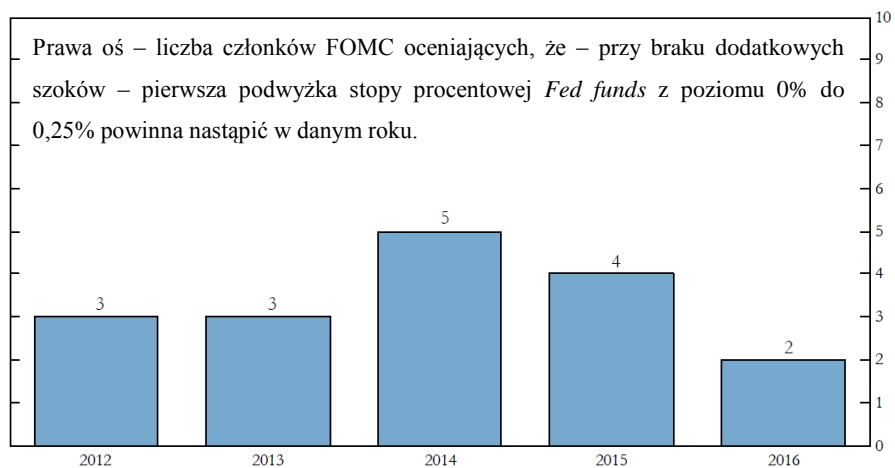
Ponadto, Fed podaje także ocenę członków FOMC dotyczącą poziomu długoterminowej nominalnej stopy równowagi. Według styczniowego komunikatu FOMC, obecne oceny dotyczące długoterminowej nominalnej stopy równowagi znajdują się w przedziale 3,75%-4,5%. Żaden inny bank centralny nie publikuje indywidualnych ocen członków ciała decyzyjnego dotyczących poziomu długoterminowej nominalnej stopy procentowej.

Rysunek 2: Oceny członków FOMC dotyczące stopy Fed funds



Źródło: Minutes of the Federal Open Market Committee z dnia 24-25 stycznia 2011 r.

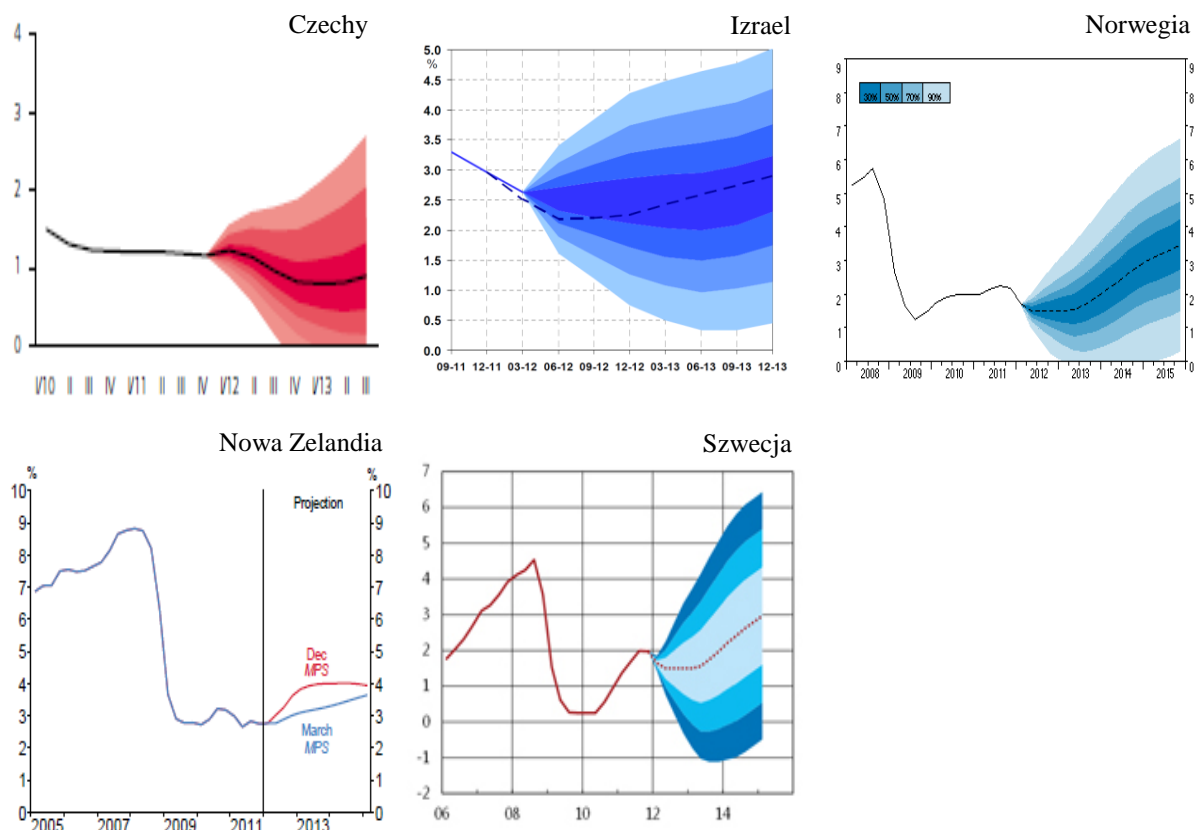
Rysunek 3: Przewidywany moment pierwszej podwyżki stopy Fed funds



Źródło: Minutes of the Federal Open Market Committee z dnia 24-25 stycznia 2011 r.

Nieliczne banki centralne, które publikują prognozę ścieżki stóp procentowych to: Bank Nowej Zelandii (od 1997 r.), Norwegii (od 2005 r.), Szwecji (od 2007 r.), Czech (od 2008 r.) i Izraela (od 2008 r.).

Rysunek 4: Prognozy ścieżki stopy procentowej w: Czechach, Izraelu, Norwegii, Nowej Zelandii, Szwecji.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych banków centralnych.

Właścicielami prognoz są: ciało decyzyjne (Nowa Zelandia¹⁴ i Szwecja), prezes (Norwegia¹⁵), bank centralny (Czechy) lub pracownicy banku (Izrael). Przy czym te banki, które publikują ścieżkę stóp ciała decyzyjnego nie publikują indywidualnych ocen członków odnośnie do przyszłych stóp procentowych. Warto jednak zaznaczyć, że w *Minutes* banku Szwecji przytoczone są stanowiska członków ciała decyzyjnego (wskazanych imiennie) wobec prognozowanej ścieżki stóp. Członkowie, którzy nie zgadzają się z prognozowaną ścieżką, mogą określić jak ich zdaniem powinna kształtować się polityka pieniężna w przyszłości.

Podawanie przez Fed indywidualnych ocen członków FOMC dotyczących przyszłych poziomów stopy *Fed funds*, pozwala na poznanie rozkładu poglądów członków ciała decyzyjnego, choć podawanie stopy jedynie na koniec danego roku nie jest informacją bardzo szczegółową.

Banki: Czech, Izraela, Norwegii i Szwecji, podając do wiadomości publicznej prognozę ścieżki stopy procentowej, wykorzystują formę wykresu wachlarzowego (*fan chart*), zaś Bank Nowej

¹⁴ W Nowej Zelandii ciało decyzyjne jest jednoosobowe i jest nim prezes banku.

¹⁵ W Norwegii ciało decyzyjne jest ciałem kolegiальnym. Oprócz prezesa tworzą je zastępca prezesa i 5 członków zewnętrznych.

Zelandii wskazuje tylko ścieżkę centralną. Horyzont czasowy projekcji tych banków mieści się w przedziale od 7 kwartałów (Czechy) do 4 lat (Nowa Zelandia).

W porównaniu z praktyką przyjętą przez Fed wykresy prognozowanej stopy procentowej oraz publikowane tabele z kwartalnymi prognozami stóp pozwalają na bardziej precyzyjne wskazanie momentu zmiany stóp procentowych (na wykresach i w tabelach przedstawiane są dane kwartalne a nie jedynie na koniec roku).

III. Strategia Systemu Rezerwy Federalnej a strategia NBP

Choć Polska nie jest zaliczana do krajów rozwiniętych, podstawowe aspekty strategii polityki pieniężnej stosowanej przez NBP, można uznać za typowe dla krajów *fully-fledged inflation targeters*. Stąd porównanie kluczowych elementów strategii Fed i NBP pozwala na zauważanie podstawowych różnic i podobieństw między nimi (Tabela 2).

Tabela 2: Podstawowe różnice między strategiami NBP a Fed

	Polska	Stany Zjednoczone
Mandat	Ustawa o Narodowym Banku Polski, Art. 3. 1. „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.”	<i>Federal Reserve Act. (Section 2A. Monetary Policy Objectives).</i> Cele polityki monetarnej USA obejmują pełne zatrudnienie, stabilny poziom cen i umiarkowane długoterminowe stopy procentowe. “The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”
Data przyjęcia celu	1998, od 2004: 2,5% +/- 1 pkt proc.	2012
Poziom celu	2,5% +/- 1 pkt proc.	2%
Podmiot ustanawiający cel	Rada Polityki Pieniężnej	Federal Open Market Committee
Miara inflacji	Wskaźnik CPI	Deflator PCE
Horyzont czasowy	Średni okres	Dłuższy okres

Odpowiedzialność i transparentność		
Przesłuchania w parlamencie	Tak	Tak
Publikacja <i>minutes</i>	Tak	Tak
Wyniki głosowań	Tak	Tak
Raport o inflacji	Tak – 3 razy w roku	Tak – 2 razy w roku

Źródło: Opracowanie własne.

IV. Zakończenie

Podsumowując, wprowadzone zmiany – mimo swojej specyfiki – wskazują, że System Rezerwy Federalnej zbliżył swoją strategię do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Jednakże, trudno przyjąć, że Stany Zjednoczone dołączyły do grona *fully-fledged inflation targeters*. Świadczy o tym niehierarchiczny charakter mandatu Rezerwy Federalnej, który każe przywiązywać jednakową wagę do obu statutowych celów – pełnego zatrudnienia i stabilności cen. Nie jest to zgodne z głównym założeniem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zgodnie z którym stabilność cen jest traktowana nadrzędnie w stosunku do ewentualnych innych celów polityki pieniężnej. Niemniej jednak, ustanowienie celu inflacyjnego, a także rozpoczęcie publikacji projekcji stopy *Fed funds* przez indywidualnych członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku wskazują, że bank centralny Stanów Zjednoczonych zwiększył stopień przejrzystości polityki pieniężnej.

Opracowanie na podstawie:

1. *Bank of Canada Act.*
2. Bernanke B., *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Testimony by Mr Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, 29 February 2012.*
3. Bernanke B., Woodford M. (eds.) *The Inflation-Targeting Debate*, University of Chicago Press, ISBN: 0-226-04471-8, December 2004.
4. Bernanke B., *Panel Discussion: Inflation Targeting*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, July/August 2004.
5. Cecchetti S.G., Schoenholtz K.L., *Money, Banking, and Financial Markets: Global edition*, McGraw-Hill, New York, 2010.
6. Cobham D., Eitrheim Ø., Gerlach S., Qvigstad J. F., *Twenty years of inflation targeting. Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.
7. *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*, <http://www.imf.org>.
8. Diner N., Eichengreen B., *Central Bank Transparency: where, why and with what effect*, NBER Working Paper No. 13003, March 2007.
9. *Federal Reserve Act.*
10. Ferrero G., Secchi A., *The Announcement of Monetary Policy Intentions*, Banca D'Italia Working Paper No. 720, 2009.
11. *Focus on prices and Spending. Differences between the Consumer Price Index and the Personal Consumption Expenditures Price Index*, U.S. Bureau of Labor Statistics, May 2011, Vol. 2, No. 3.
12. Freedman Ch., Laxton D., *Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability*, IMF Working Paper 09/262, December 2009.
13. Grostal W., Kosior A., Niedźwiedzińska J., Wesołowski G., Żuk P., *Przegląd zmian w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wybranych banków centralnych ze szczególnym uwzględnieniem roli komunikacji banków centralnych z otoczeniem oraz omówieniem strategii alternatywnych do BCI, tj. Price Level Targeting*, NBP, 29 listopada 2011 r.
14. Hammond G., *State of inflation targeting – 2012*, Centre for Central Banking Studies, Handbook – No. 29.
15. Jabłecki J., Łysina P., Niedźwiedzińska J., Grostal W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: podstawy teoretyczne, rozwiązania instytucjonalne w wybranych bankach centralnych i wyzwania związane z globalnym kryzysem gospodarczym*, NBP, 3 września 2010.
16. Kokoszczyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004.
17. Kokoszczyński R., Pietrzak B., *Bankowość centralna od A do Z*, NBP, Warszawa.
18. Leszczyńska A., *Ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkań przez właścicieli we wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych*, NBP, 19 marca 2010 r.
19. McCully C. P., Moyer B. C., Stewart K. J., *Comparing the Consumer Price Index and the Personal Consumption Expenditures Price Index*, November 2007.

20. *Minutes of the Federal Open Market Committee*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>.
21. Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
22. Mishkin F. S., *Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting*, International Finance 7:1, 2004.
23. Mishkin F. S., *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England, 2007.
24. FOMC Press Release, January 25, 2012, www.federalreserve.gov.
25. Roger S., *Inflation Targeting Turns 20*, Finance & Development March 2010.
26. *Renewal of the Inflation-Control Target, Background Information – November 2011*, Bank of Canada.
27. Saxton J., *Establishing Federal Reserve Inflation Goals*, Joint Economic Committee Study, April 1997.
28. Sławiński A. (red.), *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
29. Svenson L. E. O., *Inflation targeting*, NBER Working Paper No. 16654, December 2010.
30. *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, www.federalreserve.gov.
31. *Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference January 25, 2012*, January 25, 2012.
32. Warburton P., Davies J., *The Fed's flawed PCE inflation targeting regime*, Central Banking, 08 February 2012.
33. Wood J. H., *Prospects for an inflation-targeting Fed*, Central Banking Journal, 01 November 2007.
34. *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012*, NBP, Warszawa, sierpień 2011 r.