

NBP

Narodowy Bank Polski

Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach

Witold Grostal, Magda Ciżkowicz-Pękała,
Joanna Niedźwiedzińska, Elżbieta Skrzyszewska-Paczek,
Ewa Stawasz, Grzegorz Wesołowski, Piotr Żuk



Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach

Witold Grostal, Magda Ciżkowicz-Pękała,
Joanna Niedźwiedzińska, Elżbieta Skrzyszewska-Paczek,
Ewa Stawasz, Grzegorz Wesółowski, Piotr Żuk

Opracowanie:
Instytut Ekonomiczny NBP
Biuro Strategii Polityki Pieniężnej

Pod redakcją:
Joanny Niedźwiedzińskiej

Zespół autorski:
Witold Grostal
Magda Ciżkowicz-Pękała
Joanna Niedźwiedzińska
Elżbieta Skrzyszewska-Paczek
Ewa Stawasz
Grzegorz Wesółowski
Piotr Żuk

Wydął:
Narodowy Bank Polski
00-919 Warszawa
ul. Świętokrzyska 11/21

www.nbp.pl

ISBN: 978-83-941054-0-2

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2015

Spis treści

Wstęp	5
1. Rozwój i zasadnicze elementy strategii celu inflacyjnego	9
1.1. Motywy przyjęcia strategii celu inflacyjnego	10
1.2. Charakterystyka strategii celu inflacyjnego	15
1.3. Strategia celu inflacyjnego w praktyce banków centralnych	20
2. Główne kierunki modyfikacji strategii celu inflacyjnego	29
2.1. Zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej – rosnąca rola komunikacji	30
2.2. Uwzględnienie czynników związanych ze stabilnością systemu finansowego w polityce pieniężnej	40
3. Wybrane przykłady modyfikacji strategii celu inflacyjnego	49
3.1. Strefa euro – równoczesna wartość referencyjna dla dynamiki M3	52
3.2. Nowa Zelandia – prowadzenie polityki pieniężnej za pomocą MCI	61
3.3. Węgry – równoczesny cel kursowy	68
3.4. Turcja – przeciwdziałanie nadmiernemu napływowi kapitału krótkoterminowego i ograniczanie akcji kredytowej	76
3.5. Czechy – wprowadzenie celu dla inflacji bazowej	85
3.6. Szwecja – usunięcie przedziału odchyień od celu z definicji celu inflacyjnego	94
3.7. Korea – zmiany definicji celu inflacyjnego	101
3.8. Wielka Brytania – stymulacja wzrostu nominalnego PKB	110
3.9. Islandia – <i>leaning against the wind</i> i stabilizacja kursu walutowego	120
4. Ewolucja strategii celu inflacyjnego w Narodowym Banku Polskim	127
4.1. Uwarunkowania wprowadzenia strategii celu inflacyjnego w Polsce	128
4.2. Główne modyfikacje strategii celu inflacyjnego NBP	129
Załącznik	135
Bibliografia	147

Spis ramek

Ramka 1.1. Doświadczenia krajów rozwiniętych w stosowaniu strategii kontroli podaży pieniądza	13
Ramka 1.2. Stosunek głównych banków centralnych do strategii celu inflacyjnego	19
Ramka 2.1. Podstawowe informacje o publikowaniu projekcji przez banki centralne	32
Ramka 2.2. <i>Forward guidance</i> w praktyce banków centralnych	35
Ramka 2.3. Komunikacja a skuteczność działań banków centralnych	39
Ramka 2.4. Interwencje banków centralnych na rynkach walutowych	45
Ramka 2.5. Różne podejścia do roli stabilności finansowej w polityce pieniężnej przed kryzysem	46
Ramka 3.1. Wybór strategii polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny	54
Ramka 3.2. Działania EBC związane z kryzysem finansowym	59
Ramka 3.3. Elementy strategii celu inflacyjnego Banku Nowej Zelandii	62
Ramka 3.4. Stabilizacja kursu walutowego a zadłużenie sektora prywatnego w walutach obcych	73
Ramka 3.5. Instrumenty wykorzystywane przez Bank Turcji w celu ograniczania napływu kapitału i dynamiki akcji kredytowej	78
Ramka 3.6. Zmiany w polityce pieniężnej Turcji w styczniu 2014 r. wskutek znacznej deprecjacji liry	82
Ramka 3.7. Banki centralne odnoszące cel inflacyjny do inflacji bazowej	86
Ramka 3.8. Obniżenie celu inflacyjnego i wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech	91
Ramka 3.9. Elastyczność polityki pieniężnej Banku Szwecji	97
Ramka 3.10. Znaczenie stabilności systemu finansowego w polityce pieniężnej Banku Szwecji	98
Ramka 3.11. Cele punktowe a cele przedziałowe	104
Ramka 3.12. Doświadczenia związane z polityką makroostrożnościową w Korei	107
Ramka 3.13. Programy Banku Anglii i skutki luzowania ilościowego w Wielkiej Brytanii	115
Ramka 4.1. Realizacja strategii celu inflacyjnego w Polsce i innych krajach	133

Wstęp



Wstęp

Załamanie systemu z Bretton Woods oraz zakończenie wymienialności dolara amerykańskiego na złoto w rozliczeniach międzynarodowych na początku lat 70. XX w. rozpoczęły okres niestabilności monetarnej na świecie. W latach 70. wiele banków centralnych prowadziło politykę pieniężną sprzyjającą pobudzeniu aktywności gospodarczej. Szoki naftowe w połączeniu z nadmierną akomodacją monetarną doprowadziły jednak do wysokiej inflacji i odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. W kolejnych latach ponawiano więc próby usztywniania kursów walutowych, jednak zwykle kończyły się one fiaskiem¹. W takiej sytuacji od lat 70. główne banki centralne starały się stabilizować wartość pieniądza przez kontrolowanie agregatów monetarnych. Ze względu na brak stabilnego związku pomiędzy agregatami monetarnymi a inflacją oraz innowacje finansowe, utrudniające właściwy pomiar podaży pieniądza, strategia ta nie zyskała powszechnego uznania².

W sytuacji rozpowszechniania się płynnych kursów walutowych oraz ograniczonych sukcesów strategii monetarnych, na przełomie lat 80. i 90. XX w. pojawiła się nowa strategia polityki pieniężnej, tj. strategia celu inflacyjnego. Jej głównym założeniem było stabilizowanie inflacji na poziomie ogłoszonego publicznie celu inflacyjnego oraz brak celów pośrednich. Od lat 90. XX w. strategię tę przyjmowały kolejne kraje, okazała się bowiem skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen, a jednocześnie umożliwiała elastyczne reagowanie na wstrząsy przejściowo odchylające inflację od celu. Pierwsze pozytywne doświadczenia krajów rozwiniętych w prowadzeniu polityki pieniężnej w ramach strategii celu inflacyjnego zachęciły do sięgnięcia po nią także kraje wschodzące³.

Globalny kryzys finansowy wywołał krytykę dotychczasowego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, w tym strategii celu inflacyjnego⁴. Niektórzy argumentują, że zbyt łagodna polityka pieniężna oraz jej skoncentrowanie się na zapewnieniu stabilności cen i stabilnego wzrostu gospodarczego były jedną z przyczyn powstania znacznych nierównowag makroekonomicznych i ostatecznie wybuchu kryzysu gospodarczego⁵. W związku z tym, a także w kontekście walki z długotrwałym spowolnieniem aktywności gospodarczej (będącym wynikiem kryzysu) i zagrożeniem deflacją, zwłaszcza w warunkach zerowego ograniczenia nominalnych stóp procentowych, nastąpił powrót do dyskusji o właściwej strategii polityki pieniężnej.

Dotychczas żaden kraj nie zdecydował się na oficjalną rezygnację ze strategii celu inflacyjnego. Co więcej, dwa z największych krajów, tj. Stany Zjednoczone i Japonia, formalnie przybliżyły swoje strategie do strategii celu inflacyjnego, ogłaszając publicznie cel inflacyjny.

¹ Usztywnienie kursów walutowych miało służyć rozwojowi handlu międzynarodowego. Jednocześnie silnie warunkowało sposób prowadzenia polityki pieniężnej.

² Jednocześnie w przypadku Niemiec i Szwajcarii strategia kontroli agregatów monetarnych okazała się skuteczna w zapewnieniu stabilności cen.

³ W przypadku gospodarek wschodzących strategia celu inflacyjnego była początkowo wykorzystywana jako sposób na przeprowadzenie dezinflacji, co w wielu krajach (np. w Polsce) zakończyło się sukcesem.

⁴ Jacob Frankel ogłosił nawet śmierć strategii celu inflacyjnego (Frankel, 2012).

⁵ Co istotne, przed kryzysem Stany Zjednoczone nie stosowały strategii celu inflacyjnego, a Chiny, czyli druga największa gospodarka, a także wiele krajów eksportujących surowce utrzymywały sztywny kurs do dolara amerykańskiego, czym *de facto* powiększały zasięg amerykańskiej polityki pieniężnej. Fakty te zaprzeczają tezie, że sama strategia celu inflacyjnego była jedną z głównych przyczyn globalnego kryzysu finansowego.

Ponadto pojawiają się sygnały, że kolejne banki centralne gospodarek wschodzących rozpatrują możliwość wprowadzenia strategii celu inflacyjnego, np. Bank Indii (Ahlund, 2014), czy nawet zaczynają formalnie stosować tę strategię, np. Bank Rosji i Bank Kenii (IMF, 2013c, Ndung'u, 2013).

Jednocześnie nie sposób nie zauważyć, że w sytuacji, gdy niektóre kraje znalazły się po kryzysie w tzw. pułapce płynności, ich strategię *de facto* nie są już „czystą” postacią strategii celu inflacyjnego. Ponadto ze względu na znaczne zwiększenie pośrednictwa finansowego w wielu krajach w ostatnich dekadach (objawiające się m.in. wyraźnym wzrostem relacji aktywów oraz zobowiązań finansowych – zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego – do PKB) polityka pieniężna wydaje się coraz bardziej podporządkowana celowi utrzymania stabilności finansowej.

Należy podkreślić, że strategia celu inflacyjnego od początku podlegała ewolucji. W wielu krajach dostosowywano ją do specyficznych uwarunkowań poszczególnych gospodarek. Modyfikowano ją także w obliczu zmian zachodzących w systemie finansowym, w tym w reakcji na globalny kryzys finansowy. Prześledzenie modyfikacji strategii celu inflacyjnego, wprowadzanych w różnych krajach i okresach, a także w reakcji na pojawiające się problemy, umożliwia ocenę *ex post* skuteczności tych modyfikacji. Ma to szczególne znaczenie w kontekście krytycznych uwag kierowanych pod adresem tej strategii w ostatnich latach.

...

Poniższe opracowanie ma następującą strukturę. Po przedstawieniu podstawowych informacji o strategii celu inflacyjnego (rozdział 1) opisano główne kierunki jej zmian (rozdział 2). Uznano za nie – przyjmując jako kryterium zakres ich rozpowszechnienia wśród banków centralnych – zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej oraz uwzględnienie w polityce pieniężnej kwestii związanych ze stabilnością systemu finansowego.

W dalszej kolejności przedstawiono modyfikacje strategii celu inflacyjnego, które były lub są stosowane tylko przez nieliczne banki centralne (rozdział 3). Analizowane w tym rozdziale przykłady można podzielić na następujące grupy: wprowadzenie do strategii celu inflacyjnego celów operacyjnych, rozszerzenie strategii o dodatkowe cele polityki pieniężnej, zmiana definicji celu inflacyjnego oraz zmniejszenie znaczenia celu inflacyjnego w polityce banku centralnego. W przykładach wybranych do analizy podano uzasadnienie modyfikacji strategii oraz ich skutki, wskazując jednocześnie na problemy, które spowodowały, że nie stały się one powszechną praktyką. W opracowaniu omówiono także wnioski z doświadczeń krajów, które oficjalnie nadal realizują strategię celu inflacyjnego, jednak na skutek załamania się ich systemów finansowych koncentrują się na innych aspektach stabilizacji gospodarki niż utrzymanie niskiej inflacji.

Opracowanie kończy się opisem modyfikacji strategii celu inflacyjnego w Polsce (rozdział 4). Pokazuje on, że znaczna część zmian była wprowadzana dość wcześnie, zanim większość innych banków centralnych uwzględniła je w swoich strategiach. Dzięki temu strategia polityki pieniężnej NBP obecnie nie odbiega zasadniczo od standardów wyznaczonych przez banki centralne krajów rozwiniętych.

Załączniki zawierają zestawienie podstawowych informacji o strategiach polityki pieniężnej wszystkich 27 banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego⁶, a także EBC i Banku Szwajcarii (które oficjalnie nie deklarują stosowania tej strategii, jednak zostały tu uwzględnione) oraz Fed i Banku Japonii (które w ramach swoich nieco odmiennych strategii w 2012 r. również ogłosiły ilościowy cel inflacyjny).

Należy podkreślić, że w opracowaniu koncentrowano się na zmianach dotyczących strategii polityki pieniężnej *sensu stricto*. W związku z tym zagadnienia dotyczące polityki makroostrożnościowej czy luzowania ilościowego i innych zmian w instrumentach polityki pieniężnej zostały poruszone w bardzo ograniczonym zakresie.

⁶ Kraje, których banki centralne zostały uwzględnione w zestawieniu, to: Armenia, Australia, Brazylia, Chile, Czechy, Filipiny, Ghana, Gwatemala, Islandia, Indonezja, Izrael, Kanada, Kolumbia, Korea Płd., Meksyk, Norwegia, Nowa Zelandia, Peru, Polska, RPA, Rumunia, Serbia, Szwecja, Tajlandia, Turcja, Węgry, Wielka Brytania. Należy przy tym zaznaczyć, że do krajów realizujących strategię celu inflacyjnego niekiedy zaliczane są również: Albania, Mołdawia, Paragwaj i Uganda. Biorąc jednak pod uwagę niespójności w klasyfikacji strategii polityki pieniężnej realizowanej przez te kraje (np. Hammond (2012) nie wskazuje tych banków centralnych jako realizujących strategię celu inflacyjnego), nie uwzględniono ich w opracowaniu. Pominęto również przypadek Dominikany, która wprowadziła strategię celu inflacyjnego dopiero w 2012 r.

Rozdział 1

Rozwój i zasadnicze elementy strategii celu inflacyjnego



Rozwój i zasadnicze elementy strategii celu inflacyjnego

Strategię celu inflacyjnego początkowo stosowały kraje rozwinięte. Z czasem była wprowadzana w krajach wschodzących. Strategia ta polega na stabilizowaniu inflacji na założonym i ogłoszonym publicznie poziomie. Mimo jednoznacznego ukierunkowania polityki pieniężnej na realizację celu inflacyjnego jest ona zwykle stosowana w sposób elastyczny, tj. umożliwiającą wspieranie realizacji innych celów (przede wszystkim stabilizowania luki popytowej, a obecnie ograniczania ryzyka narastania nierównowagi w gospodarce). Cechą wyróżniającą strategię celu inflacyjnego jest przejrzystość polityki pieniężnej i poddanie jej kontroli demokratycznej (ang. accountability).

1.1. Motywy przyjęcia strategii celu inflacyjnego

Strategia celu inflacyjnego jako podejście do prowadzenia polityki pieniężnej pojawiła się w latach 90. XX w. W teorii ekonomii jej wprowadzeniu sprzyjało rozpowszechnienie się nurtu nowokeynesowskiego oraz nowej syntezy neoklasycznej. Uznawano w nich z jednej strony brak neutralności pieniądza, zwłaszcza w krótkim okresie, z drugiej zaś strony – istotną rolę oczekiwań inflacyjnych jako czynnika determinującego inflację. W bankowości centralnej rozpowszechnieniu strategii celu inflacyjnego sprzyjało uznanie, że stabilność cen powinna być głównym zadaniem polityki pieniężnej, oraz dążenie do ograniczenia znaczenia innych celów (pośrednich), których realizacja mogła stać w sprzeczności z celem nadrzędnym.

1.1.1. Uwarunkowania towarzyszące powstaniu strategii celu inflacyjnego

Patrząc z perspektywy historycznej, warto wspomnieć najważniejsze zmiany w sposobie rozumienia roli polityki pieniężnej, które nastąpiły w drugiej połowie XX w. Załamanie systemu z Bretton Woods oznaczało, że większość walut straciła kotwice nominalne. Waluty te przestały być bowiem sztywno związane z dolarem, a dolar – ze złotem. Jednocześnie banki centralne i rządy uwolniły się w ten sposób od ograniczenia monetarnego. Umożliwiło im to prowadzenie dyskrecjonalnej polityki pieniężnej, która w latach 70. XX w. nakierowana była na pobudzenie aktywności gospodarczej oraz złagodzenie wpływu szoków naftowych na gospodarkę. Często prowadziło to do nadmiernie akomodacyjnej polityki pieniężnej, której skutkiem była relatywnie wysoka inflacja i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Niepowodzenia w stosowaniu podejścia keynesowskiego – zakładającego dążenie do pełnego zatrudnienia i redukcję bezrobocia przez akceptowanie wyższej inflacji – skłoniły banki centralne do zwrócenia się w latach 70. i 80. XX w. w stronę ponownego usztywniania kursów walutowych lub – wobec coraz powszechniejszego przekonania, że sztywne kursy walutowe są nie do utrzymania na dłuższą metę (próby ponownego usztywniania kursów walutowych ostatecznie kończyły się niepowodzeniem) – w stronę postulatów monetarystów.

Monetaryści przekonywali, że polityka pieniężna nie może trwale podnieść tempa wzrostu gospodarczego, a najlepszym sposobem, w jaki może przyczynić się do utrzymania zrównoważonego wzrostu PKB, jest zapewnienie stabilności cen. Z kolei stabilność cen miała

być – zdaniem monetarystów – osiągnięta przez kształtowanie tempa wzrostu podaży pieniądza na poziomie zgodnym z dynamiką PKB (Friedman, 1968)¹. Powstająca w latach 70. XX w. teoria racjonalnych oczekiwań wskazywała ponadto, że osiągnięcie niskiej inflacji jest łatwiejsze w przypadku zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych na niskim poziomie (Lucas, 1972). Miało temu służyć wykorzystanie tzw. kotwicy nominalnej i podporządkowanie działań banku centralnego jej osiągnięciu². Od lat 70. XX w. zwolennicy monetarystów postulowali więc stabilizowanie wartości pieniądza przez kontrolowanie jego podaży. W wyniku akceptacji tego podejścia główne banki centralne zdecydowały się przyjąć strategię polityki pieniężnej oparte na kontroli agregatów monetarnych. Zaletą tego była możliwość rozliczania władz monetarnych z realizacji wyznaczonych celów, ponieważ dane o podaży pieniądza były dostępne z niewielkim opóźnieniem. Miało to sprzyjać zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych i stabilizowaniu inflacji. W praktyce okazało się jednak, że związek między inflacją a agregatami pieniężnymi nie był stabilny. Banki centralne często miały także problem z osiągnięciem zamierzonej dynamiki agregatów, gdyż ich podaż kształtowała się w dużym stopniu endogenicznie. Trudności ze stabilizowaniem inflacji lub agregatów pieniężnych na założonym przez bank poziomie powodowały problemy ze zrozumieniem działań władz monetarnych przez podmioty gospodarcze. Zmniejszało to użyteczność przyjętej strategii z punktu widzenia komunikacji polityki pieniężnej i zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych (ramka 1.1). W konsekwencji strategia ta nie zyskała powszechnego uznania.

Narastające problemy ze stabilizowaniem inflacji za pośrednictwem kontroli agregatów monetarnych skłoniły banki centralne do podejmowania prób wypracowania nowej strategii polityki pieniężnej. W warunkach rozpowszechniania się płynnych kursów walutowych oraz ograniczonych możliwości zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na celach monetarnych na przełomie lat 80. i 90. XX w. pojawiła się więc strategia celu inflacyjnego³. Jej głównym założeniem było zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych bezpośrednio na ogłoszonym publicznie celu inflacyjnym oraz brak innych kotwic nominalnych. Upowszechnianiu się strategii celu inflacyjnego sprzyjało coraz częstsze uznawanie – zarówno przez ekonomistów, jak i opinię publiczną – stabilności cen za podstawowy cel polityki pieniężnej. Przyczyniły się do tego także kryzysy walutowe, które ostatecznie potwierdziły brak możliwości długoterminowej stabilizacji kursów walutowych w warunkach otwartych przepływów kapitałowych i przy jednoczesnym dążeniu do zachowania autonomii w polityce makroekonomicznej.

Nowa strategia miała zachować zalety podejścia monetarystycznego, a jednocześnie pozwolić na uniknięcie jego wad (Grostal et al., 2010):

- Ogłoszenie celu inflacyjnego, odnoszącego się do zmian powszechnie znanego indeksu cen, ułatwiało podmiotom gospodarczym zrozumienie celu polityki pieniężnej. Dzięki temu potencjalnie zwiększał się wpływ banku centralnego na kształtowanie oczekiwań inflacyjnych.
- Polityka pieniężna została oparta na analizie znacznie szerszego niż dotychczas zakresu danych i informacji, co miało się przyczynić do osiągnięcia lepszych wyników.

¹ Szerzej o doktrynie Milтона Friedmana pisze Marek Belka (Belka, 1986).

² Kotwica nominalna mogła być określoną wartością docelową wybranej zmiennej, np. podaży pieniądza, kursu walutowego czy inflacji.

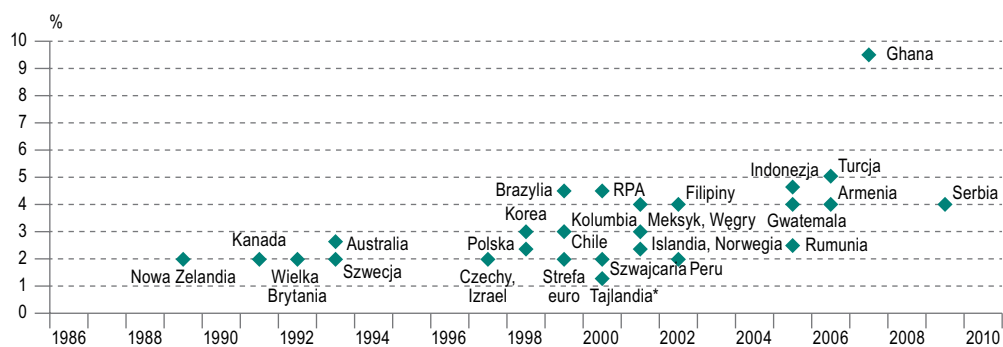
³ Jej podstawą było podejście nowokeynesowskie, według którego – ze względu na istnienie sztywności w gospodarce – ponownie wskazywano, że polityka pieniężna może mieć wpływ na zmienne makroekonomiczne odnoszące się do sfery realnej.

- Realizacja celu inflacyjnego przestała zależeć od istnienia stabilnego związku pomiędzy dynamiką agregatów monetarnych a inflacją. Oznaczało to w szczególności, że zmiany szybkości obiegu pieniądza – wynikające np. z rozwoju systemu finansowego, tj. czynnika w znacznym stopniu niezależnego od banku centralnego – przestały mieć wpływ na skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej. Jednocześnie warto zaznaczyć, że, dopiero z czasem⁴ wykształcił się dość szeroko obecnie akceptowany konsensus co do podstawowej roli stopy procentowej banku centralnego jako jego głównego instrumentu w dążeniu do realizacji celu inflacyjnego (ang. *one instrument, one goal*).
- Strategia celu inflacyjnego – dzięki analizie bieżącego i historycznego kształtowania się inflacji – umożliwia rozliczanie banku z realizacji założonego celu⁵. Możliwość rozliczania władz monetarnych z prowadzonej polityki wzmacniał dodatkowo fakt, że wskaźniki inflacji są najczęściej obliczane i publikowane przez niezależne od banku centralnego urzędy statystyczne, podczas gdy agregaty monetarne są z reguły wyliczane przez banki centralne.

1.1.2. Rozpowszechnienie strategii celu inflacyjnego

Obecnie blisko 30 banków centralnych realizuje strategię celu inflacyjnego, z czego większość to banki centralne gospodarek wschodzących (wykres 1.1).

Wykres 1.1. Data przyjęcia strategii celu inflacyjnego i obecny poziom celu w krajach realizujących tę strategię



Źródło: opracowanie własne na podstawie Hammond (2012) oraz stron internetowych banków centralnych.

Uwaga: w przypadku krajów z celem inflacyjnym w postaci przedziału inflacji jako cel przyjęto środek tego przedziału. Cel inflacyjny w Tajlandii wyznaczono w odniesieniu do inflacji bazowej.

⁴ Przykładowo w Nowej Zelandii w momencie przyjęcia strategii celu inflacyjnego głównym instrumentem polityki pieniężnej była wielkość rezerw banków komercyjnych w banku centralnym (ang. *settlement cash*). Krótkoterminowa stopa procentowa banku centralnego stała się podstawowym instrumentem Banku Nowej Zelandii (celem operacyjnym) dopiero po negatywnych doświadczeniach związanych ze stosowaniem wskaźnika MCI jako celu operacyjnego w latach 1997–1999.

⁵ Ze względu na niestabilność związku pomiędzy podażą pieniądza a inflacją banki centralne stosujące podejście monetarystyczne musiały – w celu osiągnięcia pożądanego poziomu inflacji – okresowo dopuszczać do odchylenia tempa wzrostu agregatów pieniężnych od wcześniej przyjętych ścieżek. Rozliczanie banku z realizacji założonych celów było więc znacznie utrudnione. W szczególności powstawała wątpliwość, który cel jest ważniejszy – cel pośredni, tj. dynamika agregatu pieniężnego (oddziałująca na oczekiwania i pośrednio na wiarygodność celu nadrzędnego), czy cel ostateczny, tj. poziom inflacji.

Ramka 1.1. Doświadczenia krajów rozwiniętych w stosowaniu strategii kontroli podaży pieniądza

W latach 70. XX w. banki centralne części krajów uprzemysłowionych, w tym Stanów Zjednoczonych, Kanady, Wielkiej Brytanii, a także Niemiec i Szwajcarii, przyjęły strategię kontroli podaży pieniądza (Cobham, 2012).

Strategię kontroli podaży pieniądza z powodzeniem stosowano w Niemczech i Szwajcarii. W latach 70. i 80. XX w. inflacja w tych krajach była niska na tle innych gospodarek rozwiniętych, co świadczyło o tym, że w sprzyjających warunkach – zwłaszcza przy dużej wiarygodności banków centralnych – strategia kontroli podaży pieniądza może być skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Niektórzy ekonomiści przypisywali tę skuteczność m.in. elastyczności oraz dużej roli komunikacji Bundesbanku i Banku Szwajcarii (SNB), a także relatywnie stabilnej funkcji popytu na pieniądź w Niemczech i Szwajcarii (Mishkin, 2000a; Łyziak et al., 2012).

Pozytywne doświadczenia obu banków sprawiły, że Bank Szwajcarii zwrócił się w stronę strategii celu inflacyjnego dopiero w 2000 r., a wnioski z działalności Bundesbanku zostały wzięte pod uwagę przy definiowaniu strategii polityki pieniężnej EBC w postaci filara monetarnego (Laidler, 2009)¹.

Doświadczenia krajów anglosaskich związane ze stosowaniem strategii kontroli podaży pieniądza istotnie różniły się od doświadczeń Niemiec i Szwajcarii. W okresie, gdy banki centralne krajów anglosaskich deklarowały realizację strategii kontroli podaży pieniądza, polityka pieniężna była mało skuteczna w walce z wysoką inflacją. Mogło to po części wynikać z faktu, że w praktyce nie wykazywały się one nadmiernym przywiązaniem do realizacji tej strategii. Świadczyło o tym m.in. to, że nie ogłaszały celów regularnie, wyznaczały cele dla kilku agregatów, przekraczały przyjęte przedziały wahań i nie wyjaśniały przyczyn przekroczeń (Mishkin, 2000a; Łyziak et al., 2012). Skuteczność strategii była ponadto ograniczana przez rosnącą niestabilność relacji między pieniądzem a głównymi zmiennymi makroekonomicznymi. Kraje anglosaskie szybko odeszły od strategii kontroli podaży pieniądza, a ich doświadczenia z jej stosowaniem trafnie podsumowuje zdanie byłego prezesa Banku Kanady – Geralda K. Boueya: „We did not abandon the monetary aggregates – they abandoned us.”

Pomimo sukcesów banków centralnych Niemiec i Szwajcarii w literaturze przeważa pogląd, że strategia kontroli podaży pieniądza była raczej nieskuteczna (Laidler, 2009; Svensson, 2009b). Opinię tę podzielił sam Milton Friedman – główny zwolennik tej strategii – w wywiadzie dla „Financial Times” z czerwca 2003 r.²

¹ Dowodem na skuteczność Bundesbanku, prezentowanym w literaturze, jest sprowadzenie inflacji do poziomu celu w 1995 r., co nastąpiło po okresie wzrostu żądań płacowych i ekspansywnej polityki fiskalnej po zjednoczeniu Niemiec (Mishkin, 2000a).

² „The use of quantity of money as target has not been a success.” (Keegan, 2003 za Friedman, 2003).

Pierwszym krajem, który przyjął strategię celu inflacyjnego, była Nowa Zelandia – w 1989 r. (ramka 3.3)⁶. Na początku lat 90. XX w. w ślad za Nową Zelandią strategię celu inflacyjnego przyjmowały kolejne kraje rozwinięte, w tym: Kanada, Izrael, Wielka Brytania i Szwecja. Gospodarki wschodzące z Azji Południowo-Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i Europy Środkowo-Wschodniej zaczęły dołączać do grupy *fully-fledged inflation targeters* pod koniec ostatniej dekady XX w. i na początku XXI w. Równocześnie kolejne banki centralne (np. Rosji i Kenii) zapowiadają wprowadzenie tej strategii. Były prezes Banku Nowej Zelandii, Alan Bollard nazwał tę strategię jednym z flagowych towarów eksportowych kraju (Bollard, 2008). Motywy przystąpienia do realizacji strategii celu inflacyjnego przez poszczególne banki centralne były różne. Jak zaznaczono, **najczęściej sięgano po tę strategię po niepowodzeniach lub problemach związanych ze stosowaniem innych strategii** i polityki dyskrecyjnej, tj. bez wyraźnie sprecyzowanych reguł polityki pieniężnej (np. Australia), które z kolei wprowadzono po negatywnych doświadczeniach ze strategią kontroli podaży pieniądza lub kursu walutowego (Cobham, 2012).

Przyjęcie strategii celu inflacyjnego często poprzedzały kryzysy walutowe. W Europie był to kryzys Europejskiego Mechanizmu Kursowego (ERM) z 1992 r. W jego następstwie Szwecja, Wielka Brytania i Finlandia zostały zmuszone do wyboru alternatywnej wobec kursu walutowego nominalnej kotwicy polityki pieniężnej (Bernanke, Mishkin, 2007; Riksbank, 1993). W przypadku krajów Azji Południowo-Wschodniej katalizatorem zmian okazał się kryzys walutowy z lat 1997–1998. Strategię celu inflacyjnego przyjęła część państw najbardziej nim dotkniętych, w tym Korea Południowa, Tajlandia, Filipiny oraz Indonezja. Kraje Ameryki Południowej dołączały do grupy *fully-fledged inflation targeters* po kryzysie finansowym z 1998 r. (Roger, 2010).

W przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyjęcie strategii celu inflacyjnego wpisywało się w szeroki kontekst przeprowadzanych przez nie reform systemowych (Roger, 2010). Jednocześnie w Czechach, które w 1998 r. jako pierwszy kraj tego regionu dołączyły do grupy *fully-fledged inflation targeters*, zwrot w kierunku strategii celu inflacyjnego wynikał z konieczności odejścia od stałego kursu walutowego wskutek kryzysu walutowego (CNB, 2001a).

Co ciekawe, żaden z głównych banków centralnych największych gospodarek (Fed, EBC, Bank Japonii, Bank Chin) nigdy formalnie nie przyjął tej strategii. Jednak EBC od czasu powstania strefy euro w 1999 r. prowadzi politykę, która *de facto* nie różni się znacznie od strategii celu inflacyjnego. Podobnie jest w przypadku Fed oraz Banku Japonii, które w 2012 r. ogłosiły numeryczne cele inflacyjne, przez co oficjalnie zbliżyły swą politykę do strategii celu (Grostal et al., 2012; Ciżkowicz, 2012; ramka 1.2).

Do tej pory żaden kraj nie zdecydował się na odejście od strategii celu inflacyjnego, w odróżnieniu od alternatywnych strategii polityki pieniężnej stosowanych po drugiej wojnie światowej (stałe kursy walutowe w ramach systemu z Bretton Woods, kontrola podaży pieniądza – zwłaszcza w krajach anglosaskich, ramka 1.1). Świadczyło to, zdaniem części ekonomistów, o sukcesie strategii celu inflacyjnego (Rose, 2006; Laidler, 2009). **Jednocześnie wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. wywołał jej krytykę. Przede wszystkim zarzucano jej nieskuteczność w przeciwdziałaniu narastaniu**

⁶ Część banków *explicite* określa realizowaną przez siebie strategię polityki pieniężnej jako *flexible inflation targeting* (np. Szwecja).

nierównowagi makroekonomicznej (Borio 2012; De Grauwe, 2007; Giavazzi, Giovannini, 2010; Leijonhufvud, 2008; Reichlin et al., 2013).

1.2. Charakterystyka strategii celu inflacyjnego

Strategia celu inflacyjnego została wprowadzona na początku lat 90. XX w. przez Bank Nowej Zelandii, któremu przez wcześniejsze dwie dekady (lata 70. i 80. XX w.) nie udało się obniżyć i ustabilizować inflacji. Wprowadzono ją, aby podkreślić determinację Banku w dążeniu do zapewnienia stabilności cen w warunkach, gdy wcześniejsze próby obniżenia inflacji zawiodły. Było to rozwiązanie, w którym bank centralny nie stosował żadnej kotwicy nominalnej poza złożeniem obietnicy utrzymania niskiej inflacji.

1.2.1. Główne elementy strategii celu inflacyjnego

Strategia celu inflacyjnego nie ma sprecyzowanej definicji, jednak doświadczenia krajów ją realizujących sprawiły, że w literaturze wykształcił się pewien konsensus co do jej **głównych elementów** (Mishkin, 2004b; Hammond, 2012). **Przed kryzysem elementami tymi były:**

- 1) **uznanie stabilności cen za nadrzędny cel** polityki pieniężnej,
- 2) **publiczne ogłoszenie numerycznego celu** inflacyjnego,
- 3) **uwzględnianie wielu wskaźników ekonomicznych**, w tym prognoz inflacji, w procesie podejmowania decyzji,
- 4) **przejrzystość** (komunikacja z otoczeniem),
- 5) **kontrola demokratyczna** (ang. *accountability*) banków centralnych, umożliwiającą rozliczenie banku centralnego z realizacji założonych celów.

Uznanie **stabilności cen za nadrzędny cel** polityki pieniężnej jest zgodne z postulowaną przez monetarystów – i powszechnie akceptowaną obecnie przez większość ekonomistów – tezą, że polityka pieniężna nie może trwale podnieść tempa wzrostu PKB (Blanchard et al., 2010). W związku z tym zadaniem banków centralnych ma być tylko stworzenie warunków sprzyjających utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego determinowanego przez inne czynniki. Uznano zatem, że najważniejszym celem polityki pieniężnej będzie zapewnienie stabilności cen. Wysoka i zmienna inflacja może bowiem zakłócać alokację zasobów w gospodarce, a przez to negatywnie wpływać na decyzje podmiotów ekonomicznych i wzrost gospodarczy.

Publiczne ogłoszenie numerycznego celu inflacyjnego ma stanowić wyraźną kotwicę nominalną, której skuteczność wzmocnia fakt, że odnosi się do wskaźnika powszechnie znanego i zrozumiałego dla otoczenia (Bernanke, Mishkin, 1997). Podanie konkretnej wartości pożądanego poziomu inflacji ma więc bezpośrednio wpływać na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i – w efekcie – inflacji w dłuższym okresie.

Ze względu na sposób traktowania celu teoria wyszczególnia **dwie podejścia do strategii celu inflacyjnego: restrykcyjne** (ang. *strict*) **oraz elastyczne** (ang. *flexible*). Strategia celu inflacyjnego w wersji restrykcyjnej zakłada, że bank centralny koncentruje się wyłącznie na stabilizowaniu inflacji na poziomie celu, nie zważając, jaki będzie to miało koszt dla realnej gospodarki. Z kolei strategia celu inflacyjnego w wersji elastycznej przyjmuje, że celem banku centralnego jest stabilizowanie zarówno inflacji na poziomie celu, jak i aktywności gospodar-

czej – a zatem produkcji i zatrudnienia – na poziomie zgodnym z potencjałem, a więc odwołuje się do dwuczynnikowej funkcji straty banku centralnego (Ingves, 2011; Svensson, 2009a)⁷.

W praktyce większość banków centralnych stosuje podejście elastyczne. Realizowanie strategii celu inflacyjnego w wersji restrykcyjnej miałyby bowiem negatywne konsekwencje, do których zalicza się m.in. (Bernanke, Woodford, 2005; Svensson, 1997, 2007; Walsh 2009)⁸:

- możliwość pogłębienia spadku produkcji i zatrudnienia w warunkach negatywnych wstrząsów podażowych, w przypadku których dynamika produkcji i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach;
- dużą zmienność wielkości ekonomicznych, w tym kursu walutowego, stóp procentowych, a także produkcji i zatrudnienia, towarzyszącą szybkiemu sprowadzaniu inflacji do celu w razie szoków powodujących jej przejściowe odchylenie od celu;
- możliwość wystąpienia tzw. *instrument-instability problem*, polegającego na tym, że wskutek przywiązywania zbyt dużej wagi do utrzymywania inflacji na poziomie celu, a tym samym braku tolerancji dla przejściowych odchyleń od celu, niezbędne stawałyby się częste i niejednokrotnie różnokierunkowe dostosowania stopy procentowej, co – wbrew intencjom władz monetarnych – oddziaływałoby destabilizująco na inflację;
- utratę zrozumienia przez społeczeństwo polityki banku centralnego wskutek częstych i radykalnych zmian w polityce pieniężnej, co negatywnie wpływałoby na wiarygodność banku centralnego.

Podejście elastyczne do strategii celu inflacyjnego polega na decydowaniu o tym, jak szybko sprowadzić inflację do poziomu celu w sytuacji wystąpienia szoku destabilizującego gospodarkę. Poziom elastyczności, a więc **możliwość wydłużenia okresu sprowadzenia inflacji do celu, zależy przy tym od wiarygodności banku centralnego oraz jego preferencji w tym zakresie**. Zwykle wysoka wiarygodność umożliwia elastyczne podejście do tego, jak długo inflacja może się odchyłać od celu.

Uwzględnianie wielu wskaźników ekonomicznych, w tym prognoz inflacji, w procesie podejmowania decyzji ma zapewnić odpowiednią reakcję polityki pieniężnej na wstrząsy oraz pozwolić na podejmowanie decyzji jak najbardziej ukierunkowanych na przyszłość (ang. *forward looking monetary policy*). Reakcja na wstrząsy zależy bowiem od wielu czynników, w tym od ich siły, trwałości i źródła. Z tego względu bank centralny, rozważając ją, powinien wykorzystać wszystkie dostępne w tym zakresie informacje. Z kolei potrzeba podejmowania decyzji ukierunkowanych na przyszłość wynika z opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej.

Uwzględnianie wielu wskaźników ekonomicznych nie jest równoznaczne z nadaniem im znaczenia celu pośredniego (Bernanke, Mishkin, 1997). Choć realizacja celu inflacyjnego nie wyklucza uwzględnienia celów pośrednich (odnoszących się np. do agregatów monetarnych czy kursu walutowego), to zmienne, którym nadano by taką rolę, powinny wpływać na decyzje dotyczące polityki pieniężnej tylko w takim zakresie, w jakim mogą oddziaływać na reali-

⁷ Standardowa funkcja straty banku centralnego obejmuje zarówno odchylenie inflacji od celu, jak i odchylenie produktu od potencjału (Svensson, 2002b). Użyteczność władz monetarnych zależy więc od skuteczności realizacji celu inflacyjnego oraz od możliwości stabilizowania produkcji – przy czym wagi przypisywane obu czynnikom mogą być różne. W szerszym ujęciu funkcja straty może także obejmować inne zmienne, w szczególności zmienność stóp procentowych.

⁸ Część banków *explicite* określa realizowaną przez siebie strategię polityki pieniężnej jako *flexible inflation targeting* (np. Szwecja).

zacie celu inflacyjnego w średnim okresie. Oznacza to, że ewentualne cele pośrednie powinny być podporządkowane osiągnięciu celu nadrzędnego – tj. pożądanego poziomu inflacji.

Ze względu na to, że istotnym elementem strategii celu inflacyjnego jest kształtowanie oczekiwań inflacyjnych zgodnie z intencjami władz monetarnych, ważną rolę odgrywa w tej strategii **wiarygodność banku centralnego**. Wiarygodność ta jest budowana przede wszystkim przez realizację celów polityki pieniężnej, tj. przez zapewnienie stabilności cen. Może być jednak także wspomagana przez odpowiednią komunikację. Z tego względu banki centralne przywiązują dużą wagę do **przejrzystości i kontroli demokratycznej**. Wspierana przez nie wiarygodność banku ma zmniejszać koszt zapewnienia stabilności cen dzięki wzmocnieniu zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych na poziomie ogłoszonego celu inflacyjnego.

Uzasadnieniem poddania banków centralnych kontroli demokratycznej było nadanie im większej – niż innym instytucjom publicznym – niezależności. Niezależność ma zapewnić możliwość prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przynoszący zwiększenie dobrobytu całego społeczeństwa. Jednak ze względu na to, że władze monetarne muszą mieć zapewnioną legitymizację demokratyczną, powinny być wybierane przez organy pochodzące z demokratycznych wyborów, mieć ograniczoną kadencję i informować o swoich zamierzeniach i efektach realizowanej polityki pieniężnej.

Zazwyczaj banki centralne odpowiadają za prowadzenie polityki pieniężnej bezpośrednio przed rządem lub parlamentem, a ostatecznie przed społeczeństwem. **Aby można było skutecznie rozliczyć bank centralny z realizacji powierzonych mu zadań, powinien on regularnie udzielać wyjaśnień w sprawie (BIS, 2009):**

- **przebiegu procesów inflacyjnych** na tle przyjętego celu inflacyjnego, a także przyczyn odchylenia inflacji od celu,
- **perspektyw kształtowania się inflacji,**
- **działań ukierunkowanych na sprowadzenie inflacji do celu.**

1.2.2. Warunki skuteczności strategii celu inflacyjnego

Warto zaznaczyć, że w początkowym okresie strategia celu inflacyjnego była przyjmowana przez kraje o wysokim poziomie rozwoju. Z tego względu wymienione wcześniej jej główne elementy nie obejmowały następujących warunków, których spełnienie uznawano później za konieczne, aby ogłoszony cel inflacyjny był wiarygodny, a przez to strategia celu była skuteczna:

- 1) **niezależność banku centralnego,**
- 2) **brak dominacji fiskalnej,**
- 3) odpowiedni stopień **rozwoju rynków finansowych i niewielka skala dolaryzacji/euroizacji gospodarki,**
- 4) **brak celu kursowego,**
- 5) **zaplecze analityczne,** w tym możliwość modelowania i prognozowania zależności makroekonomicznych w gospodarce.

Niezależność banku centralnego jest postulowana, od kiedy zauważono problem niespójności polityki w czasie i wynikające stąd tzw. skrzywienie inflacyjne (Kydland, Prescott, 1977). Przyznanie niezależności władzom monetarnym ma zapobiec podporządkowaniu

polityki pieniężnej krótkookresowym celem politycznym, co pociągnęłoby za sobą znaczne koszty w perspektywie średnio- i długoterminowej (Bernanke, Mishkin, 1997). Niezależność postuluje się przy tym jako warunek konieczny skuteczności polityki pieniężnej realizowanej nie tylko w ramach strategii celu inflacyjnego, ale także innych strategii.

Niezależność obejmuje różne obszary (EBC, 2006). W szczególności można mówić o **niezależności funkcjonalnej** (tj. zapisanie w prawie jasnych i trwałych podstaw działania banku centralnego, zwłaszcza jednoznaczne określenie jego celu i nadanie autonomii w zakresie instrumentów polityki pieniężnej), **instytucjonalnej** (zakaz wywierania wpływu na władze monetarne przez inne instytucje), **personalnej** (stabilność sprawowania urzędu przez członków organów decyzyjnych, zapewniona m.in. przez odpowiednio długą kadencję oraz trudność ich odwołania) i **finansowej** (samodzielne dysponowanie odpowiednimi środkami finansowymi niezbędnymi do realizacji zadań banku oraz ograniczenie monetarnego finansowania deficytu budżetowego państwa).

Ostatni z wymienionych elementów niezależności banku centralnego ściśle łączy się z kolejnym warunkiem przyjęcia strategii celu inflacyjnego, czyli brakiem **dominacji fiskalnej** (Heenan et al. 2006)⁹. Skrajnym przypadkiem dominacji fiskalnej jest bezpośrednie finansowanie przez bank centralny deficytu sektora finansów publicznych. Jednak nawet bez takiego finansowania może pojawić się problem. W sytuacji znacznej nierównowagi fiskalnej wysokie poziomy deficytów i długu publicznego mogą bowiem **istotnie ograniczać autonomię polityki pieniężnej** (BIS, 2012). W przypadku dominacji fiskalnej znaczne podniesienie stóp procentowych – uzasadnione z punktu widzenia osiągnięcia celu inflacyjnego – mogłoby doprowadzić do niewypłacalności kraju, zagrażając jego stabilności makroekonomicznej. Oznacza to, że bank centralny zwykle nie ma wówczas możliwości swobodnego stosowania instrumentów polityki pieniężnej, co może uniemożliwiać mu osiągnięcie założonego celu inflacyjnego.

W przypadku każdej strategii skuteczności polityki pieniężnej sprzyja **funkcjonowanie mechanizmu transmisji**. Dzięki temu decyzje władz monetarnych wpływają na działania pozostałych podmiotów i ostatecznie na realizację celów założonych przez bank centralny. Biorąc pod uwagę, że dotychczas strategia celu inflacyjnego opierała się zwykle na wykorzystaniu krótkoterminowej stopy procentowej jako głównego instrumentu banku, warunkiem jej stosowania jest **odpowiedni stopień rozwoju rynków finansowych i niewielka skala dolaryzacji/euroizacji gospodarki** (Mishkin, 2004). Z kolei brak znacznej dolaryzacji/euroizacji gospodarki jest konieczny, aby polityka banku centralnego odnosząca się do krajowych stóp procentowych mogła być **prowadzona w sposób autonomiczny** (tj. nie musiała być podporządkowana stabilizacji kursu) i miała **znaczenie dla decyzji podmiotów prywatnych** (w szczególności przez wpływ na wielkość akcji kredytowej)¹⁰.

⁹ Innym zagadnieniem jest odpowiednia koordynacja polityki pieniężnej i polityki fiskalnej (ang. *policy mix*). Przez *policy mix* należy rozumieć takie dopasowanie charakteru obu rodzajów polityki, które prowadzi do osiągnięcia zamierzonych celów gospodarczych, czyli np. stabilnego poziomu cen i zrównoważonego wzrostu gospodarczego, przy minimalizowaniu kosztów (Wasiak, 2008).

¹⁰ W sytuacji daleko posuniętej dolaryzacji/euroizacji gospodarki podniesienie stóp przez bank centralny może oddziaływać w kierunku umocnienia kursu, co sprzyja przyspieszeniu akcji kredytowej w walutach obcych. Oznacza to, że działania banku nakierowane na zaostrzenie warunków monetarnych mogą przynieść skutek niezamierzony przez bank. Co więcej – w rezultacie zwiększonego ryzyka kredytowego wynikającego z niedostosowania walutowego zobowiązań i wiarytelności rośnie ryzyko dla całego systemu finansowego. Konsekwencją dolaryzacji/euroizacji gospodarki jest więc znaczne zmniejszenie możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, nastawionej na zapewnienie stabilności cen.

Ramka 1.2. Stosunek głównych banków centralnych do strategii celu inflacyjnego

Największe banki centralne, tj. Fed, EBC, Bank Japonii oraz Bank Szwajcarii, dystansują się od *fully-fledged inflation targeting*. W związku z tym choć ich strategie polityki pieniężnej są zbliżone do strategii celu inflacyjnego, w wielu opracowaniach kraje te nie są zaliczane do *inflation targeters*.

- W przypadku Banku Szwajcarii jedyną różnicą w strategii jego polityki pieniężnej względem *fully-fledged inflation targeting* do września 2011 r. były kwestie operacyjne; celem operacyjnym SNB jest bowiem określony poziom rynkowej 3-miesięcznej stopy Libor¹. W dniu 6 września 2011 r. SNB istotnie zmienił ramy swojej polityki pieniężnej, ogłaszając gotowość do nieograniczonych interwencji walutowych w celu obrony dolnej granicy kursu walutowego na poziomie 1,20 EUR/CHF, co jako asymetryczny cel kursowy nie jest elementem standardowej strategii celu inflacyjnego.
- Fed – pomimo ustanowienia ilościowego celu dla inflacji w styczniu 2012 r. – często podkreśla dualność swojego mandatu i równorzędność wyszczególnionych w nim celów (Fed, 2012) jako elementy odróżniające jego strategię od strategii celu inflacyjnego (Grostal et al., 2012).
- Bank Japonii w lutym 2012 r., po dwóch dekadach umiarkowanie skutecznej polityki pieniężnej, ogłosił numeryczny cel stabilności cen. Zrobił to w taki sposób, że trudno zaliczyć go do grupy *fully-fledged inflation targeters* (Ciżkowicz, 2012). Chodzi tu przede wszystkim o założenie możliwości corocznej rewizji celu.
- Europejski Bank Centralny pod względem zdefiniowania celu inflacyjnego oraz jego nadrzędności względem pozostałych celów banku centralnego spełnia wszystkie warunki, by został uznany za *inflation targeter*. Chcąc jednak skorzystać z pozytywnych doświadczeń Bundesbanku związanych ze stosowaniem strategii kontroli podaży pieniądza, zdecydował się na uwzględnienie w swojej deklarowanej strategii filara monetarnego, co nie jest powszechne wśród pozostałych banków stosujących strategię celu inflacyjnego.

W praktyce mimo wskazanych różnic strategie polityki pieniężnej wymienionych banków centralnych są do siebie zbliżone.

W niniejszym opracowaniu oprócz banków centralnych realizujących *explicite* strategię celu inflacyjnego zdecydowano się uwzględnić EBC oraz Bank Szwajcarii, ponieważ cel inflacyjny ma nadrzędne znaczenie w ich strategiach polityki pieniężnej. Z kolei w przypadku Fed i Banku Japonii wprowadzone cele inflacyjne należy traktować raczej jako dodatkowy instrument komunikacji niż główny element ich strategii. Wymienione kraje – choć pojawiają się wątpliwości, czy należy je zaliczyć do *inflation targeters* – zostały uwzględnione w Załączniku do niniejszego opracowania.

¹ Celem operacyjnym banku jest określony przedział rynkowej 3-miesięcznej stopy Libor ze wskazanym punktowo środkiem przedziału (obecnie celem nie jest środek przedziału, ponieważ stopy zostały obniżone do bardzo niskiego poziomu i ze względu na ograniczenie zerowe przedział musiał być zawężony). W innych bankach centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego celem operacyjnym jest krótkoterminowa stopa procentowa banku centralnego.

Kwestia dolaryzacji/euroizacji jest silnie powiązana z rolą kursu walutowego w polityce pieniężnej. Rola ta zależy od wielu czynników, przede wszystkim od stopnia otwartości gospodarki, i może być bardzo duża. Kurs walutowy pełni również ważną funkcję w strategii celu inflacyjnego jako kanał transmisji czy źródło szoków, ale także czynnik ograniczający ich wpływ na gospodarkę. W ramach tej strategii **postulowana jest jednak elastyczność kursu walutowego. Ma to uchronić bank centralny przed konfliktem celów**, czyli przed sytuacją, kiedy realizacja celu inflacyjnego wymagałaby innych działań banku centralnego niż uzasadnione z punktu widzenia dążenia do obrony celu kursowego.

Ze względu na to, że strategia celu inflacyjnego zakłada prowadzenie polityki jak najbardziej nakierowanej na przyszłość, jednym z postulowanych kiedyś warunków jej skutecznego stosowania było posiadanie przez bank centralny odpowiedniego **zaplecza analitycznego** (Debelle, 1997; Masson et al., 1997).

1.3. Strategia celu inflacyjnego w praktyce banków centralnych

Analizując rozwiązania instytucjonalne i działania banków centralnych, można zauważyć, że wprawdzie w pewnych obszarach dotyczących polityki pieniężnej wykształciła się dominująca praktyka, jednak w innych wciąż widoczne są znaczne różnice. Poniżej zaprezentowano główne wnioski płynące z przeglądu banków pod względem ich podejścia do najważniejszych elementów strategii celu inflacyjnego.

1.3.1. Uznanie stabilności cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej

Obecnie w większości przypadków mandaty banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego zawarte w aktach prawnych wskazują na stabilność cen jako nadrzędny cel polityki pieniężnej. Często bank centralny ma dodatkowo wspierać politykę gospodarczą rządu, przy czym charakterystyczne jest zaznaczenie, że nie może to ograniczać realizacji celu stabilności cen (**mandat hierarchiczny**, np. w strefie euro). W nielicznych przypadkach, w których **mandaty banków centralnych są wieloelementowe** i zakładają równorzędność objętych nimi celów (np. w Australii i Kanadzie), banki podkreślają główną rolę celu inflacyjnego¹¹. Należy podkreślić, że **mandat wieloelementowy bardziej niż mandat hierarchiczny ułatwia odejście od prymatu stabilności cen** nad pozostałymi celami (Orphanides, 2010).

W ostatnich latach część krajów zdecydowała się poszerzyć mandaty banków centralnych o kwestie związane ze stabilnością finansową (np. Korea). Zagadnienie to wiąże się w szczególności z pytaniem o zasadność uwzględniania cen aktywów w polityce pieniężnej banków

¹¹ W przypadku Australii Reserve Bank Act 1959 wymienia następujące cele: stabilność waluty, pełne zatrudnienie, dobrobyt gospodarczy i dobro narodu. Bank Australii wskazuje przy tym, że cele te znalazły praktyczny wyraz w strategii celu inflacyjnego („Since 1993, these objectives have found practical expression in a target for consumer price inflation, of 2–3 per cent per annum.”, www.rba.gov.au). Z kolei Bank Kanady ma wspierać finansowy i gospodarczy dobrobyt kraju („[...] it is desirable to establish a central bank in Canada to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit and to mitigate by its influence fluctuations in the general level of production, trade, prices and employment, so far as may be possible within the scope of monetary action, and generally to promote the economic and financial welfare of Canada.”, Bank of Canada Act, 1985).

stosujących strategię celu inflacyjnego. Temat ten – jako jeden z najważniejszych dylematów dotyczących działania wszystkich banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego – został szerzej umówiony z rozdziale 2.2.

1.3.2. Publiczne ogłoszenie numerycznego celu dla inflacji

Porównując elementy strategii polityki pieniężnej odnoszące się do celu inflacyjnego, można zauważyć, że:

- Obecnie prawie wszystkie banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego definiują **cel jako odnoszący się do rocznej dynamiki cen konsumpcyjnych, czyli wskaźnika CPI**¹². Wskaźnik CPI w założeniu powinien odzwierciedlać zmiany kosztów utrzymania przeciętnego gospodarstwa domowego. Dąży się więc do tego, aby obejmował ceny wszystkich towarów i usług konsumowanych przez gospodarstwa domowe – przykładowo ceny energii, żywności, odzieży czy usług telekomunikacyjnych. Z uwagi na problemy z uwzględnianiem części cen istnieją jednak różnice w konstrukcji wskaźników inflacji w poszczególnych krajach. Różnice te dotyczą w szczególności cen usług mieszkaniowych¹³.
- Jednocześnie **banki na bieżąco monitorują kształtowanie się węższych miar inflacji (inflacji bazowej), które mają lepiej odzwierciedlać wpływ zmian presji popytowej**, a przez to umożliwić odróżnianie przejściowych zmian wskaźnika inflacji od bardziej trwałych zmian presji inflacyjnej. Konstrukcja tych miar – podobnie jak wskaźnika CPI – także nie jest jednolita, choć zazwyczaj wskaźniki te pomijają zmiany cen najbardziej podatnych na przejściowe szoki podażowe, a więc najbardziej zmiennych (Kosior, Wiesiołek, 2010).
- Ze względu na to, że wskaźnik CPI obejmuje ceny dóbr silnie reagujących na szoki, banki centralne – choć ich cel odnosi się do wskaźnika CPI – różnie uzasadniają akceptowanie przejściowych odchyleń inflacji od celu:
 - Banki centralne często **podkreślają średniookresowy charakter celu inflacyjnego**¹⁴.
 - Znaczna część banków **dużą wagę w swojej komunikacji przypisuje kształtowaniu się inflacji bazowej**. O znaczeniu miar inflacji bazowej świadczy to, że wiele banków centralnych oprócz projekcji CPI publikuje także projekcje inflacji bazowej.
 - Innym rozwiązaniem stosowanym wobec znacznej zmienności wskaźnika CPI jest **stworzenie listy warunków uzasadniających brak dążenia do jak najszybszego przywrócenia inflacji do celu** w przypadku pewnego typu szoków (ang. *escape clauses*).

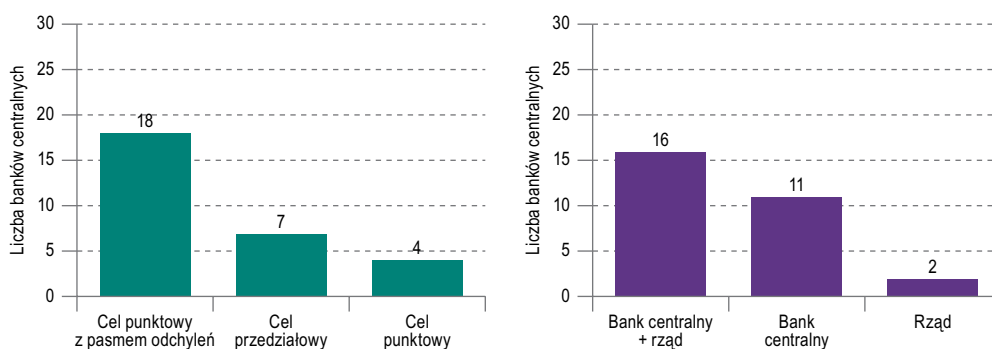
¹² Jedynie w Tajlandii cel wyznaczony jest w odniesieniu do inflacji bazowej.

¹³ Problemem jest zwłaszcza oszacowanie kosztów usług mieszkaniowych ponoszonych przez właścicieli mieszkań (ang. *owner occupied housing* – OOH). Usługi te nie są bowiem przedmiotem rejestrowanych transakcji (Leszczyńska, 2011).

¹⁴ W części krajów strategia celu inflacyjnego była wprowadzana jako element strategii dezinflacji. W okresie dezinflacji cele inflacyjne często są definiowane na koniec roku i wyznaczone przynajmniej z rocznym wyprzedzeniem. W nielicznych przypadkach bank centralny decyduje się na określenie całej ścieżki dezinflacji. Po zakończeniu dezinflacji banki centralne odchodzą od wyznaczania celu na koniec roku na rzecz celów ciągłych albo bez zdefiniowanego horyzontu czasowego (szerzej na temat celów inflacyjnych, w tym ich poziomów i sposobu wyznaczania, w opracowaniu Brzoza-Brzezina et al., 2004 i aktualizacjach tego opracowania).

- Jeżeli chodzi o charakter celu, to istnieją trzy sposoby jego określania (wykres 1.2):
 - W większości przypadków (18 banków centralnych) **cel jest definiowany jako cel punktowy z symetrycznym pasmem odchyień**, które najczęściej wynosi +/- 1 pkt proc.¹⁵
 - Część banków centralnych odwołuje się do **celów przedziałowych** (7 banków centralnych)¹⁶.
 - Nieliczne banki mają **cel punktowy** (4 banki centralne)¹⁷.
- W większości krajów rozwiniętych cel inflacyjny kształtuje się na poziomie około 2% i jest znacznie niższy niż w krajach wschodzących (wykres 1.3). W krajach wschodzących, które zakończyły proces dezinflacji, cele inflacyjne wynoszą najczęściej około 3–4%. Z kolei kraje, które kontynuują dezinflację, często ogłaszają ścieżkę wyznaczającą tempo obniżania się inflacji do niskiego poziomu.
- **Najczęściej cel ustalany jest wspólnie z rządem lub tylko przez bank centralny;** w nielicznych przypadkach określa go sam rząd (wykres 1.2).

Wykres 1.2. Rodzaje celów inflacyjnych oraz podmioty je wyznaczające w krajach stosujących strategię celu inflacyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z banków centralnych i Hammond (2012).

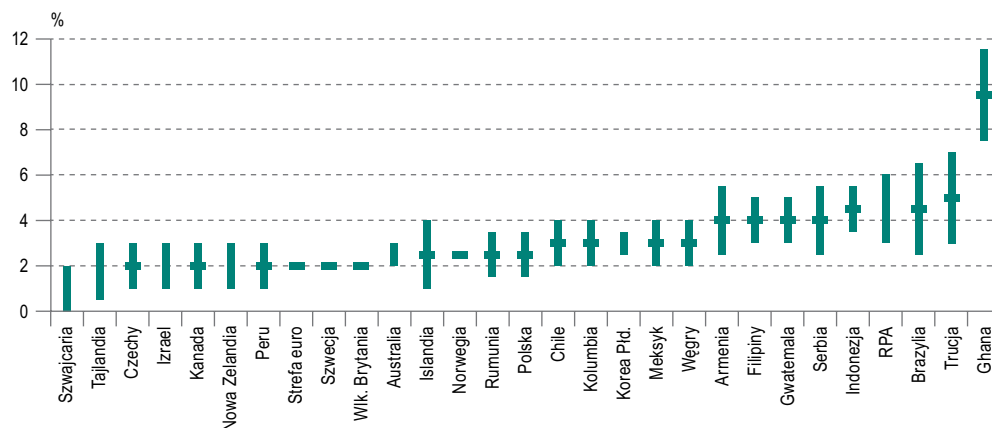
Warto zaznaczyć, że **sposób formułowania celów inflacyjnych przez banki centralne wciąż nie jest jednolity** i w przeszłości podlegał różnokierunkowym zmianom. Cele były obniżane lub podnoszone (np. w Korei, Turcji). Zmieniano ich rodzaj – z przedziałowego na punktowy, z celów rocznych na średniookresowe (np. w Korei, Szwecji). Różnie definiowano wskaźniki cen, do których odnosił się cel (np. w Wielkiej Brytanii, Czechach). Banki kierowały się albo w stronę pewnych miar inflacji bazowej (wyłączającej z koszyka towarów i usług dobra, których ceny zmieniały się np. pod wpływem zmian podatków pośrednich lub szoków podaźowych), albo w stronę wskaźników jak najlepiej odzwierciedlających koszty utrzymania gospodarstw domowych (obejmujących np. również koszty wynajmu mieszkań).

¹⁵ Do tej grupy została zaliczona Kolumbia, w przypadku której oprócz przedziału z przyczyn prawnych wskazywany jest również cel punktowy.

¹⁶ Do tej grupy została zaliczona Szwajcaria, w której cel został zdefiniowany jako „poniżej 2%”.

¹⁷ Do tej grupy zaliczono strefę euro, w której cel zdefiniowany jest jako „poniżej, ale w pobliżu 2%”.

Wykres 1.3. Cele inflacyjne w krajach stosujących strategię celu inflacyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z banków centralnych.

Uwaga: w przypadku Tajlandii – cel dla inflacji bazowej.

Wraz z upowszechnieniem się strategii celu inflacyjnego i jej lepszym zrozumieniem – wynikającym m.in. z tłumaczenia przez władze monetarne swojej dotychczasowej polityki pieniężnej, w tym przyczyn odchylenia się inflacji od celu – prawie **wszystkie banki centralne zdecydowały się na określenie celu inflacyjnego w odniesieniu do inflacji mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych, zastrzegając, że przejściowe odchylenia inflacji od celu są nieuniknione.**

Definiowanie celu inflacyjnego w odniesieniu do 12-miesięcznej zmiany wskaźnika cen konsumpcyjnych (CPI) ma kilka istotnych zalet, stąd jest to obecnie powszechna praktyka. Po pierwsze, inflacja CPI odzwierciedla zmianę kosztu zakupu koszyka towarów i usług reprezentatywnego gospodarstwa domowego. Jest to więc miara łatwa do interpretacji i rozpoznawana przez społeczeństwo, przez co dość istotna dla kształtowania się oczekiwań inflacyjnych. Ważną cechą wskaźnika CPI jest ponadto jego dostępność z niewielkim opóźnieniem i mała podatność na późniejsze rewizje danych. Co więcej, wskaźnik CPI obliczany jest przez niezależny od banku centralnego urząd statystyczny i w większości krajów publikowany jest co miesiąc¹⁸. Ponadto dzięki określeniu celu w odniesieniu do inflacji CPI skuteczność działań banku centralnego może być łatwo zweryfikowana przez otoczenie. Powinno to wzmacniać determinację władz monetarnych w realizacji założonego celu (Camba-Mendez, 2003; Frankel, 2010).

Wadą wskaźnika CPI jest natomiast jego podatność na znaczne wahania pod wpływem szoków, tj. czynników niezależnych od polityki pieniężnej, często przejściowych i niewymagających reakcji władz monetarnych. Odchylenie się inflacji od celu spowodowane szokiem może osłabiać wiarygodność banku centralnego. Z tego względu banki centralne kładą duży

¹⁸ Jedynie w Australii i Nowej Zelandii dane o inflacji publikowane są kwartalnie.

nacisk na tłumaczenie przyczyn zmian inflacji w przeszłości, zwłaszcza gdy przez dłuższy okres kształtuje się ona na poziomie niezgodnym z celem¹⁹.

1.3.3. Przejrzystość i kontrola demokratyczna

Przechodząc do zagadnienia roli komunikacji banku centralnego, należy zaznaczyć, że w jej ramach banki starają się przede wszystkim spełnić wymagania związane z odpowiedzialnością demokratyczną. Jako instytucje w znacznym stopniu niezależne od innych władz państwowych banki centralne stosujące strategię celu inflacyjnego są we wszystkich krajach zobowiązane do wyjaśniania prowadzonej polityki pieniężnej i tłumaczenia, jak realizują swój główny mandat, czyli zapewnienie stabilności cen²⁰. Potrzeba większej przejrzystości wiąże się jednak nie tylko ze zwiększeniem zakresu niezależności banków centralnych, ale także z przekonaniem, że głównym zadaniem banku centralnego jest zarządzanie oczekiwaniami (Woodford, 2003b). Mimo trudności ze zbadaniem skuteczności poszczególnych narzędzi komunikacji banku centralnego (co przekłada się na pewne różnice w praktyce komunikacyjnej banków centralnych) dominuje obecnie pogląd, że komunikacja odgrywa istotną rolę jako narzędzie oddziaływania na gospodarkę (Blinder, 2007).

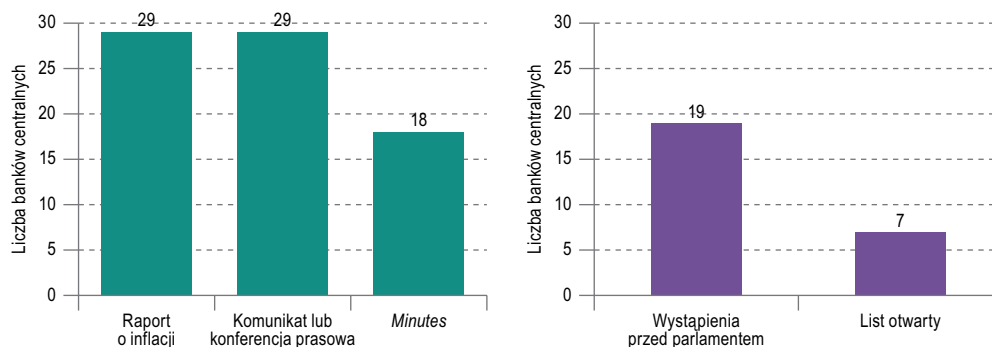
Podstawowym narzędziem komunikacji z otoczeniem, wykorzystywanym przez wszystkie banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego, są **raporty o inflacji/raporty o polityce pieniężnej** (wykres 1.4). Nieco więcej niż połowa *fully-fledged inflation targeters* poddaje się kontroli demokratycznej za pośrednictwem **przesłuchań parlamentarnych**, w których bierze udział prezes banku centralnego lub członkowie organów decyzyjnych (np. Chile, Nowa Zelandia, RPA). Rzadziej praktykowaną formą kontroli demokratycznej są listy otwarte, których adresatem jest rząd (np. Brazylia, Wielka Brytania)²¹. Dodatkowym narzędziem kontroli demokratycznej mogą być przemówienia i wypowiedzi członków organów decyzyjnych.

Obecnie komunikacja większości banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego obejmuje także **opisy dyskusji po posiedzeniach decyzyjnych władz monetarnych** (ang. *minutes*), **komunikaty i konferencje prasowe oraz raporty roczne zawierające sprawozdania z wykonania polityki pieniężnej**.

¹⁹ W określaniu czynników wpływających na zmiany inflacji pomocne są w szczególności różne miary inflacji bazowej. Zwykle wskaźniki te charakteryzują się niższą zmiennością niż wskaźnik CPI i pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić przejściowe skutki zmian presji inflacyjnej od trwałych. Jednocześnie, ze względu na wyłączenie przy obliczaniu inflacji bazowej kategorii o istotnym wpływie na percepcję inflacji, miary te nie są zazwyczaj używane do wyrażania celu inflacyjnego, choć w przeszłości niektóre banki centralne odnosiły swój cel do inflacji bazowej, np. Czechy (por. pkt 3.5).

²⁰ Część badań nad związkiem między niezależnością banków centralnych a sytuacją makroekonomiczną w danym kraju sugeruje, że im bardziej niezależny jest bank centralny, tym niższa jest inflacja. Jednocześnie badania te sugerują, że w długim okresie polityczna niezależność banku centralnego nie prowadzi do większego bezrobocia lub niższego tempa wzrostu gospodarczego. Wobec tych wyników w latach 90. XX w. część krajów, w tym Wielka Brytania i Szwecja, zdecydowała się na zwiększenie niezależności swoich banków centralnych (Cecchetti, Schoenholtz, 2011; De Grauwe, 2012; Mankiw, Taylor, 2010). Mervyn King stwierdził, że waga, jaką banki centralne przywiązują do komunikacji i odpowiedzialności demokratycznej, jest najbardziej wyróżniającą cechą strategii celu inflacyjnego: „[...] the most important distinguishing characteristic of inflation-target regimes is the emphasis that they place on transparency and accountability”. (King, 1997b).

²¹ Listy otwarte pisane są zazwyczaj przez prezesów banków centralnych w imieniu organu decyzyjnego. Przykładowo, prezes Banku Anglii zobowiązany jest do napisania listu otwartego, jeżeli inflacja przekroczy cel o 1 pkt proc. (w górę albo w dół). W ostatnich latach w listach tych większy nacisk kładzie się na objaśnianie przyczyn wyższej/niższej od celu inflacji niż na samo informowanie o niezrealizowaniu celu (Roger, 2009).

Wykres 1.4. Podstawowe narzędzia komunikacji z otoczeniem i z organami publicznymi banków stosujących strategię celu inflacyjnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z banków centralnych i Hammond (2012).

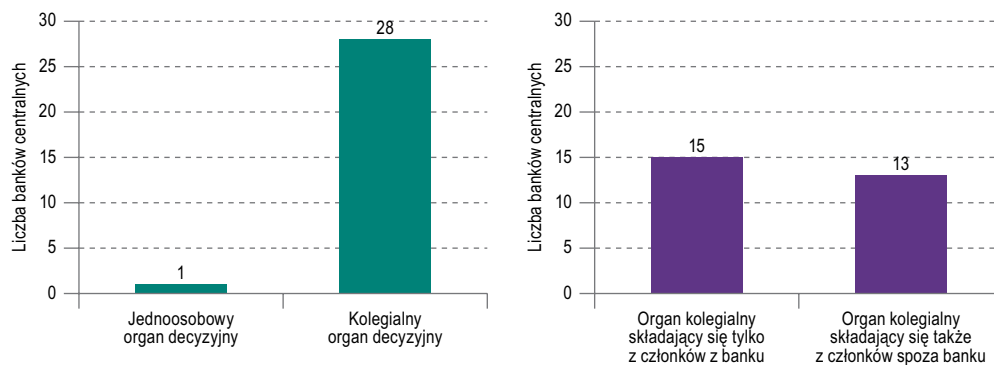
W celu jak najskuteczniejszego kształtowania oczekiwań podmiotów prywatnych władze monetarne nie tylko wyjaśniają powody swoich decyzji, bazując na ocenie historycznego kształtowania się zmiennych ekonomicznych, ale często przedstawiają także prognozy.

Należy podkreślić, że zwiększanie zakresu komunikacji z otoczeniem było jedną z największych zmian w praktyce banków centralnych pod koniec XX w. i dotyczyło nie tylko banków stosujących strategię celu inflacyjnego. Stopniowo decydowano się na ujawnianie coraz większego zakresu informacji i poszerzanie kręgu ich adresatów. Zagadnienia związane ze zwiększeniem przejrzystości polityki pieniężnej, będącym jedną z najważniejszych zmian w działalności praktycznie wszystkich banków centralnych, zostały omówione rozdziale 2.1.

1.3.4. Skład i charakter organów decyzyjnych

Obszarem, w którym brakuje jednolitego rozwiązania stosowanego przez wszystkie banki centralne, jest skład organu decyzyjnego oraz sposób podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej (wykres 1.5). **Regułą jest powierzenie prowadzenia polityki pieniężnej organowi kolegialnemu** (z wyjątkiem Nowej Zelandii, gdzie wprawdzie prezesowi doradza zarząd, ale decyzje podejmuje jednoosobowo prezes). **Organ ten mogą jednak stanowić komitety o różnym składzie.** W szczególności w przypadku około połowy banków centralnych decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmuje komitet złożony z pracowników banku (najczęściej członków zarządu, np. w Czechach, Chile, Kanadzie). Dość częste są jednak komitety, gdzie znaczna część członków jest spoza banku (tzw. *external members*, np. w Norwegii, na Węgrzech, w Wielkiej Brytanii).

Wykres 1.5. Sposób podejmowania decyzji i skład organów decyzyjnych w bankach stosujących strategię celu inflacyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z banków centralnych i Hammond (2012).

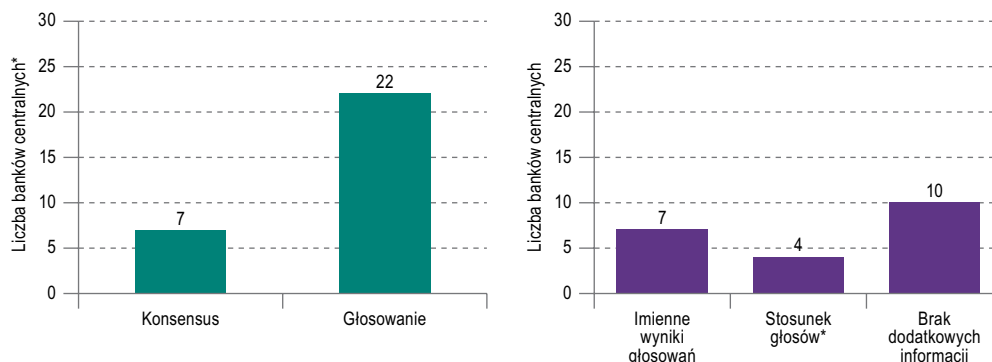
Skład i sposób funkcjonowania organu decyzyjnego wpływa na komunikację banku. Odpowiednie jej dostosowanie do specyfiki banku jest warunkiem utrzymania przejrzystości przekazu płynącego od władz monetarnych, a tym samym skutecznego budowania ich wiarygodności. **Komitety podejmujące decyzje w drodze konsensusu zasadniczo są skłonne przekazywać otoczeniu dość jednolity przekaz i nie udostępniać informacji wskazujących na istnienie znacznych różnic między opiniami ich członków** (np. EBC, Norwegia, RPA). Z kolei w bankach, gdzie funkcjonują organy o charakterze bardziej indywidualistycznym, zakres publikowanych materiałów jest zazwyczaj szerszy, a różnice w poglądach – wskazujące na dylematy, które powinny brać pod uwagę władze monetarne – mogą być bardziej akcentowane (np. w Szwecji, Wielkiej Brytanii).

Ponadto w przypadku decyzji podejmowanych w drodze głosowania ważny jest zakres udostępnianych informacji o sposobie głosowania (wykres 1.6). **Część banków centralnych podaje do publicznej wiadomości imienne wyniki głosowań** (np. Chile, Szwecja, Węgry), **jednak większość tego nie robi** (np. Korea, Peru, Turcja) lub ogranicza się do wskazania liczby głosów za i przeciw (np. Brazylia, Islandia, Tajlandia).

Zdecydowana większość organów decyzyjnych zbiera się na posiedzeniach decyzyjnych od 8 do 12 razy w roku (nieliczne rzadziej). Pozwala im to na bieżąco analizować napływające dane i odpowiednio dostosowywać politykę pieniężną. Ponadto w nadzwyczajnych sytuacjach istnieje z reguły możliwość organizowania dodatkowego posiedzenia, na którym mogą być podejmowane wiążące decyzje. Zostało to wykorzystane m.in. po upadku Lehman Brothers, kiedy banki centralne Wielkiej Brytanii, Kanady, Szwajcarii, Szwecji, Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro zdecydowały o skoordynowanym obniżeniu stóp procentowych²².

²² Nastąpiło to 8 października 2008 r. Bank Japonii wyraził wówczas poparcie dla wspólnej akcji banków centralnych, ale nie obniżył stóp procentowych.

Wykres 1.6. Sposób podejmowania decyzji oraz zakres publikowanych informacji o głosowaniu członków organu decyzyjnego w bankach stosujących strategię celu inflacyjnego



* Nie uwzględniono Nowej Zelandii

* Zaliczono tu Kolumbię, gdzie podawana jest informacja, czy głosowanie było jednogłośnie czy większościowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z banków centralnych i Hammond (2012).

1.3.5. Strategia celu inflacyjnego a system kursowy

Zgodnie z oficjalnymi deklaracjami banków znaczna **większość** stosujących strategię celu inflacyjnego realizuje ją **w ramach reżimu płynnego kursu walutowego**. W przeszłości niektóre banki centralne, zwłaszcza z krajów wschodzących, przyjmowały strategię celu inflacyjnego, zanim oficjalnie w pełni upłynniły kurs walutowy (np. Polska), lub próbowały pogodzić dążenie do zapewnienia stabilności cen z realizacją celu kursowego (np. Węgry). Większe przywiązanie do bardziej sztywnych systemów kursowych w krajach wschodzących wiązało się w szczególności z ich silniejszym uzależnieniem od przepływów kapitału. Aby uniknąć konfliktu celów, systemy kursowe stopniowo były jednak rozluźniane.

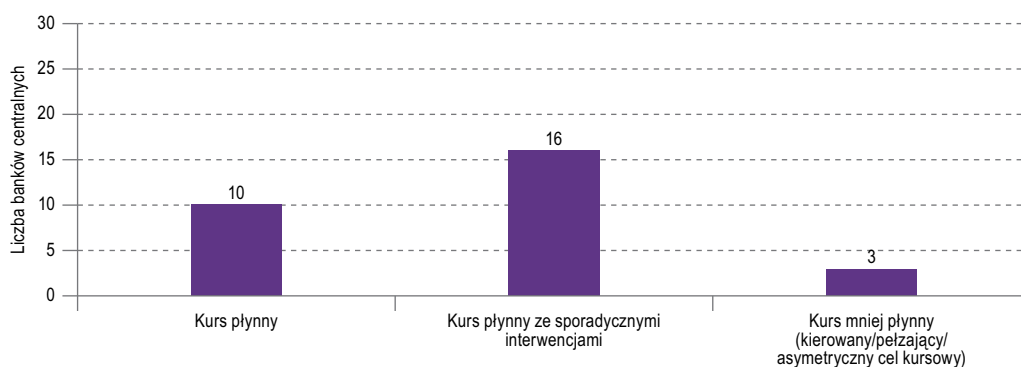
Obecnie jedynie Szwajcaria i Czechy zdecydowały się na przyjęcie asymetrycznego celu kursowego, co w obu przypadkach – ze względu na osiągnięcie zerowej granicy stóp procentowych – ma służyć złagodzeniu warunków monetarnych, a tym samym wspierać powrót inflacji do celu inflacyjnego oraz pobudzenie koniunktury. Cel kursowy zarówno w Szwajcarii, jak i w Czechach jest więc poniekąd podporządkowany realizacji celu inflacyjnego.

Należy także podkreślić, że w ostatnich latach banki centralne z krajów wschodzących zwiększyły swą aktywność na rynku walutowym. Wynikało to z dążenia do ograniczenia ryzyka związanego z przepływami kapitału zagranicznego, które nasiliły się wskutek trwałego obniżenia wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych przy jednocześnie prowadzonej tam bardzo ekspansywnej polityce pieniężnej.

Choć głównym instrumentem polityki pieniężnej banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego jest zwykle krótkoterminowa stopa procentowa, **wszystkie banki dopuszczają wykorzystanie interwencji walutowych** (wykres 1.7). Zastosowanie interwencji może być w szczególności uzasadnione dążeniem do zachowania stabilności cen, jednak część banków podaje także inne powody swojej aktywności na rynku walutowym. Przykładowo interwencje mogą być ukierunkowane na ograniczenie wahań kursu zagrażających utrzymaniu zrównoważonego długoterminowego wzrostu gospodarczego (np. Kanada) lub na

zmniejszenie odchylenia kursu od poziomu uzasadnionego czynnikami fundamentalnymi (np. Australia, Szwecja). Niektóre banki przyznają, że dokonują transakcji walutowych ze względu na potrzebę zwiększania rezerw walutowych (np. Turcja).

Wykres 1.7. System kursowy w bankach stosujących strategię celu inflacyjnego



Źródło: opracowanie na podstawie *The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (IMF, 2013).

Z powyższego przeglądu wynika, że **w przypadku niektórych istotnych elementów strategii celu inflacyjnego banki centralne znacznie ujednoliciły swój sposób działania** (np. w zakresie miernika inflacji, do którego odnosi się cel, czy akcentowania elastyczności strategii celu inflacyjnego). **W pewnych obszarach nadal są jednak stosowane różne podejścia** (np. banki ogłaszają cel punktowy lub przedziałowy). W znacznym stopniu jest to wynikiem eksperymentowania i wyciągania wniosków z doświadczeń swoich lub innych banków centralnych. Opis doświadczeń banków centralnych z modyfikacjami strategii celu inflacyjnego, które dostarczają istotnych wniosków dla polityki pieniężnej, omówiono w rozdziale 3.

Rozdział 2

Główne kierunki modyfikacji strategii celu inflacyjnego



Główne kierunki modyfikacji strategii celu inflacyjnego

Doświadczenie gromadzone od ponad dwudziestu lat przez banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego, a także zmiany zachodzące w tym okresie w otoczeniu gospodarczym, w tym globalny kryzys finansowy i jego skutki, doprowadziły do ewolucji strategii. Przed kryzysem głównym kierunkiem tej ewolucji było zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej dzięki poszerzeniu zakresu informacji przekazywanych przez bank centralny otoczeniu, co prawdopodobnie było jednym z czynników zwiększających ryzyko w systemie finansowym. W czasie kryzysu zaczęto natomiast znacznie silniej akcentować w deklarowanej strategii czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego jako istotny element decyzji w zakresie polityki pieniężnej¹.

2.1. Zwiększenie przejrzystości polityki pieniężnej – rosnąca rola komunikacji

Komunikacja banku centralnego z otoczeniem stanowi integralną część strategii celu inflacyjnego². Jej celem jest **poprawa rozumienia realizowanej polityki pieniężnej, a przez to zwiększenie jej przewidywalności i wiarygodności, co z kolei powinno zmniejszyć realne koszty utrzymania inflacji na poziomie celu.**

Od początku lat 90. XX w. znacznie wzrosła przejrzystość działań banków centralnych – niezależnie od stosowanej przez nie strategii. Konstruowane indeksy przejrzystości pokazują, że najbardziej przejrzyste są banki centralne: Szwecji, Nowej Zelandii, Węgier, Czech, Anglii, Izraela, strefy euro, Kanady, Stanów Zjednoczonych i Australii (Dincer, Eichengreen, 2013)³. W zdecydowanej większości są to zatem banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego. Stopniowemu wzrostowi transparentności banków centralnych towarzyszyła przy tym pewna konwergencja w zakresie stosowanych przez nie rozwiązań komunikacyjnych.

Istotnym elementem strategii komunikacyjnych wszystkich banków stosujących strategię celu inflacyjnego stało się **bezwzględne informowanie o decyzjach dotyczących stóp procentowych**. Należy zaznaczyć, że praktyka ta jeszcze w latach 80. i na początku 90. XX w.

¹ Ewolucji strategii celu inflacyjnego w ostatnich latach towarzyszyły szeroko zakrojone zmiany w realizacji polityki pieniężnej. Banki centralne odeszły od stosowanej przed kryzysem finansowym zasady „jeden cel – jeden instrument”. Zgodnie z nią w realizacji podstawowego celu banku centralnego – zapewnienia stabilności cen – wykorzystywano jeden instrument: stopę procentową. W reakcji na kryzys finansowy główne banki centralne silnie poluzowały politykę pieniężną, sprowadzając nominalne stopy procentowe do poziomów zbliżonych do zera. W konsekwencji możliwości dalszego pobudzania aktywności gospodarczej za pomocą tego konwencjonalnego instrumentu zostały praktycznie wyczerpane (tzw. *zero lower bound*). Skłoniło to banki centralne do poszerzenia zestawu instrumentów polityki pieniężnej, w szczególności do uruchomienia programów skupu aktywów finansowych. Dzięki skupowi różnego typu aktywów finansowych o dłuższych terminach zapadalności bank centralny zyskał możliwość kształtowania szerszego zakresu stóp procentowych. Rozszerzenie instrumentarium banków centralnych nie jest przedmiotem niniejszego opracowania.

² Mervyn King – były prezes Banku Anglii – określał strategię celu inflacyjnego jako „ramy podejmowania i komunikowania decyzji” (King, 2005).

³ Dincer i Eichengreen (2013) spośród licznej grupy banków centralnych, dla których wyznaczyli wartość indeksu transparentności w 2010 r. (116 banków), jedynie 19 banków ocenili jako bardziej transparentne niż NBP.

nie była powszechna⁴. Obecnie jest regułą, że banki ogłaszają informację o poziomie stóp procentowych bezpośrednio po posiedzeniu organu decyzyjnego, a następnie publikują – na ogół z kilkugodzinnym opóźnieniem – komunikat uzasadniający podjętą decyzję⁵. Znaczna część banków organizuje również konferencje prasowe po posiedzeniu decyzyjnym (lub przy okazji publikacji raportu o inflacji/raportu o polityce pieniężnej), na których przedstawia uzasadnienie podjętej decyzji, w tym ocenę bieżącej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej⁶.

Ważnym narzędziem komunikacji części banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego stały się też **opisy dyskusji na posiedzeniach ciała decyzyjnego** (ang. *minutes*). Ich publikacja pozwala otoczeniu banku zapoznać się z przebiegiem dyskusji na posiedzeniu organu decyzyjnego, zgłaszanymi argumentami za i przeciw zmianie stopy procentowej, a w części banków centralnych także z wynikami głosowań (Svensson et al. 2002; Heikensten, Vredin, 2002). Zdecydowana większość banków (z wyjątkiem Banku Szwecji), przedstawia w *minutes* opinie wyrażane podczas dyskusji przez poszczególnych członków organu decyzyjnego w sposób bezosobowy, tj. nie przypisując ich konkretnym osobom. Wiele banków jest bowiem przekonanych, że miałyby to negatywny wpływ na przebieg dyskusji na posiedzeniach organów decyzyjnych. Ich członkowie mogliby bowiem usztywnić swojego stanowisko i nie reagować na argumenty innych albo przeciwnie – unikać polemik. Mogłoby to także zachęcać do przeprowadzania prawdziwej dyskusji przed posiedzeniem decyzyjnym, a nie podczas niego⁷. Ponadto utrudniałoby to bankowi centralnemu mówienie „jednym głosem”, co wiele banków uznaje za pożądane.

Istotną informacją dotyczącą prowadzonej polityki pieniężnej są **wyniki głosowań członków organu decyzyjnego**⁸. Mogą być one publikowane albo w formie imiennej (np. Chile, Wielka Brytania, Polska), albo zbiorczej (czyli przez podanie tylko stosunku głosów za i przeciw, np. Brazylia). Jak wynika z przeprowadzonych badań (Gerlach-Kirsten, 2004; Horvath et al., 2012; Weber, 2010), bez względu na formę publikacja wyników głosowań sprzyja lepszemu rozumieniu polityki pieniężnej i zwiększa jej przewidywalność. Zwolennicy imiennych wyników głosowań wskazują w związku z tym m.in., że podawanie informacji o głosach odrębnych, tj. niezgadających się z podjętą decyzją, pomaga uczestnikom rynku antycypować przyszłe decyzje banku (Gerlach-Kristen, 2004; Gerlach-Kristen, Meade, 2010). Pojawiły się jednak także opinie, że o ile szybka publikacja imiennych wyników głosowań jest pożądana w przypadku organów decyzyjnych o charakterze indywidualistycznym (w których poszczególni członkowie występują publicznie w swoim imieniu), o tyle w przypadku organów o bardziej kolegialnym charakterze (w których poszczególni członkowie reprezentują

⁴ Bezwłócznie informowaniu o decyzjach dotyczących stóp procentowych bardzo przeciwni byli wówczas prezesi Fed, Paul Volcker i Alan Greenspan, oraz inni ekonomiści (Goodfriend, 1986; Blinder et al., 2008).

⁵ Niektóre banki centralne podają tylko informację o podjętej decyzji bez jej uzasadnienia (zwykle dotyczy to sytuacji, gdy stopa procentowa pozostaje niezmienną, np. w Banku Anglii), chyba że organ decyzyjny uzna, iż brak uzasadnienia może wprowadzać w błąd rynki lub zewnętrznych komentatorów.

⁶ Bank Szwecji początkowo zwoływał konferencje prasowe tylko wtedy, gdy stopy procentowe były zmieniane. Jednak w 2007 r. podjął decyzję o organizowaniu konferencji po każdym posiedzeniu decyzyjnym, uznając, że wyjaśnienie przyczyn utrzymania stóp procentowych jest równie ważne dla zrozumienia kierunku prowadzonej polityki pieniężnej, jak wyjaśnienie przyczyn zmiany stóp.

⁷ Ponadto krytycy *minutes* z imiennymi wynikami głosowania obawiają się, że odbiorcy mogliby przywiązywać większą wagę do opinii poszczególnych członków organu decyzyjnego niż do argumentów ekonomicznych (ocena z perspektywy narodowej – EBC).

⁸ *Minutes* niektórych banków centralnych nie zawierają wyników głosowań. Tak jest np. w przypadku NBP; wyniki głosowań RPP nad uchwałami są publikowane w *Monitorze Sądowym i Gospodarczym* oraz na stronie internetowej NBP (nie wcześniej niż 6 tygodni po posiedzeniu decyzyjnym).

cały organ decyzyjny) nie jest to oczywiste (Blinder, 2007, 2009), gdyż może wywołać efekt kakofonii⁹. Różny charakter organu decyzyjnego (indywidualistyczny, kolegialny) powoduje też zróżnicowanie zakresu komunikacji jego członków z otoczeniem. Członkowie niektórych organów decyzyjnych (np. w Szwecji) prezentują własne poglądy w ramach wystąpień publicznych, wywiadów etc. Inne banki centralne (np. Norwegii) nie stosują natomiast takiej formy komunikacji (Blinder, 2007; Mork et al., 2014).

Podstawowy instrument komunikacji z otoczeniem banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego stanowią raporty o inflacji/raporty o polityce pieniężnej, publikowane zwykle 2–4 razy w roku¹⁰. Choć dokumenty te w przypadku poszczególnych banków nieco się różnią, wszystkie zawierają następujące elementy: dokonaną przez bank centralny ocenę przebiegu bieżących i przyszłych (projekcje PKB i inflacji) procesów makroekonomicznych wraz z bilansem czynników ryzyka związanych z ich realizacją, uzasadnienie podjętych decyzji oraz wskazanie perspektyw realizacji przyjętego celu polityki pieniężnej. Należy przy tym zaznaczyć, że raporty podlegały stopniowym przemianom¹¹. Przede wszystkim coraz więcej banków centralnych zaczęło umieszczać w nich projekcje inflacji i PKB, a niektóre banki także ścieżki stóp procentowych (Bank Czech zaczął publikować nawet ścieżkę kursu walutowego).

Obecnie projekcje banku centralnego stanowią integralną część wszystkich raportów o inflacji/raportów o polityce pieniężnej¹² (ramka 2.1). Znaczenie projekcji wynika z tego, że z jednej strony mogą one przedstawiać przesłanki decyzji banku centralnego, a z drugiej strony – przyczynić się do zwiększenia wpływu banku centralnego na kształtowanie oczekiwań inflacyjnych.

Ramka 2.1. Podstawowe informacje o publikowaniu projekcji przez banki centralne

Obecnie wszystkie banki realizujące strategię celu inflacyjnego publikują projekcję inflacji, a większość z nich także projekcję PKB¹ (niektóre również projekcję składników PKB). Zakres przedmiotowy publikowanych projekcji stopniowo się zwiększał i obecnie często obejmuje np. także zmienne dotyczące bilansu płatniczego, rynku pracy, finansów publicznych, a niekiedy również ścieżkę stóp procentowych, a nawet kursu walutowego².

¹ Projekcji PKB nie publikują np. banki centralne Filipin, Islandii i Gwatemali.

² Przykładowo Bank Czech (kurs bilateralny) i Bank Szwecji (kurs efektywny).

⁹ Blinder (2004) zwraca np. uwagę, że zbyt wiele odmiennych głosów członków organu decyzyjnego może doprowadzić do szumu informacyjnego i obniżyć efektywność komunikacji.

¹⁰ Bankami, które wydają raporty dwa razy w roku, są np. Banki: Izraela, Korei Południowej i RPA.

¹¹ W kierunku ujednoczenia struktury i zakresu raportów oddziaływały międzynarodowe opracowania porównawcze, w których oceniano walory komunikacyjne raportów poszczególnych banków centralnych, np. Fracasso, Genberg, Wyplosz (2003).

¹² Publikowane w raportach projekcje oparte są na różnych założeniach dotyczących stóp procentowych. Generalnie przyjmuje się stopy stałe lub zmienne, przy czym zmiany stóp mogą być zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, ustalone endogenicznie lub zgodne z oceną ciała decyzyjnego. Różny jest też horyzont prezentowanych prognoz – obecnie najczęściej wynosi 2–3 lata. Z kolei jeśli chodzi o formy prezentacji prognoz, to początkowo były to głównie prognozy punktowe lub przedziałowe. Później coraz częściej zastępowano je formą wachlarzową (ang. *fan chart*). Obecnie stosuje ją już połowa analizowanych banków, przy czym część z nich dodatkowo posługuje się formą punktową.

Właścicielem projekcji publikowanych w raportach najczęściej jest organ decyzyjny banku centralnego, a niekiedy bank centralny lub jego pracownicy (ang. *staff owned*). Niezależnie od tego, kto jest właścicielem projekcji, członkowie organu decyzyjnego rzadko dystansują się od jej wyników. Jedynym bankiem centralnym, w którym członkowie organu decyzyjnego mogą zaznaczyć, że nie zgadzają się z przygotowaną prognozą (odzwierciedlającą poglądy większości członków), jest Bank Szwecji. Z kolei w Banku Czech organ decyzyjny (jako całość) prezentuje swoją ocenę ryzyk związanych z realizacją projekcji. Należy zaznaczyć, że z punktu widzenia komunikacji banku centralnego im silniejszy jest związek organu decyzyjnego z projekcją, tym większą wagę przypisują jej rynki finansowe (Hammond, 2012).

Dla banków realizujących strategię celu inflacyjnego istotną kwestią związaną z publikacją prognoz jest dbanie o to, by odbiorcy zewnętrzni postrzegali je jako wiarygodne. W tym celu banki centralne często analizują w raportach błędy prognoz, wyjaśniając źródła odchyleń realizacji zmiennych makroekonomicznych od oczekiwań, a także porównują swoje prognozy z prognozami ośrodków zewnętrznych lub z oczekiwaniami rynku.

Spośród prognozowanych zmiennych największe dyskusje wywołało rozpoczęcie publikowania przez niektóre banki centralne projekcji ścieżki stóp procentowych, stanowiących odzwierciedlenie oszacowanej lub deklarowanej oceny funkcji reakcji władz monetarnych. Prekursorem w tym zakresie był Bank Nowej Zelandii (od 1997 r.), do którego dołączyły Banki: Norwegii (w 2005 r.), Szwecji (w 2007 r.), Czech i Izraela (w 2008 r.)³.

Zwolennicy publikowania ścieżki stóp wskazywali przede wszystkim na to, że przyczynia się ona do poprawy efektywności polityki pieniężnej przez zwiększenie wpływu banku na kształtowanie średnio- i długoterminowych stóp procentowych oraz poprawia jakość decyzji dotyczących polityki pieniężnej dzięki przeniesieniu akcentu ze stóp krótkoterminowych na stopy dłuższe (Gosselin et al., 2008; Kahn, 2007). Z kolei dla wielu banków centralnych podstawowym argumentem przeciwko publikacji ścieżki stóp procentowych była obawa, czy odbiorcy zewnętrzni będą rozumieli jej warunkowy charakter⁴. Przeciwnicy publikowania ścieżki stóp wskazywali ponadto, że członkowie organu decyzyjnego mogą czuć się związani opublikowaną projekcją, co sprawi, że będą mniej skłonni do zmiany ścieżki stóp w odpowiedzi na nowe dane makroekonomiczne (Goodhart, 2005; Kahn, 2007). Zwracano także uwagę na praktyczne trudności z wyznaczeniem ścieżki stóp procentowych, szczególnie w przypadku tzw. indywidu-

³ Od stycznia 2012 r. także Fed publikuje specyficzną „ścieżkę stóp procentowych”, a mianowicie punktowe oceny stopy *Fed funds* w kolejnych latach, formułowane przez poszczególnych członków FOMC (bez podawania ich nazwisk). Oceny te dokonywane są na koniec roku, tj. nie mają charakteru ciągłego, a ich horyzont obejmuje 3 lata. Dodatkowo Fed publikuje indywidualne oceny formułowane przez poszczególnych członków FOMC odnośnie do momentu pierwszej podwyżki stóp oraz ocenę członków FOMC dotyczącą poziomu długoterminowej nominalnej stopy równowagi.

⁴ Nieliczne banki, które zdecydowały się na publikację ścieżki stóp procentowych, przykładają dużą wagę do wyjaśniania odbiorcom jej warunkowego charakteru. Przykładowo, w Banku Szwecji prezentacja ścieżki stóp procentowych opatrywana jest zawsze wyjaśnieniem, że nie stanowi ona zobowiązania do prowadzenia konkretnej polityki pieniężnej w przyszłości, lecz – podobnie jak inne projekcje – może być zmieniona, jeśli zmienią się czynniki determinujące perspektywy inflacji i aktywności gospodarczej.

alistycznych ciał decyzyjnych (problem pogodzenia zróżnicowanych poglądów poszczególnych członków; Goodhart, 2001).

W czasie kryzysu ujawniły się dodatkowe problemy z publikowaniem przez bank centralny przyszłej ścieżki stóp lub kursu walutowego. Po pierwsze, jak pokazuje przykład Riksbanku, może się okazać, że przewidywania rynku są bliższe rzeczywistemu kształtowaniu się polityki pieniężnej w przyszłości niż publikowana przez bank centralny ścieżka stóp. Po drugie, publikacja przyszłej ścieżki stóp lub kursu walutowego może sprzyjać zwiększeniu ryzyka podejmowanego w systemie finansowym na skutek obniżenia percepcji ryzyka przez podmioty gospodarujące. Efekt ten może być tym większy (i potencjalnie bardziej szkodliwy dla stabilności systemu finansowego), im bardziej wiarygodny jest bank centralny.

Komunikowanie otoczeniu (mimo związanego z tym ryzyka), jaką politykę pieniężną zamierza prowadzić bank centralny, nasiliło się w następstwie globalnego kryzysu finansowego (ramka 2.3). W reakcji na kryzys i następujący po nim okres niskiego wzrostu gospodarczego wiele banków centralnych znacznie poluzowało bowiem politykę pieniężną, obniżając nominalne stopy procentowe do poziomów najniższych w swojej historii. Złagodzenie polityki pieniężnej było szczególnie wyraźne w największych gospodarkach rozwiniętych, gdzie stopy procentowe obniżono do poziomów bliskich zera. W rezultacie część banków centralnych **praktycznie wyczerpała możliwości dalszego stosowania konwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej** (tj. dalszego obniżania krótkookresowych stóp procentowych) **do stymulowania aktywności gospodarczej**. Skłoniło to banki do poszukiwania nowych sposobów pobudzania koniunktury. Jednym z nich było poszerzenie komunikacji banków centralnych w zakresie polityki stóp procentowych, które przyjęło formę *forward guidance*, stosowanego obecnie przez główne banki centralne (Bernanke, 2012b; den Haan 2013).

***Forward guidance* to komunikowanie otoczeniu, jaką politykę pieniężną zamierza prowadzić bank centralny w perspektywie dłuższej niż do następnego posiedzenia jego organu decyzyjnego (ramka 2.2).** Przede wszystkim chodzi tu o wskazanie, jak w przyszłości będzie się prawdopodobnie kształtować stopa procentowa (lub inne narzędzia polityki pieniężnej, np. skala luzowania ilościowego). W tym sensie publikowanie przyszłej ścieżki stóp procentowych stanowi formę *forward guidance*. Jednak **obecnie za *forward guidance* uznaje się przede wszystkim komunikowanie przez banki centralne ich oczekiwań co do tego, w jakim horyzoncie zamierzają prowadzić politykę niskich stóp procentowych.** Głównym celem stosowania tego narzędzia jest przy tym wydłużenie okresu, w jakim podmioty gospodarcze powinny oczekiwać utrzymania bardzo łagodnej polityki pieniężnej. **Ma to pozwolić na zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań dotyczących stóp procentowych na niskim poziomie i w ten sposób stymulować ożywienie gospodarcze** (Eggertson, Woodford, 2003; Woodford, 2012). Od tego, jakiego poziomu stóp procentowych spodziewają się osoby prywatne i przedsiębiorstwa, zależą bowiem ich obecne decyzje dotyczące wydatków i oszczędności, a to z kolei wpływa na tempo wzrostu gospodarczego.

Ramka 2.2. *Forward guidance* w praktyce banków centralnych

Banki centralne, których stopy procentowe znalazły się na historycznie niskim poziomie, stosują obecnie 3 rodzaje *forward guidance* (BoE, 2013), różniące się sposobem określenia okresu, w jakim bank zamierza utrzymać swoje stopy procentowe na niezmiennym poziomie:

- 1) jakościowy *forward guidance*, inaczej *forward guidance* na czas nieokreślony (ang. *qualitative forward guidance*),
- 2) *forward guidance* na czas określony (ang. *time-contingent forward guidance*),
- 3) warunkowy *forward guidance* (ang. *state-contingent forward guidance*).

Główną rolę w mechanizmie działania *forward guidance* odgrywają 2 elementy: zrozumienie przez otoczenie zamiarów banku centralnego oraz przekonanie, że bank je zrealizuje. Klarowność i wiarygodność *forward guidance* zależą od jego formy.

Ad 1. Jakościowy *forward guidance*

Bank centralny definiuje okres utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie, posługując się bardzo ogólnymi sformułowaniami, np. wyraża przekonanie, że nie będzie podnosić stóp *for an extended period of time* lub że *policy accomodation can be removed at a pace that is likely to be measured*. Z jednej strony umożliwia mu to bardziej elastyczne reagowanie na nieprzewidziane zmiany w gospodarce. Z drugiej jednak strony dla otoczenia banku wartość dodana informacji zawartych w takich sformułowaniach może być niewielka. Ponadto czasami mogą one być niewłaściwie interpretowane (np. każdy może inaczej rozumieć *extended period of time*). Jakościowy *forward guidance* stanowił pierwotną formę tego narzędzia komunikacji polityki pieniężnej. Zastosował go m.in. Fed (w sierpniu 2003 r.) oraz EBC i Bank Anglii (w lipcu 2013 r.).

Ad 2. *Forward guidance* na czas określony

Bank centralny podaje w swoim komunikacie datę, do której prawdopodobnie utrzyma niezmienną stopę procentową. Ten rodzaj *forward guidance* jest więc prosty w interpretacji. Jednocześnie jednak, jeśli sytuacja gospodarcza się zmieni, podana data może zostać zmieniona, co podważa wiarygodność takiego przekazu. Tymczasem bank stosujący *forward guidance* na czas określony nie informuje, jak zamierza reagować na nieprzewidziane wydarzenia gospodarcze. W rezultacie komunikowana w ten sposób ścieżka stóp może być kwestionowana. *Forward guidance* na czas określony stanowił kolejny etap rozwoju *forward guidance*. Wprowadził go m.in. Fed (w sierpniu 2011 r.) i NBP (w lipcu 2013 r.).

Ad 3. Warunkowy *forward guidance*

Bank centralny zamiast daty ewentualnej zmiany swojej polityki pieniężnej podaje warunki ekonomiczne, które muszą być spełnione, aby nastąpiła zmiana stóp procentowych lub uzasadnione stało się jej rozważenie. Ten rodzaj *forward guidance* umożliwia bankom uniknięcie „pułapki związanych rąk”. Pozwala bowiem otoczeniu lepiej zrozumieć, w jaki sposób i dlaczego bank będzie reagował na zmiany sytuacji gospodarczej, i dzięki temu odpowiednio dostosować swoje oczekiwania.

Warunkowy *forward guidance* ma jednak także wady:

- W porównaniu z *forward guidance* na czas określony może być trudniejszy do zinterpretowania przez otoczenie. Jest bowiem adresowany raczej do osób, które wiedzą, jak obecnie kształtują się zmienne „progowe”, i mają pogląd na temat tego, jak będą się one zmieniać w przyszłości. W praktyce oznacza to, że w przypadku gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które rzadziej śledzą kształtowanie się zmiennych makroekonomicznych, efektywność tego rodzaju *forward guidance* może być ograniczona.
- Warunkowy *forward guidance* wymaga od banku określenia, które zmienne i po osiągnięciu jakiej wartości będą miały decydujący wpływ na zmianę realizowanej polityki pieniężnej. W tym celu bank musi się oprzeć na wiarygodnych prognozach gospodarczych. Tymczasem globalny kryzys finansowy spowodował, że w wielu gospodarkach nastąpiły znaczne zmiany strukturalne (trwale słabsze tempo wzrostu, wyższa inflacja, większa zmienność różnych kategorii makroekonomicznych), co bardzo utrudnia prognozowanie.
- Żaden pojedynczy wskaźnik ekonomiczny nie odzwierciedla w pełni stanu całej gospodarki. W związku z tym nie sposób wykluczyć sytuacji, w której mimo spełnienia wymienionych w *forward guidance* warunków podwyżki stóp procentowych bank nie dokonuje jej ze względu na swoją ocenę ogólnej sytuacji gospodarczej. W celu uniknięcia tego problemu banki jasno komunikują, że podwyżka stóp procentowych nie nastąpi „automatycznie” po spełnieniu podanych warunków, lecz że w takiej sytuacji rozważona zostanie jej zasadność (BoE, 2013).

Warunkowy *forward guidance* stosują, jak dotąd, dwa banki centralne: Fed od grudnia 2012 r. oraz Bank Anglii od sierpnia 2013 r.

Stosowaniu *forward guidance* – niezależnie od wyboru jego formy – towarzyszą różne rodzaje ryzyka. W literaturze najczęściej wskazuje się następujące:

- Deklaracja banku centralnego o utrzymywaniu stóp procentowych na niskim poziomie przez okres dłuższy, niż oczekiwano, może być odebrana przez rynki jako sygnał, że pogorszyły się perspektywy ożywienia gospodarczego (szczególnie gdy rynki wierzą, że bank centralny dysponuje informacjami, których nie ujawnia). W tej sytuacji *forward guidance* może przynieść skutek odwrotny do zamierzonego, a mianowicie wywołać oczekiwania, że realne dochody w przyszłości będą niższe, co może ograniczyć skłonność podmiotów gospodarczych do wydatków i tym samym pogłębić recesję¹.
- Wiele banków centralnych przez lata podkreślało, że ich celem jest utrzymanie niskiej i stabilnej inflacji. Biorąc pod uwagę, że w ostatnich dekadach inflacja kształtowała się na relatywnie niskim i stabilnym poziomie, podmioty gospodarcze miały powody, by wierzyć w deklaracje banków co do ich głównego celu.

¹ Woodford (2012) określa taki przypadek jako *perverse effect of forward guidance* i wskazuje, że jedyną metodą uniknięcia go jest odpowiednia polityka komunikacyjna banku, wyjaśniająca motywów wprowadzenia i mechanizm działania nowego narzędzia polityki pieniężnej.

Nowa polityka może jednak zostać zinterpretowana jako zasygnalizowanie, że banki centralne zrezygnowały ze stabilizowania inflacji na niskim poziomie. Jeśli w związku z tym podmioty gospodarcze będą oczekiwały, że inflacja w przyszłości wzrośnie, może to przełożyć się na szybszy wzrost ich żądań płacowych i w rezultacie rzeczywiście doprowadzić do wzrostu inflacji.

- *Forward guidance* – szczególnie na czas określony – może stanowić ryzyko dla wiarygodności banku centralnego. Jeśli bowiem okaże się, że ożywienie gospodarcze nastąpi szybciej, niż bank tego oczekiwał, zmusi go to do szybszego odejścia od polityki niskich stóp procentowych, co podmioty gospodarcze mogą odebrać jako złamanie wcześniejszej zapowiedzi.

Z ryzykiem tym zetknęły się ostatnio Fed i Bank Anglii – dwa banki stosujące warunkowy *forward guidance*. Fed, wprowadzając warunkowy *forward guidance*, zapowiedział utrzymanie stopy procentowej na poziomie bliskim zera (0,00–0,25%), przynajmniej dopóki stopa bezrobocia będzie się kształtowała powyżej 6,5%, prognozowana w okresie 1–2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, a długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone. Z kolei Bank Anglii zadeklarował niepodwyższanie stóp procentowych, przynajmniej dopóki stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 7%, chyba że prognozowany roczny wskaźnik inflacji CPI w perspektywie 18–24 miesięcy przekroczyłby 2,5%, średniookresowe oczekiwania inflacyjne znacznie przewyższałyby cel inflacyjny, a stabilność systemu finansowego byłaby zagrożona.

Na początku 2014 r. okazało się jednak, że zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Wielkiej Brytanii stopa bezrobocia obniżyła się szybciej, niż prognozowały oba banki, i zbliżyła do poziomu „progowego”. Nie skłoniło to jednak banków centralnych tych krajów ani do podwyższenia stóp procentowych, ani – wbrew oczekiwaniom wielu komentatorów – do obniżenia „progowej” wielkości stopy bezrobocia.

W styczniu 2014 r. Fed zadeklarował natomiast, że prawdopodobnie będzie utrzymywał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie znacznie dłużej niż do momentu, gdy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%, szczególnie jeśli prognozowana inflacja będzie się nadal kształtowała poniżej poziomu długookresowego celu, tj. 2%. W marcu 2014 r. Fed zdecydował się na „aktualizację” swojego *forward guidance*, podkreślając, że nie oznacza ona żadnej zmiany jego dotychczasowych zamierzeń odnośnie do polityki pieniężnej. „Aktualizacja” ta polegała na rezygnacji z posługiwania się progami ilościowymi i zamiast tego na komunikowaniu swoich zamiarów dotyczących długości okresu utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie za pomocą języka „jakościowego”, tj. opisywaniu czynników ekonomicznych mających wpływ na decyzję Fed. Zaznaczono przy tym, że przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej uwzględnianych będzie wiele wskaźników obrazujących sytuację na rynku pracy, poziom presji inflacyjnej i oczekiwań inflacyjnych, a także sytuację na rynku finansowym. Jednocześnie – opierając się na ocenie tych czynników – bank powtórzył, że nadal przewiduje możliwość utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie po zakończeniu programu skupu aktywów, szczególnie jeśli prognozowana inflacja będzie się w dalszym ciągu kształtowała poniżej celu, a oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone. Ponadto nawet jeśli zatrudnienie i inflacja będą się kształtować blisko celów mandatowych Fed, sytuacja gospodarcza

może – zdaniem FOMC – uzasadniać utrzymywanie w przyszłości przez pewien czas stóp procentowych poniżej poziomu uznawanego przez bank za normalny w długim okresie.

Reakcja Banku Anglii na zbliżenie się stopy bezrobocia do wartości „progowej” wyznaczonej w ramach *forward guidance* była podobna. Nie zmieniono stóp procentowych, uzasadniając to utrzymywaniem się wolnych mocy wytwórczych w gospodarce. Jednocześnie w lutym 2014 r. bank ogłosił, że przechodzi do „następnego etapu” *forward guidance* i przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej będzie odtąd stosował szeroki zestaw wskaźników makroekonomicznych. Projekcje wszystkich tych wskaźników będą przy tym regularnie publikowane (po raz pierwszy opublikowano je w *Inflation Report, February 2014*), co – w opinii prezesa – pomoże otoczeniu banku lepiej zrozumieć i przewidywać jego politykę pieniężną. Odnośnie do perspektyw podwyżek stóp procentowych wskazano, że zanim to nastąpi, powinny zostać uruchomione istniejące nadal w gospodarce – mimo znacznego spadku bezrobocia – wolne moce produkcyjne. Zaznaczono przy tym, że wzrost stóp procentowych będzie powolny, a ich przyszły poziom znacznie niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym. Jednocześnie bank zadeklarował zamiar utrzymania stanu zakupionych aktywów co najmniej do pierwszej podwyżki stóp procentowych.

W przypadku zarówno Fed, jak i Banku Anglii odejście od uzależnienia decyzji o zmianie stóp procentowych od spełnienia określonych progów ilościowych i przejście na system analizowania wielu wskaźników ekonomicznych oznaczało w praktyce wydłużenie horyzontu deklaracji utrzymania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie i było podyktowane dążeniem do odpowiedniego zakotwiczenia oczekiwań rynkowych w tym zakresie. Choć prezesi obu banków prezentowali to posunięcie jako naturalną ewolucję warunkowego *forward guidance*, jego „aktualizację” lub „przejście do następnego etapu”, w opinii wielu komentatorów było to równoznaczne z przyznaniem, że realizacja „pierwszego etapu” zakończyła się niepowodzeniem (zwracano przy tym uwagę, że gdy oba banki prowadziły tę formę *forward guidance*, nie wspominały o żadnych etapach jej realizacji).

Zmiana stosunkowo nowej strategii komunikacyjnej (w przypadku Banku Anglii zaledwie po 6 miesiącach jej stosowania) stanowiła zagrożenie dla wiarygodności obu banków i mogła wywołać nieoczekiwane reakcje rynków finansowych. Zwrócił na to uwagę m.in. Narayana Kocherlakota, jedyny członek FOMC, który głosował przeciwko nowej strategii. Oceniając dotychczasową strategię komunikacyjną Fed jako efektywną, uważał on, że w zmienionej sytuacji gospodarczej należało raczej obniżyć „progową” wielkość stopy bezrobocia niż ryzykować zmianę strategii. Krytyczną opinię na temat warunkowego *forward guidance*, bazującego na zbyt dużej liczbie wskaźników i mogącego w związku z tym wywołać zamieszanie na rynku, wyraził też m.in. Thomas Jordan, prezes banku centralnego Szwajcarii.

Wydaje się, że doświadczenia Fed i Banku Anglii potwierdziły obawy, że stosowanie warunkowej formy *forward guidance* może utrudnić komunikację. Podstawowym problemem jest właściwy wybór wskaźników ekonomicznych i ich wielkości progowych uzasadniających zmianę polityki pieniężnej. Błędy popełnione w tym zakresie mogą mieć bowiem negatywne konsekwencje dla wiarygodności obietnic banku centralnego i efektywności realizowanej przez niego polityki pieniężnej.

Ramka 2.3. Komunikacja a skuteczność działań banków centralnych

Doświadczenia związane ze światowym kryzysem finansowym pokazały, że **komunikacja może mieć duży wpływ na skuteczność działań podejmowanych przez banki centralne, w tym na ceny aktywów**. Na znaczenie komunikacji banku centralnego w szczególności wskazują badania analizujące skuteczność luzowania ilościowego (QE – *quantitative easing*) oraz reakcje rynków finansowych na sygnały o możliwości ograniczenia ekspansji monetarnej, świadczące, że **ważnym kanałem oddziaływania QE na gospodarkę jest jego wpływ na oczekiwania otoczenia banku centralnego** (Joyce et al., 2010; Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen, 2011)¹. Potwierdzają to przykłady EBC oraz Fed:

- Europejski Bank Centralny zapowiedział w sierpniu 2012 r. (a uruchomił we wrześniu 2012 r.) program OMT (ang. Outright Monetary Transactions), tj. program zakupu obligacji skarbowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Program ten – zgodnie z deklaracjami EBC – stanowił reakcję banku na fragmentaryzację rynków finansowych strefy euro i związane z tym powstanie znacznych różnic między kosztami kredytów dla firm i gospodarstw domowych w poszczególnych krajach członkowskich. Znacznie osłabiało to mechanizm transmisji polityki pieniężnej do sfery realnej. Bezpośrednim celem programu OMT było ograniczenie zaburzeń na rynkach papierów dłużnych w strefie euro w związku z obawami inwestorów o możliwość rozpadu unii monetarnej. Wprawdzie EBC nie przeprowadził dotąd żadnej transakcji OMT, jednak przedstawiciele banku wysoko oceniają efektywność programu jako narzędzia polityki pieniężnej. Wskazują przy tym na zgodne z zamierzeniami EBC reakcje rynków finansowych, które potraktowały program jako rodzaj ubezpieczenia od zrealizowania się najgorszych scenariuszy dotyczących perspektyw unii monetarnej. Samo ogłoszenie programu, połączone z odpowiednią komunikacją EBC, okazało się więc jak dotąd wystarczające do znacznego złagodzenia zaburzeń na rynkach finansowych (odnotowano np. wyraźne obniżenie rentowości obligacji krajów peryferyjnych oraz spreadów CDS we wszystkich krajach strefy euro).
- Przykładem komunikacji banku centralnego z otoczeniem, która nie przyczyniła się do wzrostu przewidywalności polityki pieniężnej banku, są komunikaty Fed o możliwym ograniczeniu skali luzowania ilościowego (ang. *QE tapering*). Stopniowa poprawa sytuacji makroekonomicznej w Stanach Zjednoczonych spowodowała, że od maja 2013 r. Fed sygnalizował możliwość obniżenia miesięcznego tempa zakupu aktywów w ramach tzw. QE3. Na kolejnych konferencjach prasowych sugerował, że

¹ W warunkach stóp procentowych obniżonych do poziomów najniższych w historii banki centralne największych gospodarek – Fed, Bank Anglii, EBC i Bank Japonii – sięgnęły po niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej, podejmując działania bezpośrednio zwiększające podaż płynnych rezerw w systemie bankowym, czyli tzw. luzowanie ilościowe polityki pieniężnej (Yellen, 2011; Joyce, 2011). Działania te przyjmowały różne formy: bezwarunkowych i warunkowych zakupów aktywów finansowych, wydłużania terminu zapadalności operacji refinansujących czy rozszerzania listy zabezpieczeń, pod których zastaw instytucje finansowe mogą zaciągać kredyty w banku centralnym. Różna była też skala luzowania ilościowego w poszczególnych gospodarkach.

² We wrześniu 2012 r. Fed ogłosił uruchomienie kolejnego programu luzowania ilościowego, tzw. QE3, który w przeciwieństwie do wcześniejszych programów nie miał ustalonej docelowej wielkości ani terminu zakończenia, lecz jedynie miesięczne kwoty zakupu aktywów (85 mld USD).

może to nastąpić jeszcze w 2013 r.² Uczestnicy rynków – wobec napływu lepszych, niż oczekiwano, danych z gospodarki amerykańskiej oraz braku bardziej precyzyjnych sygnałów ze strony Fed – uznali, że ograniczenie skali zakupu aktywów może nastąpić już we wrześniu 2013 r. i uwzględnili to w swoich wycenach aktywów. Sama komunikacja Fed dotycząca *QE tapering* wpłynęła zatem na ceny aktywów, choć decyzja o faktycznym ograniczeniu skali zakupu aktywów przez amerykański bank centralny została podjęta dopiero w grudniu 2013 r.

Jak wynika z powyższego przeglądu, narzędzia komunikacji z otoczeniem stosowane przez banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego podlegały konwergencji, jednak nadal istnieją pod tym względem pewne różnice między bankami. Wydaje się, że najważniejsze z nich dotyczą obecnie zakresu ujawnianych informacji na temat zróżnicowania poglądów członków organu decyzyjnego (zwłaszcza w kontekście szczegółowości *minutes* i wyników głosowań) oraz komunikowania zamiarów banku odnośnie do polityki pieniężnej (publikacja ścieżki stóp procentowych, stosowanie *forward guidance*).

2.2. Uwzględnienie czynników związanych ze stabilnością systemu finansowego w polityce pieniężnej

Globalny kryzys finansowy doprowadził do wzrostu roli, jaką ekonomiści oraz banki centralne, w tym realizujące strategię celu inflacyjnego, przypisują stabilności finansowej jako uwarunkowaniu polityki pieniężnej¹³. Dotyczy to w szczególności weryfikacji niektórych argumentów z debaty między zwolennikami tzw. podejścia *mop up after* i *leaning against the wind*.

2.2.1. Dyskusja na temat postulowanej roli cen aktywów w polityce pieniężnej

Przed kryzysem przeważał pogląd, że banki centralne nie powinny reagować na wzrost cen aktywów w większym stopniu, niż wynika to z ich wpływu na inflację i lukę popytową. Natomiast w razie pęknięcia bąbla spekulacyjnego na rynkach aktywów władze monetarne powinny zachować się jak zarządzający ryzykiem, który reaguje na rzadkie wydarzenia, i dokonać znacznej akomodacji polityki pieniężnej w celu ograniczenia recesji. Ta asymetryczna reakcja na ceny aktywów zwana była strategią *mop up after* lub konsensusem z Jackson Hole¹⁴. Do jej głównych zwolenników należeli przede wszystkim przedstawiciele Fed oraz część środowiska akademickiego.

¹³ Kryzys finansowy sprawił, że stabilność finansowa nabrała dla banków centralnych większego znaczenia, nie tylko w polityce pieniężnej. Więcej na temat zwiększonej odpowiedzialności banków centralnych za stabilność finansową można znaleźć w BIS (2011).

¹⁴ Nazwa konsensus z Jackson Hole przyjęła się ze względu na fakt, że podejście *mop up after* było kilkakrotnie postulowane na corocznym spotkaniu ekonomistów i przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole (Blinder, Reis, 2005; Greenspan, 2002,2005; Mishkin, 2007c).

Zwolennicy podejścia *mop up after* argumentowali, że:

- Stosowanie strategii celu inflacyjnego, nakierowanej na stabilizowanie inflacji i luki popytowej, zmniejsza premię za ryzyko i przyczynia się – a zdaniem niektórych autorów prowadzi – do stabilności systemu finansowego (Schwartz, 1995).
- Narzędzie banku centralnego – krótkoterminowa stopa procentowa – jest nieskuteczne w hamowaniu wzrostu cen aktywów i powstawania bąbli cenowych. Długotrwałemu wzrostowi cen aktywów zazwyczaj towarzyszy zwiększone przekonanie inwestorów/gospodarstw domowych o ich dalszych wzrostach. W tych warunkach podniesienie stóp procentowych przez bank centralny może nie przynieść oczekiwanych efektów. W tym kontekście przywoływane są przykłady podwyżek krótkoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1989, 1994 i 1999–2000, które miały najwyżej słaby wpływ na zahamowanie wzrostu cen akcji (Greenspan, 2002), oraz przykład gospodarki Japonii w latach 80. XX w., gdzie wzrost stóp nie powstrzymał wzrostu cen aktywów (Posen, 2011).
- Bank centralny ma bezpośredni wpływ jedynie na krótkoterminową stopę procentową, podczas gdy dla kształtowania cen aktywów dużo większe znaczenie ma stopa długoterminowa. Dlatego globalizacja i możliwe globalne nierównowagi mogą znacznie ograniczyć możliwość oddziaływania banku centralnego na ceny aktywów (Caballero, 2006).
- Silne zaostrzenie polityki pieniężnej, nakierowane na ograniczenie wzrostu cen aktywów, z dużym prawdopodobieństwem doprowadzi do poważnej recesji. Assenmacher-Wesche i Gerlach (2008) szacują, że stosunek pomiędzy reakcją produkcji i reakcją cen aktywów na wstrząs stopy procentowej (zdefiniowany jako wzrost stopy procentowej o 25 pkt bazowych) wynosi od 3 do 1. Wynika z tego, że stłumienie bańki na rynku cen aktywów może pociągnąć za sobą znaczny spadek PKB.
- Jeśli bank centralny zbyt późno zdecyduje się na przekłucie bąbla, to ze względu na opóźnienia w transmisji polityki pieniężnej może się okazać, że zaostrzenie polityki pieniężnej będzie dodatkowo hamowało wzrost gospodarczy w czasie spowolnienia (Kohn, 2006).
- Banki centralne nie mają przewagi informacyjnej nad innymi uczestnikami rynku umożliwiającej zidentyfikowanie bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów. Spostrzeżenie to dotyczy w szczególności wczesnej fazy powstawania bąbli, kiedy wzrosty cen aktywów mogą być tłumaczone czynnikami fundamentalnymi (wzrost produktywności, liberalizacja systemu finansowego, oczekiwania wyższych zysków w przyszłości). Przykładowo Frait i Komarek (2006) twierdzili, że realny wzrost cen nieruchomości w Czechach, na Węgrzech, w Polsce i na Słowacji wynikał z wcześniejszego ich niedowartościowania i ryzyko bąbli cenowych na rynku nieruchomości było niewielkie.
- Polityka pieniężna jest skutecznym narzędziem łagodzenia skutków pęknięcia bąbli cenowych. Potwierdzają to załamania na giełdach w Stanach Zjednoczonych w 1987 r. i w latach 2000–2002 (Blinder, Reis 2005; Evanoff et al., 2012).

W literaturze strategia *mop up after* poddawana była jednak krytyce, głównie przez ekonomistów związanych z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), którzy **optowali za**

tw. podejściem *leaning against the wind*. Panowała wprawdzie zgoda co do tego, że bank centralny nie powinien stabilizować cen aktywów na określonym poziomie, a po ewentualnym pęknięciu bańki powinien dostarczać płynność, by zapobiec załamaniu systemu finansowego i recesji (Issing, 2011). Zwolennicy *leaning against the wind* uważali jednak, że bank centralny powinien reagować na wzrost cen aktywów bardziej, niż wynika to z jego wpływu na presję inflacyjną i popytową, oraz powinien uwzględniać szersze uwarunkowania stabilności systemu finansowego, w szczególności wielkość akcji kredytowej. Argumentowali, że:

- **Bank centralny** zamiast dążyć do przekłucia bąbla cenowego (mogłoby się to okazać kosztowne, a pozytywne efekty takiego działania – niepewne) **może zaostrzać politykę pieniężną w celu ograniczenia powstających nierównowag** (nadmierny wzrost cen aktywów, akcji kredytowej czy agregatów monetarnych). Taka interwencja stanowi swego rodzaju **wykupienie ubezpieczenia przez bank centralny**. Zdaniem zwolenników dodatkowej interwencji jej czas i skala powinny zależeć od wielu czynników, przede wszystkim od: **kondycji sektora finansowego** (wielkości akcji kredytowej, odporności banków na szoki), **instytucji rynku finansowego** (regulacji i nadzoru), **sprawności działania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej**, **prawdopodobnego źródła wzrostu cen aktywów**, **prawdopodobieństwa pęknięcia bąbla cenowego w najbliższym czasie**.
- **Skupianie się na stabilności inflacji jedynie w krótkim okresie w warunkach dobrze zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych może pomijać zagrożenie dla stabilności cen i wzrostu gospodarczego w średnim i długim okresie.** Zagrożenie to może być związane w szczególności z nierównowagami w systemie finansowym i na rynkach aktywów (Borio, Lowe, 2002).
- **Utrzymywanie zbyt niskich stóp procentowych przez długi czas może powodować, że instytucje finansowe będą lokować kapitał w ryzykowne aktywa** w celu osiągnięcia wysokich stóp zwrotu oczekiwanych przez akcjonariuszy. Ilustracją tego procesu był wzrost skali spekulacji *carry trade* (Sławiński, 2009).
- **Zmiany wielkości kredytów i agregatów monetarnych** umożliwiają identyfikację „bardziej szkodliwych” wzrostów cen aktywów (Issing, Borio, Lowe 2004; Detken, Smets 2004). Ze względu na swoją asymetryczną naturę **strategia *mop up after* prowadzi do powstania pokusy nadużycia** (ang. *moral hazard*), ponieważ ogranicza oczekiwane straty inwestorów/gospodarstw domowych ze spekulacji na dalszy wzrost cen aktywów (*implicite* opcja *put* na ceny aktywów). Dlatego nawet jeśli początkowo *mop up after* działa, to właśnie przez pokusę nadużycia może tworzyć grunt dla większego kryzysu w przyszłości (Issing, 2011).

Kryzys finansowy zweryfikował część poglądów dotyczących uwzględniania w decyzjach banku centralnego czynników związanych ze stabilnością systemu finansowego i cenami aktywów. Okazało się, że podejście *mop up after* nie tylko nie wystarcza do zapewnienia stabilności finansowej i gospodarczej, ale wręcz zwiększa ryzyko niestabilności *ex ante*. Opinię taką wyraził MFW (IMF, 2009), a także m.in. Bernanke (2010) – wcześniej jeden z głównych zwolenników tego podejścia. W szczególności kryzys pokazał, że:

1. **Stabilność cen nie gwarantuje stabilności systemu finansowego. W szczególności, koncentrowanie się na stabilności cen w krótkim i średnim okresie może prowa-**

dzić do ich destabilizacji w dłuższym okresie. Skoncentrowanie się władz monetarnych na inflacji i luce popytowej może doprowadzić – przez umożliwienie znacznej ekspansji kredytowej – do narastania ryzyk w systemie finansowym (IMF, 2009). Wskazuje się, że istnieje *trade off* pomiędzy stabilnością systemu finansowego w średnim okresie a krótkoterminową stabilnością produktu i inflacji (Issing, 2011; King, 2013).

Zdaniem Borio (2012) cykle finansowe są wyznaczone przez interakcje między akcją kredytową a cenami nieruchomości, a wykorzystanie ich jako wskaźników wczesnego ostrzeżenia może być przydatne w przewidywaniu kryzysów finansowych. Długotrwałość i amplituda cyklu finansowego zależą od reżimu finansowego i monetarnego oraz od strukturalnych cech realnej sfery gospodarki. Istnienie cykli finansowych wskazuje także na różnicę pomiędzy dwoma sposobami rozumienia produktu potencjalnego: (1) niepowodującego inflacji oraz (2) związanego z trwałym wzrostem.

2. Akomodacyjna polityka pieniężna po pęknięciu bąbla (czemu towarzyszy kryzys w systemie finansowym) w niektórych przypadkach tworzy ryzyko narastania nierównowagi makroekonomicznej w przyszłości. Obserwacja ta przeczy jednemu z głównych argumentów zwolenników podejścia *mop up after*, opartemu na skutecznym złagodzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych po krachach na rynkach akcji w 1987 r. i w latach 2000–2002. Doświadczenia te wskazywały, że dzięki akomodacyjnej polityce pieniężnej pęknięcie bąbla na rynkach aktywów nie ma poważnych konsekwencji dla realnego sektora gospodarki. Kryzys finansowy z 2008 r. dowiódł jednak, że nie jest to regułą.

3. Nadmiernie długie utrzymywanie zbyt niskich stóp procentowych – szczególnie gdy nie towarzyszy mu odpowiednia polityka makroostrożnościowa – może powodować silny wzrost cen aktywów i zwiększać ryzyko kryzysu finansowego. Bordo i Landon-Lane (2012) na przykładzie 18 krajów OECD dla danych z lat 1920–2011 pokazują, że łagodna polityka pieniężna pozytywnie oddziaływała na wzrost cen aktywów, po którym następował ich drastyczny spadek. Wynik taki otrzymano dla wielu aktywów, specyfikacji modelu czy zmiennych kontrolnych. Podobnie Ahrend et al. (2008) znaleźli związek pomiędzy negatywnymi odchyleniami stóp procentowych a kilkoma miarami euforii na rynku nieruchomości. Na zależność między luźną polityką pieniężną a boomami na rynku akcji i surowców wskazywali też Assenmacher-Weshe i Gerlach (2008), Caruana (2013), Anzuini et al. (2010) oraz Taylor (2007, 2009).

4. Gospodarka globalna jest silniej zintegrowana, niż oceniano przed kryzysem. W rezultacie transmisję krajowej polityki pieniężnej na gospodarkę ograniczają skutki przepływów kapitału. W ostatnich kilkunastu latach przepływy kapitału doprowadziły do silnego wzrostu globalnych nierównowag makroekonomicznych. Znaczny napływ oszczędności z gospodarek wschodzących na rynki aktywów, głównie Stanów Zjednoczonych, związany z utrzymywaniem sztywnego kursu walutowego wobec dolara amerykańskiego, przez wiele lat przyczyniał się do utrzymywania niskich długoterminowych stóp procentowych w krajach rozwiniętych (Caballero, 2006).

Ponadto mimo rosnącego znaczenia krajów wschodzących w gospodarce światowej i propagowanej w 2007 r. hipotezy o *decouplingu* (tj. oczekiwania, że rynki wschodzące znacznie uniezależniły się od koniunktury w krajach rozwiniętych) gospodarki wschodzące zostały dotknięte przez kryzys finansowy dużo bardziej, niż się spodziewano (Subbarao, 2013).

Jednocześnie po kryzysie silnie akomodacyjna polityka pieniężna i związana z nią globalna płynność wpływają na wzrost akcji kredytowej i cen aktywów w gospodar-

kach wschodzących. Empiryczne dowody na zależność pomiędzy globalną płynnością a sytuacją w gospodarkach wschodzących znajdują potwierdzenie w badaniach: Becker, Ivashina (2013), Ioannidou et al. (2009) oraz Maddaloni i Peydró (2010).

Część argumentów zwolenników strategii *mop up after* nie została jednak empirycznie negatywnie zweryfikowana. Nadal istnieją duże wątpliwości co do tego, czy krótkoterminowa stopa procentowa jest optymalnym lub w ogóle skutecznym narzędziem przeciwdziałania powstawaniu błędów cenowych i nierównowag w systemie finansowym oraz czy koszt jej użycia nie przewyższałby w danych okolicznościach korzyści z tego płynących. Dotyczy to w szczególności małych otwartych gospodarek, które są wrażliwe na przepływy kapitału finansowego. W takiej sytuacji zaostrzenie polityki pieniężnej zachęca do dalszego napływu kapitału (Brzoza-Brzezina et al., 2010). Dlatego **istotnym postulatem wynikającym z kryzysu finansowego jest – oprócz silniejszego uwzględniania stabilności systemu finansowego i cen aktywów w decyzjach banków centralnych – wykorzystanie dodatkowych narzędzi w ramach tzw. polityki makroostrożnościowej, a także narzędzi kontroli przepływów kapitału.**

Polityka makroostrożnościowa miałaby uzupełniać dotychczas stosowaną politykę mikroostrożnościową o nadzorowanie i regulowanie stabilności całego systemu finansowego, a nie tylko jego poszczególnych instytucji. Obecnie proponuje się wiele narzędzi i wskaźników, które można stosować, prowadząc politykę makroostrożnościową, np. kontrolowanie akcji kredytowej za pomocą takich wskaźników, jak relacja wartości kredytu do wartości aktywów (ang. *loan-to-value*, LTV) czy wartości raty kredytu do wartości dochodów (ang. *debt-to-income*, DTI), zmienny w czasie współczynnik kapitału ważonego ryzykiem, wskaźniki płynności, zabezpieczenia kapitałowe na rynkach finansowych (ang. *stock market margin requirements*) lub rezerwa obowiązkowa (IMF, 2013b; Evanoff et al., 2012). Wiele z tych narzędzi stosowano już wcześniej, choć nie do realizacji celów polityki makroostrożnościowej, lecz polityki mikroostrożnościowej lub pieniężnej.

Polityka makroostrożnościowa jest rozwiązaniem, które nie zostało jeszcze dostatecznie zweryfikowane empirycznie. Dotychczasowe doświadczenia obejmują krótką historię jej stosowania w Brazylii, Bułgarii, Hiszpanii, Hongkongu, Izraelu, Korei Południowej, Peru, Polsce, Stanach Zjednoczonych, Turcji oraz niektórych krajach Ameryki Łacińskiej (IMF, 2013b). Wnioski z tych doświadczeń są niejednoznaczne. W literaturze często przywołuje się przykład Korei Południowej (ramka 3.11). Świadczy on, że ograniczenie dźwigni na instrumentach pochodnych na kurs walutowy¹⁵ przynosi korzystne efekty oraz że wprowadzenie podatku od utrzymywania zobowiązań w walutach obcych wobec banków zagranicznych (ang. *levy on non-core liabilities*) pomogło ograniczyć wahania napływu kapitału do Korei pod wpływem zmian warunków globalnych¹⁶ (Bruno, Shin, 2013). Jednocześnie zwraca się jednak uwagę na przykład Hiszpanii, gdzie antycykliczna polityka makroostrożnościowa nie zapobiegła nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej i boomowi budowlanemu (Rajan, 2013).

Wobec braku jasności co do tego, które narzędzia makroostrożnościowe powinny być stosowane, czy będą one skuteczne (ryzyko arbitrażu regulacyjnego) oraz jaki będzie ich efekt

¹⁵ W tym swapy walutowe i kontrakty terminowe na walutę.

¹⁶ W części empirycznej artykułu brane są pod uwagę wskaźniki finansowe: podaż dolarów amerykańskich poza Stanami Zjednoczonymi dostarczana przez banki międzynarodowe (ang. *the net interoffice assets of foreign banks in the US*) oraz wskaźniki związane ze zmiennością na rynkach finansowych wyrażaną w indeksie VIX.

(brak doświadczeń), przyjmuje się, że **polityka krótkoterminowych stóp procentowych banków centralnych powinna uwzględniać co najmniej średniookresowe konsekwencje zmian cen aktywów i stabilności systemu finansowego dla gospodarki** (Bean, 2013; Caruana, 2013)¹⁷.

Powyższy postulat może się jednak wydawać trudny do spełnienia w obecnych warunkach, ponieważ banki centralne w gospodarkach rozwiniętych prowadzą bardzo silnie akomodacyjną politykę pieniężną (tj. utrzymują stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera i prowadzą lub deklarują skup aktywów). W warunkach wysokiego poziomu zadłużenia publicznego, wysokiego bezrobocia, słabego popytu oraz potencjalnej destabilizacji rynków finansowych na skutek próby zaostrzenia polityki pieniężnej **perspektywa wykorzystywania krótkoterminowej stopy procentowej do hamowania wzrostu cen aktywów wydaje się obecnie odległa**.

Ramka 2.4. Interwencje banków centralnych na rynkach walutowych

W kontekście działań na rzecz zapewnienia stabilności finansowej i – szerzej – makroekonomicznej należy zwrócić również uwagę na nasilenie się w ostatnich latach dyskusji na temat pożądanego zakresu ingerencji władz w kształtowanie się kursów walutowych. Bodźcem do tej dyskusji był znaczny wzrost skali i zmienności napływów kapitału prywatnego do gospodarek wschodzących w okresie po kryzysie finansowym, przyczyniający się do silnych wahań ich kursów walutowych (BIS, 2013)¹. Pomimo ugruntowanej opinii o pozytywnym wpływie płynnego kursu walutowego na stabilność makroekonomiczną gospodarek wschodzących nadmierne wahania kursu walutowego mogą się przyczyniać do zwiększonej zmienności popytu i stanowić źródło ryzyka dla stabilności gospodarczej (Gadanez, Mehrotra, 2013). Chęć ograniczenia negatywnych konsekwencji silnych wahań kursów walutowych w ostatnich latach stanowiła argument za zwiększeniem wykorzystania interwencji na rynkach walutowych krajów wschodzących (BIS, 2013).

Ankieta przeprowadzona przez BIS (2013) wskazuje, że częstsze interwencje banków centralnych po kryzysie finansowym miały na celu głównie ograniczenie zmienności kursu walutowego, a nie jego utrzymanie na konkretnym poziomie. Należy zaznaczyć, że takie działania na rynku walutowym – przyczyniające się do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej – są spójne ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego realizowaną przez część banków centralnych w krajach rozwijających się.

¹ Wahania te były dodatkowo wzmocnione przez zajmowanie przez inwestorów pozycji spekulacyjnych na walutach.

Banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego stopniowo zmieniały podejście do kwestii stabilności finansowej. Początkowo w oficjalnych dokumentach większości banków brakowało informacji na temat tego, jaką rolę w ich polityce pieniężnej odgrywają ceny aktywów (ramka 2.5).

¹⁷ Nie ma także jednolitych rozwiązań dotyczących tego, kto ma być odpowiedzialny za prowadzenie tej polityki. W coraz większej liczbie krajów powstają obecnie instytucje odpowiedzialne za prowadzenie polityki makroostrożnościowej. W większości z nich dominującą rolę odgrywają w tym zakresie banki centralne.

Ramka 2.5. Różne podejścia do roli stabilności finansowej w polityce pieniężnej przed kryzysem

Przed kryzysem opinie poszczególnych banków na temat roli stabilności finansowej w prowadzonej przez nie polityce pieniężnej można było poznać tylko na podstawie wypowiedzi i publikacji ich przedstawicieli. Najczęściej zwracano w nich uwagę, że banki centralne monitorują sytuację na rynku finansowym i mieszkaniowym (np. Banki: Szwajcarii i Nowej Zelandii). Zaznaczano też, że w przypadku stwierdzenia zagrożenia stabilności systemu finansowego banki centralne mogą uwzględnić ceny aktywów przy ustalaniu wysokości stóp procentowych (Bank Czech).

Niektóre banki były przy tym skłonne przejściowo zaakceptować inflację poniżej celu, aby zahamować gwałtowny wzrost cen aktywów i ograniczyć ryzyko spadku inflacji znacznie poniżej celu w bardziej odległej przyszłości, po pęknięciu bańki (Bank Kanady, Bank Anglii). Część banków zwracała jednak uwagę, że identyfikacja baniek cenowych na rynku aktywów wymaga arbitralnych decyzji i może prowadzić do naruszenia wiarygodności banku centralnego realizującego strategię celu inflacyjnego (Bank Chile).

W wypowiedziach przedstawicieli banków centralnych pojawiły się również sugestie usprawnienia funkcjonowania strategii celu inflacyjnego przez pośrednie uwzględnienie w niej cen aktywów. Mogłoby to nastąpić np. przez wydłużenie horyzontu polityki pieniężnej (Bank Czech) lub dokonanie zmian w strukturze wskaźnika CPI, polegających na uwzględnieniu w nim cen domów (Bank Anglii)¹. Z kolei EBC twierdzi, że korzystanie z analizy monetarnej pozwala, dzięki jej długookresowemu horyzontowi, uwzględniać ceny aktywów przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej². Doświadczenia Irlandii i Hiszpanii pokazały jednak, jak płonne były nadzieje pokładane w analizie monetarnej EBC, która nie dość, że nie była uwzględniana w decyzjach, to jeszcze pomijała sytuację gospodarczą w poszczególnych krajach.

Jednocześnie przedstawiciele niektórych banków centralnych (np. Banku Szwajcarii) nadal podkreślali, że polityka pieniężna jest zbyt kosztownym narzędziem przywracania równowagi na rynku finansowym i znaczne dostosowania krótkoterminowych stóp procentowych – mające zapobiec dalszemu narastaniu bańki – mogą doprowadzić do istotnego spadku PKB. W związku z tym wskazywano na instrumenty makroostrożnościowe (np. regulacje kapitałowe) jako bardziej odpowiedni instrument służący ograniczeniu zmienności cen na rynku aktywów (Bank Australii)³.

¹ Należy zaznaczyć, że w niektórych z analizowanych banków centralnych stosowany wskaźnik CPI uwzględniał już ceny domów (w Australii, Nowej Zelandii, Islandii).

² Jednak według Adriana i Shina (2008a) użyteczność agregatów monetarnych zależy przede wszystkim od tego, w jakim zakresie model pośrednictwa finansowego opiera się na tradycyjnej bankowości. Jeśli np. w systemie finansowym dominują banki, które gromadzą depozyty i w ten sposób finansują akcję kredytową, to stopa wzrostu ich bilansów będzie ważną przesłanką dla władz monetarnych. Jeżeli natomiast zdecydowana większość kredytów jest sekurytyzowana i plasowana w formie papierów wartościowych na rynku kapitałowym, to pasywa banków komercyjnych nie będą adekwatną miarą podaży pieniądza ani dźwigni w sektorze finansowym.

³ Cecchetti et al. (2000) wskazywali jednak na ograniczenia tych instrumentów jako substytutu stóp procentowych.

Stopniowo kwestia stabilności finansowej, jako istotnego obszaru zainteresowań władz monetarnych, zaczęła znajdować odzwierciedlenie także w oficjalnych dokumentach banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego.

- Bank Szwecji w opublikowanym w czerwcu 2010 r. dokumencie opisującym główne elementy jego strategii polityki pieniężnej (*Monetary policy in Sweden 2010*) stwierdza, że przy podejmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych może uwzględniać ceny aktywów (ramka 3.9). Zaznacza jednak, że zapewnienie stabilności na rynkach aktywów to przede wszystkim zadanie polityki regulacyjnej i nadzorczej, a polityka pieniężna pod tym względem odgrywa rolę uzupełniającą.
- Z kolei Bank Australii opublikował we wrześniu 2010 r. zaktualizowaną wersję dokumentu *Statement on the conduct of monetary policy* (jego poprzednia wersja ukazała się w grudniu 2007 r.), do której dodano część dotyczącą stabilności finansowej. Stwierdza się w niej, że stabilność finansowa jest długoterminowym zadaniem Banku, który dąży do jego realizacji bez naruszania podstawowego celu swojej działalności, tj. utrzymania stabilnego poziomu cen. Jednocześnie podkreśla się, że odpowiedzialność Banku za stabilność systemu finansowego nie oznacza gwarantowania przez niego wypłacalności instytucji finansowych.
- Europejski Bank Centralny w opublikowanej w 2011 r. aktualizacji *Monetary policy of the ECB* dodał podrozdział *Monetary policy, financial stability and asset prices*, odnoszący się do roli stabilności finansowej w polityce pieniężnej. Przedstawia w nim opinię, że w przypadku powstawania bąbli cenowych na rynkach aktywów banki centralne w procesie podejmowania decyzji powinny brać pod uwagę długoterminowe konsekwencje dla stabilności cen wynikające z nierównowag w systemie finansowym. Oznacza to konieczność przeciwdziałania narastaniu takich nierównowag, nawet kosztem krótkoterminowego odchylenia się inflacji od celu bardziej, niż miałyby to miejsce, gdyby zignorowano nierównowagi w systemie finansowym.
- Bank Turcji w opracowaniu *Monetary policy under global imbalances* podkreśla znaczenie stabilności finansowej dla stabilności makroekonomicznej oraz stabilności cen w średnim i długim okresie. Konsekwencją tego jest – przy utrzymaniu strategii celu inflacyjnego – wprowadzenie od połowy 2010 r. dwóch pośrednich celów polityki pieniężnej: przeciwdziałania krótkoterminowym napływom kapitału oraz hamowania wzrostu krajowej akcji kredytowej.
- Z kolei znowelizowana Ustawa o Banku Korei (*Bank of Korea Act*), która weszła w życie w grudniu 2011 r., przewiduje, że przy realizacji podstawowego celu, tj. działania na rzecz rozwoju gospodarczego przez zapewnienie stabilności cen, Bank Korei będzie uwzględniać stabilność finansową („Bank Korei w implementacji polityki pieniężnej powinien brać pod uwagę stabilność finansową”).

Jak wynika z powyższego przeglądu, globalny kryzys finansowy zmienił podejście banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego do kwestii stabilności finansowej. Powszechna stała się wśród nich świadomość, jak **szkodliwe dla stabilności makroekonomicznej w dłuższym okresie może być ignorowanie czynników związanych z sektorem finansowym**. Poglądy poszczególnych banków centralnych w tej kwestii i zastosowane przez nie rozwiązania zależą od ich doświadczeń oraz uwarunkowań, w jakich funkcjonują.

Należy zaznaczyć, że – zgodnie z deklaracjami banków – wszystkie wprowadzone ostatnio w tym zakresie rozwiązania mieszczą się w ramach strategii celu inflacyjnego, nie naruszając jej istoty.

W warunkach bardzo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej obecnie przez główne banki centralne na świecie i dość powszechnej liberalizacji przepływów kapitałowych próby ograniczania ryzyka dla systemu finansowego przez krajową politykę pieniężną w małej gospodarce otwartej są bardzo ograniczone. Ograniczenia te wynikają z uwarunkowań zewnętrznych, przede wszystkim z globalnych warunków monetarnych.

Rozdział 3

Wybrane przykłady modyfikacji strategii celu inflacyjnego



Wybrane przykłady modyfikacji strategii celu inflacyjnego

Poniżej zaprezentowano przykłady modyfikacji strategii celu inflacyjnego w 7 bankach centralnych. Przykłady te pokazują, jak zmiana określonych elementów strategii wpłynęła na prowadzenie polityki pieniężnej. Omówiono także przypadki 2 krajów, w których nastąpiło załamanie systemu bankowego. Choć oficjalnie wciąż prowadzą politykę pieniężną w ramach strategii celu inflacyjnego, to przynajmniej przejściowo znacznie więcej uwagi poświęcają innym celom.

Analizowane przypadki można pogrupować w następujące kategorie:

- Wprowadzenie do strategii celu inflacyjnego celów operacyjnych:
 - wprowadzenie wartości referencyjnej dla dynamiki M3 (strefa euro)¹,
 - prowadzenie polityki pieniężnej za pomocą MCI (Nowa Zelandia).

- Wprowadzenie do strategii dodatkowych celów polityki pieniężnej:
 - celu kursowego (Węgry),
 - przeciwdziałania nadmiernemu napływowi kapitału krótkoterminowego i ograniczania akcji kredytowej (Turcja).

- Zmiana definicji celu inflacyjnego:
 - wprowadzenie celu w postaci inflacji bazowej oraz wprowadzenie zestawu „wyjątków”, czyli czynników, których wystąpienie mogło uzasadniać odchylenie inflacji od celu (Czechy),
 - usunięcie z definicji celu inflacyjnego przedziału odchyień od celu (Szwecja),
 - wielokrotne zmiany definicji celu inflacyjnego – m.in. jego poziomu oraz horyzontu celu (Korea).

- Zmniejszenie znaczenia celu inflacyjnego na rzecz innego celu:
 - nominalnego PKB (Wielka Brytania),
 - *leaning against the wind* i stabilizacja kursu walutowego (Islandia).

Część zastosowanych modyfikacji okazała się neutralna z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej, np. usunięcie z definicji celu inflacyjnego przedziału odchyień od celu. Większość prowadziła jednak do powstawania pewnych niespójności, przynajmniej w warstwie komunikacyjnej. Dotyczy to zwłaszcza przypadków wprowadzania celów operacyjnych oraz dodatkowych celów polityki pieniężnej (np. ustalenie wartości referencyjnej dla dynamiki M3, realizacja równoczesnego celu kursowego).

Dodawanie celów operacyjnych (mających służyć realizacji celu głównego, czyli celu inflacyjnego) może rodzić wyzwania dla banku centralnego, ponieważ cele te mogą okazać się niespójne z celem nadrzędnym (stabilności cen). Z kolei próby rozszerzania celów polityki pieniężnej mogą być źródłem napięć, jeżeli między celami zajdzie konflikt, wymuszający na banku centralnym rezygnację z realizacji jednego z nich. W obu przypadkach skutkiem może

¹ W niniejszej analizie uwzględniono przykład EBC, choć nie nazywa on swojej strategii *explicit* strategią celu inflacyjnego.

być zmniejszenie zdolności banku do wpływania na gospodarkę. Wskazuje to na konieczność zachowania dużej ostrożności przy modyfikowaniu strategii celu inflacyjnego, w szczególności jeżeli polega ono na ograniczeniu jej elastyczności.

Z kolei przykłady banków, które zdecydowały się – przynajmniej czasowo – znacznie więcej uwagi poświęcić realizacji innych celów niż cel inflacyjny, pokazują, że nie wiązało się to dla nich z koniecznością oficjalnego porzucenia strategii celu inflacyjnego. Wynika to ze znacznej elastyczności tej strategii, umożliwiającej wyjaśnienie przyczyn niereagowania na odchylenia inflacji od celu.

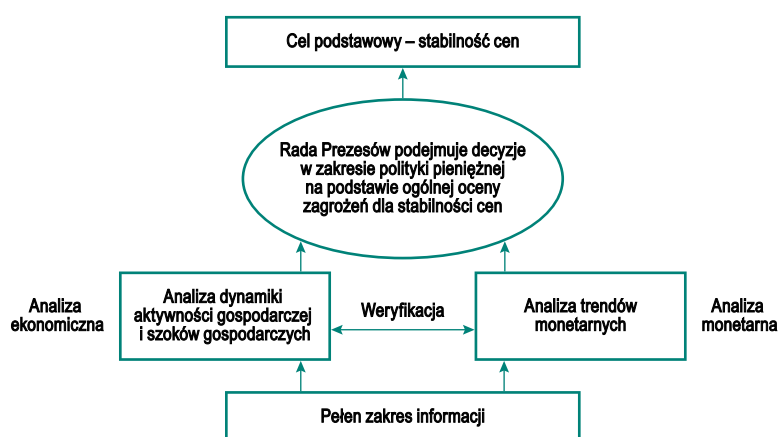
3.1. Strefa euro – równoczesna wartość referencyjna dla dynamiki M3

Europejski Bank Centralny deklaruje, że jego strategia polityki pieniężnej opiera się na dwóch filarach analizy ryzyka dla stabilności cen: analizie ekonomicznej i monetarnej. W odniesieniu do analizy monetarnej – która podlegała ewolucji – wciąż ma zastosowanie wartość referencyjna dla dynamiki agregatu M3, choć w praktyce od 2003 r. EBC zmarginalizował jej rolę w polityce pieniężnej. Uwzględnienie w strategii analizy monetarnej nie jest typowym elementem strategii celu inflacyjnego.

3.1.1. Strategia polityki pieniężnej EBC

Zgodnie z Traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) głównym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen. Równocześnie – bez uszczerbku dla stabilności cen – EBC powinien wspierać ogólną politykę gospodarczą w UE².

Schemat 3.1. Strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie ECB (2011).

Strategia polityki pieniężnej EBC obejmuje dwa elementy – ilościową definicję stabilności cen³ oraz dwie płaszczyzny analizy ryzyka dla stabilności cen (schemat 1.1). **Europejski Bank Centralny ocenia ryzyko dla stabilności cen na podstawie analizy ekonomicznej oraz analizy monetarnej.** Analiza ekonomiczna koncentruje się na ocenie czynników wpływających na kształtowanie się cen w krótkim i średnim okresie, ze szczególnym uwzględnieniem aktywności w sferze realnej gospodarki. Z kolei analiza monetarna odwołuje się do długo-

² W TFUE stabilność cen definiuje się jako główny cel Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), który obejmuje EBC oraz banki centralne wszystkich krajów członkowskich UE. Dla przejrzystości wywodu w tym podrozdziale zapisy traktatowe postanowiono jednak odnieść do EBC.

³ Ilościowa definicja stabilności cen jako element strategii polityki pieniężnej EBC została po raz pierwszy określona przez Radę Prezesów EBC w 1998 r. jako roczny wzrost zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) dla strefy euro poniżej 2% w średnim okresie (ECB, 1998a). W 2003 r. Rada Prezesów, po dokonaniu oceny strategii EBC, potwierdziła ilościową definicję stabilności cen, doprecyzowując jednocześnie, że będzie dążyć do utrzymania inflacji poniżej, lecz blisko 2%. Europejski Bank Centralny chciał w ten sposób zapewnić, że zobowiązuje się do utrzymania marginesu bezpieczeństwa chroniącego przed deflacją (ECB, 2003a).

okresowej relacji między tempem wzrostu podaży pieniądza a inflacją. Europejski Bank Centralny traktuje obie analizy jako wzajemnie się uzupełniające (ECB, 2004; ECB, 2011).

Jak zasygnalizowano, strategia EBC odwołuje się do większości elementów charakterystycznych dla strategii celu inflacyjnego, tj. uznaje stabilność cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej i podaje jego kwantyfikację, a także kładzie nacisk na przejrzystość komunikacji z otoczeniem. Mimo to strategia ta różni się nieco od strategii celu inflacyjnego (ramka 3.1). **Zasadniczą cechą, która odróżnia strategię EBC od *fully-fledged inflation targeting*, jest właśnie szczególna rola pieniądza, która wynika z uwzględniania w strategii analizy monetarnej.** Zgodnie ze swoją strategią EBC nadaje szczególną wagę analizie podaży pieniądza, jednak nie realizuje strategii kontroli agregatów monetarnych⁴.

3.1.2. Koncepcja wartości referencyjnej dla tempa wzrostu agregatu M3

W październiku 1998 r. Rada Prezesów EBC ogłosiła główne elementy strategii EBC, w tym (ECB, 1998a):

- ilościową definicję stabilności cen – nadrzędnego celu polityki pieniężnej (inflacja HICP poniżej 2%, a od 2003 r. poniżej, ale blisko 2% r/r);
- szczególną rolę pieniądza⁵, która miała się wyrażać:
 - określeniem wartości referencyjnej dla tempa wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego, spójnej z osiągnięciem celu nadrzędnego, czyli stabilności cen, oraz
 - regularnym analizowaniem tempa wzrostu podaży pieniądza w odniesieniu do wartości referencyjnej i publikowaniem wyników tej analizy w kontekście jej wpływu na decyzje dotyczące polityki pieniężnej;
- opartą na szerokim zestawie wskaźników ekonomicznych ocenę przyszłego kształtowania się cen.

W grudniu 1998 r. – zgodnie z zapowiedzią – Rada Prezesów EBC zdefiniowała zarówno wartość referencyjną, jak i agregat pieniężny, do którego dynamiki miała się ona odnosić. **Wartość referencyjna** została ustanowiona dla tempa wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego M3 na poziomie 4,5% r/r⁶. Jednocześnie EBC **zapowiedział**, że **co roku** będzie dokonywał weryfikacji wartości referencyjnej (1998b). W sumie przeprowadzono **cztery** takie weryfikacje, za każdym razem pozostawiając wartość referencyjną na poziomie 4,5% (ECB, 1999a, 2000a, 2001a, 2002a).

Europejski Bank Centralny – szczególnie w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro – starał się wyjaśniać swoją strategię. Było to odpowiedzią na duże zainteresowanie obserwatorów zewnętrznych nowo powstałym bankiem centralnym oraz reakcją na interpretację strategii EBC jako ukierunkowanej na osiągnięcie równocześnie dwóch celów – mone-

⁴ Szczególnie na początku funkcjonowania strefy euro komentowano, że EBC przyjął strategię kontroli tempa wzrostu podaży pieniądza, lecz nadał jej inną nazwę.

⁵ W niektórych opracowaniach EBC rolę tę tłumaczy się na język polski jako „pierwszoplanową” (ECB, 2008b). W niniejszym opracowaniu zdecydowano się jednak posłużyć przymiotnikiem „szczególna”, co wydaje się zasadne ze względu na podkreślaną przez EBC komplementarność obu filarów.

⁶ Przy ustalaniu wartości referencyjnej założono, że w średnim okresie roczna dynamika realnego PKB w strefie euro będzie się kształtowała w przedziale 2–2,5%, a szybkość obiegu pieniądza będzie spadać w tempie 0,5–1,0% w skali roku. Zdaniem EBC, aby zapewnić spójność tych założeń z ilościową definicją stabilności cen (inflacja poniżej 2,0%), wartość referencyjna dla dynamiki agregatu M3 powinna się kształtować na poziomie 4,5% (ECB, 1998b).

Ramka 3.1. Wybór strategii polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny

Sformułowanie strategii polityki pieniężnej EBC, w tym zaakcentowanie roli pieniądza, uzasadnia się szczególną sytuacją, w której znalazł się bank centralny obszaru walutowego tworzonego pod koniec lat 90. XX w. Europejski Bank Centralny miał możliwość samodzielnego zdefiniowania strategii, musiał jednak brać pod uwagę, że niepowodzenie w jej sformułowaniu wiązałoby się ze znacznymi stratami reputacji (Issing, 2006, 2008, 2009).

Europejski Bank Centralny rozważał przyjęcie jednej z 3 opcji: strategii kontroli podaży pieniądza, strategii celu inflacyjnego oraz nowego rozwiązania:

- Strategia **kontroli podaży pieniądza**, którą przed powstaniem strefy euro realizował cieszący się dużym **autorytetem Bundesbank** (ramka 1.1), została odrzucona w szczególności ze względu na fakt, że **warunkiem** jej skuteczności jest **stabilna relacja między** wybranym **agregatem pieniężnym a inflacją**. Istnienie tej relacji **nie było potwierdzone** w przypadku obszaru **nowej waluty** ze względu na **brak danych** m.in. o agregatach monetarnych lub inflacji dla całej strefy euro (Issing, 2008). Ponadto opierając się na doświadczeniach Bundesbanku, **obawiano się problemów** w obszarze **komunikacji**, które mogą się pojawić, kiedy bank centralny nie osiąga założonej dynamiki wybranego agregatu pieniężnego.
- Europejski Bank Centralny nie zdecydował się także na przyjęcie **strategii celu inflacyjnego** (w jej czystej postaci), która pod koniec lat 90. XX w. cieszyła się już dużą popularnością w krajach rozwiniętych. Wynikało to przede wszystkim z **obawy o skuteczność** tego typu strategii. Proces decyzyjny w bankach centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego w dużej mierze **opiera się bowiem na prognozach**. Po pierwsze, prognozy te niewystarczająco uwzględniały informacje płynące m.in. z analizy podaży pieniądza. Po drugie, ich **wiarygodność dla całej strefy euro** na etapie opracowywania procesu prognostycznego **mogła budzić wątpliwości** (Issing, 2009).

Europejski Bank Centralny, uznając strategię celu inflacyjnego za niekompletną i obawiając się problemów ze stosowaniem strategii kontroli agregatów pieniężnych, zdecydował się więc przyjąć nowe rozwiązanie, które w praktyce jest jednak bardzo podobne do strategii celu inflacyjnego.

tarnego i inflacyjnego. Szczególny nacisk EBC kładł na informowanie, że **stabilność cen w średnim okresie stanowi nadrzędny/jedyny cel polityki pieniężnej**, podczas gdy rolą analizy zarówno monetarnej, jak i ekonomicznej jest dostarczanie informacji potrzebnych w procesie decyzyjnym zorientowanym na osiągnięcie celu nadrzędnego (ECB, 2000b).

Na podstawie opracowań, wystąpień publicznych przedstawicieli EBC, a także oświadczeń wstępnych po posiedzeniu decyzyjnym Rady Prezesów EBC (ang. *introductory statement*) można wskazać następujące właściwości wartości referencyjnej wzrostu podaży pieniądza:

- **Wartości referencyjnej nadano definicję punktową**, a nie przedziałową. Swoją decyzję EBC uzasadniał tym, że określenie wartości referencyjnej w postaci przedziału mogłoby zostać błędnie zinterpretowane jako zobowiązanie do automatycznej zmiany

poziomu stóp procentowych wtedy, kiedy rzeczywista dynamika agregatu M3 wykroczyłaby poza granice przedziału (ECB, 1998b, 1999b).

- **Znaczne lub przedłużające się odchylenia** rzeczywistego tempa wzrostu podaży pieniądza od wartości referencyjnej **w normalnych warunkach miały sygnalizować ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie** (ECB, 1999b).
- **Wartość referencyjna ustanowiona została dla szerokiego, a nie wąskiego agregatu pieniężnego**, ponieważ w strefie euro szeroki agregat – w przeciwieństwie do wąskich miar pieniądza – wykazywał właściwości wyprzedzające dla kształtowania się poziomu cen (ECB, 1999b).
- **Wyniki analizy monetarnej** koncentrują się na kształtowaniu się agregatu M3 w relacji do wartości referencyjnej, jednak **obejmują również analizę kształtowania się innych miar pieniądza, składowych agregatu M3, a także agregatów kredytowych** (ECB, 1999b).

W maju 2003 r. Rada Prezesów EBC, po analizie realizowanej strategii polityki pieniężnej podjęła decyzję o pewnych jej modyfikacjach, które oprócz przeformułowania definicji stabilności cen⁷ dotyczyły także dwufilarowego podejścia do analizy ryzyka. Zmiany w analizie ryzyka przełożyły się na zmianę struktury *introductory statement*, w którym **zamieniono kolejność prezentacji wniosków z obu filarów**⁸. Od maja 2003 r. **najpierw** przedstawiane są wnioski z **analizy ekonomicznej**, ukierunkowanej na identyfikację zagrożeń dla stabilności cen w krótkim i średnim okresie, a następnie wnioski z **analizy monetarnej**, bazującej na długookresowej zależności między podażą pieniądza a cenami. **Analiza monetarna** stała się zatem deklarowaną **formą weryfikacji**, z perspektywy długookresowej, wniosków płynących z analizy ekonomicznej (ECB, 2003). Odnosząc się natomiast do wartości referencyjnej, Rada Prezesów **potwierdziła jej długookresowy charakter i postanowiła zaprzestać dokonywania jej rocznych weryfikacji**⁹.

Dokonane w maju 2003 r. modyfikacje były szeroko komentowane. W szczególności zmiany w strukturze oświadczenia wstępnego po posiedzeniu Rady Prezesów EBC odczytane zostały jako **wyraźne obniżenie rangi analizy monetarnej**. Z kolei **zaprzestanie rocznych weryfikacji** wartości referencyjnej uznano za wskazanie przez EBC, że **wartość referencyjna nie jest odrębnym celem** polityki pieniężnej. Ponadto zauważono **zmniejszenie znaczenia agregatu M3 w analizie, która objęła także ocenę kształtowania się innych zmiennych, w tym kredytu** (Gali et al. 2004; EC, 2008).

W kolejnych dokumentach odnoszących się bezpośrednio do strategii polityki pieniężnej EBC (*The monetary policy of the ECB* wydanym w 2004 r., a także w jego aktualizacji z 2011 r.) EBC podkreśla szczególną rolę pieniądza w swojej strategii polityki pieniężnej. W ocenie EBC **zależność między tempem wzrostu podaży pieniądza a inflacją w średnim i długim okresie pozwala na identyfikację trendów inflacyjnych w horyzoncie, którego nie**

⁷ Europejski Bank Centralny potwierdził, że dąży do utrzymania inflacji HICP w strefie euro poniżej 2% w średnim okresie, uściślając jednak, że ma się ona kształtować blisko 2% (ang. *close to, but below 2%*).

⁸ Od maja 2003 r. w oświadczeniach wstępnych po posiedzeniu decyzyjnym Rady Prezesów EBC przedstawiane są wnioski z analizy ekonomicznej i monetarnej. Nie stosuje się już określenia I i II filar.

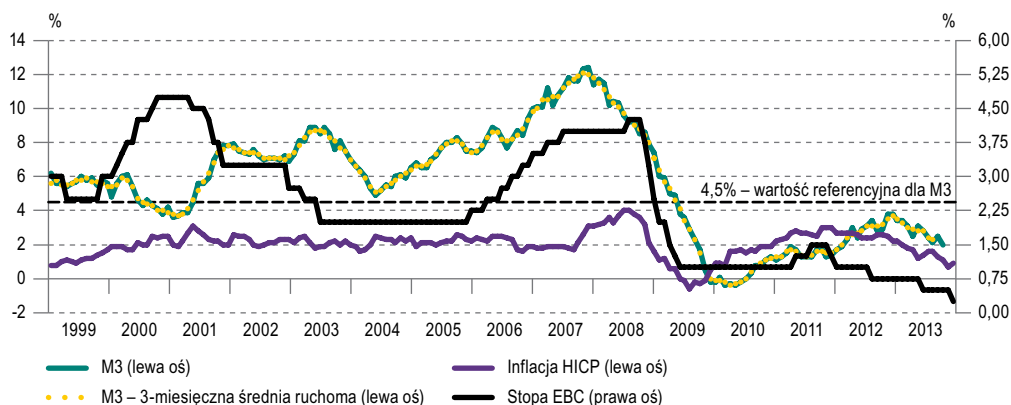
⁹ Zaznaczono jednak, że analiza założeń leżących u podstaw wartości referencyjnej będzie kontynuowana (ECB, 2003). Niemniej do tej pory EBC nie zdecydował się na jakąkolwiek zmianę w tej kwestii.

obejmują typowe projekcje inflacji. Równocześnie w 2011 r. EBC uwypuklił rolę analizy monetarnej w ocenie kondycji sektora finansowego¹⁰. W tym kontekście analiza monetarna może wspierać podejście *leaning against the wind* wobec nierównowag finansowych (ECB, 2011, rozdział 3).

3.1.3. Wartość referencyjna a stabilność cen w strefie euro

Europejski Bank Centralny jest skuteczny w realizacji założonego celu, tj. utrzymania stabilności cen w średnim okresie. W latach 1999–2013 średnia inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,0%, a więc była praktycznie zgodna z ilościową definicją stabilności cen. Jednocześnie dynamika M3 znacznie odbiegała od wartości referencyjnej (wykres 3.1). Choć kształtowanie się miar pieniądza ma umożliwić dostrzeżenie zagrożeń dla stabilności cen w dłuższej perspektywie, zdaniem niektórych ekonomistów przy prowadzeniu polityki pieniężnej wartość referencyjna dla M3 nie ułatwiała EBC uzasadniania bieżących decyzji (Ehrmann, Fratzscher, 2005; De Haan, Eijffinger, 2000; De Haan et al., 2005).

Wykres 3.1. Inflacja HICP i tempo wzrostu agregatu M3 na tle wartości referencyjnej w strefie euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

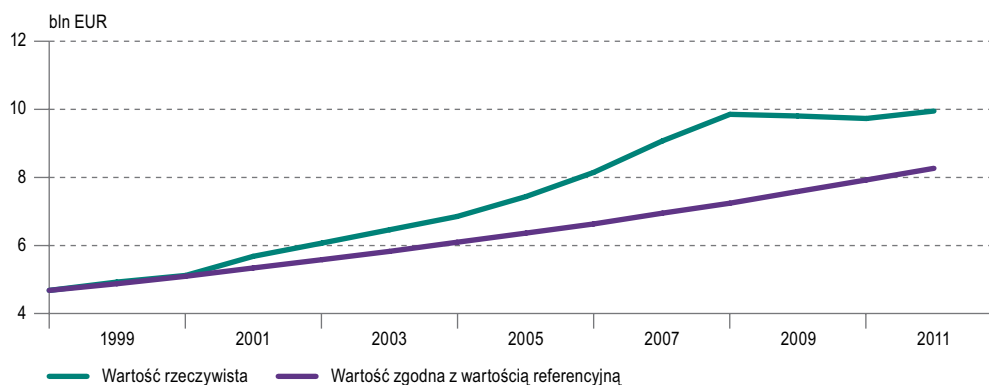
Przykładowo od momentu powstania strefy euro można wyróżnić okresy, w których wzrost M3 był trwale wyższy od wartości referencyjnej, natomiast inflacja pozostała zgodna z celem inflacyjnym. Z kolei okresy podwyższonej lub obniżonej inflacji w strefie euro wiązały się raczej z szokami zewnętrznymi (wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz globalny kryzys finansowy)¹¹:

¹⁰ Dodatkowo, w 2007 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała o rozpoczęciu projektu ukierunkowanego na pogłębienie analizy monetarnej. W opublikowanym w 2010 r. opracowaniu pt. *Enhancing monetary analysis* przedstawiono wnioski z badań EBC (ECB, 2010a). W podsumowaniu badań podkreślono, że analiza agregatów pieniężnych i kredytowych jest niezbędna do prowadzenia efektywnej polityki pieniężnej, a nadanie podaży pieniądza szczególnej roli w strategii polityki pieniężnej EBC było zasadne. Wniosek ten, zdaniem EBC, znajduje szczególne potwierdzenie w warunkach globalnego kryzysu finansowego.

¹¹ Niektórzy ekonomiści twierdzą, że wzrost cen surowców nie był niezależny od globalnych warunków monetarnych związanych z polityką pieniężną głównych banków centralnych.

- **Od powstania strefy euro do 2007 r.**, tj. przed wybuchem kryzysu, średnia **dynamika M3** w strefie euro wyniosła **7,2%**, a więc była **znacznie wyższa od wartości referencyjnej** (wykres 3.1). Równocześnie średnia inflacja HICP w tym okresie pozostawała stabilna i wyniosła **2,1%**. Mimo wyraźnej różnicy między rzeczywistym tempem wzrostu podaży pieniądza M3 a wartością referencyjną (w tym długimi okresami silnego wzrostu jego dynamiki) inflacja w strefie euro w tym okresie pozostawała zatem praktycznie zgodna z celem EBC.
- **W czasie kryzysu**, tj. w latach 2008–2013, **dynamika M3** obniżyła się i średnie tempo wzrostu tego agregatu wyniosło **3,4%**, a więc było niższe od wartości referencyjnej. **Średnia inflacja HICP utrzymała się** natomiast na poziomie **2%**, choć stała się znacznie bardziej zmienna – najpierw nastąpił jej silny wzrost (związany ze wzrostem cen surowców), a następnie spadek (związany z efektami bazy i skutkami globalnego kryzysu finansowego).

Wykres 3.2. Kształtowanie się agregatu M3 w strefie euro (poziom rzeczywisty a poziom zgodny z dynamiką wartości referencyjnej)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Na podstawie tej krótkiej analizy widać, że choć dynamika agregatu M3 od początku funkcjonowania strefy euro istotnie odbiegała od przyjętej wartości referencyjnej (zarówno przed kryzysem, jak i po jego wybuchu), EBC skutecznie stabilizował dynamikę HICP na poziomie 2%.

3.1.4. Szczególna rola pieniądza w strategii EBC a problemy w obszarze komunikacji

Nadanie pieniądza szczególnej roli, w tym przez ustanowienie wartości referencyjnej dla M3, od samego powstania strefy euro przysporzyło EBC problemów w obszarze komunikacji (Berger et al., 2006; De Grauwe, 2003, 2004). Największym problemem wydaje się brak spójnego przekazu ze strony EBC odnośnie do roli wartości referencyjnej w podejmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych¹².

¹² Ponadto, jak już zasygnalizowano, szczególnie w pierwszych latach swojego funkcjonowania EBC był zmuszony do podjęcia wielu działań ukierunkowanych na objaśnianie swojej strategii, gdyż część komentatorów zewnętrznych interpretowała ją jako pewną modyfikację strategii kontroli podaży pieniądza.

- Przykładowo, w listopadzie 2001 r. EBC zdecydował się na **obniżenie stóp** procentowych o **0,5 pkt proc.**, mimo że dynamika M3, która od początku 2001 r. systematycznie rosła, znalazła się **na poziomie najwyższym** od utworzenia strefy euro, **znacznie przekraczając wartość referencyjną (o 3,3 pkt proc.)**. **Decyzję o obniżce stóp** EBC uzasadniał malejącą presją inflacyjną, którą w szczególności **potwierdzała** ocena płynąca z **analizy ekonomicznej** (w tym niekorzystne perspektywy wzrostu realnego PKB w strefie euro w kontekście ogólnego osłabienia w gospodarce światowej). **Odnosząc się do analizy monetarnej, stwierdzono lakonicznie, że wnioski z niej płynące potwierdzają zasadność podjętej wówczas decyzji**¹³. Dodatkowo wskazano, że choć dynamika M3 przyspieszyła, jednak nie stanowi zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie, gdyż wynika z czynników przejściowych. Również w późniejszych okresach EBC podobnie interpretował utrzymywanie się dynamiki agregatu M3 powyżej wartości referencyjnej.
- W listopadzie 2007 r., kiedy wzrost M3 wyniósł 12,4%, a więc był rekordowo wysoki, **EBC pozostawił stopy procentowe** na niezmiennym poziomie. Również w tym przypadku Bank uznał, że silny wzrost podaży pieniądza i kredytu wynika z czynników przejściowych, choć tym razem zauważył ryzyko przyspieszenia dynamiki cen (ECB, 2007).

Przytoczone przykłady pokazują, że **EBC niekonsekwentnie interpretuje kształtowanie się dynamiki M3 na tle wartości referencyjnej**. Wydaje się, że w swoich decyzjach kieruje się przede wszystkim analizą ekonomiczną, a rola wartości referencyjnej dla M3 pozostaje niejasna. *Ex post* trudno oprzeć się wrażeniu, że mimo wielokrotnych deklaracji o wadze analizy monetarnej EBC – szczególnie przed kryzysem – ignorował ją w swoich decyzjach dotyczących polityki pieniężnej.

3.1.5. Analiza monetarna a identyfikacja nierównowag na rynkach aktywów

Jednym z argumentów za przeprowadzaniem analizy monetarnej, który **zdaniem EBC** nabrał szczególnego znaczenia w warunkach globalnego kryzysu finansowego, jest to, że pozwala ona na **identyfikowanie** narastania **nierównowag na rynkach aktywów**. Przytaczane w tym kontekście przez EBC wyniki badań wskazują, że **bankom na rynkach aktywów często towarzyszył (lub poprzedzał je) silny wzrost kredytu**. **Wnioski z analizy monetarnej mogą zatem ograniczyć ryzyko prowadzenia akomodacyjnej polityki pieniężnej, która sprzyjałaby narastaniu nierównowag na rynku aktywów**. Na tej podstawie EBC wyciąga wniosek o wyższości swoich nierealizowanych deklaracji nad strategią celu inflacyjnego, w szczególności nad restrykcyjną wersją strategii celu inflacyjnego (Issing, 2005; Stark, 2007).

Przyjmując, że banki centralne powinny obserwować sytuację na rynkach aktywów i komunikować, w jakim stopniu przekłada się ona na decyzje w obszarze polityki pieniężnej, zasadność wyznaczania i odwoływania się przez nie w tym kontekście do wartości referencyjnych dla tempa wzrostu agregatów monetarnych budzi wątpliwości (Aghion et al., 2008). OECD wskazuje, że co prawda załamania na rynkach aktywów często poprze-

¹³ „[...] while information relating to the first pillar was also judged consistent with today's decision.” (ECB, 2001b).

dzał silny wzrost podaży pieniądza, jednak nie następował on każdorazowo (OECD, 2007). Co więcej, zdaniem OECD, jeżeli bank centralny jest zaniepokojony narastaniem bańki na rynkach aktywów, to bardziej odpowiednie wydaje się podniesienie stóp procentowych i właściwe komunikowanie tej decyzji niż jedynie podkreślanie znaczenia podaży pieniądza (OECD, 2007).

Ramka 3.2. Działania EBC związane z kryzysem finansowym

Działania EBC podjęte w reakcji na kryzys w 2008 r. pokazują, że w ostatnich latach EBC wyszedł poza tradycyjny mandat utrzymania stabilności cen, zwiększając zakres swojej odpowiedzialności za stabilność makroekonomiczną, w tym za stabilność systemu finansowego. Z tego względu, choć nie jest to główny przedmiot zainteresowania w niniejszym opracowaniu, działania te zostaną krótko omówione.

Po pierwsze, EBC rozwinął funkcję **pożyczkodawcy ostatniej instancji** dla banków komercyjnych strefy euro.

- W październiku 2008 r. EBC wprowadził tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem (ang. *fixed-rate full allotment*). Tryb ten obowiązuje zarówno w podstawowych operacjach refinansujących (ang. *main refinancing operations*, MRO), jak i w dłuższych operacjach refinansujących, uruchomionych w odpowiedzi na potrzeby płynnościowe banków (ang. *long term refinancing operations*, LTRO). W ramach operacji LTRO początkowo EBC dostarczał płynności na 6 miesięcy, następnie na 12 miesięcy, a w grudniu 2011 r. i lutym 2012 r. na 36 miesięcy (na kwotę, odpowiednio, 529,5 mld EUR i 489,2 mld EUR).
- Europejski Bank Centralny **rozszerzył listę aktywów akceptowanych w operacjach kredytowych**, w szczególności obniżając próg minimalnego ratingu w stosunku do większości zabezpieczeń z poziomu A- do BBB- (ECB, 2008).

W wyniku tych działań banki komercyjne uzyskały nieograniczony dostęp do płynności banku centralnego (w zamian za przedłożenie aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenie), w tym również na dłuższy termin.

Po drugie, EBC rozwinął **funkcję kupca ostatniej instancji** poprzez programy **skupu aktywów** państw członkowskich.

- W maju 2010 r. EBC ogłosił program dotyczący rynków papierów wartościowych (ang. *Securities Markets Programme*, SMP), który przewidywał interwencje na rynkach dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro. Kwota skupionych papierów wartościowych wyniosła 156,3 mld EUR. W świetle traktatowego **zakazu bezpośredniego finansowania długów rządów** państw strefy euro przez EBC (art. 123 TFUE) w przypadku interwencji na rynku publicznym **zakupy** mogły być dokonywane **wyłącznie na rynku wtórnym** (a w przypadku interwencji na rynku niepublicznym – również na rynku pierwotnym). SMP został zakończony wraz z ogłoszeniem we wrześniu 2012 r. programu bezwarunkowych transakcji monetarnych (ang. *Outright Monetary Transactions*, OMT).

- Program OMT zakłada zakupy obligacji skarbowych wyłącznie na rynku wtórnym, przy czym w odróżnieniu od SMP nie wprowadza ograniczeń odnośnie do wielkości tych zakupów. Dotychczas nie przeprowadzono jednak żadnej operacji w ramach OMT.

Europejski Bank Centralny podkreśla, że uzasadnieniem wprowadzonych programów jest **konieczność usprawnienia mechanizmu transmisji impulsów** polityki pieniężnej i że mają one tymczasowy charakter. Rozstrzygające wydaje się jednak to, że bez tych działań EBC rentowności obligacji skarbowych części państw członkowskich strefy euro prawdopodobnie osiągnęłyby poziom niepozwalający ich rządów na obsługę zadłużenia.

Poprawa funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej – w szczególności kanału kredytowego – była również wskazywana jako główny powód wielu działań zapowiedzianych przez EBC w czerwcu 2014 r., w tym:

- przeprowadzenia w ciągu kolejnych dwóch lat **warunkowych długoterminowych operacji refinansujących** (ang. *targeted LTRO*) o terminie zapadalności do czterech lat; w ich przypadku maksymalny poziom zasilenia danej instytucji finansowej będzie zależał od wartości kredytów udzielonych przez tę instytucję, z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych;
- **zawieszenia absorpcji płynności**, w którą EBC zasilili banki komercyjne, skupując obligacje w ramach programu SMP;
- **wydłużenia** do końca 2016 r. okresu przeprowadzania przez EBC podstawowych operacji refinansujących po stałej stopie przy akceptowaniu wszystkich ofert zgłaszanych przez banki (ang. *fixed rate full allotment*).

Dodatkowo, począwszy od listopada 2014 r. **EBC przejmie nadzór nad istotnymi instytucjami kredytowymi** w ramach jednolitego mechanizmu nadzorczego (ang. Single Supervisory Mechanism, SSM), będącego pierwszym elementem unii bankowej. Zakres kompetencji SSM będzie obejmował m.in.: wydawanie i cofanie zezwoleń dla instytucji kredytowych, zapewnienie zgodności z prawem unijnym w zakresie nakładania wymogów ostrożnościowych na instytucje kredytowe i wymogów dotyczących posiadania solidnych zasad zarządzania oraz przeprowadzanie przeglądów nadzorczych.

3.1.6. Wnioski z doświadczeń EBC

Przykład EBC pokazuje, że uwzględnianie w strategii elementów, które mogą okazać się mało spójne z głównym celem banku centralnego, wywołuje problemy w zakresie komunikacji polityki pieniężnej. Uzasadnieniem wyznaczenia i publicznego ogłoszenia konkretnych, numerycznych wartości referencyjnych dla danej zmiennej może być chęć wzmocnienia wiarygodności banku. Jeżeli jednak dana zmienna kształtuje się trwale niezgodnie z wartością referencyjną i nie wywołuje to reakcji władz monetarnych, to w opinii obserwatorów polityki pieniężnej obniża się jej rola jako czynnika decyzyjnego.

3.2. Nowa Zelandia – prowadzenie polityki pieniężnej za pomocą MCI

W 1989 r. Bank Nowej Zelandii (RBNZ) jako pierwszy na świecie wprowadził strategię celu inflacyjnego. Bank Nowej Zelandii był również jednym z pierwszych banków centralnych, który stosował w polityce pieniężnej wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej (ang. Monetary Conditions Index, MCI). Jednocześnie zakres wykorzystania wskaźnika MCI był w przypadku tego banku szczególnie szeroki: w 1997 r. został przyjęty jako cel operacyjny banku.

3.2.1. Definicja i charakterystyka MCI

Stosowanie indeksu MCI w polityce pieniężnej opiera się na poglądzie, że bank centralny oddziałuje na zagregowany popyt i inflację dwoma podstawowymi kanałami: **kanałem stóp procentowych oraz kursu walutowego**¹⁴. Indeks MCI jest syntetycznym miernikiem zmian obu tych wielkości. Jest on definiowany jako **średnia ważona zmian realnych krótkoterminowych stóp procentowych oraz realnego efektywnego kursu walutowego względem wybranego okresu bazowego**, przy czym wagi przy poszczególnych zmiennych odzwierciedlają siłę ich wpływu na zagregowany popyt (Kot, 2003). Podstawowym argumentem za wykorzystaniem indeksu MCI w polityce pieniężnej jest fakt, że umożliwia on pełniejszą ocenę restrykcyjności warunków monetarnych w gospodarce niż wskaźniki biorące pod uwagę jedynie poziom lub zmiany stóp procentowych.

Pomimo tej podstawowej zalety indeksu MCI w literaturze wskazuje się wiele czynników ograniczających jego użyteczność dla banków centralnych:

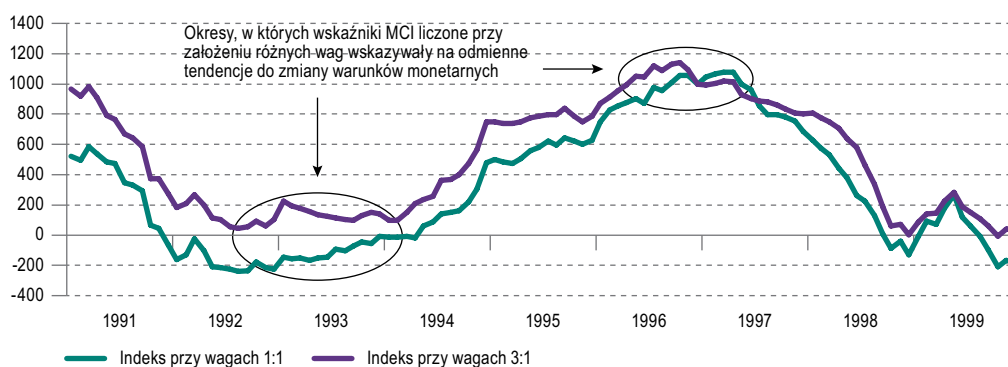
- Wagi przy zmianach stóp procentowych i kursu walutowego nie są bezpośrednio obserwowalne, a ich oszacowania silnie zależą od wykorzystanego modelu makroekonomicznego (Eika et al., 1996). Ponadto wrażliwość popytu na zmiany stóp i kursu zmienia się w czasie, podczas gdy wagi stosowane w indeksie MCI są stałe (King, 1997a). Należy podkreślić, że przyjęte wagi mają istotny wpływ na kształtowanie się indeksu MCI: skutkiem różnic między ich wartościami może być nie tylko różna skala zmian indeksu, ale niekiedy również inny kierunek tych zmian (wykres 3.3).
- Krótkoterminowe stopy procentowe i kurs walutowy nie są jedynymi kanałami oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. W szczególności istotną rolę w mechanizmie transmisji odgrywają także długoterminowe stopy procentowe oraz ceny aktywów. Indeks MCI, pomijając wpływ tych zmiennych, nie pozwala na pełną ocenę restrykcyjności warunków monetarnych (Peeters, 1999).
- Zastosowanie indeksu MCI jako celu operacyjnego może skłaniać bank centralny do automatycznej reakcji na obserwowane zmiany poziomu indeksu i w niektórych przypadkach prowadzić do niepożądanych skutków gospodarczych. W szczególności reakcja banku centralnego na zmiany indeksu MCI związane z wahaniami kursu walutowego nie zawsze jest zasadna i powinna zależeć od przyczyn wahań kursu. Ponieważ jednak natychmiastowe wskazanie przyczyn obserwowanych zmian kursu walutowego jest często trudne, decyzje banku centralnego, mające na celu dostosowanie indeksu MCI,

¹⁴ Równocześnie egzogeniczne zmiany kursu walutowego są istotnym uwarunkowaniem prowadzenia polityki pieniężnej.

są podejmowane w warunkach znacznej niepewności i mogą *ex post* okazać się błędne (Deutsche Bundesbank, 1999).

- Bank centralny musi zdecydować, w jakim horyzoncie dąży do dostosowania indeksu MCI do pożądanego poziomu. Z jednej strony wobec dużej zmienności płynnego kursu walutowego stałe utrzymywanie indeksu na określonym poziomie mogłoby powodować wysoką zmienność stóp procentowych (Svensson, 2001). Z drugiej jednak strony dopuszczenie do znacznych lub utrzymujących się odchyżeń indeksu od deklarowanego celu mogłoby zmniejszać wiarygodność wyznaczonego celu i – w konsekwencji – banku centralnego (Ericsson et al.).

Wykres 3.3. Indeks MCI dla Nowej Zelandii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Nowej Zelandii.

Ramka 3.3. Elementy strategii celu inflacyjnego Banku Nowej Zelandii

Bank Nowej Zelandii jako pierwszy rozpoczął realizację strategii celu inflacyjnego. Jego przykład wskazuje, jakie uwarunkowania – na początku stosowania nowej polityki – uznano za najważniejsze dla jej skuteczności.

Do połowy lat 80. XX w. Nowa Zelandia notowała jedną z najwyższych stóp inflacji spośród członków OECD (roczna stopa inflacji przekraczała 10% przez ponad dekadę), mimo że niskie tempo wzrostu cen było jednym z celów Banku Nowej Zelandii. Innym celem było natomiast m.in. zatrudnienie i wzrost gospodarczy. To właśnie na wieloelementowość mandatu jako na jedną z głównych przyczyn niekorzystnej sytuacji gospodarczej Nowej Zelandii w tamtym okresie wskazywał Don Brash – prezes Banku Nowej Zelandii, za którego kadencji rozpoczęto realizację strategii celu inflacyjnego¹. Odpowiedzią na ten problem był The Reserve Bank of New Zealand Act of 1989, który wskazał stabilność cen jako nadrzędny cel banku centralnego, sankcjonując tym samym jeden z podstawowych elementów strategii celu inflacyjnego (Orphanides, 2010).

¹ „The legislation under which we operated required us, in formulating our advice, to have regard for the inflation rate, employment, growth, motherhood, and a range of other good things”. (Brash, 1999).

Nowa Zelandia jako pierwsza wypracowała również rozwiązania w obszarze niezależności banku centralnego, które uczyniły kwestie przejrzystości i kontroli demokratycznej kluczowymi w strategii celu inflacyjnego. Uznawano wówczas, że większa niezależność banku centralnego sprzyja niższej inflacji, co potwierdziły doświadczenia m.in. Niemiec i Szwajcarii. Zgodnie z tym w The Reserve Bank of New Zealand Act of 1989 nadano bankowi centralnemu Nowej Zelandii pełną niezależność operacyjną. Przyjęto, że autonomii w zakresie wyboru instrumentów umożliwiających osiągnięcie celu polityki pieniężnej powinna towarzyszyć kontrola demokratyczna, którą określono w dwojaki sposób. Po pierwsze, ustawa nakładała na prezesa banku centralnego Nowej Zelandii obowiązek przygotowywania przynajmniej raz na pół roku raportu, wyjaśniającego przebieg procesów inflacyjnych, a także działania ukierunkowane na zapewnienie stabilności cen (obecnie Bank Nowej Zelandii przedstawia cztery razy w roku *Monetary Policy Statement*). Po drugie, ustawa przewidywała, że prezes Banku Nowej Zelandii może zostać zwolniony, jeżeli nie będą wypełnione warunki uzgodnione w *Policy Target Agreement*², co czyniło go osobiście odpowiedzialnym za osiągnięcie celu inflacyjnego (Brash, 1999).

W zakresie przejrzystości The Reserve Bank of New Zealand Act of 1989 zobowiązywał prezesa Banku Nowej Zelandii i ministra finansów do zawarcia *Policy Target Agreement* i upublicznienia go. Równocześnie wszelkie zmiany w *Policy Target Agreement* miały być znane opinii publicznej. Ponadto prezes Banku został zobowiązany do regularnych wystąpień przed parlamentem. Wysoki poziom przejrzystości miał stanowić gwarancję, że polityka pieniężna nie będzie wykorzystywana do celów politycznych (Brash, 1999).

² Dokument, w którym prezes Banku Nowej Zelandii i minister finansów tego kraju definiują cel inflacyjny.

3.2.2. Zastosowanie indeksu MCI przez Bank Nowej Zelandii

3.2.2.1. Uwarunkowania wprowadzenia indeksu MCI jako celu operacyjnego

W 1989 r. Bank Nowej Zelandii przyjął strategię celu inflacyjnego, określając jako swój podstawowy cel utrzymanie stabilności cen. Pierwotnie zakładano, że podstawowym instrumentem realizacji tego celu będzie kontrola wielkości rezerw banków komercyjnych w banku centralnym (ang. *settlement cash*)¹⁵. W rzeczywistości, wobec rosnącego przekonania Banku Nowej Zelandii o braku stabilnej relacji między wielkością rezerw a warunkami monetarnymi **prowadzenie polityki pieniężnej opierało się głównie na komunikacji banku centralnego z rynkiem** (Archer et al., 1999). **Bank Nowej Zelandii sygnalizował odchylenie warunków monetarnych od pożądanego poziomu, co prowadziło do ich dostosowania bez konieczności zmiany docelowego poziomu rezerw** (Sullivan, 2013). Oceniając warunki monetarne, Bank brał pod uwagę przede wszystkim kształtowanie się kursu walutowego oraz stóp procentowych i na potrzeby wewnętrzne wyznaczał cele przedziałowe dla tych zmiennych (ang. *comfort zones*). Utrzymanie wartości analizowanych zmiennych wewnątrz wyznaczonych przedziałów miało być spójne z osiągnięciem celu inflacyjnego w średnim okresie.

¹⁵ Bank Nowej Zelandii zaznaczał przy tym, że stopa procentowa, po jakiej przeprowadzane są operacje otwartego rynku, nie powinna być interpretowana jako odzwierciedlenie nastawienia do polityki pieniężnej.

Taki sposób komunikacji z rynkiem okazał się jednak problematyczny: zmiany kursu walutowego i stóp procentowych miały często przeciwstawny wpływ na kształtowanie się procesów inflacyjnych. Przykładowo w październiku 1996 r. kurs i stopy procentowe osiągnęły w krótkim odstępie czasu skrajne wartości przedziałów, zmuszając Bank Nowej Zelandii do wydania komunikatów sygnalizujących najpierw potrzebę zacieśnienia, a następnie – 10 dni później – poluzowania warunków monetarnych. Równocześnie, biorąc pod uwagę istotną rolę komunikacji w prowadzeniu polityki pieniężnej, **bank coraz lepiej dostrzegał wady „kierunkowego” określania pożądanых zmian warunków monetarnych.** Argumentem za rezygnacją z wyznaczania celów przedziałowych było także zniechęcenie inwestorów do spekulacji na dolarze nowozelandzkim, opartej na założeniu, że bank będzie interweniował w celu utrzymania kursu wewnątrz przedziału (Brash, 2002)¹⁶.

3.2.2.2. Przyczyny wprowadzenia i funkcjonowanie indeksu MCI jako celu operacyjnego

Wobec powyższych problemów **Bank Nowej Zelandii poszukiwał narzędzia umożliwiającego precyzyjne (numeryczne) określenie pożądanых warunków monetarnych, odzwierciedlającego zagregowany wpływ kształtowania się stóp procentowych i kursu walutowego na gospodarkę** (RBNZ, 1998b).

Skłoniło to bank do przyjęcia w czerwcu 1997 r. wskaźnika MCI za cel operacyjny. Na podstawie kwartalnych projekcji Bank wyznaczał i komunikował w *Monetary Policy Statement* pożądaną poziom indeksu MCI, którego utrzymanie w kolejnym kwartale było, w jego opinii, spójne z realizacją celu inflacyjnego w średnim okresie. Znaczne odchylenie MCI od pożądanego poziomu mogło powodować dostosowanie wielkości rezerw banków komercyjnych¹⁷. W rzeczywistości **Bank Nowej Zelandii nadal realizował politykę pieniężną, głównie za pośrednictwem komunikacji z rynkiem,** sygnalizując momenty, kiedy warunki monetarne odbiegały od pożądanых, i oczekując ich automatycznego dostosowania. W celu dalszej poprawy komunikacji od 1998 r. Bank Nowej Zelandii w tygodniach, w których MCI odchyłał się od pożądanego poziomu, wydawał oświadczenia dotyczące kształtowania się warunków monetarnych (tzw. *Wednesday morning window*). Brak komunikatu oznaczał, że w danym okresie poziom indeksu MCI był zgodny z pożądanym (RBNZ, 1998).

3.2.2.3. Skutki wprowadzenia indeksu MCI

Biorąc pod uwagę, że podstawowym celem opisanych wcześniej zmian w implementacji polityki pieniężnej była poprawa komunikacji z rynkiem, należy je uznać za umiarkowanie skuteczne. Rzeczywiste **poziomy indeksu MCI – pomimo słownych interwencji Banku Nowej Zelandii – kształtowały się przez większość czasu poniżej poziomów wskazywanych jako spójne z osiągnięciem celu inflacyjnego w średnim okresie** (OECD, 1999;

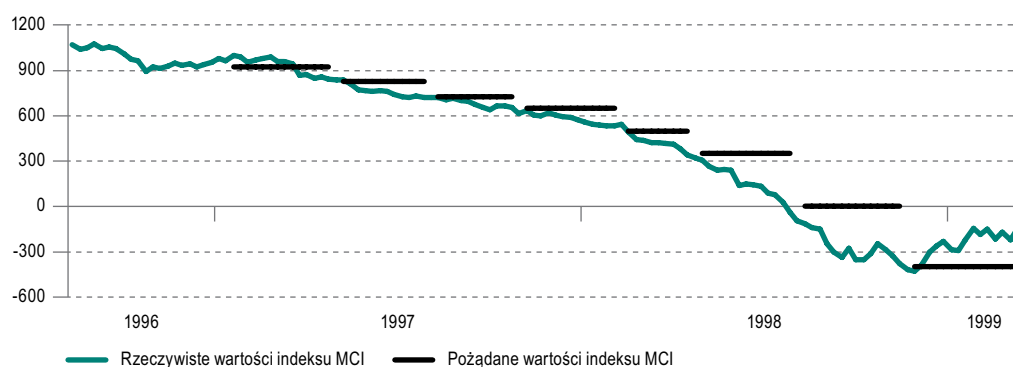
¹⁶ Mimo że Bank Nowej Zelandii nie podawał do publicznej wiadomości dopuszczalnych przedziałów, rynki często mogły oszacować ich skrajne wartości, obserwując działania banku (RBNZ).

¹⁷ Bank Nowej Zelandii nie określił jednoznacznie przedziału dopuszczalnych odchyleń od pożądanego poziomu MCI. Prezes Banku podkreślał, że akceptowany przez Bank zakres odchyleń i czas ich utrzymania się będzie warunkowany wieloma czynnikami, w tym przyczynami zmian kursu walutowego, długością okresu od publikacji ostatniej projekcji. Ostatecznie prezes wskazała, że w dużym przybliżeniu przedział ten może zostać określony na +/-50 pkt bazowych od wartości pożądanego indeksu (oświadczenie prasowe po publikacji *Raportu o inflacji*, czerwiec 1997, RBNZ).

wykres 3.4). Prawdopodobnie wynikało to z faktu, że rynki – uwzględniając dane napływające w okresach między kolejnymi rundami progностycznymi – antycypowały decyzje Banku i dostosowywały warunki monetarne jeszcze przed publikacją kolejnego *Monetary Policy Statement*, zawierającego nową wartość pożądanego poziomu MCI (RBNZ, 1998a)¹⁸. Jednocześnie część obserwatorów rynkowych krytykowała Bank Nowej Zelandii, sądząc, że to pożądaną wartość MCI publikowaną w raportach dostosowywany jest do jego rzeczywistych wartości (RBNZ, 1997).

Precyzyjne sygnalizowanie przez Bank Nowej Zelandii pożądanego poziomu MCI stwarzało także pewne problemy w komunikacji z rynkiem. W szczególności **brak jednoznacznego określenia przedziału dopuszczalnych odchyień od pożądanego poziomu MCI wywoływał napięcia w okresach, gdy rynki testowały skalę tolerowania przez bank odchylenia MCI od celu** (OECD, 1999). Ponadto w początkowym okresie Bank Nowej Zelandii słabo tolerował odchylenia wartości indeksu MCI od pożądanego poziomu, co prowadziło do konieczności częstych interwencji słownych. Z kolei obserwowany później wzrost tolerancji banku powodował ograniczenie wagi ogłaszanego przez bank pożądanego poziomu indeksu MCI i tym samym zmniejszenie skuteczności „sygnalizowania” przez Bank Nowej Zelandii nadmiernego odchylenia MCI od celu (RBNZ, 1998b).

Wykres 3.4. Rzeczywiste i pożądaną wartość indeksu MCI



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Nowej Zelandii i *Raportów o inflacji*.

Oprócz wskazanych trudności w komunikacji z rynkiem przyjęcie indeksu MCI jako celu operacyjnego miało również inne negatywne konsekwencje:

- Doprowadziło do wysokiej zmienności krótkoterminowych stóp procentowych w początkowym okresie stosowania indeksu MCI jako celu operacyjnego, wynikającej z relatywnie wąskich przedziałów tolerancji dla odchylenia indeksu MCI od wartości pożądaną.
- Koncentrowało uwagę rynków na krótkoterminowych zmianach warunków monetarnych, a nie na perspektywach kształtowania się inflacji w średnim okresie (Archer

¹⁸ Jednocześnie należy zauważyć, że w II połowie 1998 r. rzeczywiste warunki monetarne odchodziły się od warunków pożądaných silniej niż w poprzednich okresach. Wynikało to ze zwiększonej tolerancji dla takich odchylenia przez Bank Nowej Zelandii (Brash, 2002).

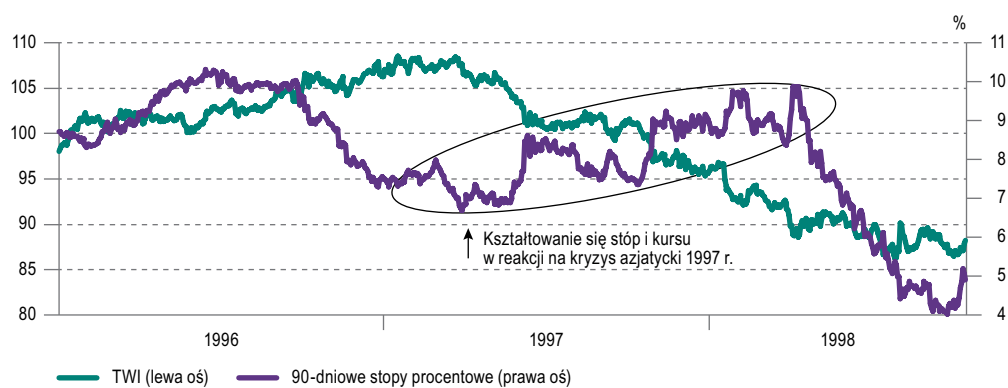
et al., 1999). Przesądziło to także o błędnej reakcji Banku Nowej Zelandii na deprecjację dolara nowozelandzkiego w latach 1997–1998 (wykres 3.5).

Po trwającym od 1992 r. okresie relatywnie szybkiego wzrostu PKB w Nowej Zelandii w 1997 r. doszło do spowolnienia gospodarczego, a na początku 1998 r. gospodarka nowozelandzka znalazła się w recesji. Do pogorszenia koniunktury przyczynił się w znacznej mierze kryzys azjatycki, który negatywnie wpłynął na wzrost gospodarczy (zarówno bezpośrednio – przez osłabienie eksportu, jak również pośrednio – przez wzrost niepewności oraz pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych). Niekorzystne tendencje w handlu zagranicznym dodatkowo nasiliła susza, która spowodowała znaczne ograniczenie produkcji rolnej (OECD, 1999).

W II połowie 1997 r. Bank Nowej Zelandii wskazywał, że wystąpienie wskazanych wstrząsów jest uzasadnieniem jedynie nieznacznego złagodzenia warunków monetarnych (MCI). Wobec silnej deprecjacji kursu walutowego, związanej z pogorszeniem się nastrojów na rynkach finansowych i negatywną oceną perspektyw gospodarczych Nowej Zelandii (oddziałującą w kierunku silnego obniżenia wskaźnika MCI), dążenie do powolnego obniżania wartości MCI powodowało istotny wzrost stóp procentowych (wykres 3.5). Ze względu na znaczne pogorszenie koniunktury gospodarczej wzrost stóp procentowych był natomiast niepożądany (Brash, 2002).

Przyczyną błędnej reakcji Banku Nowej Zelandii mógł być m.in. automatyzm w ustalaniu pożądanego poziomu indeksu MCI. Podobnie jak we wcześniejszym okresie bank przyjął, że uzasadnione jest stopniowe obniżanie indeksu MCI, bez rozważenia czynników odpowiadających za zmianę kursu walutowego i ich wpływu na gospodarkę Nowej Zelandii (Svensson, 2001)¹⁹.

Wykres 3.5. Kurs walutowy i stopy procentowe



Źródło: dane Banku Nowej Zelandii.

¹⁹ Bank Nowej Zelandii wskazuje, że przyczyną zbyt małej skali złagodzenia pożądanego warunków monetarnych była błędna ocena wpływu kryzysu azjatyckiego oraz suszy na aktywność gospodarczą w Nowej Zelandii (Drew, 2001). Również według Svenssona (2001) niedoszacowanie wpływu wskazanych zjawisk na gospodarkę Nowej Zelandii częściowo wyjaśnia błąd Banku.

Wobec ujawnienia się istotnych wad stosowania indeksu MCI jako celu operacyjnego w marcu 1999 r. Bank Nowej Zelandii zdecydował o zmianie ram operacyjnych swojej strategii i przyjął jako cel operacyjny oficjalną stopę procentową (ang. *official cash rate*). Indeks MCI nadal jednak miał służyć ocenie warunków monetarnych (RBNZ, 1998b). Przez kolejny rok indeks MCI był jeszcze publikowany w *Raporcie o inflacji* jako jeden ze wskaźników monitorowanych przez władze monetarne, jednak już od grudnia 2000 r. miernik ten przestał być analizowany.

3.2.3. Wnioski z doświadczeń Banku Nowej Zelandii

W latach 1997–1999 w ramach realizowanej strategii celu inflacyjnego Bank Nowej Zelandii przyjął indeks MCI jako cel operacyjny polityki monetarnej. Rozwiązanie to miało służyć – zgodnie z deklaracjami Banku – poprawie komunikacji z rynkiem. Doświadczenia RBNZ wskazują jednak, że zastosowane rozwiązanie nie pozwoliło na osiągnięcie zamierzonego celu. Równocześnie automatyzm reakcji na odchylenia MCI od pożądanego poziomu przyczynił się do destabilizującej gospodarkę decyzji RBNZ w odpowiedzi na kryzys azjatycki, co pogłębiło recesję gospodarczą na początku 1998 r.

3.3. Węgry – równoczesny cel kursowy

Narodowy Bank Węgier (MNB) od 2001 r. realizuje strategię celu inflacyjnego. W latach 2001–2008 strategia ta była jednak realizowana w niestandardowej formie. Bank Węgier dążył bowiem do osiągnięcia wyznaczonego celu inflacyjnego, a jednocześnie utrzymania kursu walutowego w wyznaczonym przedziale²⁰. Strategia ta była *de facto* równoważna realizacji celu inflacyjnego jedynie w okresach, kiedy kurs walutowy pozostawał we wskazanym przedziale.

3.3.1. Równoczesna realizacja celu inflacyjnego i kursowego

Za wprowadzeniem celu kursowego w strategii Banku Węgier przemawiały takie same argumenty, jakie wysuwane są w dyskusji nad szerszym uwzględnieniem kursu walutowego w strategii celu inflacyjnego (tzn. w większym stopniu, niż wynikałoby to z jego wpływu na kształtowanie się procesów inflacyjnych). W przypadku krajów rozwijających się **istotnym czynnikiem przemawiającym za takim rozwiązaniem jest silny wpływ zmian kursu walutowego na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych** (Amato, Gerlach, 2001).

Zasadność realizacji celu kursowego w ramach strategii celu inflacyjnego zależy **jednak od zdolności banku centralnego do wpływania na kształtowanie się kursu**. W przypadku gdy kurs walutowy pozostaje pod znacznym wpływem czynników o charakterze globalnym i regionalnym, utrzymanie go w przedziale dopuszczalnych wahań może być utrudnione i może wymagać silnego dostosowywania stóp procentowych.

Należy także zaznaczyć, że **jednoczesna realizacja dwóch celów (kursowego i inflacyjnego) z wykorzystaniem jednego instrumentu (krótkoterminowej stopy procentowej) może prowadzić do konfliktu celów**, zwłaszcza biorąc pod uwagę problem trójkąta niemożliwości (ang. *impossible trinity*). Strategia ta jest *de facto* równoważna realizacji nie dwóch celów jednocześnie, a raczej jednego celu, który zmienia się w zależności od uwarunkowań. Dopóki kurs walutowy pozostaje w przedziale dopuszczalnych wahań, dopóty działania banku centralnego są nakierowane na realizację celu inflacyjnego. Gdy jednak kurs osiąga granicę przedziału dopuszczalnych odchyień, bank centralny zmienia swój cel, starając się sprowadzić kurs walutowy do wyznaczonego poziomu (Stone et al., 2009). Jeżeli kierunek dostosowania stóp, nakierowanego na stabilizację kursu walutowego, nie jest uzasadniony z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego lub stabilizacji koniunktury, działania te zwiększają prawdopodobieństwo odchylenia inflacji od celu lub wzrostu wahań produkcji i przyczyniają się do obniżenia wiarygodności banku²¹.

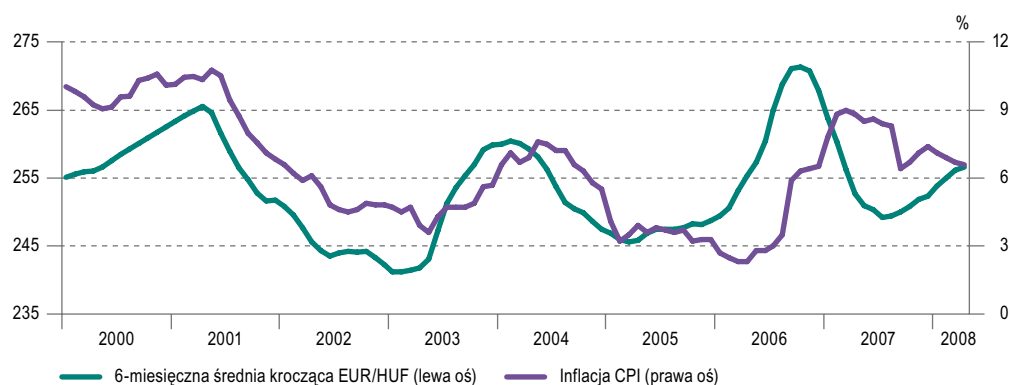
²⁰ Analogiczną strategię realizowało m.in. Chile (1990–1999), Izrael (1992–1997), a także Polska (1998–2000) oraz Słowacja (2005–2009); Freedman, Otker-Robe (2009). W Chile i Izraelu stosowana modyfikacja strategii celu inflacyjnego wywoływała analogiczne problemy jak na Węgrzech, tj. występował konflikt między celem inflacyjnym a celem kursowym. Mimo to również te kraje nie zrezygnowały natychmiast z jednego z celów (Morande, Tapia, 2002; Bufman, Leiderman, 1999). Chile i Izrael stosowały strategię celu inflacyjnego wraz z celem kursowym w okresach zmiany reżimu monetarnego. W Polsce po wprowadzeniu strategii celu inflacyjnego tymczasowe utrzymanie pełzającego przedziału wahań kursu wynikało głównie z czynników proceduralnych (Kokoszcyński, 2001). Z kolei na Słowacji wprowadzenie przedziału dopuszczalnych wahań kursu było związane z przystąpieniem tego kraju do ERM II.

²¹ Leidermann i Svensson (1995) wskazują, że taka strategia mogłaby być realizowana, gdyby bank centralny jednoznacznie wskazał, że w przypadku konfliktu między celami stabilizacja cen będzie zadaniem priorytetowym. Z kolei Masson, Savastano i Sharma (1997) są zdania, że bank centralny nie jest w stanie *ex ante* wiarygodnie zakomunikować tego priorytetu, a może go jedynie wskazać, podejmując odpowiednie działania w przypadku konfliktu między realizowanymi celami.

3.3.2. Uwarunkowania wprowadzenia równoczesnego celu inflacyjnego i kursowego przez Bank Węgier

Przed przyjęciem strategii celu inflacyjnego polityka pieniężna na Węgrzech (od 1995 r.) prowadzona była w ramach systemu kroczącej dewaluacji kursu walutowego (ang. *crawling peg*) z przedziałem dopuszczalnych wahań (+/- 2,5%). Od połowy 1995 r. notowano stopniowy spadek inflacji na Węgrzech, która obniżyła się z około 31% do około 10% pod koniec 1998 r. W kolejnych latach proces dezinflacji jednak wyhamował. Wobec rosnących obaw utrwale-
nia się inflacji na podwyższonym poziomie, a także rosnącego kosztu sterylizacji napływów kapitałowych konieczna stała się zmiana strategii polityki pieniężnej (Kiss, 2005).

Wykres 3.6. Inflacja a kurs walutowy forinta



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Węgier.

W maju 2001 r. Bank Węgier, w porozumieniu z rządem, rozszerzył przedział dopuszczalnych wahań kursu walutowego do +/- 15%, przez co pozbawił kurs roli kotwicy nominalnej (w październiku zaprzestano dalszej dewaluacji forinta). Z kolei w czerwcu 2001 r. przyjął strategię celu inflacyjnego, wskazując, że zapewnienie stabilności cen będzie jego podstawowym celem. W ramach realizowanej strategii Rada Polityki Banku Węgier miała tak ustalać stopy procentowe, aby kurs walutowy forinta utrzymywał się na poziomie spójnym z osiągnięciem celu inflacyjnego. Jednocześnie w początkowym okresie Rada Polityki regularnie komunikowała wąski (około 2%) „pożądany” przedział kursu forinta, co miało pozwolić na stabilizację oczekiwań inflacyjnych (Stone et al., 2009)²². Bank Węgier powstrzymywał się natomiast od bezpośrednich interwencji na rynku walutowym (OECD, 2002).

Bank Węgier podkreślił, że polityka kursowa prowadzona w porozumieniu z rządem nie może zagrażać realizacji podstawowego celu banku (stabilności cen). **Za utrzymaniem przedziału dopuszczalnych wahań dla kursu walutowego** – choć ograniczało to swobodę działań władz monetarnych – **przemawiały dwa czynniki:**

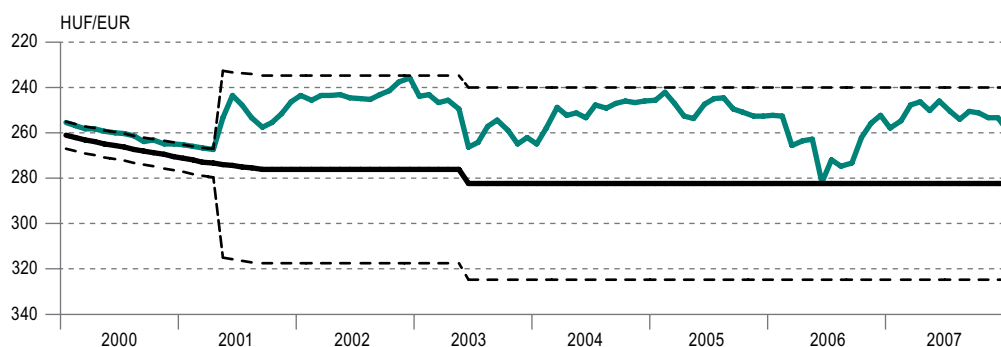
²² Jednocześnie jednak wskazywanie węższego „pożądanego” przedziału odchyień wywoływało problemy komunikacyjne. W szczególności rynki uznawały, że Bank Węgier nie będzie dopuszczał do żadnych odchyień kursu od wskazywanego przedziału (Csermely et al., 2007).

- planowane przez władze szybkie przystąpienie Węgier do mechanizmu ERM II, którego konstrukcja była bardzo podobna do rozwiązania przyjętego przez Bank (Csermely et al., 2007);
- istotna rola kursu walutowego w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, przy ograniczonym znaczeniu kanału stóp procentowych (OECD, 2002).

3.3.3. Realizacja strategii w latach 2001–2008

Nowa strategia polityki pieniężnej pozwoliła na ponowne przyspieszenie procesu dezinflacji (wykres 3.6). W 2001 i 2002 r. Bank Węgier osiągnął wyznaczone cele inflacyjne i na koniec 2002 r. inflacja CPI ukształtowała się na poziomie 4,8%.

Wykres 3.7. Kurs HUF/EUR na tle przedziału dopuszczalnych wahań



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Węgier.

Sukces strategii Banku Węgier okazał się jednak krótkotrwały. W 2002 r. kurs rynkowy forinta umacniał się i pod koniec 2002 r. kształtował się w pobliżu silniejszej granicy wyznaczonego szerszego przedziału dopuszczalnych wahań (wykres 3.7).

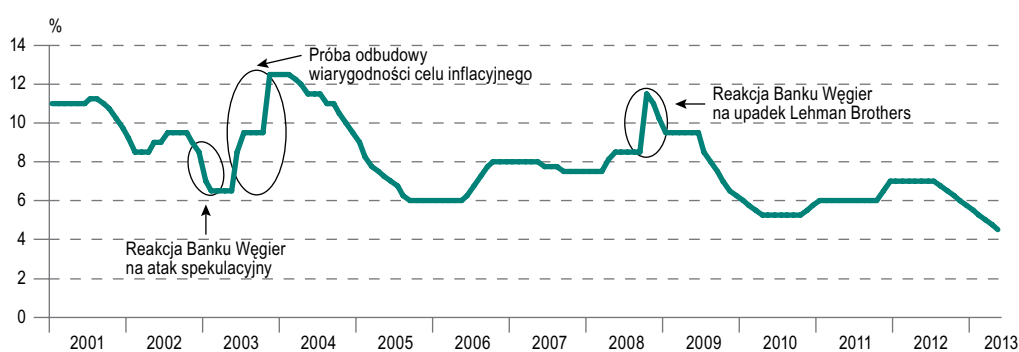
W styczniu 2003 r. doszło do ataku spekulacyjnego na rynku walutowym forinta. Inwestorzy przewidywali, że Bank Węgier, dążąc do realizacji celu inflacyjnego, pozwoli na aprecjację kursu powyżej silniejszej granicy przedziału. W rzeczywistości bank – wobec opozycji rządu obawiającego się pogorszenia konkurencyjności węgierskiej produkcji – **nie dopuścił do dalszego umocnienia forinta, interweniując na rynku walutowym oraz obniżając stopy procentowe o 2 pkt proc.** (Stone et al., 2009; wykres 3.7). Osłabienie kursu walutowego oraz obniżenie stóp procentowych przyczyniały się do wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach. Dodatkowo w czerwcu 2003 r. **Bank Węgier w porozumieniu z rządem zdecydował o dewaluacji przedziału wahań dla forinta o 2,3%**²³.

Podwyższona inflacja w 2004 r. była, co prawda, częściowo efektem czynników znajdujących się poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej (wprowadzenie podwyżki podatku VAT i akcyzy), jednak do jej wzrostu przyczyniały się również decyzje Banku Węgier, ukierun-

²³ Był to element zestawu środków wspierających eksport i miał przeciwdziałać dalszej spekulacji na umocnienie forinta (Kiss, 2005; Csajbok, Csermely, 2004).

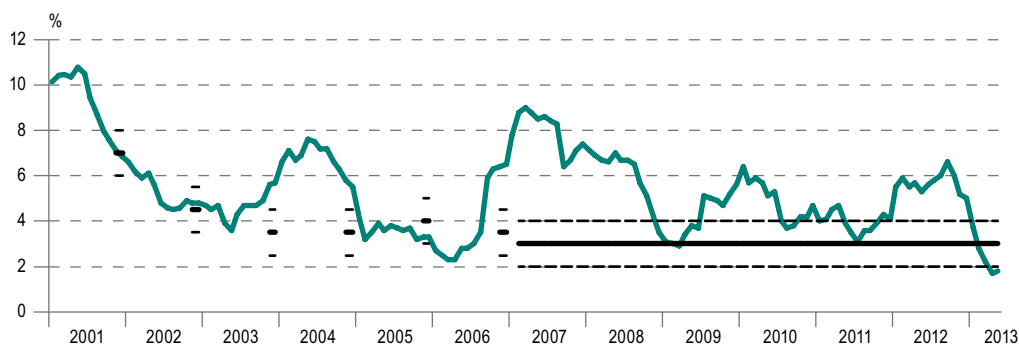
kowane na obronę kursu walutowego w 2003 r. Działania banku zostały zinterpretowane przez rynki jako złamanie zobowiązania do dalszego ograniczania inflacji, co spowodowało wzrost premii za ryzyko oraz silne osłabienie forinta. Chcąc zahamować dalszą deprecjację waluty i jednocześnie podkreślić determinację do osiągnięcia celu inflacyjnego, Bank podniósł stopy procentowe o 3 pkt proc. (wykres 3.8; Kiss, 2005). Pomimo dalszych podwyżek stóp procentowych (w listopadzie 2003 r. o kolejne 3 pkt proc.) inflacja w kolejnych miesiącach wzrastała i w grudniu 2004 r. wyniosła 5,5%, kształtując się wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu (3,5% +/-1 pkt proc.; wykres 3.9)²⁴.

Wykres 3.8. Stopa procentowa Banku Węgier



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Węgier.

Wykres 3.9. Inflacja CPI na tle celu



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Węgier.

W 2005 r. MFW – w celu przywrócenia wiarygodności antyinflacyjnej polityce banku centralnego oraz umożliwienia zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych – zalecał Bankowi Węgier rezygnację z wyznaczania pasma wahań dla kursu walutowego (MFW, 2005). Bank Węgier

²⁴ Wzrost inflacji skłonił władze monetarne do podwyższenia celu inflacyjnego na koniec 2005 r. wobec jego poziomu na koniec 2004 r. (OECD, 2004).

nie zdecydował się jednak na taki krok²⁵. **Również w kolejnych latach, pomimo zaleceń instytucji międzynarodowych, węgierskie władze kontynuowały politykę stabilizacji kursu walutowego** (MFW, 2007)²⁶. W latach 2004–2007 działania Banku Węgier zmierzające do utrzymania kursu forinta w przedziale dopuszczalnych wahań nie pozostawały w silnym konflikcie z realizacją strategii celu inflacyjnego.

W czerwcu 2005 r. – w porozumieniu z rządem – Bank Węgier przyjął ciągły cel inflacyjny na poziomie 3% +/- 1 pkt proc. (obowiązujący od 2007 r.). Krok ten został zinterpretowany przez rynki jako wzmocnienie determinacji do utrzymywania stabilności cen w sytuacji, gdy dokonane wówczas przesunięcie planowanego wstąpienia do strefy euro²⁷ zmniejszyło presję na realizację kryteriów z Maastricht i mogło ograniczyć wsparcie rządu dla utrzymywania niskiej inflacji (Gilmore, 2007).

Ciągły cel inflacyjny na poziomie 3% +/- 1 pkt proc. zaczął obowiązywać od 2007 r. **Z kolei 26 lutego 2008 r. zniesiono przedział wahań kursu walutowego. Decyzje te uzasadniano chęcią stworzenia lepszych warunków do osiągnięcia celu inflacyjnego i tym samym spełnienia kryteriów z Maastricht** (MNB, 2008b). Upłynnienie kursu walutowego wiązało się z następującymi kwestiami:

- W sytuacji przedłużania się okresu utrzymywania się inflacji powyżej celu Bank Węgier musiał zacieśnić warunki monetarne. Rezygnacja ze stabilizacji kursu forinta miała doprowadzić do jego aprecjacji, co wobec znaczenia kanału kursowego było bardziej efektywną metodą zwiększenia restrykcyjności warunków monetarnych niż podwyżki stóp procentowych (Deutsche Bank, 2008).
- Argumentem za rezygnacją z pasma wahań była również zwiększona zmienność kursu forinta w II połowie 2007 r., związana ze wzrostem napięć na rynkach finansowych po załamaniu rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.
- Wybór momentu upłynnienia kursu prawdopodobnie był także podyktowany osłabieniem się forinta na początku 2008 r., co ograniczało negatywny wpływ jego wcześniejszej aprecjacji na konkurencyjność eksportu i zmniejszyło obawy rządu o skutki rezygnacji z celu kursowego (Goldman Sachs, 2007). Ułatwiło to uzyskanie przez Bank Węgier zgody rządu na upłynnienie kursu²⁸.

Pomimo rezygnacji ze stabilizacji kursu forinta – wobec relatywnie wysokiego poziomu zadłużenia zagranicznego Węgier oraz znacznego zadłużenia gospodarstw domowych w walutach obcych – kształtowanie się kursu walutowego pozostało istotnym czynnikiem uwzględnianym w decyzjach MNB (ramka 3.4). W efekcie, w październiku 2008 r. w reakcji na deprecjację forinta, wynikającą – zdaniem Banku – z transakcji spekulacyjnych, MNB podniósł stopy procentowe o 3 pkt proc. (Bank of Austria, 2009).

²⁵ Bank Węgier zrezygnował na początku 2004 r. ze wskazywania węższego „pożądanego” przedziału wahań dla kursu walutowego (OECD, 2004).

²⁶ Niektóre doniesienia prasowe wskazują, że Bank Węgier opowiadał się za rezygnacją z celu kursowego, ale taka zmiana strategii polityki pieniężnej była blokowana przez rząd.

²⁷ W maju 2004 r. przyjęcie euro zostało przesunięte z 2008 na 2010 r. (OECD, 2005).

²⁸ Szanse na porozumienie w sprawie rezygnacji z celu kursowego wzrosły po wyborze nowego prezesa Banku Węgier w marcu 2007 r. (Bank of Austria, 2007), choć silny w tym okresie kurs ograniczał skłonność rządu do wyrażenia zgody na jego upłynnienie.

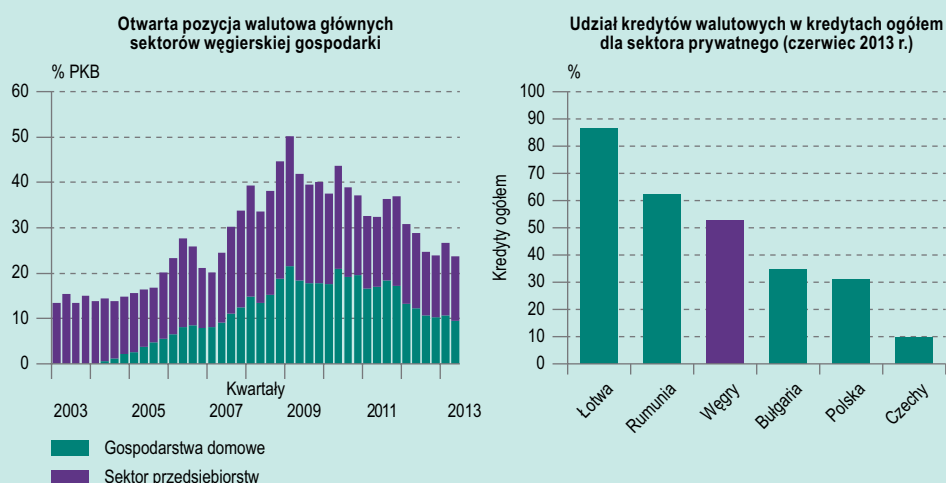
Ramka 3.4. Stabilizacja kursu walutowego a zadłużenie sektora prywatnego w walutach obcych

Do 2008 r. jednym z elementów strategii polityki pieniężnej Banku Węgier było stabilizowanie kursu walutowego w określonym przedziale względem kursu centralnego. Dla sektora prywatnego mogło to oznaczać mniejsze ryzyko kursowe. W przypadku ryzyka przekroczenia przez kurs forinta dolnej lub górnej granicy odchyień należało bowiem oczekiwać działań banku nakierowanych na utrzymanie kursu wewnątrz ogłoszonego przedziału.

Jednocześnie do momentu wybuchu światowego kryzysu finansowego wiele krajów wschodzących – w tym Węgry – odczuwało presję w kierunku aprecjacji ich walut. Kurs forinta kształtował się więc trwale bliżej silniejszej granicy przedziału odchyień, a po jego upłynięciu zaczął się bardzo gwałtownie umacniać. To z kolei sprzyjało niedoszacowaniu ryzyka znacznej deprecjacji kursu przez podmioty gospodarcze.

Wynikiem tych uwarunkowań była skłonność sektora bankowego do oferowania sektorowi realnemu, w tym gospodarstwu domowemu, kredytów walutowych, które – przy niższym postrzeganym ryzyku kursowym – wydawały się znacznie tańsze. Stąd podmioty gospodarujące na Węgrzech relatywnie silnie zadłużyły się w walutach obcych (zwłaszcza we franku szwajcarskim; wykres I)¹.

Wykres I. Skala zadłużenia walutowego na Węgrzech



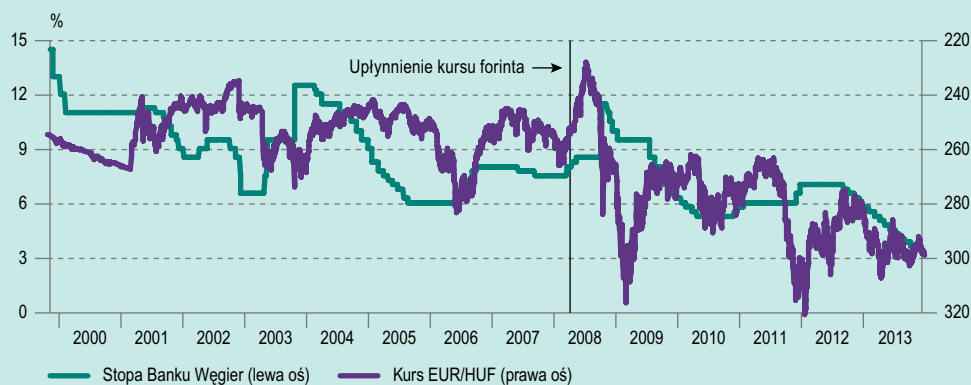
Źródło: dane Banku Węgier oraz EcoWin.

Wybuch światowego kryzysu finansowego doprowadził do znacznego odpływu kapitału z gospodarek wschodzących (w tym z Europy Środkowo-Wschodniej) oraz do gwałtownej deprecjacji ich kursów walutowych. Oznaczało to silny wzrost wartości zadłużenia

¹ Zjawisko zadłużania się w walutach obcych obserwowano prawie we wszystkich państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Szczególnie silne było w gospodarkach charakteryzujących się relatywnie wysoką inflacją lub tam, gdzie polityka pieniężna obejmowała cel kursowy.

denominowanego w walutach obcych. W obawie o stabilność systemu finansowego w październiku 2008 r. – kiedy wiele innych banków centralnych łagodziło politykę pieniężną – Bank Węgier podniósł stopy procentowe o 3 pkt proc., próbując w ten sposób stabilizować kurs forinta, co było raczej nieudane (wykres II).

Wykres II. Stopa procentowa banku centralnego i kurs walutowy forinta



Źródło: dane EcoWin.

Mimo zakazu udzielania kredytów walutowych wprowadzonego w sierpniu 2010 r. stan zadłużenia denominowanego w walutach obcych w węgierskiej gospodarce jest nadal bardzo wysoki (MNB, 2013)². W 2011 r. rząd przyjął kilka programów mających na celu zmniejszenie problemu ze spłatą tego rodzaju zadłużenia (MNB):

- Wprowadzono możliwość spłaty reszty zadłużenia denominowanego w walucie obcej po przeliczeniu jego wartości po ustalonym, preferencyjnym (tj. wyraźnie mocniejszym od rynkowego) kursie walutowym. Program ten obowiązywał między wrześniem a grudniem 2011 r.
- Na okres 60 miesięcy zaoferowano możliwość spłaty kredytu walutowego po ustalonym, preferencyjnym (tj. wyraźnie mocniejszym od rynkowego) kursie walutowym. W tym czasie różnica między wysokością płaconych rat a ich wysokością obliczoną po kursie rynkowym byłaby zapisywana na osobnym koncie jako kredyt w forintach. Jego część kapitałową kredytobiorca musi zacząć spłacać po 60 miesiącach (przez okres pozostały do spłaty kredytu walutowego), a część odsetkową przejmuje instytucja finansowa i budżet centralny lub w całości budżet centralny (zależy to od przyszłej wartości rynkowego kursu forinta).
- Wprowadzono kwartalne limity liczby nieruchomości, które mogą być przedmiotem egzekucji. Celem tego działania jest ograniczenie wpływu licytacji mieszkań na ceny nieruchomości oraz zmniejszenie liczby eksmitowanych dłużników.

² W lipcu 2011 r. nieco złagodzone przepisy dotyczące udzielania kredytów w walutach obcych. Zmiana została wprowadzona, ponieważ KE uznała, że obowiązujący na Węgrzech zakaz ich udzielania godzi w zasadę swobody przepływu kapitału w ramach UE. Nadal jednak uregulowania zmienne w 2011 r. budzą zastrzeżenia KE.

Limity są stopniowo podnoszone (z 2% wartości niespłaconych kredytów w 2011 r. do 5% w 2014 r.) i będą obowiązywać do końca 2014 r.

- Powołano Narodową Agencję Zarządzania Aktywami, której zadaniem jest kupowanie mieszkań dłużników niespłacających kredytu. Mieszkania te są następnie wynajmowane zamieszkującym je dłużnikom (po preferencyjnych stawkach), a kredyt jest umarzany.

Mimo podjętych działań odsetek zagrożonych kredytów walutowych na Węgrzech przekracza obecnie 20%, co zagraża stabilności węgierskiego systemu bankowego (MNB, 2013). Duże obciążenie spłatą kredytów jest również czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy. Konsekwencją znacznego zadłużenia w walutach obcych jest ponadto ograniczenie swobody polityki pieniężnej, która wciąż musi brać pod uwagę wpływ polityki stóp procentowych na poziom kursu walutowego.

3.3.4. Cel kursowy a kurs równowagi

Mimo że w latach 2001–2008 przedział dopuszczalnych wahań dla kursu forinta był relatywnie szeroki, kurs forinta kształtował się przez większość tego okresu w pobliżu silniejszej granicy odchyień od kursu centralnego. Sugeruje to, że **niepowodzenie w realizacji analizowanej zmiany strategii celu inflacyjnego mogło częściowo wynikać z nieodpowiedniego doboru parytetu centralnego**²⁹. Wybór silniejszego kursu ograniczyłby prawdopodobieństwo osiągnięcia granicy przedziału dopuszczalnych odchyień i – tym samym – wystąpienia konfliktu między celem kursowym a celem inflacyjnym. Słuszność tej hipotezy potwierdzają badania empiryczne. Wynika z nich, że przez większość okresu 2001–2007 kurs forinta był bliski jego kursu równowagi (IMF, 2006; IMF, 2008; Alberola, Navia, 2007). Centralny parytet przedziału był więc prawdopodobnie słabszy od kursu uzasadnionego przez czynniki fundamentalne. Przyczyniało się to do ciągłej presji na kształtowanie się kursu forinta bliżej górnej granicy odchyień i ograniczało możliwość zacieśniania polityki monetarnej w okresach, w których podwyżka stóp procentowych była wskazana z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego (Szilagyi et al., 2013).

3.3.5. Wnioski z doświadczeń Banku Węgier

W latach 2001–2008 Bank Węgier starał się jednocześnie realizować strategię celu inflacyjnego oraz stabilizować kurs walutowy w ramach przedziału wahań. Gdy utrzymanie kursu forinta w przedziale odchyień było zagrożone, obrona kursu walutowego zyskiwała priorytet nad realizacją celu inflacyjnego. Takie działanie Banku Węgier było postrzegane jako ograniczenie jego determinacji w dążeniu do zapewnienia stabilności cen i osłabiało jego wiarygodność. Realizowana strategia przyczyniała się do zmniejszenia skuteczności Banku Węgier w osiąganiu celu inflacyjnego, a ponadto wymagała niekiedy gwałtownych zmian stopy procentowej, co mogło negatywnie wpływać na koniunkturę gospodarczą.

²⁹ Jednak wobec przykładów długotrwałego utrzymywania się rynkowego kursu walutowego na poziomie niezgodnym z kursem wyznaczonym na podstawie czynników fundamentalnych nie można mieć pewności, że przyjęcie jako parytetu centralnego kursu równowagi pozwoliłoby uniknąć napięć na rynku walutowym.

3.4. Turcja – przeciwdziałanie nadmiernemu napływowi kapitału krótkoterminowego i ograniczanie akcji kredytowej

Po kryzysie gospodarczym w 2001 r. polityka gospodarcza Turcji została zmieniona. W szczególności ograniczono dług publiczny, a bank centralny uzyskał niezależność (jego celem stało się dbanie o niską inflację). Zmiany te przyczyniły się do wzrostu wiarygodności Turcji i zwiększenia napływu kapitału zagranicznego. W 2010 r. Bank Turcji (BT) uznał, że napływ kapitału przyczynia się do narastania nierównowagi w sferze realnej i sektorze finansowym, a także zwiększa wrażliwość tureckiej gospodarki na zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednym z instrumentów, które mogły być wykorzystane do przeciwdziałania tym zjawiskom, było wprowadzenie ograniczeń przepływu kapitału. Jednak negatywne skutki wykorzystania tego narzędzia skłoniły Bank Turcji do poszukiwania alternatywnych rozwiązań. Ostatecznie Bank Turcji zmienił swoje instrumentarium, uzupełniając je o narzędzia umożliwiające ograniczenie nadmiernego napływu kapitału krótkoterminowego i wzrostu kredytów.

3.4.1. Problemy związane z napływem kapitału krótkoterminowego

Od połowy 2010 r. Bank Turcji działał w warunkach silnego napływu kapitału zagranicznego, w którym dominowały krótkoterminowe inwestycje portfelowe (wykres 3.10), napędzające akcją kredytową nakierowaną w znacznej mierze na finansowanie importu (wykres 3.11).

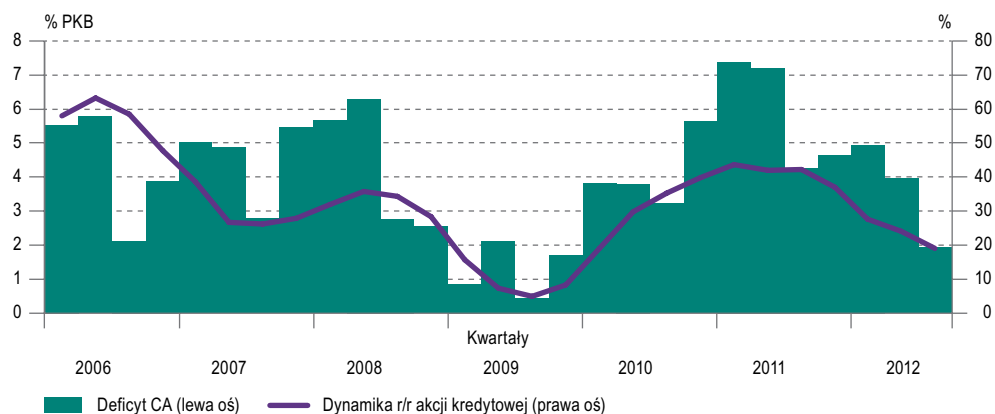
Wykres 3.10. Napływ kapitału portfelowego oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Turcji.

Napływ kapitału przyczyniał się w tym okresie do aprecjacji tureckiej liry oraz narastania nierównowag w sferze realnej i sektorze finansowym, a także zwiększał podatność tureckiej gospodarki na zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych. Po doświadczeniach z 2009 r., kiedy na skutek odpływu kapitału i silnego ograniczenia akcji kredytowej PKB zmniejszył się w ujęciu realnym o 4,8%, Bank Turcji obawiał się ponownego nagłego odpływu kapitału i jego konsekwencji. Od połowy 2010 r. Bank Turcji w swojej komunikacji zaczął więc podkreślać rolę stabilności finansowej kraju.

Wykres 3.11. Deficyt w obrotach bieżących oraz dynamika akcji kredytowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Turcji.

Takie rozumowanie leżało u podstaw modyfikacji strategii polityki pieniężnej, która od tamtej pory oprócz zapewnienia stabilności cen miała służyć osiągnięciu także celów komplementarnych. Były to:

- Ograniczenie napływu kapitału i zmiana jego struktury z krótkoterminowej na długoterminową.
- Ograniczenie nadmiernego przyrostu kredytu. Choć od połowy 2010 r. dynamika akcji kredytowej zajmowała istotne miejsce w komunikacji banku centralnego, jej pożądany poziom nie był początkowo *explicite* formułowany³⁰. Dopiero w *Założeniach polityki pieniężnej i kursowej na 2013 r.* stwierdzono, że dynamika akcji kredytowej w 2013 r., pożądana z punktu widzenia stabilności cen, deficytu obrotów bieżących oraz stabilności finansowej, wynosi 15%.

Równocześnie Bank Turcji uznał stopę procentową za instrument niewystarczający do zapewnienia zarówno równowagi zewnętrznej, jak i wewnętrznej. W ocenie Banku próby ograniczania wewnętrznej presji inflacyjnej przez podwyższanie stopy procentowej przynoszą wręcz odwrotny skutek, gdyż wysoka stopa procentowa sprzyja napływowi kapitału zagranicznego (zwłaszcza krótkoterminowego), a tym samym napędza akcję kredytową i zwiększa presję popytową.

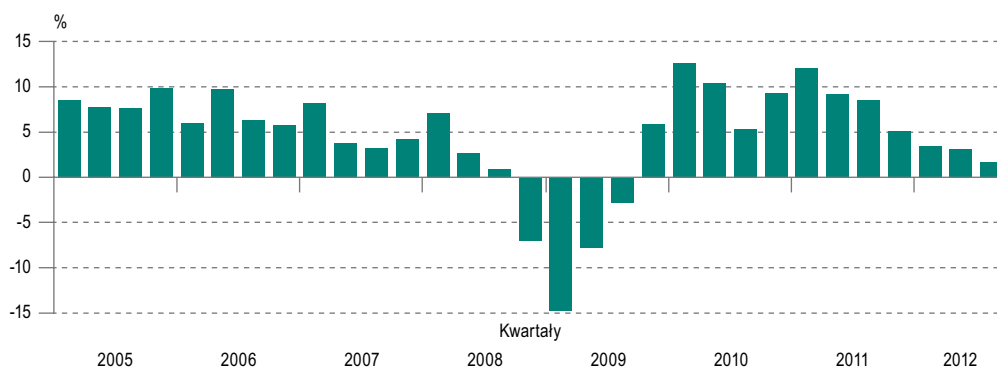
Bank Turcji, dążąc do realizacji wymienionych celów komplementarnych, zdecydował się w szczególności na następujące działania (ramka 3.5):

- często, znacznie i bez związku ze zmianami stopy podstawowej zmieniał rentowności operacji depozytowo-kredytowych, **asymetrycznie zawężając lub rozszerzając szerokość korytarza wahań rynkowych stóp procentowych** (instrument korytarza stóp procentowych);

³⁰ Np. w *minutes* z grudnia 2010 r. znajduje się zdanie „Committee members have underscored that one of the goals of the current policy mix should be reducing the pace of credit growth”.

- często zmieniał warunki naliczania rezerwy obowiązkowej, w tym różnicował wysokość stopy rezerwy w zależności od okresu zapadalności zobowiązań (instrument rezerwy obowiązkowej);
- umożliwił utrzymywanie części rezerwy obowiązkowej naliczonej w lirach tureckich w postaci złota lub walut obcych (mechanizm ROM, ang. *reserve option mechanism*).

Wykres 3.12. Roczna dynamika PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Turcji.

Ramka 3.5. Instrumenty wykorzystywane przez Bank Turcji w celu ograniczenia napływu kapitału i dynamiki akcji kredytowej

Bank Turcji zdecydował się aktywnie wykorzystać korytarz stóp procentowych w połączeniu z rezerwą obowiązkową i mechanizm ROM w celu przeciwdziałania nadmieremu napływowi kapitału oraz ograniczenia dynamiki akcji kredytowej. Choć instrumentarium polityki pieniężnej nie jest głównym tematem tego opracowania, narzędzia wykorzystane przez Bank Turcji zostaną krótko omówione.

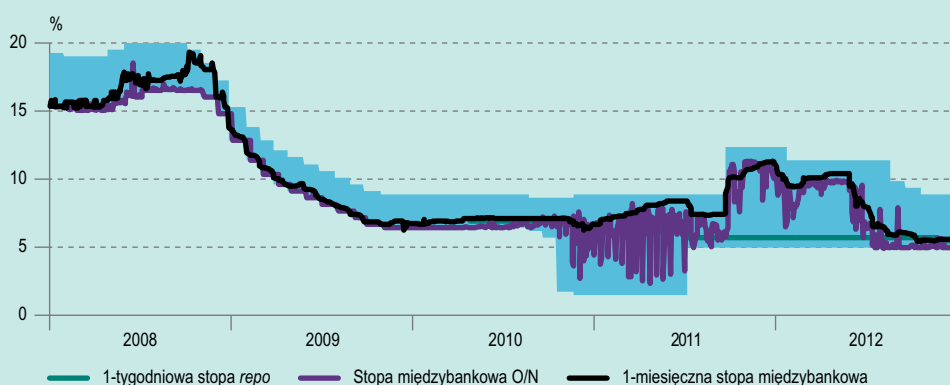
Korytarz stóp procentowych

W latach 2010–2013 Bank Turcji dokonywał częstych i znacznych zmian rentowności operacji depozytowo-kredytowych (nie zawsze związanych ze zmianami stopy podstawowej). Zmiany szerokości korytarza wpływały na poziom i zmienność stóp rynkowych oraz względną atrakcyjność lokowania/pozyskiwania środków w banku centralnym (wykres 1). Ponadto ze względu na to, że *lending rate* (odpowiednik stopy lombardowej) jest indeksem referencyjnym dla kredytów dla sektora prywatnego, zmiany tej stopy bezpośrednio wpływały na warunki kredytowe w gospodarce (Alper et al., 2012).

Za pomocą asymetrycznych zmian szerokości korytarza wahań stóp procentowych Bank Turcji dążył do zwiększenia zmienności, czyli niepewności, krótkoterminowych stóp procentowych. Efekt zmian szerokości korytarza był potęgowany polityką komunikacyjną Banku opartą na zasadzie *constructive ambiguity* (określenia *controlled ambiguity* użył w kwietniu 2011 r. Hakan Kara, szef Departamentu Badań i Polityki

Pięiężnej Banku Turcji, Kara, 2011), czyli zamierzonym braku klarowności w zakresie stóp procentowych i polityki płynnościowej.

Wykres I. Stopy procentowe na tle korytarza operacji depozytowo-kredytowych Banku Turcji w latach 2008–2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg oraz danych Banku Turcji.

Za pomocą tych działań Bank Turcji starał się zwiększać ryzyko krótkoterminowej stopy procentowej, co miało z jednej strony podwyższyć koszt krótkoterminowych strategii spekulacyjnych dla inwestorów zagranicznych, a z drugiej strony zniechęcić banki krajowe do refinansowania akcji kredytowej i rezerwy obowiązkowej. Z kolei zniechęcenie banków do refinansowania akcji kredytowej ze środków banku centralnego miało ograniczyć dynamikę akcji kredytowej lub wymusić oparcie jej na bardziej stabilnych źródłach finansowania. Działaniom tym towarzyszyły nieformalne naciski na banki, aby ograniczały ekspansję kredytową do poziomu założonego przez władze monetarne.

Rezerwa obowiązkowa

Kolejnym istotnym narzędziem stosowanym przez Bank Turcji była rezerwa obowiązkowa (obejmująca również zobowiązania walutowe), której stopę wielokrotnie zwiększano, uzależniając ją zarazem od terminu depozytu (im krótsze pasywa, tym wyższa stopa) i zawieszając jej oprocentowanie.

Nieoprocentowana rezerwa obowiązkowa jest – z ekonomicznego punktu widzenia – podatkiem nałożonym na banki. Bank Turcji oczekiwał, że banki komercyjne będą dążyć do przerzucenia ciężaru tego opodatkowania na swoich klientów – kredytobiorców i depozytariuszy. Doprowadziłoby to do wzrostu oprocentowania kredytów oraz do spadku oprocentowania depozytów, a więc do segmentacji rynku finansowego. W szczególności, biorąc pod uwagę, że część finansowania banków pochodziła od inwestorów zagranicznych, strategia ta miała umożliwić podwyższenie stóp procentowych dla krajowych kredytobiorców, przy jednoczesnym obniżeniu oprocentowania osiąganego przez zagranicę. Tym samym nastąpiłoby zacieśnienie polityki pieniężnej bez przyciągania kapitału z zewnątrz.

Z kolei uzależnienie stopy rezerwy obowiązkowej od okresu zapadalności zobowiązań – powodujące, że banki ponosiły tym większy koszt (w sensie utraconych korzyści), im krótsze miały zobowiązania – miało skłaniać banki do zmniejszenia różnicy pomiędzy okresem zapadalności aktywów i pasywów. To z kolei ograniczałoby ryzyko płynności (refinansowania) i stopy procentowej.

Mechanizm ROM

Istotną i dość nietypową modyfikacją polityki rezerwy obowiązkowej było umożliwienie bankom utrzymywania części rezerwy obowiązkowej w postaci złota lub walut obcych, zamiast – jak w większości krajów – w walucie krajowej. Ponieważ ponad 35% depozytów i 25% kredytów banków tureckich jest denominowanych w walutach obcych, tureckie banki mają w ujęciu netto krótką pozycję walutową w bilansach (tj. są wrażliwe na deprecjację tureckiej liry), którą domykają, wymieniając depozyty walutowe na środki w walucie krajowej za pomocą pozabilansowych transakcji *fx swap*. Mechanizm ROM miał zachęcić banki, aby – zamiast swapować depozyty walutowe – wykorzystywały je do wypełnienia wymogu z tytułu rezerwy obowiązkowej. Oczekiwano, że przyczyni się to nie tylko do stabilizacji kursu walutowego, ale także do ograniczenia krótkoterminowych pozabilansowych transakcji *fx swap* (które mogą generować ryzyko stopy procentowej i walutowe, jeśli są używane do zabezpieczania aktywów o dłuższym terminie) i domknięcia krótkiej pozycji walutowej w bilansach banków (rezerwa w walutach obcych powiększyłaby aktywa walutowe)¹.

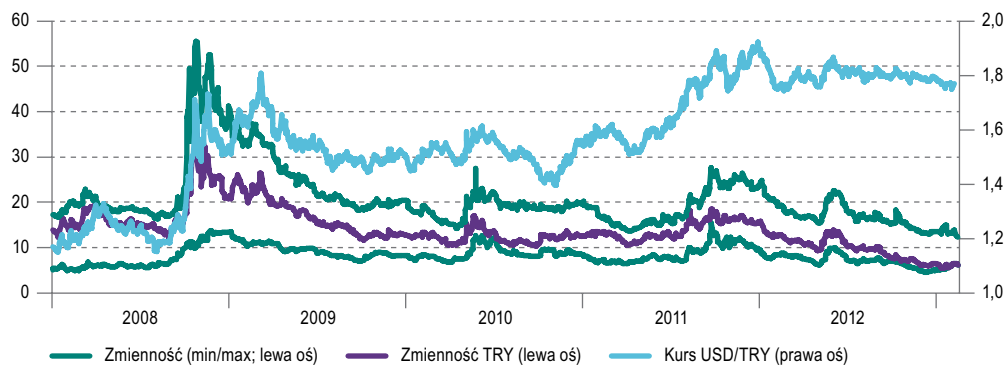
¹ Bank Turcji podejmował też bardziej bezpośrednie działania w celu stabilizacji kursu walutowego – w formie dwukierunkowych interwencji (w 2011 r. Bank sprzedał 15% swoich rezerw w celu obrony liry tureckiej), wzmocnianych publicznymi deklaracjami przedstawicieli Banku na temat fundamentalnie uzasadnionego poziomu kursu walutowego.

3.4.2. Skutki działań Banku Turcji

Spośród pozytywnych wyników działań podjętych przez Bank Turcji należy przede wszystkim wymienić:

- **Względnie stabilny – na tle innych gospodarek wschodzących – kurs walutowy** (wykres 3.13). Przeciwdziałanie aprecjacji pomogło ograniczyć deficyt na rachunku obrotów bieżących, co jednak nastąpiło przede wszystkim w konsekwencji spowolnienia gospodarczego.
- **Wydłużenie terminów zobowiązań banków komercyjnych** (udział depozytów o terminach poniżej jednego miesiąca zmniejszył się z 15% w grudniu 2010 r. do 7% w I połowie 2011 r.), co ograniczyło ryzyko stopy procentowej i płynności w bilansach banków.
- **Ograniczenie krótkoterminowych transakcji *fx swap***, zawieranych przez banki tureckie z nierezydentami w celu domknięcia krótkiej pozycji walutowej w bilansie (wykorzystanie na dużą skalę tych transakcji generowało ryzyko stopy procentowej ze względu na lukę *duration* pomiędzy aktywami a pasywami banków).

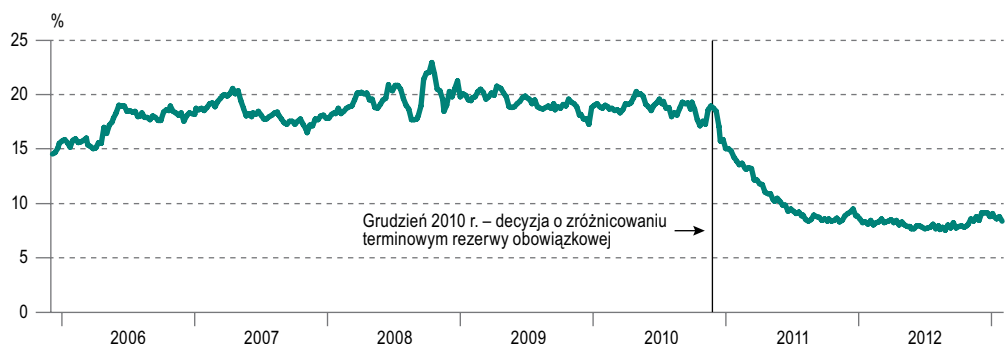
Wykres 3.13. Implikowana zmienność tureckiej liry na tle wartości minimalnej i maksymalnej dla walut gospodarek wschodzących*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

* Grupa gospodarek wschodzących obejmuje: Brazylię, Polskę, RPA, Koreę Południową, Meksyk, Chile, Węgry, Malezję i Tajlandię.

Wykres 3.14. Udział depozytów o terminach poniżej jednego miesiąca w sumie depozytów banków tureckich



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Turcji.

Jednocześnie działania Banku Turcji doprowadziły do wystąpienia pewnych niezamierzonych negatywnych efektów:

- Stosując liczne i nie zawsze spójne narzędzia, **Bank Turcji wprowadził chaos komunikacyjny** i utrudnił uczestnikom rynku odczytanie nastawienia polityki pieniężnej.
- **Niekonwencjonalne działania nie przybliżyły Banku Turcji istotnie do osiągnięcia głównego celu – inflacji na poziomie 5,0%. Przez pogorszenie komunikacji wręcz utrudniły zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.** Przed wprowadzeniem nowej polityki oczekiwania inflacyjne kształtowały się na poziomie średniej z ogłoszonego celu i aktualnego poziomu inflacji, obecnie utrzymują się trwale na poziomie 7%, tj. przy górnej granicy odchylenia od celu.
- Podwyższenie rezerwy obowiązkowej i zawieszenie jej oprocentowania zwiększyły udział aktywów banków komercyjnych nieprzynoszących dochodu. **Skloniło to banki**

do dążenia do zwiększenia dochodowości pozostałych aktywów, a w konsekwencji zmniejszenia ich płynności (od grudnia 2010 r. istotnie zmniejszył się udział obligacji skarbowych w bilansach banków i jednocześnie pogorszyły się regulacyjne miary płynności).

- **Podwyżki stopy rezerwy obowiązkowej przełożyły się na niższe oprocentowanie depozytów i ograniczyły przyrost krajowej bazy depozytowej**, skłaniając banki komercyjne do pozyskiwania finansowania w walutach obcych, czyli zwiększenia krótkiej pozycji walutowej, czemu Bank Turcji chciał przeciwdziałać.

Brakuje jednoznacznych dowodów na to, że polityka Banku Turcji przyczyniła się do zmniejszenia nierównowagi zewnętrznej, zwłaszcza że w analizowanym okresie bardzo silnie zmieniały się uwarunkowania zewnętrzne. Przykładowo, po aprecjacji liry w 2010 r. (czemu Bank Turcji chciał przeciwdziałać) nastąpiła deprecjacja kursu i Bank musiał podjąć działania zmierzające do jej ograniczenia (przy czym zmiany kursu w znacznym stopniu wiązały się z sytuacją na międzynarodowych rynkach finansowych). Próby ograniczenia skali deprecjacji tureckiej liry pod koniec 2011 r. spowodowały ubytek 15% rezerw walutowych, a poprawa na rachunku obrotów bieżących i zmiana struktury napływu kapitału nastąpiły dopiero w 2012 r. (tj. 1,5 roku po wykorzystaniu pierwszych niekonwencjonalnych instrumentów) i prawdopodobnie wynikały przede wszystkim z istotnego spowolnienia popytu wewnętrznego.

Brakuje również dowodów na skuteczność polityki rezerwy obowiązkowej w ograniczaniu dynamiki akcji kredytowej. Oligopolistyczna struktura i duże zyski sektora bankowego pozwoliły w znacznym stopniu zaabsorbować podatek, jakim jest nieoprocentowana rezerwa obowiązkowa, i w rezultacie skala dostosowania stóp depozytowych i kredytowych była ograniczona.

Ramka 3.6. Zmiany w polityce pieniężnej Turcji w styczniu 2014 r. wskutek znacznej deprecjacji liry

Konsekwencją rozpoczęcia stopniowego ograniczania luzowania ilościowego przez Fed była silna deprecjacja walut wielu gospodarek wschodzących. Dotyczyło to zwłaszcza gospodarek w dużym stopniu uzależnionych od finansowania zewnętrznego, w tym Turcji. Od połowy maja 2013 r. – tj. od zasygnalizowania przez Fed możliwości rozpoczęcia ograniczania luzowania ilościowego – do 27 stycznia 2014 r. turecka lira osłabiła się o 33%, do najsłabszego poziomu w historii.

Wobec znacznego uzależnienia tureckiego sektora bankowego od finansowania zagranicznego silna deprecjacja kursu rodziła obawy o możliwe konsekwencje dla stabilności sektora bankowego. Ponadto osłabienie liry oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji, która w grudniu 2013 r. wyniosła 7,4% (przy celu inflacyjnym na poziomie 5%).

Próbując przeciwdziałać deprecjacji liry, Bank Turcji zacieśniał politykę pieniężną. Ze względu na ograniczoną niezależność Banku i presję polityczną premiera Erdogana, by nie podnosić stóp procentowych, Bank Turcji początkowo zacieśniał politykę pie-

niężną w sposób nietypowy. W listopadzie 2013 r. zawiesił miesięczne i ograniczył tygodniowe operacje *repo*, zmuszając tym samym banki komercyjne do korzystania z wyżej oprocentowanych operacji *overnight* i znacznie podwyższając przeciętny koszt pozyskiwania płynności w banku centralnym. Również w listopadzie 2013 r. zmienił główną stopę procentową: z niższej tygodniowej stopy *repo* (4,50%) na wyższą stopę pożyczek *overnight* (7,75%).

W styczniu 2014 r. deprecjacja liry się pogłębiła. W celu obrony kursu Bank Turcji silnie zainterweniował na rynku walutowym. Wartość interwencji wyniosła około 3 mld USD, tj. około 10% rezerw walutowych. Interwencja ta nie zatrzymała jednak deprecjacji liry.

Po nieskutecznej interwencji walutowej, na nadzwyczajnym posiedzeniu 28 stycznia 2014 r. Bank Turcji postanowił silnie podwyższyć stopy procentowe. Tygodniowa stopa *repo* wzrosła z 4,5% do 10,0%, a stopa pożyczek *overnight* z 7,75% do 12,0%. Ze względu na równoczesną zmianę podstawowej stopy procentowej (z powrotem na stopę *repo*) faktyczny wzrost kosztu finansowania w banku centralnym wyniósł 2,25 pkt proc. Równocześnie Bank Turcji zadeklarował uproszczenie sposobu prowadzenia polityki pieniężnej.

Podwyżce stopy procentowej towarzyszyło umocnienie się liry (wykres I), choć kurs liry pozostał wyraźnie słabszy niż w okresie poprzedzającym jej deprecjację w styczniu 2014 r. Trudno jednak ocenić sam wpływ podwyżki stopy procentowej na kurs, bowiem w tym okresie – wraz z poprawą nastrojów na rynkach finansowych – umocniły się również kursy walutowe innych gospodarek wschodzących.

W maju, czerwcu oraz lipcu 2014 r. Bank Turcji, w związku z poprawą nastrojów na rynkach finansowych i ponownym napływem kapitału do gospodarki, obniżał stopy procentowe. W rezultacie w lipcu stopa *repo* wyniosła 8,25%.

Wykres I. Kurs liry względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza deprecjację)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

3.4.3. Wnioski z doświadczeń Banku Turcji

Bank Turcji wprowadził do swojej strategii celu inflacyjnego dwa dodatkowe elementy, traktując je jako cele komplementarne (ograniczenie nadmiernego napływu kapitału krótkoterminowego i wzrostu kredytów). Dążąc do ich realizacji, Bank znacznie rozszerzył lub zmodyfikował stosowane instrumenty polityki pieniężnej. Częste zmiany i brak spójności poszczególnych instrumentów powodowały, że działania Banku Turcji stały się mało klarowne. Polityka komunikacyjna Banku była prawdopodobnie oparta na zasadzie *constructive ambiguity*, co mogło negatywnie wpływać na jej zrozumienie przez otoczenie, choć jednocześnie miało ograniczać napływ krótkoterminowego kapitału.

Efekty działań Banku Turcji bardzo trudno ocenić, zwłaszcza biorąc pod uwagę zmienność uwarunkowań zewnętrznych w ostatnich latach, która w szczególności silnie wpływała na kierunki przepływu kapitału. Osiągnięcie części założonych celów (np. wydłużenie terminów zobowiązań banków komercyjnych, ograniczenie krótkoterminowych transakcji *fx swap*) spowodowało, że pojawiły się inne negatywne zjawiska (np. zmniejszenie płynności i zwiększenie krótkiej pozycji walutowej sektora bankowego). Kosztem działań Banku Turcji było także zmniejszenie przejrzystości komunikacji.

3.5. Czechy – wprowadzenie celu dla inflacji bazowej

W wyniku kryzysu walutowego, który dotknął Czechy w maju 1997 r., Bank Czech (CNB) był zmuszony upłynnić kurs czeskiej korony i rozważyć wybór innej kotwicy nominalnej. W grudniu 1997 r. CNB jako pierwszy spośród banków centralnych krajów transformacji ustrojowej wprowadził strategię celu inflacyjnego. Jednocześnie w latach 1997–2001 Bank Czech realizował tę strategię z celem odnoszącym się do inflacji bazowej. Przypadek Czech posłużył do analizy tej modyfikacji strategii celu inflacyjnego, stosowanej w różnych okresach również przez inne banki centralne (ramka 3.7). Jednocześnie negatywne doświadczenia Banku Czech z realizacją strategii celu inflacyjnego dla inflacji bazowej skłoniły go do wprowadzenia listy tzw. wyjątków, czyli czynników, które mogły uzasadniać odchylenie inflacji od celu. Lista „wyjątków” stosowana była również po zmianie definicji celu inflacyjnego z inflacji bazowej na inflację CPI.

3.5.1. Inflacja bazowa w definicji celu inflacyjnego

Inflacja bazowa nie ma jednej powszechnie akceptowanej definicji. **Najczęściej jest rozumiana jako utrzymująca się inflacja nieuwzględniająca przejściowych zmian poziomu cen lub jako inflacja odzwierciedlająca zmianę ogólnego poziomu cen w gospodarce, pomijająca zmiany cen relatywnych** (Rogers, 1998). W przypadku obu definicji inflacja bazowa jest uważana za miernik obrazujący zmiany cen istotne dla prowadzenia polityki pieniężnej. Ważną cechą inflacji bazowej jest jej mniejsza zmienność w porównaniu ze zmiennością inflacji ogółem.

Inflacja bazowa jest powszechnie stosowana przez banki centralne jako narzędzie analityczne i komunikacyjne (Wiesiołek, Kosior, 2010). Równocześnie **zasadność zastosowania inflacji bazowej do zdefiniowania celu inflacyjnego w przypadkach banków realizujących strategię celu inflacyjnego pozostaje dyskusyjna.**

Za zastosowaniem inflacji bazowej jako wielkości, do której odnosi się cel inflacyjny, mogą przemawiać następujące argumenty:

- Ze względu na to, że banki centralne są rozliczane z realizacji celu inflacyjnego, zasadne jest zdefiniowanie celu z wykorzystaniem miary inflacji wyłączającej zmiany cen znajdujących się poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej (Blinder, 1997).
- Wyznaczanie celu inflacyjnego dla inflacji bazowej może również prowadzić do poprawy komunikacji banku centralnego z rynkiem, w szczególności ułatwiając wyjaśnienie braku dostosowań instrumentów polityki pieniężnej w reakcji na przejściowe wahania inflacji ogółem, które nie przekładają się na silne zmiany inflacji bazowej (Bernanke et al., 1999).
- Zdefiniowanie celu dla inflacji bazowej może się przyczynić do skupienia uwagi podmiotów gospodarczych na trwałych zmianach inflacji i – przez ograniczenie zmian oczekiwań inflacyjnych w reakcji na przejściowe wahania tempa wzrostu cen – ułatwić stabilizację inflacji (Johnson, 1999).
- Skoncentrowanie się władz monetarnych na inflacji bazowej może pozwolić na uniknięcie błędnej reakcji na przejściowe zmiany dynamiki cen. Przykładowo, szok podaży

może czasowo wpłynąć na inflację, a zatem nie wymaga reakcji banku centralnego (Mishkin, 1997).

Jednocześnie w literaturze wskazywane są argumenty przemawiające przeciw definiowaniu przez bank centralny celu w odniesieniu do inflacji bazowej.

- W szczególności podkreśla się, że inflacja bazowa – z której wyłączone są zmiany cen części produktów i usług wchodzących w skład CPI – nie odzwierciedla zmian całkowitych kosztów ponoszonych przez gospodarstwa domowe, wpływających na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych tych podmiotów. W przypadku występowania znacznych i/lub długotrwałych odchyłeń inflacji bazowej od inflacji ogółem, odczuwanej przez gospodarstwa domowe, wyznaczanie celu dla inflacji bazowej może nie pozwolić na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych (Kim, Kim, 2009).
- Pojęcie inflacji bazowej jest mniej znane i trudniejsze do wytłumaczenia podmiotom gospodarczym niż inflacja CPI (Hammond, 2012)³¹. Konieczny jest zatem większy nacisk na wyjaśnienie konstrukcji tego miernika, uzasadnienie jego wyboru oraz wyjaśnienie jego relacji do inflacji CPI (Bernanke, Mishkin, 1997).

Wybór miernika, do którego odnosi się cel (inflacja ogółem – inflacja bazowa), może mieć znaczenie dla wiarygodności celu. Wydaje się, że zależy ona przede wszystkim od spójności celu z kosztami utrzymania odczuwanymi przez gospodarstwa domowe (co przemawia za celem odnoszonym do inflacji ogółem), ale równocześnie od możliwości jego realizacji dzięki oddziaływaniu banku centralnego na wskaźnik inflacji (co przemawia raczej za celem odnoszonym do inflacji bazowej).

Ramka 3.7. Banki centralne odnoszące cel inflacyjny do inflacji bazowej

Niektóre banki centralne odnoszą lub odnosiły swój cel inflacyjny do inflacji bazowej. Taka modyfikacja strategii celu inflacyjnego jest obecnie stosowana przez Bank Tajlandii (BoT, 2014).

W 2006 r. ze wskazywania celu dla inflacji bazowej zrezygnował Bank Korei, argumentując, że działania banku nakierowane na stabilizację miary inflacji, której kształtowanie się odbiega od zmian kosztów odczuwanych przez podmioty gospodarcze, może negatywnie wpływać na wiarygodność banku centralnego (Kim, Kim, 2009; por. rozdział 3.7).

Analizowana modyfikacja strategii celu inflacyjnego była również stosowana od 1994 r. przez Bank Australii. W 1998 r. uznał on jednak, że zalety definiowania celu w odniesieniu do inflacji CPI – związane z lepszą znajomością tego miernika przez podmioty gospodarcze – przeważają nad ewentualnymi negatywnymi konsekwencjami w postaci jej wyższej zmienności (Cockerell, 1999).

³¹ Ponadto indeks CPI jest miernikiem inflacji często wykorzystywanym w kontraktach płacowych lub do indeksacji świadczeń publicznych (McCauley, 2007).

Wśród banków, które wskazywały cel dla inflacji bazowej, jest również wymieniany Bank Norwegii, chociaż nie deklarował tego oficjalnie. W latach 2001–2003 nie określał dokładnie, jakiej miary inflacji dotyczy wyznaczany przez niego cel. Od 2003 r. podkreślał, że oceniając procesy inflacyjne, kładzie nacisk na inflację CPI z wyłączeniem cen energii i wpływu zmian podatków (CPI-ATE; Norges Bank, 2003). W 2004 r. Bank Norwegii skonkretyzował definicję celu inflacyjnego, wskazując, że dotyczy on inflacji CPI, choć miernik CPI-ATE nadal ma duże znaczenie (Norges Bank, 2004).

Należy ponadto podkreślić, że za miarę inflacji bazowej jest niekiedy uznawana inflacja CPI z wyłączeniem płatności z tytułu odsetek (McCauley, 2007). Była ona również stosowana do definiowania celu inflacyjnego np. w Wielkiej Brytanii (1992–2003) i RPA (2000–2008).

3.5.2. Uwarunkowania wprowadzenia strategii celu inflacyjnego w Czechach

W początkowym okresie transformacji ustrojowej polityka pieniężna w Czechach prowadzona była w warunkach sztywnego kursu walutowego. Po rozpadzie Czechosłowacji, w maju 1993 r. kurs korony czeskiej został usztywniony wobec koszyka walut z niewielkim przedziałem dopuszczalnych wahań (+/- 0,5%)³². W lutym 1996 r. Bank Czech zmodyfikował strategię polityki pieniężnej: rozszerzeniu przedziału dopuszczalnych wahań kursu czeskiej korony (do +/- 7%) towarzyszyło wprowadzenie celu dla tempa wzrostu podaży pieniądza M2 (Josifidis et al., 2009)³³. W maju 1997 r., wobec pogorszenia się nastrojów na rynkach finansowych i negatywnej oceny sytuacji gospodarczej Czech, **prowadzących do kryzysu walutowego, Bank Czech w porozumieniu z rządem zdecydował o upłynnieniu kursu walutowego** (Brada, Kutan, 1999). Przez kolejne sześć miesięcy Bank analizował alternatywne strategie polityki pieniężnej: powrót do sztywnego kursu walutowego, ustanowienie celu dla wzrostu podaży pieniądza, strategię celu inflacyjnego. Istotne wady dwóch pierwszych strategii skłoniły Bank Czech do wyboru strategii celu inflacyjnego, pomimo ograniczonych doświadczeń w jej realizacji w gospodarkach wschodzących (Smidkova, 2008a, 2008b). **Istotnym argumentem za wprowadzeniem strategii celu inflacyjnego była konieczność zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, co pozwoliłoby na zakończenie procesu dezinflacji** (Hampl, 2010). Alternatywne strategie stosowane przez Bank Czech w poprzednich latach nie pozwoliły na trwałe obniżenie oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych (Hrncir, Smidkova, 2003).

W grudniu 1997 r. Bank Czech ogłosił średniookresowy cel inflacyjny (na koniec 2000 r.) na poziomie 4,5% +/- 1 pkt proc., którego realizacja miała zapewnić dokończenie procesu dezinflacji. Równocześnie Bank wskazał dodatkowy, „orientacyjny” cel na koniec 1998 r. na poziomie 6% +/- 0,5 pkt proc., co miało zwiększyć efektywność strategii przez zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w krótkim horyzoncie i wpływać na kształtowanie się płac. Inaczej niż w większości krajów rozwiniętych realizujących strategię celu inflacyjnego **wskazane przez Bank Czech cele inflacyjne odnosiły się do poziomu inflacji bazowej. Bank wyznaczał cele dla tzw. inflacji netto, nowej miary inflacji zdefiniowanej jako inflacja CPI**

³² W latach 1993–1995 komplementarnym celem pośrednim Banku Czech był wzrost podaży pieniądza.

³³ Poszerzenie przedziału dopuszczalnych wahań miało na celu ograniczenie napływu kapitału zagranicznego przez zwiększenie niepewności co do kształtowania się kursu walutowego.

z wyłączeniem zmian cen regulowanych i administrowanych oraz po eliminacji wpływu zmian podatków pośrednich i subsydiów na pozostałe kategorie cen³⁴.

Zdefiniowanie celu dla inflacji bazowej było podyktowane specyficzną sytuacją krajów transformacji ustrojowej, gdzie trwał stopniowy proces deregulacji cen. Proces ten wywoływał istotne różnice w dynamice cen regulowanych oraz pozostałych cen wchodzących w skład koszyka dóbr konsumpcyjnych (CNB, 2000). Wpływ deregulacji cen, a także zmian w zakresie podatków pośrednich i subsydiów na kształtowanie się procesów inflacyjnych pozostawał poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej i był istotnym źródłem niepewności, szczególnie wobec przypadających w połowie 1998 r. wyborów parlamentarnych (Hrncir, Smidkova, 2004; CNB, 2000)³⁵.

Bank Czech dostrzegał jednocześnie, że definiowanie celu inflacyjnego z użyciem węższego miernika inflacji niż indeks CPI może mieć negatywne konsekwencje dla efektywności polityki monetarnej (CNB, 2000). Miara inflacji netto wykazywała bowiem pewne niepożądane cechy, w szczególności:

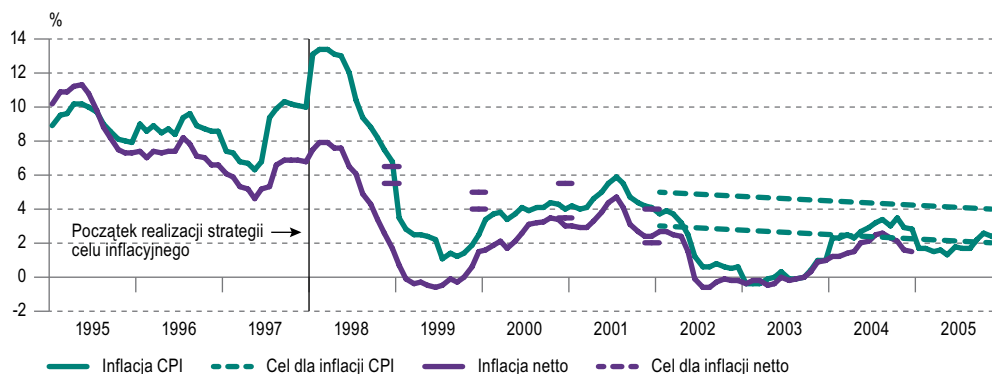
- Inflacja netto była nowym pojęciem, stworzonym na potrzeby realizacji strategii celu inflacyjnego i tym samym słabo rozpoznawanym przez podmioty gospodarcze.
- Miara ta nie uwzględniała zmian cen towarów i usług istotnych z punktu widzenia gospodarstw domowych, takich jak elektryczność, gaz, usługi telekomunikacyjne, kanalizacja, ogrzewanie. Na koniec 2007 r. wyłączone dobra stanowiły 22,8% koszyka konsumpcyjnego (CNB, 1998). W konsekwencji indeks nie w pełni odzwierciedlał zmianę kosztów odczuwanych przez gospodarstwa domowe, co mogło osłabiać rolę celu inflacyjnego jako kotwicy oczekiwań inflacyjnych.
- Zmiany inflacji netto istotnie odbiegały od zmian inflacji CPI (szczególnie w początkowym okresie realizacji strategii celu inflacyjnego; wykres 3.25). Co więcej, Bank Czech spodziewał się, że taka dywergencja będzie długotrwała. Czynniki ten zwiększał ryzyko, że nie uda się zakotwiczyć oczekiwań inflacyjnych.

Stosowany przez Bank Czech miernik inflacji bazowej – inaczej niż miary inflacji bazowej wykorzystywane przez niektóre inne banki centralne – nie wyłączał wahań silnie zmiennych kategorii cen, takich jak ceny żywności i energii, czy cen produktów importowanych. Równocześnie w przypadku gospodarki czeskiej zmiany cen zewnętrznych wywierały istotny wpływ na kształtowanie procesów inflacyjnych, pozostając przy tym poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, co mogłoby uzasadniać ich wyłączenie (Hrncir, Smidkova, 2000). Bank Czech obawiał się jednak, że zbyt mocno zawęziłoby to indeks inflacji bazowej i osłabiło jego korelację z inflacją CPI (Jonas, Mishkin, 2004).

³⁴ Inflacja netto obrazowała zmiany około 663 towarów i usług, podczas gdy inflacja CPI – 754 dóbr (Hrncir, Smidkova, 2003).

³⁵ Według Banku Czech jedynie w przypadku istnienia długoterminowej, wiążącej strategii deregulacji cen i zmian podatków pośrednich uzasadnione byłoby wyrażenie celu inflacyjnego w odniesieniu do indeksu CPI.

Wykres 3.15. Inflacja netto i inflacja CPI na tle celu



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Czech.

3.5.3. Realizacja strategii celu inflacyjnego w latach 1998–2001

Strategia celu inflacyjnego została wprowadzona w okresie spowolnienia gospodarczego w Czechach, któremu – mimo wysokich stóp procentowych – towarzyszyła nadal wysoka inflacja i wysokie oczekiwania inflacyjne. Najważniejszym zadaniem, które stało przed Bankiem Czech w latach 1998–2001, było więc zakończenie procesu dezinflacji oraz zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.

Przez pierwsze miesiące po wprowadzeniu nowej strategii oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych utrzymywały się na podwyższonym poziomie, do czego – wobec ich adaptacyjnego charakteru – przyczynił się głównie istotny wzrost cen administrowanych (Hrncir, Smidkova, 2000). Od czerwca 1998 r. inflacja netto (a także CPI) zaczęła się wyraźnie obniżać. Tendencja ta utrzymywała się w kolejnych miesiącach i w grudniu 1998 r. inflacja netto spadła do 1,7%, czyli ukształtowała się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego (6,0% +/- 0,5 pkt proc.; wykres 3.16). Do kwietnia 1999 r. inflacja netto obniżyła się do -0,6% i pomimo pewnego przyspieszenia w II połowie roku na koniec 1999 r. pozostała poniżej celu inflacyjnego (1,5% wobec celu 4,5% +/- 0,5 pkt proc.). Głównym czynnikiem odpowiadającym za silną dezinflację w tym okresie – i tym samym za kształtowanie się inflacji poniżej celu – był spadek cen surowców na rynkach światowych, któremu towarzyszyła aprecjacja czeskiej korony (Smidkova, 2008; OECD, 2000).

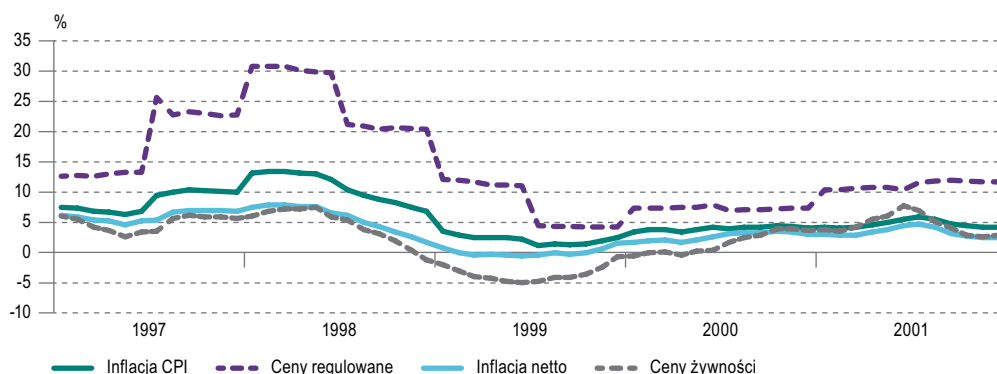
W ciągu pierwszych dwóch lat stosowania strategii celu inflacyjnego nie udało się w pełni zrealizować założonych celów:

- Inflacja, co prawda, znacznie się obniżyła, jednak nie oznaczało to zakończenia procesu dezinflacji. Główną przyczyną spadku inflacji była bowiem istotna zmiana cen zewnętrznych. Uwzględniając znaczną zmienność tych cen, można więc było oczekiwać ponownego wzrostu inflacji wraz z odwróceniem się trendów kształtowania się cen surowców na rynkach światowych.
- Inflacja netto kształtowała się w tym okresie poniżej celu inflacyjnego, co mogło prowadzić do obniżenia wiarygodności celu Banku Czech. W przypadku wskaźnika CPI

spadek ogólnego poziomu cen związany z obniżeniem się cen surowców był ograniczony przez wzrost cen administrowanych (na skutek czego inflacja CPI kształtowała się w 1998 r. na poziomie celu, a w 1999 r. jedynie nieznacznie poniżej celu). Tymczasem w przypadku inflacji netto szok cen zewnętrznych nie został złagodzony. W konsekwencji doszło do istotnych rozbieżności między kształtowaniem się inflacji netto i inflacji CPI, co według OECD (1998) mogło osłabiać zdolność polityki pieniężnej do wpływania na oczekiwania inflacyjne.

- W ślad za spadkiem inflacji obniżyły się oczekiwania inflacyjne, jednak realizowana strategia nie przyczyniała się do trwałego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Spowodowały to niepowodzenia w osiągnięciu celu inflacyjnego, negatywnie wpływające na wiarygodność Banku Czech, oraz wspomniana rozbieżność między inflacją netto a zmianą kosztów utrzymania, odczuwana przez podmioty gospodarcze.

Wykres 3.16. Inflacja CPI i jej składowe



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Czech.

Doświadczenia początkowego okresu realizacji strategii celu inflacyjnego skłoniły Bank Czech do modyfikacji strategii pod koniec 1998 r. Bank wprowadził wówczas listę tzw. wyjątków (ang. *exceptions*), czyli listę czynników, których wystąpienie mogło uzasadniać odchylenie inflacji od celu (reakcja polityki pieniężnej nakierowana na neutralizację tych szoków byłaby bowiem zbyt kosztowna; Hrnčir, Smidková, 2000). Zaliczono do nich: istotne odchylenia cen surowców na rynkach światowych od ich prognozowanych poziomów; znaczne i niezwiązane z krajowymi czynnikami gospodarczymi odchylenie kursu czeskiej korony od jego prognozowanego poziomu; istotne zmiany warunków produkcji rolnej; katastrofy naturalne (CNB, 2000). Wprowadzenie zestawu „wyjątków”³⁶ wskazywało, w jakich sytuacjach odchylenie inflacji od celu może być akceptowane przez bank centralny. Miało to wywierać podobny wpływ jak wyłączenie zmian cen związanych z ich wystąpieniem z miernika inflacji, do której odnosił się cel inflacyjny, a jednocześnie pozwalało uniknąć dalszego zawężania stosowanego miernika.

³⁶ Podobne rozwiązania (ang. *escape clauses*) stosowane są również przez inne banki centralne (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001).

Od połowy 1999 r. inflacja netto rosła i w grudniu 2000 r. – wobec odwrócenia tendencji kształtowania się cen zewnętrznych oraz poprawy koniunktury gospodarczej w Czechach – przybliżyła się do dolnej granicy odchyłeń od celu (OECD, 2001). Jednocześnie relatywnie stabilne tempo wzrostu cen regulowanych przyczyniło się do zmniejszenia różnicy między inflacją netto a inflacją CPI. **W kwietniu 2000 r. Bank Czech, ogłaszając cel inflacyjny na koniec 2001 r., ponownie nieco zmodyfikował strategię, uzupełniając cel dla inflacji netto o spójny z nim cel dla inflacji CPI.** Było to możliwe dzięki większej koordynacji działań Banku i rządu przy ustalaniu celu inflacyjnego oraz przyjęciu przez rząd w lutym 2000 r. średniookresowego scenariusza zmian cen regulowanych, podatków i opłat³⁷ (CNB, 2000b; MFW, 2000). Bank podkreślił, że takie rozwiązanie może stanowić etap przejściowy przed zmianą definicji celu inflacyjnego i oparciem go wyłącznie na inflacji CPI.

Zmiana definicji celu inflacyjnego nastąpiła rok później, tj. w kwietniu 2001 r. Bank Czech odszedł wówczas od wskazywania celu dla inflacji netto i zastąpił go celem dla inflacji CPI (CNB, 2001a). Równocześnie zmiany cen regulowanych (których wpływ na inflację CPI przekracza 1–1,5 pkt proc.) oraz podatków pośrednich zostały włączone na listę wskazywanych przez Bank „wyjątków” (Jonas, Mishkin, 2004). Taką zmianę strategii uzasadniano chęcią zwiększenia przejrzystości polityki pieniężnej oraz zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i tym samym poprawy efektywności działań władz monetarnych (Central Banking, 2001).

Ramka 3.8. Obniżenie celu inflacyjnego i wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech

Od momentu wprowadzenia celu inflacyjnego Bank Czech kilkakrotnie obniżał jego poziom (wykres I)¹. Od 2010 r. cel inflacyjny Banku Czech wynosi 2,0% +/-1 pkt proc.²

Obniżenie celu inflacyjnego w 2010 r. stworzyło ryzyko, że w warunkach silnej recesji i niskiej inflacji – ze względu na zerową granicę nominalnej stopy procentowej – bank centralny będzie miał ograniczoną możliwość stymulowania gospodarki przez obniżenie realnej stopy procentowej. Ryzyko to się zmaterializowało.

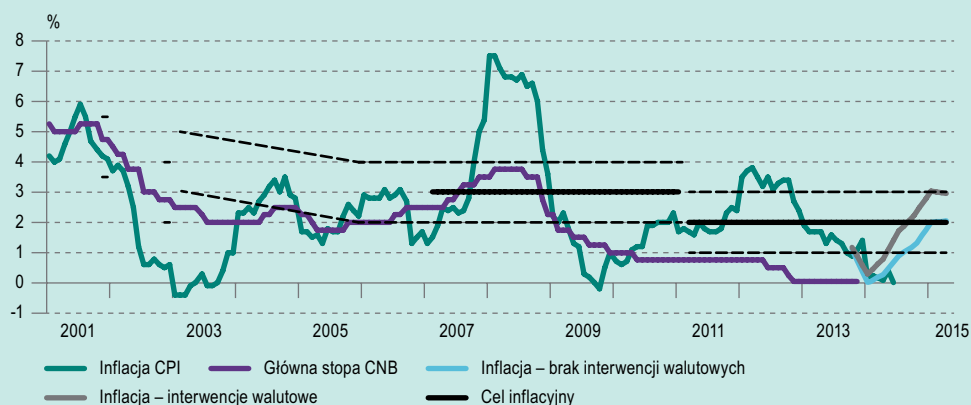
Od końca 2012 r. Bank Czech utrzymuje główną stopę procentową na poziomie nieznacznie powyżej zera. Pomimo historycznie niskiej stopy procentowej dynamika PKB w 2013 r. pozostawała ujemna, a inflacja kształtowała się istotnie poniżej celu. Równocześnie prognozy Banku Czech z końca 2013 r. wskazywały na 50-procentowe ryzyko deflacji w kolejnych kwartałach, a także na istotne prawdopodobieństwo, że inflacja pozostanie poniżej celu w średnim okresie (CNB, 2013b).

¹ W 2007 r. Bank Czech zdecydował ponadto o zastąpieniu celu przedziałowego celem punktowym z przedziałem odchyłeń.

² Wyższy poziom celu w początkowych latach stosowania strategii celu inflacyjnego miał uwzględniać presję w kierunku aprecjacji realnego kursu walutowego związaną z procesem konwergencji. Za pośrednictwem wyższej inflacji Bank Czech chciał obniżyć presję na aprecjację nominalnego kursu (wykres II).

³⁷ Strategia zmian cen ogłoszona przez rząd w wielu przypadkach opierała się jedynie na wstępnych szacunkach, a jej horyzont był ograniczony do 2002 r. (CNB, 2000b).

Wykres I. Cel inflacyjny, stopa procentowa oraz prognozy inflacji Banku Czech z listopada 2013 r. (przed wprowadzeniem asymetrycznego celu kursowego)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Czech.

Ze względu na brak możliwości dalszych obniżek stóp procentowych Bank Czech w listopadzie 2013 r. rozpoczął interwencje walutowe, mające na celu osłabienie kursu czeskiej korony względem euro do poziomu przynajmniej o około 27 EUR/CZK³ (co oznacza 5-procentową deprecjację kursu; wykres II)⁴. Bank Czech deklaruje utrzymanie asymetrycznego celu kursowego do momentu, gdy ryzyko utrzymania się inflacji na poziomie poniżej celu znacznie spadnie, co – według Banku Czech (CNB 2013d) – ma nastąpić najwcześniej na koniec II kwartału 2015 r.

Według prognoz Banku Czech osłabienie korony ma podnieść ścieżkę inflacji o około 1 pkt proc. (CNB, 2013b). Tym samym ma doprowadzić do wzrostu inflacji do poziomu bliskiego celu inflacyjnego w perspektywie około roku i istotnie obniżyć ryzyko deflacji⁵.

Obecnie trudno ocenić skuteczność interwencji w stosunku do przebiegu procesów gospodarczych w Czechach. Jak dotąd Bankowi Czech udaje się utrzymywać kurs korony na zamierzonym poziomie (wykres II), jednak główny cel wprowadzenia asy-

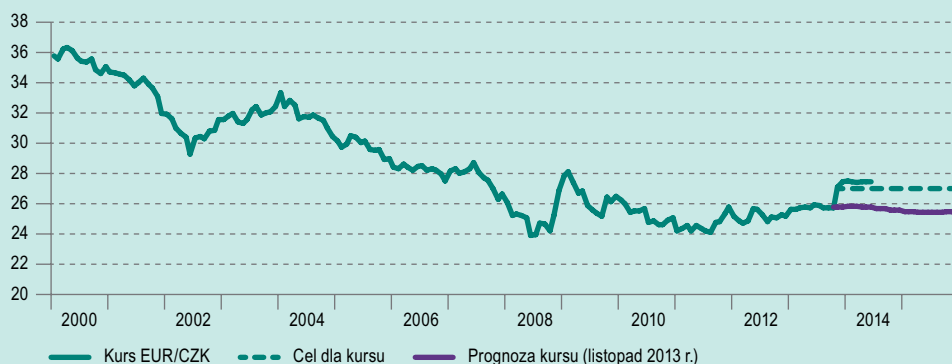
³ W komunikacie Banku Czech zapowiadającym interwencje wskazano, że celem dla kursu korony względem euro jest poziom około 27 EUR/CZK („The CNB will intervene on the foreign exchange market to weaken the koruna so that the exchange rate of the koruna against the euro is close to CZK 27”, CNB, 2013a). W kolejnych dokumentach na stronie internetowej Banku Czech pojawiło się wyjaśnienie, że cel kursowy jest traktowany asymetrycznie, tj. Bank Czech będzie tolerował osłabienie się kursu korony względem euro powyżej poziomu 27 CZK/EUR, natomiast będzie interweniował w przypadku jego umocnienia poniżej poziomu 27 CZK/EUR („The CNB regards the commitment as asymmetric (...) On the stronger side of the CZK 27/EUR level, the CNB is preventing the koruna from appreciating further (...) On the weaker side of the CZK 27/EUR level, the CNB is allowing the koruna exchange rate to float”, CNB, 2013d).

⁴ Wcześniej (we wrześniu 2011 r.) asymetryczny cel kursowy wprowadził także Bank Szwajcarii (SNB, 2011). Istnieją jednak różnice w stosowaniu tego narzędzia przez Bank Czech i Bank Szwajcarii. Po pierwsze, Bank Czech nie podał dokładnej granicy kursu, której przekroczenia nie będzie tolerował (granica kursu korony do euro jest określona jedynie jako „około 27 EUR/CZK”). Po drugie, kurs korony jest zbliżony do kursu równowagi (MFW, 2013), podczas gdy kurs franka uznawano za znacznie przewartościowany (SNB, 2011).

⁵ Szacowanie wpływu osłabienia kursu korony na inflację jest obciążone ryzykiem. Z jednej strony w kierunku wyższego *pass-through* może oddziaływać trwałość osłabienia kursu. Z drugiej strony obecna faza cyklu koniunkturalnego (tj. wczesna faza ożywienia) ogranicza *pass-through*.

metrycznego celu kursowego (tj. wzrost inflacji) nie został osiągnięty. W maju 2014 r. inflacja wyniosła 0,0% r/r (wobec 1,4% r/r w grudniu 2013 r.) i była istotnie niższa, niż prognozowano w listopadzie 2013 r. (o 1,4 pkt proc). Obniżenie inflacji wynikało jednak przede wszystkim ze spadku cen administrowanych oraz cen żywności.

Wykres II. Kurs korony czeskiej względem euro (wzrost oznacza deprecjację)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i Banku Czech.

Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego spowodowało pewną niespójność komunikacyjną⁶. Zgodnie z najnowszą prognozą Banku, opublikowaną w *Raporcie o inflacji* z listopada 2013 r., tj. już po ogłoszeniu decyzji o interwencjach w celu osłabienia kursu walutowego, kurs korony czeskiej miał bowiem ulegać bardzo niewielkiej aprecjacji, po czym Bank ogłosił interwencje prowadzące do deprecjacji korony, co osłabiło kurs⁷. Mogło to ograniczać skuteczność działań Banku Czech.

⁶ W ostatnich latach Bank Czech znacznie zwiększał zakres publikowanych informacji. W szczególności od 2008 r. zaczął publikować prognozę stóp procentowych, a od 2009 r. – jako pierwszy bank centralny na świecie – prognozę nominalnego kursu bilateralnego (w formie wachlarzowej).

⁷ Od 2008 r. Bank Czech publikuje prognozę nominalnego kursu czeskiej korony względem euro.

3.5.4. Wnioski z doświadczeń Banku Czech

Doświadczenia Banku wskazują, że definiowanie celu dla miary inflacji wyłączającej część kategorii cen silnie zmiennych i niezależnych od polityki monetarnej może nie wystarczać do realizacji celu inflacyjnego. Silna, nieprzewidziana zmiana jednej z niewyłączonych kategorii może powodować ukształtowanie się inflacji poza celem. Wyłączenie wszystkich kategorii cen o znacznej zmienności prowadzi z kolei do zbytowego zawężenia miernika inflacji i osłabienia zdolności polityki pieniężnej do wpływania na oczekiwania inflacyjne. W konsekwencji bardziej uzasadnione wydaje się definiowanie celu dla zmian ogólnego poziomu cen (inflacji CPI) i realizowanie go w ramach strategii celu inflacyjnego w wersji elastycznej.

Wprowadzenie przez bank centralny zestawu „wyjątków” może mieć korzystny wpływ na wiarygodność celu inflacyjnego, ponieważ umożliwia wyjaśnienie braku reakcji polityki pieniężnej na odchylenia inflacji od celu wynikające z wystąpienia niektórych rodzajów szoków. Równocześnie trudności z przewidzeniem wszystkich „wyjątków” przemawiają za ogólnym określeniem rodzaju szoków, które nie uzasadniają dostosowania polityki pieniężnej.

3.6. Szwecja – usunięcie przedziału odchyień od celu z definicji celu inflacyjnego

W maju 2010 r. Bank Szwecji (*Sveriges Riksbank*) zmienił definicję swojego celu inflacyjnego przez usunięcie z niej pasma odchyień od celu o szerokości +/- 1 pkt proc. Tym samym zmienił definicję celu inflacyjnego z celu punktowego z przedziałem odchyień (2% +/- 1 pkt proc.) na cel punktowy (2%). Była to nieznaczna modyfikacja celu, zwłaszcza że Riksbank od początku stosowania strategii celu inflacyjnego akcentował cel inflacyjny na poziomie 2%. Zmiana ta nastąpiła jednak w okresie silnych zawirowań na rynkach i szoków surowcowych, przekładających się na znaczną zmienność inflacji, co mogło stwarzać ryzyko jej nadinterpretacji.

3.6.1. Rola pasma odchyień od celu w definicji celu inflacyjnego

Od 1995 r. Bank Szwecji realizuje strategię celu inflacyjnego. Wprowadzając tę strategię, Bank zdefiniował swój cel jako stabilizowanie inflacji CPI na poziomie 2% +/- 1 pkt proc. Riksbank uzasadniał komunikowanie pasma odchyień od celu dążeniem do jednoznacznego wskazania, że odchylenia inflacji od celu punktowego są prawdopodobne, choć Bank będzie dążył do ich ograniczania.

Modyfikując w 2010 r. definicję celu inflacyjnego, Bank ocenił, że po latach doświadczeń z realizacją strategii celu inflacyjnego uczestnicy życia gospodarczego rozumieją, że polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach niepewności i że w pewnych okresach inflacja może się odchyłać od celu, w tym o więcej niż o 1 pkt proc. Równocześnie **Bank Szwecji wyraźnie zaznaczył, że stosuje strategię celu inflacyjnego w wersji elastycznej, a zatem tymczasowe odchylenia inflacji od celu mogą stanowić część zamierzonej strategii ukierunkowanej na stabilizację produkcji i zatrudnienia** (Riksbank, 2010c, 2011a).

Modyfikując definicję celu, Bank Szwecji odniósł się również do oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Od początku realizacji strategii celu inflacyjnego w Szwecji w okresach, w których wskaźnik CPI nie kształtował się na poziomie zgodnym z celem (około połowy przypadków), inflacja odchyłała się od celu więcej niż o 1 pkt proc. Jednocześnie zdaniem Riksbanku nie podważyło to zaufania uczestników życia gospodarczego do celu inflacyjnego (Riksbank, 2010c).

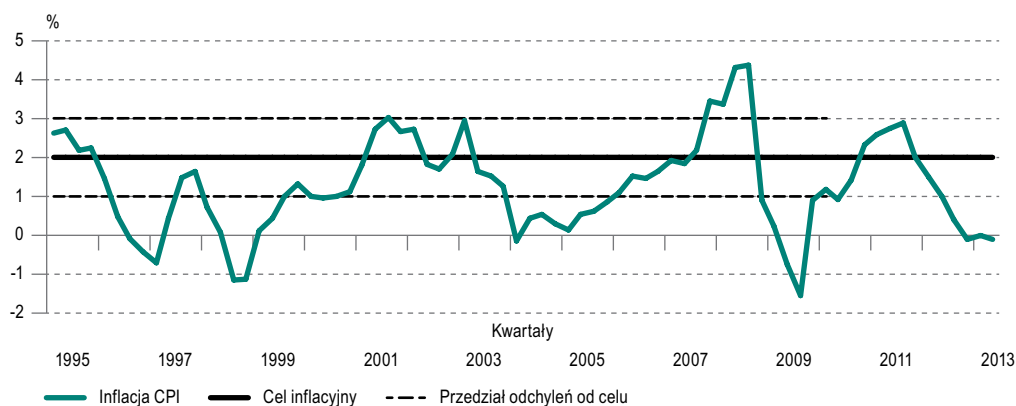
W uzasadnieniu swojej decyzji o przyjęciu celu punktowego bez pasma odchyień Riksbank zaznaczył również, że dokonuje regularnej oceny kształtowania się inflacji w relacji do celu w *Raportach o polityce pieniężnej* (ang. *Monetary Policy Reports*) i ich aktualizacjach, niezależnie od tego, czy inflacja znajduje się w paśmie odchyień, czy też je przekracza. W rezultacie Bank Szwecji uznał, że usunięcie pasma odchyień z definicji celu inflacyjnego nie wpłynie na sposób komunikowana i prowadzenia polityki pieniężnej (Grostal et al., 2011).

Wprawdzie wprowadzona przez Riksbank modyfikacja celu była niewielka, jednak nastąpiła w okresie znacznej zmienności inflacji, co mogło stwarzać ryzyko jej nadinterpretacji. Z jednej strony podmioty gospodarcze mogły ją odczytać jako próbę jeszcze silniejszego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie 2%. Z drugiej strony rezygnacja z przedziału +/- 1 pkt proc., który od połowy 2007 r. był często przekraczany, mogła być odczytana jako sygnał zwiększenia tolerancji dla znacznych odchyień inflacji od celu, co z kolei zagrażałoby zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu.

3.6.2. Uwarunkowania decyzji o eliminacji przedziału odchyień od celu inflacyjnego

Decyzja o usunięciu pasma odchyień od celu inflacyjnego była poprzedzona okresem największej zmienności inflacji CPI od rozpoczęcia realizacji strategii celu inflacyjnego przez Szwecję. W III kwartale 2007 r. inflacja CPI, po raz pierwszy od wprowadzenia strategii celu inflacyjnego, znalazła się poza górną granicą pasma odchyień od celu i utrzymywała się na podwyższonym poziomie przez kolejne 4 kwartały (wykres 3.17)³⁸. Ten wzrost dynamiki cen wiązał się ze znacznym wzrostem cen żywności i energii na rynkach światowych (Riksbank, 2009). Z kolei gwałtowny spadek inflacji CPI, który nastąpił w IV kwartale 2008 r. i trwał przez większość 2009 r., wynikał – poza efektami bazy – z nasilenia się skutków globalnego kryzysu finansowego i znacznego spadku w tym okresie światowych cen surowców (Riksbank, 2009). Od IV kwartału 2009 r. do ogłoszenia decyzji o eliminacji przedziału odchyień wokół celu inflacja CPI w Szwecji ponownie rosła³⁹.

Wykres 3.17. Inflacja CPI na tle celu inflacyjnego w Szwecji



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Większa zmienność inflacji mogła mieć pewien wpływ na decyzję Riksbanku o modyfikacji celu inflacyjnego, choć ze względu na reputację Banku Szwecji wzrost skali wahań inflacji nie był istotnym zagrożeniem dla wiarygodności władz monetarnych. Wskazuje na to trwałe zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie (wykresy 3.18 i 3.19).

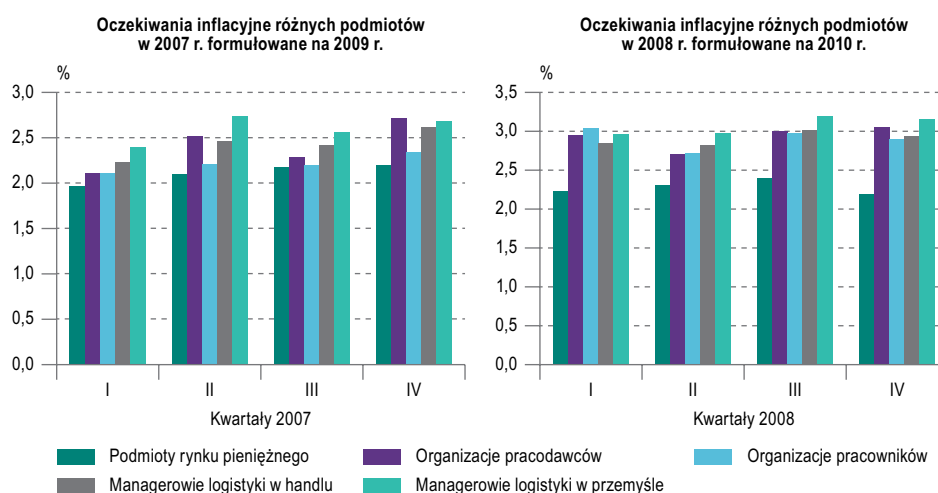
W ocenie Banku Szwecji oczekiwania inflacyjne były dobrze zakotwiczone w okresie poprzedzającym decyzję o modyfikacji definicji celu inflacyjnego (Riksbank 2008, 2009), choć wraz ze wzrostem inflacji w 2007 r. nieco się zwiększyły (wykres 3.18). Również po wyeliminowaniu pasma odchyień od celu inflacyjnego kształtowały się średnio na poziomie zbliżonym do

³⁸ Jedynie w III kwartale 2001 r. inflacja CPI wyniosła 3,02%, a więc znalazła się nieco powyżej górnej granicy przedziału odchyień od celu. Przekroczenie to można jednak uznać za nieistotne.

³⁹ Po zmodyfikowaniu definicji celu inflacyjnego (tj. od maja 2010 r.) inflacja CPI w Szwecji charakteryzowała się zdecydowanie mniejszą zmiennością niż w okresie poprzedzającym decyzję Riksbanku. Pamiętając jednak o odmiennych uwarunkowaniach zewnętrznych związanych z sytuacją w gospodarce światowej, które w znacznej mierze determinowały procesy inflacyjne w wielu krajach w tym okresie, trudno porównywać skuteczność polityki pieniężnej Riksbanku przed 2010 r. i po tej dacie.

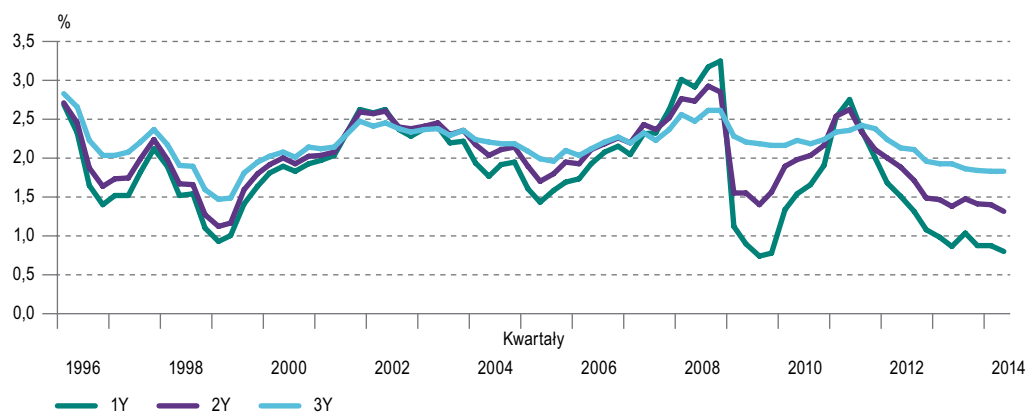
celu, mimo że wykazywały pewną adaptacyjność w stosunku do bieżącej inflacji – zwłaszcza oczekiwania formułowane na 1–2 lata do przodu (wykres 3.19). Oczekiwania długoterminowe w całym analizowanym okresie jedynie nieznacznie odchyliły się od celu inflacyjnego Riksbanku, w szczególności biorąc pod uwagę siłę wstrząsów oddziałujących na szwedzką gospodarkę.

Wykres 3.18. Oczekiwania inflacyjne w latach 2007–2008



Źródło: Riksbank (2008, 2009).

Wykres 3.19. Oczekiwania inflacyjne w Szwecji w horyzontach: rocznym, dwuletnim, trzyletnim



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Riksbanku.

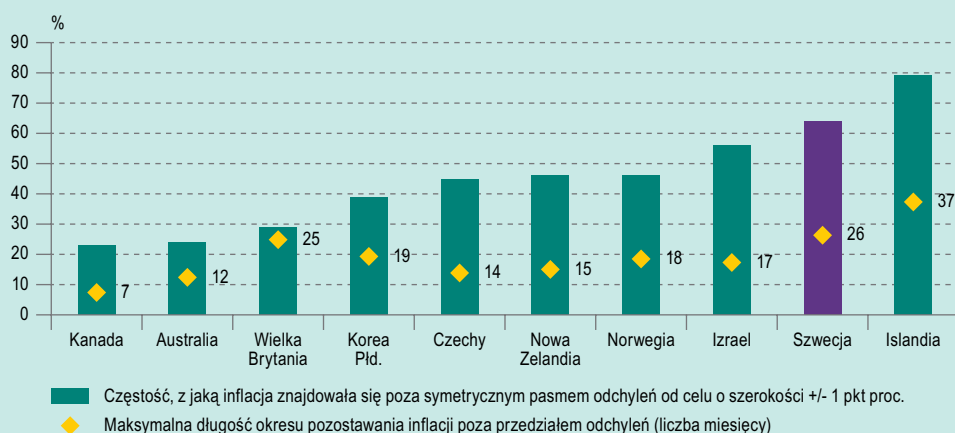
Wydaje się zatem, że modyfikacja celu inflacyjnego przez Bank Szwecji nie została odczytana przez otoczenie jako zapowiedź zmiany sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Bank zawsze podkreślał, że stosuje strategię celu inflacyjnego w wersji elastycznej, tj. dopuszczającej odchylenia od celu, o ile nie zagrażają one stabilności cen w średnim okresie (ramka 3.9).

Ramka 3.9. Elastyczność polityki pieniężnej Banku Szwecji

Omawiając działania Riksbanku, warto zwrócić uwagę, że prowadzenie przez niego polityki pieniężnej charakteryzuje się bardzo dużą elastycznością, tj. akceptuje on tymczasowe odchylenie się inflacji od celu w imię dążenia do stabilizacji produkcji i zatrudnienia (Riksbank, 2010c, 2011a).

Porównanie częstości pozostawiania inflacji poza pasmem odchyień (dla porównywalności wyników przyjętym dla wszystkich krajów na poziomie +/- 1 pkt proc.), a także maksymalnej długości okresu (tj. liczby miesięcy), w którym inflacja pozostaje poniżej lub powyżej pasma odchyień, potwierdza, że Riksbank w dużym zakresie wykorzystuje elastyczność, jaką daje strategia celu inflacyjnego. Przez ostatnie 10 lat wartości tych wskaźników w przypadku Riksbanku były wyższe niż w innych krajach (wykres I). Jednocześnie silne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych – zwłaszcza długookresowych – na poziomie celu inflacyjnego wskazuje, że nie był to czynnik istotnie obniżający wiarygodność Banku Szwecji.

Wykres I. Kształtowanie się inflacji na tle celu w gospodarkach rozwiniętych realizujących strategię celu inflacyjnego w okresie styczeń 2004 – kwiecień 2014 r.*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

* W przypadku krajów, w których cel inflacyjny wyrażony jest przedziałem, jako cel przyjęto jego środek.

3.6.3. Cel inflacyjny w polityce komunikacyjnej Riksbanku

W swojej polityce komunikacyjnej, w szczególności w objaśnianiu decyzji dotyczących stóp procentowych, a także przyczyn odchylenia się inflacji od celu, **Riksbank – również przed zmodyfikowaniem definicji celu inflacyjnego – odwoływał się do środka przedziału.** Istnienie przedziału miało jedynie zwrócić uwagę uczestników życia gospodarczego na fakt, że bank centralny nie zawsze jest w stanie osiągnąć wyznaczony cel. Dodatkowo przedział odchyień wokół celu służył pokazaniu, że zbyt duże lub przedłużające się odchylenia inflacji od celu nie mogą być tolerowane, jeżeli cel ma być wiarygodny (Riksbank, 2009).

Wprowadzenie celu punktowego nie spowodowało istotnych zmian w polityce komunikacyjnej Riksbanku. Komunikat po posiedzeniu decyzyjnym w części odnoszącej się bezpośrednio do kształtowania się inflacji na tle celu pozostał (jeśli chodzi o definicję celu) taki sam⁴⁰. Także porównanie innych dokumentów Riksbanku, w tym *minutes* i raportów rocznych, pozwala na wyciągnięcie wniosku, że Bank Szwecji nie zmienił sposobu komunikowania celu inflacyjnego.

Ramka 3.10. Znaczenie stabilności systemu finansowego w polityce pieniężnej Banku Szwecji

Odpowiedzialność za stabilność systemu finansowego spoczywa w Szwecji na kilku instytucjach, w tym na ministerstwie finansów i instytucji nadzoru finansowego. Również Bank Szwecji powinien podejmować działania na rzecz stabilności szwedzkiego systemu finansowego, ponieważ – oprócz utrzymania stabilności cen – jego mandat obejmuje także zapewnienie bezpiecznego i sprawnie funkcjonującego systemu płatniczego¹.

Stabilność systemu finansowego stała się przedmiotem zainteresowania szwedzkich władz gospodarczych zwłaszcza po doświadczeniach związanych z kryzysem bankowym z początku lat 90. XX w.² Bank Szwecji zaczął wówczas monitorować system finansowy i – jako pierwszy na świecie – w 1997 r. rozpoczął regularne publikowanie *Raportu o stabilności systemu finansowego*. Ponadto w 2006 r., również jako pierwszy na świecie, Riksbank upublicznił wyniki przeprowadzanych przez siebie testów warunków skrajnych dla banków.

Mimo tych działań Bankowi Szwecji nie udało się uniknąć ponownego nadmiernego wzrostu zadłużenia sektora prywatnego oraz prawdopodobnego narastania bańki na rynku nieruchomości³. Zadłużenie sektora prywatnego przekracza 230% PKB,

¹ W szczególności, w warunkach kryzysu Riksbank może wystąpić w roli pożyczkodawcy ostatniej instancji, dostarczając bankom tymczasowego wsparcia płynnościowego.

² Za główne źródło kryzysu uznaje się deregulację w sektorze bankowym, którą przeprowadzono na początku lat 80. XX w. Zniesiono wówczas limity dotyczące wielkości udzielanych kredytów, tworząc warunki do rozwoju akcji kredytowej. Z zaciągniętych kredytów finansowano inwestycje w nieruchomości i akcje, co doprowadziło do powstania bańki na rynku aktywów. Pęknięcie bańki w 1991 r., do którego doszło w szczególności wskutek wzrostu realnych stóp procentowych (efekt podnoszenia nominalnych stóp procentowych przez Riksbank w odpowiedzi na nawracające ataki spekulacyjne na kurs szwedzkiej korony w ramach ERM), przełożyło się na znaczne straty sektora bankowego. W efekcie ustabilizowanie sytuacji w sektorze bankowym stało się niemożliwe bez udziału rządu, który w szczególności wprowadził system gwarancji depozytów i zobowiązań sektora bankowego (Jonung, 2009; Kohlbacher, 2009).

³ W odniesieniu do światowego kryzysu finansowego Riksbank otwarcie przyznał, że go nie przewidział, co widoczne było zwłaszcza w decyzji o podniesieniu stóp procentowych podjętej 4 września 2008 r., której towarzyszyła zapowiedź dalszego zacieśniania polityki pieniężnej (Riksbank, 2008b; Oberg, 2011). Po upadku Lehman Brothers stopy zostały obniżone i Riksbank musiał radykalnie zrewidować wcześniej ogłoszoną ścieżkę stóp procentowych na kolejne kwartały (Riksbank, 2013c).

⁴⁰ Przykładowo, w komunikacie z kwietnia 2009 r. (tj. przed modyfikacją celu inflacyjnego) Riksbank uzasadniał obniżkę stóp procentowych w następujący sposób: „The Executive Board of the Riksbank has decided to cut the repo rate (...) to dampen the fall in production and employment and to attain the inflation target of 2 per cent”. Z kolei w grudniu 2011 r. (a więc już po zmodyfikowaniu definicji celu) ścieżka stóp procentowych Riksbanku była wyjaśniana następująco: „Such a repo-rate path will gradually stabilise inflation around 2 per cent and resource utilisation in the economy around a normal level”. Uwagę może zwracać jedynie określenie „around 2 per cent”.

przy czym zadłużenie przedsiębiorstw jest zbliżone do 150% PKB, a gospodarstw domowych do 80% PKB⁴. W maju 2012 r. istnienie nierównowagi makroekonomicznej w Szwecji oficjalnie stwierdziła Komisja Europejska i w 2013 r. ocenę tę podtrzymała (EC, 2012a, 2013a).

Bank Szwecji zauważał ten problem i od pewnego czasu starał się stosować podejście *leaning against the wind*. Zauważono to w raporcie oceniającym politykę pieniężną Riksbanku w latach 1995–2005 (Giavazzi, Mishkin, 2006). Wskazano w nim, że właśnie ze względu na obawy dotyczące zadłużenia i cen nieruchomości od jesieni 2003 r. Bank Szwecji prowadzi bardziej restrykcyjną politykę pieniężną niż uzasadniona z punktu widzenia inflacji konsumenckiej. W swojej ocenie Giavazzi i Mishkin (2006) stwierdzili, że takie działanie Riksbanku stwarza problem z identyfikacją funkcji reakcji władz monetarnych. Decyzje Banku Szwecji mogły być bowiem odebrane jako rozszerzenie listy celów o cele dotyczące zadłużenia sektora prywatnego oraz cen nieruchomości. Niepewność co do znaczenia tych dodatkowych zmiennych mogła być jednym z powodów dość częstego błędnego interpretowania komunikatów płynących z Riksbanku przez analizujących je ekonomistów (od 2007 r. aż 23,8% ekonomistów niewłaściwie odczytywało sygnały wysyłane przez Riksbank, podczas gdy w tym samym okresie analogiczny wskaźnik dla EBC wynosił tylko 7%; Carlstrom, 2013).

Analizując uzasadnienia decyzji Riksbanku od jesieni 2012 r., w których powołując się na wysoki poziom zadłużenia, ograniczono skalę złagodzenia polityki pieniężnej, widzimy, że Bank wciąż próbuje przeciwdziałać narastaniu nierównowagi – kosztem wydłużenia okresu powrotu inflacji do celu oraz utrzymania niższej produkcji i wyższego bezrobocia⁵. Skuteczność jego działań wydaje się jednak ograniczona. Jak wskazuje Komisja Europejska (EC, 2013), o skłonności sektora prywatnego do zaciągania kredytów w znacznym stopniu decydują bowiem kwestie regulacyjne. Przykładowo, gospodarstwa domowe mogą odliczać raty kredytu hipotecznego od swoich dochodów z kapitału. Również firmy mogą odliczać od podatku koszty pożyczek, co w połączeniu z relatywnie wysoką stawką podatkową w Szwecji stwarza zachętę do znacznego zadłużania się szwedzkich przedsiębiorstw.

⁴ Zadłużenie przedsiębiorstw udało się przejściowo zmniejszyć z około 120% PKB w 1992 r. do poniżej 100% PKB (w konsekwencji delewarowania po kryzysie z początku lat 90. XX w.). Podobne tendencje widać w przypadku zadłużenia gospodarstw domowych – po kryzysie obniżyło się z poziomu przekraczającego 60% PKB do około 40% PKB. Obecnie jednak zadłużenie obu sektorów ponownie jest wysokie. W odniesieniu do firm problem jest nieco mniejszy dzięki temu, że znaczna część ich zadłużenia to pożyczki w ramach grup kapitałowych, charakteryzujące się niższym ryzykiem.

⁵ Rozbieżność poglądów co do właściwej reakcji władz monetarnych na narastanie nadmiernego zadłużenia i tworzenie się bańki na rynku aktywów była powodem rezygnacji w maju 2013 r. L.E.O. Svenssona z ubiegania się o kolejną kadencję na stanowisku zastępcy prezesa Riksbanku (Riksbank, 2013a). Svensson był zwolennikiem prowadzenia polityki pieniężnej ukierunkowanej na realizację celu inflacyjnego, przy minimalizowaniu wahań produkcji i zatrudnienia. Jego zdaniem bank centralny powinien się koncentrować na realizacji swojego głównego mandatu, a obniżaniem poziomu zadłużenia powinna zajmować się instytucja nadzoru finansowego, która dysponuje instrumentami skuteczniejszymi niż stopa procentowa (Svensson, 2013b). Większość pozostałych członków MPC Banku Szwecji opowiadała się natomiast za podejściem *leaning against the wind*, zgodnie z którym – mimo inflacji kształtującej się od kilku kwartałów w okolicach zera – aby przeciwdziałać nierównowadze w gospodarce, polityka pieniężna nie powinna być zbyt ekspansywna.

3.6.4. Wnioski z doświadczeń Banku Szwecji

Rezygnacja przez Bank Szwecji z przedziału odchyłeń w definiowaniu celu inflacyjnego wydaje się nie mieć wpływu na politykę pieniężną prowadzoną przez Riksbank. W szczególności nie zmieniła strategii komunikacyjnej Banku, który wciąż wyjaśnia przyczyny odchyleń się inflacji od celu na poziomie 2%.

Oceniając natomiast stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych, należy pamiętać, że Bank zdecydował o modyfikacji definicji celu w czasie silnych zawirowań na rynkach globalnych, związanych ze światowym kryzysem finansowym. Choć oczekiwania inflacyjne (zwłaszcza w horyzoncie 1–2 lat) w Szwecji są obecnie bardziej zmienne niż w latach poprzedzających kryzys, ich zmienność prawdopodobnie jest silniej związana z czynnikami zewnętrznymi i istotnymi zmianami krajowej aktywności gospodarczej niż z rezygnacją przez Riksbank z komunikowania przedziału odchyłeń wokół celu. Warto zaznaczyć, że oczekiwania na dłuższy okres (w horyzoncie 3 lat) mimo znacznych wahań bieżącej inflacji nadal kształtują się blisko celu inflacyjnego 2%.

Przykład Szwecji pokazuje ponadto, że podejście *leaning against the wind* jest mało skuteczne, jeżeli o skłonności sektora prywatnego do zaciągania kredytów decydują w znacznie większym stopniu kwestie regulacyjne niż koszt kredytu. Jednocześnie decyzje banku zgodne z *leaning against the wind* mogą być odebrane jako rozszerzenie listy celów władz monetarnych o cele dotyczące zadłużenia sektora prywatnego oraz cen nieruchomości. Utrudnia to identyfikację funkcji reakcji władz monetarnych i sterowanie oczekiwaniami rynku.

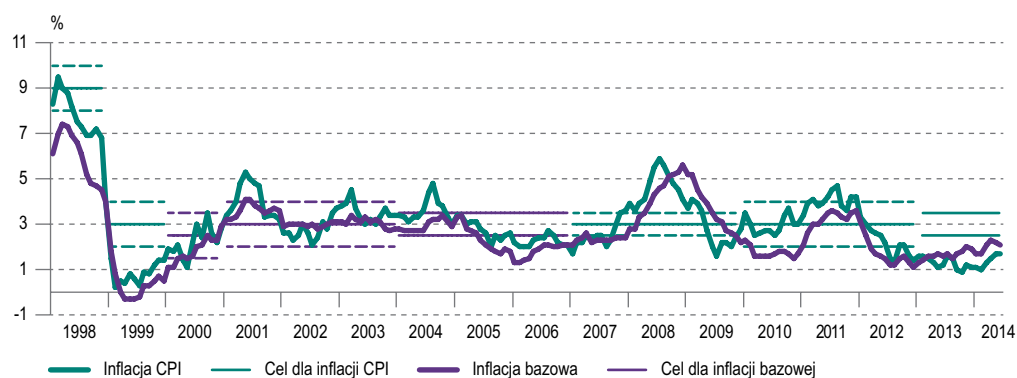
3.7. Korea – zmiany definicji celu inflacyjnego

Bank Korei (BK) przyjął strategię celu inflacyjnego w kwietniu 1998 r. W ciągu 15 lat jej realizacji Bank wielokrotnie modyfikował parametry realizowanego celu inflacyjnego. Wprowadzane zmiany obejmowały manipulacje szerokością przedziału, horyzontem celu, a także wskaźnikiem, w którym wyrażony jest cel.

3.7.1. „Eksperymenty” z celem inflacyjnym w Korei

W kwietniu 1998 r., na mocy znowelizowanej ustawy o Banku Korei, bank centralny oficjalnie przyjął strategię celu inflacyjnego i na 1998 r. wyznaczył cel dla inflacji CPI na poziomie 9%⁴¹. Wybór wskaźnika CPI podyktowany był jego szeroką rozpoznawalnością dla podmiotów gospodarczych oraz dążeniem do zapewnienia spójności z prognozami inflacji publikowanymi przez rząd w porozumieniu z MFW (BK, 2013b)⁴². W kolejnym roku, w warunkach silnego obniżenia się inflacji związanego z wygaśnięciem efektu wcześniejszej znacznej deprecjacji wona w okresie kryzysu azjatyckiego, **cel inflacyjny został obniżony do 3% +/- 1 pkt proc.** i od tego momentu pozostaje na poziomie zbliżonym do 3%. **W ciągu kolejnych 15 lat Bank wielokrotnie dokonywał jednak modyfikacji celu** (wykres 3.20, tabela 3.1).

Wykres 3.20. Inflacja CPI i inflacja bazowa na tle celów inflacyjnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Korei.

Jak wynika z tabeli 3.1, zmiany definicji celu w Korei dotyczyły jego poziomu (przez większość okresu około 3%), miernika cen, do którego się odnosił (inflacja CPI lub inflacja bazowa), rodzaju celu (cel punktowy z przedziałem odchyień, cel przedziałowy), szerokości przedziału wahań od celu (węższy lub szerszy przedział) oraz horyzontu celu (cel roczny lub cel 3-letni⁴³). Co ważne, Bank Korei w ciągu 15 lat kilkakrotnie wracał do rozwiązań, które wcześniej uznał

⁴¹ W ramach realizacji strategii Bank Korei miał wyznaczać w porozumieniu z rządem cele o horyzoncie rocznym.

⁴² Prognozy rządowe odnosiły się do zmian wskaźnika CPI.

⁴³ Od 2000 r. Bank Korei wyznaczał równoległe średniookresowe cele inflacyjne (2,5% dla 2002 r. i 2,5–3,5% dla 2003 r.). Wyznaczony cel średniookresowy nie miał jednak umocowania prawnego, więc uwaga podmiotów gospodarczych koncentrowała się w dalszym ciągu na celu rocznym (BK, 2013b).

za wymagające zmiany. Zrezygnował np. z celu dla inflacji CPI, uznając za lepszy wybór cel dla inflacji bazowej, a następnie ponownie powrócił do definiowania celu w odniesieniu do inflacji CPI. Podobnie było z wyborem między celem punktowym z przedziałem odchyień a celem przedziałowym. Analiza dokumentów zawierających uzasadnienie dokonywanych modyfikacji definicji celu inflacyjnego wskazuje, że z roku na rok istotnie zmieniała się optyka Banku. W pewnych okresach podkreślał determinację w dążeniu do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, a w innych akcentował potrzebę elastyczności prowadzonej polityki pieniężnej. Zmiany celu często wynikały także z bieżących uwarunkowań makroekonomicznych i oczekiwanego kształtowania się inflacji w kolejnych kwartałach.

Tabela 3.1. Cele inflacyjne Banku Korei

	1998	1999	2000	2001–2003	2004–2006	2007–2009	2010–2012	2013–2015
Miernik inflacji	CPI	CPI	bazowa	bazowa	bazowa	CPI	CPI	CPI
Górna granica przedziału	10%	4%	3,5%	4%	3,5%	3,5%	4%	3,5%
Cel punktowy	9%	3%	2,5%	3%	–	3%	3%	–
Dolna granica przedziału	8%	2%	1,5%	2%	2,5%	2,5%	2%	2,5%
Charakter celu	punktowy	punktowy	punktowy	punktowy	przedziałowy	punktowy	punktowy	przedziałowy
Szerokość pasma	+/- 1 pkt proc.	+/- 1 pkt proc.	+/- 1 pkt proc.	+/- 1 pkt proc.	+/- 0,5 pkt proc.	+/- 0,5 pkt proc.	+/- 1 pkt proc.	+/- 0,5 pkt proc.
Horyzont celu	roczny	roczny	roczny	roczny	3-letni	3-letni	3-letni	3-letni

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Korei.

Zmiany definicji celu inflacyjnego w poszczególnych okresach były uzasadniane następująco:

- **W 2000 r. obniżeniu celu inflacyjnego (do 2,5% +/- 1 pkt proc.)** towarzyszyła zmiana miernika, do którego się odnosił – **cel został wyrażony w odniesieniu do inflacji bazowej**. Wybrany wskaźnik inflacji bazowej wyłączał zmiany cen paliw oraz niektórych produktów rolnych. Argumentem za wyłączeniem tych cen były ich znaczne krótkookresowe wahania, powodowane przez czynniki znajdujące się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej (BK, 2003).
- **Cel inflacyjny na 2001 r. został nieznacznie podniesiony – do poziomu 3% +/- 1 pkt proc.** Podwyższenie celu inflacyjnego było uzasadniane przewidywanym wzrostem inflacji bazowej w wyniku podwyżek cen administrowanych oraz deprecjacji wona (BK, 2003).
- **W latach 2002–2003 roczne cele inflacyjne były utrzymane na niezmiennym poziomie.**
- **W 2004 r. Bank wydłużył horyzont celu inflacyjnego do 3 lat**, argumentując, że średniookresowy charakter celu inflacyjnego jest spójny z opóźnieniami w procesie transmisji monetarnej i jednocześnie zapewnia elastyczność reagowania na przejściowe szoki (BK, 2004)⁴⁴.
Cel inflacyjny na lata 2004–2006 został ponadto wyznaczony w formie przedziału (2,5–3,5%), a nie jak w poprzednich latach w formie celu punktowego z przedziałem

⁴⁴ Zmianę tę umożliwiła nowelizacja ustawy o Banku Korei, która usuwała zapis o konieczności wyznaczania corocznie przez Bank celu inflacyjnego.

odchyleń. Taka zmiana definicji celu była uzasadniana dwoma czynnikami: Bank Korei wskazywał, że poziom inflacji spójny z zachowaniem stabilności makroekonomicznej kształtował się „w okolicach 3%”, oraz prognozował, że inflacja utrzyma się na tym poziomie w horyzoncie 2–3 lat (BK, 2004a). **Równocześnie cel na lata 2004–2006 był węższy niż wskazywane we wcześniejszym okresie przedziały dopuszczalnych odchyleń od celu.** Według Banku Korei ograniczenie szerokości przedziału miało się przyczynić do obniżenia zmienności cen i umożliwić osiągnięcie ich średnio- i długo-okresowej stabilności (BK, 2013b).

- **W 2007 r. Bank Korei** ponownie przybliżył swoją strategię do praktyk innych banków centralnych, **rezygnując z wyznaczania celu w odniesieniu do inflacji bazowej na rzecz inflacji CPI.** Głównym argumentem był fakt, że zmiany wskaźnika inflacji bazowej odbiegały od zmian kosztów utrzymania odczuwanych przez podmioty gospodarcze. W konsekwencji działania banku centralnego nakierowane na stabilizację inflacji bazowej mogły nie być spójne z oczekiwaniami otoczenia i przez to wywierać negatywny wpływ na wiarygodność polityki pieniężnej Banku Korei (Kim, Kim, 2009).

Równocześnie cel na lata 2007–2009 został zdefiniowany jako cel punktowy z dopuszczalnym przedziałem odchyleń: 3% +/- 0,5 pkt proc. Oznaczało to, że zmianie miernika inflacji, w którym wyrażony był cel (charakteryzującego się większą zmiennością), nie towarzyszyło poszerzenie przedziału wahań, który utrzymano na poziomie +/- 0,5 pkt proc. W porównaniu z innymi bankami realizującymi strategię celu inflacyjnego przedział odchyleń wyznaczony przez Bank Korei był wąski (ramka 3.11)⁴⁵.

Wyznaczenie przez Bank wąskiego przedziału odchyleń od celu mogło się wiązać z faktem, że ocena realizacji celu miała być dokonywana w horyzoncie średniookresowym: dopiero po zakończeniu 3-letniego okresu miało nastąpić porównanie średniego rocznego poziomu inflacji CPI z celem (BK, 2007). W konsekwencji wpływ krótkookresowych wahań inflacji na ocenę realizacji celu inflacyjnego był istotnie ograniczony. Jednocześnie odejście od wskazywania celu przedziałowego oraz utrzymanie wąskiego przedziału odchyleń miało ułatwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, a przez to ograniczyć zmienność inflacji (BK, 2006).

Decyzja Banku Korei okazała się jednak nieskuteczna: zmienność inflacji CPI w 3-letnim horyzoncie (2004–2006) była w Korei wyższa niż w niektórych krajach stosujących szerszy przedział odchyleń (Szwecja, Kanada, Nowa Zelandia, Czechy czy Meksyk).

- Silna zmienność inflacji w latach 2007–2009 powodowała, że przez znaczną część okresu inflacja była poza granicami odchyleń od celu (29 z 36 miesięcy). Skłoniło to Bank Korei do **modyfikacji celu inflacyjnego na lata 2010–2012. Utrzymując poziom celu (3%), Bank rozszerzył wówczas zakres wahań od celu do +/- 1 pkt proc.** Decyzję uzasadniano tym, że wobec podwyższonej zmienności inflacji wyznaczenie wąskiego przedziału wahań może ograniczać zakres działań władz monetarnych (BK, 2010). Rozszerzenie przedziału miało zapewnić większą elastyczność polityki pieniężnej w reakcji na przejściowe zmiany poziomu cen i pozwolić władzom monetarnym skoncentrować się na kształtowaniu się procesów inflacyjnych w średnim i długim horyzoncie (BK, 2010).

⁴⁵ Z wyjątkiem Banku Australii wszystkie banki centralne stosują szerszy przedział.

Za rozszerzeniem przedziału dopuszczalnych wahań przemawiała także zmiana procesu oceny skuteczności Banku Korei: od 2010 r. jest ona dokonywana z częstotliwością roczną. **Bank Korei podkreślał, że rozszerzenie przedziału odchyień od celu nie oznacza zmiany nastawienia władz monetarnych:** polityka monetarna miała być nadal nakierowana na utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do 3% (BK za „Wall Street Journal”, 2009)⁴⁶.

- **Wyznaczając cel na lata 2013–2015, Bank Korei ponownie zawęził jednak zakres dopuszczalnej zmienności inflacji.** Krok ten – przez obniżenie górnej granicy odchyień od celu – miał się przyczynić do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Decyzja ta była również związana z oczekiwanym obniżeniem się zmienności inflacji oraz dążeniem do zwiększenia odpowiedzialności demokratycznej Banku Korei (BK, 2013a). **Równocześnie cel na lata 2013–2015 został ponownie zdefiniowany w formie celu przedziałowego (2,5–3,5%),** co było związane z niepewnością dotyczącą poziomu inflacji uzasadnionej przez czynniki fundamentalne. Jednocześnie Bank Korei chciał uniknąć zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie 3%. Ponadto taka definicja celu – według Banku Korei – zapewnia władzom monetarnym większą elastyczność w reakcji na szoki (BK, 2013a).

Ramka 3.11. Cele punktowe a cele przedziałowe

Banki centralne realizujące strategię celu inflacyjnego różnią się między sobą m.in. sposobem definiowania celu. Banki mogą ogłosić, że ich zadaniem będzie realizacja celu punktowego bez przedziału odchyień, celu punktowego z przedziałem odchyień lub celu przedziałowego.

Z dokonanego przeglądu wynika, że nieco więcej niż połowa banków wybrała cel punktowy z przedziałem odchyień (18 z 29 banków), na cel przedziałowy zdecydowało się 7 banków, a cel punktowy bez przedziału wahań starają się realizować 4 banki. Taki rozkład decyzji banków wynika z faktu, że choć cel punktowy pozwala na precyzyjne wskazanie pożądanego poziomu inflacji, jednak – wobec braku pełnej kontroli polityki pieniężnej nad kształtowaniem się procesów inflacyjnych i wynikającej stąd niemożności stałego utrzymywania inflacji na poziomie celu punktowego – najwłaściwszy wydaje się wybór celu punktowego z przedziałem odchyień (Hammond, 2012).

W przypadku wyboru celu z przedziałem odchyień istotnym parametrem celu jest szerokość tego przedziału. Z jednej strony wybór węższego przedziału podmioty gospodarcze postrzegają jako silniejsze zobowiązanie banku centralnego do zapewnienia stabilności cen, co powinno ułatwiać zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych (Schaechter et al., 2000). Z drugiej jednak strony wąski przedział może powodować częstsze odchylenia inflacji od celu, a tym samym negatywnie wpływać na zakotwiczenie oczekiwań

⁴⁶ Część instytucji finansowych oceniała jednak, że rozszerzenie przedziału wahań przyczyni się do wydłużenia okresu utrzymywania stóp procentowych Banku na historycznie niskim poziomie i konieczności ich późniejszego szybkiego podnoszenia w celu obniżenia oczekiwań inflacyjnych i zahamowania wzrostu cen aktywów finansowych (Nomura, 2009).

inflacyjnych¹. Wybór wąskiego przedziału może ponadto skłaniać bank centralny do reakcji nawet na krótkookresowe wahania cen, zwiększając zmienność stóp procentowych i wpływając destabilizująco na gospodarkę i rynki finansowe (Debelle, 1997).

Zdaniem Schaechtera et al. (2000) optymalna szerokość przedziału powinna być zatem determinowana przez częstotliwość i siłę szoków cenowych w danej gospodarce oraz wiarygodność banku centralnego. Analiza Horvatha i Mateju (2011) potwierdza, że szerokość przedziału jest pozytywnie skorelowana ze zmiennością inflacji. W szczególności banki centralne gospodarek rozwijających się – charakteryzujących się większą zmiennością warunków makroekonomicznych i prawdopodobnie niższą wiarygodnością banków centralnych – przyjmują szersze przedziały odchyień niż banki gospodarek rozwiniętych.

W 2013 r. w większości banków centralnych wskazujących przedziały odchyień od celu lub cele przedziałowe szerokość przedziału wynosiła +/- 1 pkt proc. (czyli szerokość celu przedziałowego wynosiła 2 pkt proc.)². Na tym tle obecna szerokość celu Banku Korei jest bardzo mała.

¹ Negatywne skutki kształtowania się inflacji poza celem mogą być jednak mniejsze w przypadku banków o ugruntowanej wiarygodności

² Spośród 18 banków stosujących cel punktowy z przedziałem odchyień 12 wybrało szerokość przedziału +/- 1 pkt proc., a pozostałe 6 zdecydowało się na szerszy przedział. Z kolei spośród 7 banków z celami przedziałowymi 3 wybrały szerokość celu równą 2 pkt proc., 2 większą, a 2 – Korea i Australia – mniejszą niż 2 pkt proc. (1 pkt proc.).

3.7.2. Wpływ zmian definicji celu inflacyjnego na kształtowanie się inflacji i oczekiwań inflacyjnych

Liczne modyfikacje celu inflacyjnego wprowadzane przez Bank Korei nie wpływały istotnie na kształtowanie się inflacji w Korei:

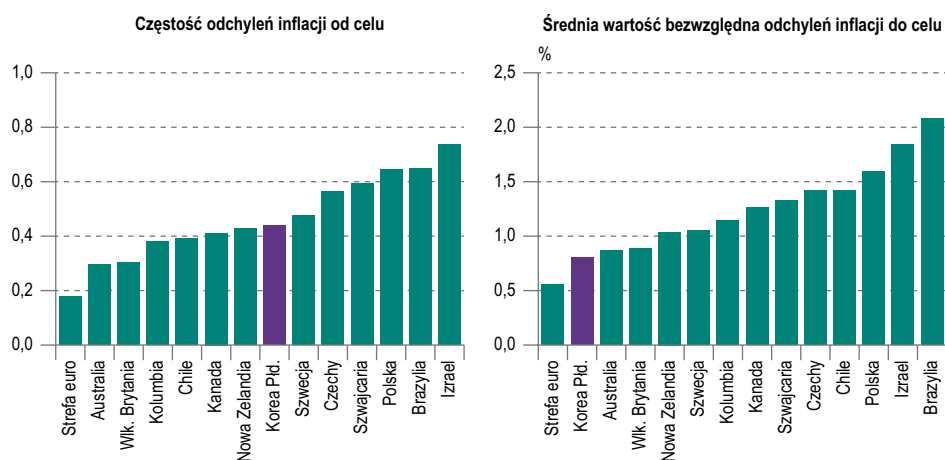
- W latach 1999–2012 inflację CPI i inflację bazową charakteryzowały zbliżone wartości średnie (odpowiednio 2,9% i 2,6%) oraz zmienność (odchylenie standardowe wynosiło w obu przypadkach około 1,1 pkt proc.). W konsekwencji niezależnie od wskaźnika, do którego odnosił się cel inflacyjny, częstość odchyień inflacji od celu byłaby w analizowanym okresie zbliżona. Gdyby w całym okresie cel inflacyjny był wyznaczany dla inflacji CPI, inflacja kształtowałaby się poza przedziałem dopuszczalnych wahań w 45% przypadków; dla inflacji bazowej udział ten wyniósłby 48%.
- W latach 2004–2009, kiedy przedział odchyień od celu został zawężony do +/- 0,5 pkt proc., inflacja kształtowała się poza jego granicami częściej niż w pozostałych latach (67% okresu). W tym czasie w niektórych krajach wskazujących cel z szerszym przedziałem dopuszczalnych wahań inflacja pozostawała poza tym przedziałem równie często lub nawet częściej niż w przypadku Korei (Szwecja, Węgry, Islandia, Izrael, Japonia, Meksyk, Filipiny, Turcja)⁴⁷. Oznacza to, że okres, w którym w Korei obowiązywał wąski przedział odchyień od celu, charakteryzował się w skali globalnej dość dużą częstością

⁴⁷ Dla pozostałych banków centralnych realizujących strategię celu inflacyjnego (poza Koreą) szerokość przedziałów została przyjęta jako +/- 1 pkt proc.

odchylenia się inflacji od celów banków centralnych. Na tym tle – mimo przyjęcia węższego przedziału odchyień – Korea nie odbiega od innych krajów.

Wielkości przedstawione na wykresie 3.21 odnoszą się do lat 1999–2012. W przypadku Korei obliczenia zostały oparte na rzeczywistych szerokościach dopuszczalnych odchyień od celu (przedziałów) obowiązujących w poszczególnych latach analizy. Dla pozostałych krajów szerokość przedziałów została przyjęta jako +/- 1 pkt proc.

Wykres 3.21. Inflacja a cel inflacyjny w Korei i innych krajach realizujących strategię celu inflacyjnego



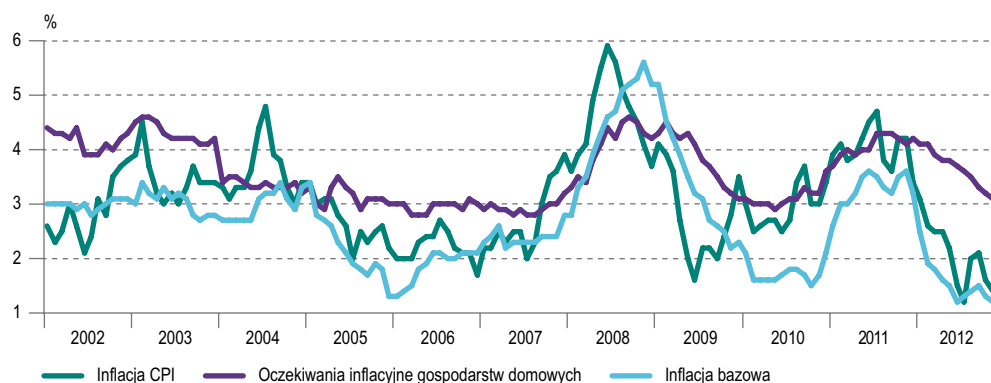
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych i Bloomberg.

W całym okresie 1999–2012 pomimo relatywnie wysokiej zmienności inflacji w Korei częstość odchylenia inflacji od celu była zbliżona do jej średniej wartości dla krajów realizujących strategię celu inflacyjnego⁴⁸. Równocześnie Korea charakteryzowała się niską średnią wartością bezwzględną odchylenia inflacji od celu (wykres 3.21).

Wprowadzane przez Bank Korei zmiany definicji celu inflacyjnego nie wpływały również istotnie na oczekiwania inflacyjne (wykres 3.22). Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w Korei w całym analizowanym okresie pozostawały adaptacyjne i wykazywały sztywność w dół, kształtując się w okresach silnego spadku inflacji na poziomie zbliżonym do celu (3%).

⁴⁸ W porównaniu uwzględniono kraje, które zaczęły oficjalnie realizować strategię celu inflacyjnego w 1999 r. lub wcześniej, oraz kraje o strategii zbliżonej do strategii celu inflacyjnego.

Wykres 3.22. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i inflacja CPI



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Korei.

Ramka 3.12. Doświadczenia związane z polityką makroostrożnościową w Korei

Bank Korei należy do banków centralnych, które kładą znaczny nacisk na kwestie stabilności finansowej. Kryzys azjatycki z 1997 r. sprawił, że w Korei wyjątkowo wcześnie dostrzeżono konieczność wprowadzenia regulacji nakierowanych na ograniczanie nierównowag w systemie finansowym. Do osiągnięcia tego celu wykorzystywano instrumenty, które są obecnie wskazywane jako narzędzia polityki makroostrożnościowej.

Początkowo działania władz nakierowane były głównie na zwiększenie stabilności sektora bankowego. Z jednej strony wprowadzono wymogi dotyczące płynności utrzymywanej przez banki w walucie krajowej (ang. *domestic currency liquidity ratio*). Z drugiej strony, wobec silnego wzrostu krótkoterminowego zadłużenia banków w walutach obcych w latach poprzedzających kryzys, położono nacisk na regulacje dotyczące operacji banków w walutach obcych, wprowadzając m.in. wymogi dotyczące poziomu utrzymywanej płynności w walutach obcych (ang. *FX liquidity ratio*; Lee, 2013).

W kolejnych latach uwaga regulatorów przesunęła się na rynek nieruchomości oraz kredytów hipotecznych. Po załamaniu na rynku nieruchomości w latach 1997–1998 od 2000 r. ceny nieruchomości – wobec silnie zwiększającej się podaży kredytów mieszkaniowych – zaczęły szybko wzrastać¹. W celu ograniczenia wzrostu cen nieruchomości władze wprowadziły w 2002 r. wymogi dotyczące wartości wskaźnika LTV. Działanie to, a także wiele innych kroków, których celem było ograniczenie popytu na mieszkania (zwiększone obciążenia podatkowe związane z nabyciem mieszkania, zaostrzone procedury administracyjne), nie wystarczyły jednak do zapewnienia stabilizacji cen na rynku nieruchomości (Lee, 2013). W konsekwencji w 2005 r. zestaw regulacji makroostrożnościowych został poszerzony o wymogi dotyczące wskaźnika DTI.

¹ Wzrost podaży kredytów mieszkaniowych był związany ze zmianą strategii banków, które po kryzysie 1997 r. zwiększały dostępność kredytów dla gospodarstw domowych kosztem kredytów dla przedsiębiorstw (Kim, 2013).

Wobec dynamicznego wzrostu kredytów hipotecznych, któremu nie towarzyszył równie szybki przyrost depozytów, banki w coraz większym stopniu polegały na krótkoterminowym finansowaniu pozyskiwanym w walutach obcych (Bruno, Shin, 2013). W ten sposób długotrwały boom na rynku nieruchomości przyczynił się do powstania nierównowagi w sektorze bankowym. Jednak głównym czynnikiem pogłębiającym tę nierównowagę było obserwowane od 2005 r. silne zwiększenie przez banki wolumenu zawieranych transakcji walutowych typu *forward*. Wzrost zaangażowania banków w tego typu transakcje wiązał się z silnym popytem ze strony eksporterów i funduszy inwestycyjnych, które oczekiwały kontynuacji umacniania się wona. W konsekwencji banki zajmowały długą pozycję w walutach obcych. Zabezpieczając swoje ekspozycje walutowe, banki korzystały jednak z krótkoterminowych pożyczek walutowych (IMF, 2013b). Rezultatem było istotne niedopasowanie struktury walutowej i terminowej aktywów oraz pasywów banków.

Zagrożenie związane z istnieniem takiego niedopasowania ujawniło się wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. W warunkach silnego ograniczenia płynności na rynkach międzynarodowych banki miały trudności z rolowaniem swojego zadłużenia. Sytuację banków pogarszała dodatkowo silna deprecjacja wona, zwiększająca wartość ich zadłużenia. W reakcji na znaczne zaburzenia na rynkach finansowych władze podjęły wiele działań wyjątkowych: dostarczyły instytucjom finansowym płynności w walutach obcych, a także udzieliły gwarancji spłaty zobowiązań banków w walutach obcych (Lee, 2013).

Równocześnie doświadczenia kryzysu skłoniły władze do podjęcia działań nakierowanych na zmniejszenie zależności systemu bankowego od finansowania hurtowego w walutach obcych. Wprowadzone zostały ograniczenia dotyczące zaangażowania banków w derywaty walutowe, a także opłaty od zobowiązań banków zaciąganych w walutach obcych (Kim, 2013). Podjęte działania przyczyniły się do ograniczenia wielkości zadłużenia sektora bankowego w walutach obcych (IMF, 2013b). Z dostępnych badań wynika ponadto, że wprowadzenie wskazanych instrumentów polityki makroostrożnościowej spowodowało zmniejszenie wrażliwości napływów kapitałowych do Korei na czynniki o charakterze globalnym (Bruno, Shin, 2013).

Należy przy tym podkreślić, że w 2011 r. wprowadzono również istotne zmiany instytucjonalne, zwiększając zakres odpowiedzialności Banku Korei w obszarze stabilności finansowej. Zapewnienie stabilności finansowej zostało wskazane jako drugi – obok zapewnienia stabilności cen – cel Banku.

3.7.3. Wnioski z doświadczeń Banku Korei

Bank Korei wielokrotnie modyfikował parametry realizowanego celu. Wprowadzane zmiany obejmowały manipulacje szerokością przedziału, horyzontem celu, a także wskaźnikiem, w którym wyrażony jest cel. Wydaje się, że „eksperymenty” Banku Korei nie miały jednak istotnego wpływu na kształtowanie się inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych w tym kraju. Przypadek ten może wskazywać, że sposób sformułowania celu (tj. punktowy/przedziałowy/szerokość przedziału) może mieć ograniczone znaczenie dla kształtowania się inflacji i oczekiwań inflacyjnych.

W Korei relatywnie wcześnie dostrzeżono potrzebę podejmowania działań nakierowanych na zapewnienie stabilności sektora finansowego, wykorzystując w tym celu narzędzia polityki makroostrożnościowej. Wprawdzie zastosowane instrumenty były stosunkowo skuteczne w ograniczaniu pewnego rodzaju ryzyka (np. pozwoliły na stopniową normalizację sytuacji na rynku nieruchomości), jednak nie zahamowały narastania innych nierównowag w systemie finansowym (np. niedopasowania struktury walutowej i terminowej aktywów oraz pasywów banków). Doświadczenia Korei sugerują, że polityka makroostrożnościowa powinna wykorzystywać szeroki zestaw instrumentów przeciwdziałających materializacji różnych rodzajów ryzyka dla stabilności finansowej kraju.

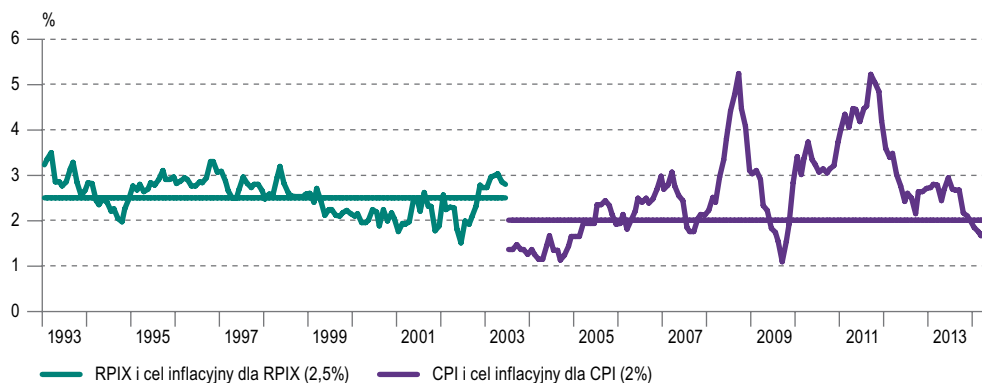
3.8. Wielka Brytania – stymulacja wzrostu nominalnego PKB

Bank Anglii przyjął strategię celu inflacyjnego pod koniec 1992 r. W okresie obowiązywania celu na poziomie 2% (tj. od 2003 r.) średnia inflacja CPI w Wielkiej Brytanii wyniosła 2,6%, czyli przekraczała cel. W szczególności od grudnia 2009 r. inflacja utrzymywała się przez 4 lata trwale powyżej celu (a pominąwszy okres kilku miesięcy w połowie 2009 r., kiedy na krótko wskaźnik CPI się obniżył, inflacja kształtowała się powyżej celu od 6 lat). Mimo podkreślania determinacji Banku Anglii w realizacji celu inflacyjnego wydaje się, że głównym celem polityki pieniężnej tego kraju od kilku lat jest raczej zapewnienie stabilności systemu finansowego oraz stymulowanie wzrostu nominalnego PKB, w sytuacji recesji lub niskiej dynamiki realnego PKB.

3.8.1. Realizacja celu inflacyjnego w Wielkiej Brytanii

Ogłaszając w 1992 r. przyjęcie strategii celu inflacyjnego, Bank Anglii wyznaczył cel na poziomie 2,5% w odniesieniu do wskaźnika RPIX (ang. *retail prices index*), wyłączającego koszty rat od kredytów hipotecznych (wykres 3.23). W połowie 2003 r. Bank Anglii zmienił wskaźnik, do którego odnosił się cel, na wskaźnik CPI. Jednocześnie nieco obniżył poziom celu, choć argumentował, że cel dla inflacji CPI równy 2% jest równorzędny celowi dla inflacji RPIX wynoszącemu 2,8% (czyli niższy cel dla inflacji CPI odpowiadał nieco wyższemu celowi, gdyby nadal odnosił się do wskaźnika RPIX)⁴⁹.

Wykres 3.23. Inflacja na tle celu inflacyjnego



Źródło: dane EcoWin.

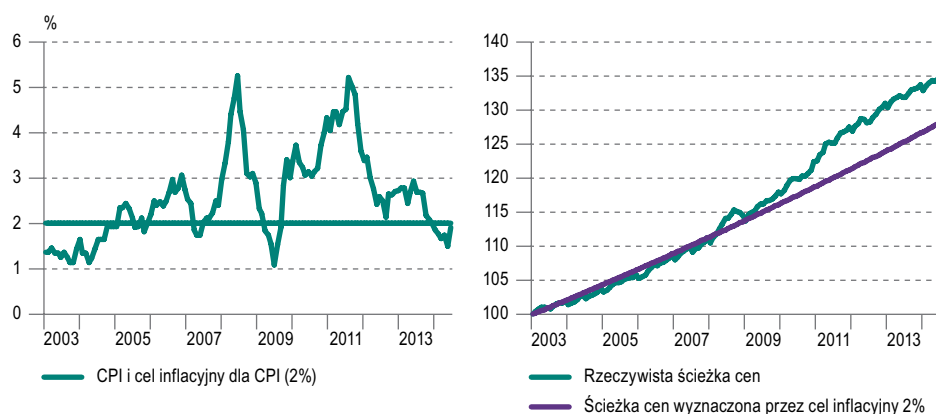
Od grudnia 2009 r. inflacja utrzymywała się przez 4 lata trwale powyżej celu, a pominąwszy kilka miesięcy w połowie 2009 r.⁵⁰, kiedy na krótko wskaźnik CPI spadł poniżej 2%, inflacja kształtowała się powyżej celu przez 6 lat. Mimo to Bank Anglii prowadził w tym okresie bardzo ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe blisko zera. Podwyższona inflacja w ostatnich latach wynikała w dużym stopniu ze znacznej deprecjacji

⁴⁹ W przypadku Wielkiej Brytanii wskaźnik CPI jest tożsamy ze wskaźnikiem HICP.

⁵⁰ Obniżenie wskaźnika inflacji w 2009 r. częściowo wiązało się z przejściowym obniżeniem stawek podatku VAT oraz osłabieniem popytu wewnętrznego i spadkiem cen surowców na rynkach światowych.

funta brytyjskiego w latach 2007–2008, a także (w pewnych podokresach) ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz podwyżek podatków i cen administrowanych⁵¹.

Wykres 3.24. Ścieżka inflacji i ścieżka cen w Wielkiej Brytanii od momentu wprowadzenia celu dla inflacji CPI



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

Analizując ścieżkę zmian cen w Wielkiej Brytanii, widać, że znaczne i w większości przypadków jednokierunkowe odchylenia inflacji od celu doprowadziły do istotnego przesunięcia się w górę ścieżki cen względem ścieżki wyznaczonej zgodnie z celem inflacyjnym Banku Anglii (wykres 3.24). Istotą strategii celu inflacyjnego jest pomijanie przeszłych odchyżeń inflacji od celu, o ile nie powodują one trwałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Przykład Wielkiej Brytanii wyraźnie pokazuje jednak, że jeżeli szoki w danej gospodarce są jednokierunkowe, to podejście takie może doprowadzić do znacznego i trwałego podniesienia poziomu cen (co bywa korzystne z punktu widzenia ograniczania zadłużenia).

Bank Anglii podkreśla, że jego działania mają na celu osiągnięcie celu inflacyjnego w średnim okresie. Jednak wobec obaw o stabilność systemu finansowego, długiego okresu utrzymywania się silnej dekonunktury i wysokiego poziomu zadłużenia sektora finansów publicznych można przypuszczać, że – przynajmniej przejściowo – głównym zadaniem Banku Anglii stało się pobudzanie wzrostu gospodarczego.

3.8.2. Kryzys bankowy w Wielkiej Brytanii i jego skutki dla zadłużenia brytyjskiej gospodarki

Przed wybuchem kryzysu podstawowe wskaźniki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim kształtowanie się inflacji, sprzyjały utrzymaniu niskich nominalnych stóp procentowych w brytyjskiej gospodarce. Jednocześnie na świecie następowała akumulacja nierównowag, polegająca na znacznym napływie kapitału (głównie z azjatyckich krajów wschodzących) do największych gospodarek rozwiniętych, w tym do Wielkiej Brytanii. W warunkach niskich

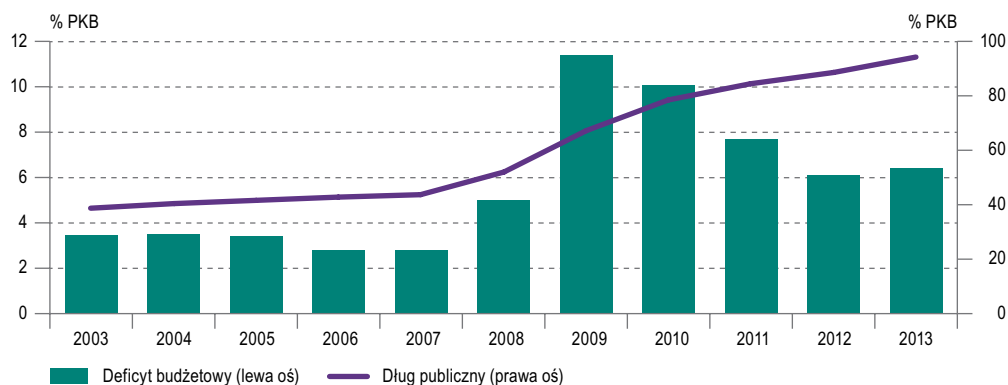
⁵¹ Czynniki podwyższające inflację obejmowały: wzrost cen surowców energetycznych i żywności na rynkach światowych oraz deprecjację funta (w latach 2008–2009), wzrost cen ropy naftowej, podwyżkę podatku VAT oraz efekt wcześniejszego osłabienia funta (w latach 2010–2011); wszystkie wymieniane wcześniej czynniki oraz wzrost cen administrowanych (w 2011 r.).

stóp procentowych przyczyniało się to do akceptacji wyższego ryzyka w imię dążenia do wyższego zysku (ang. *search for yield*). W przypadku Wielkiej Brytanii doprowadziło to do uzależnienia od finansowania hurtowego oraz wysokiego stopnia zlewarowania instytucji finansowych. Czynniki te, w połączeniu ze zwiększoną złożonością instrumentów finansowych, utrudniającą ocenę sytuacji banków, doprowadziły do kryzysu sektora bankowego (House of Commons Treasury Committee, 2009). W latach 2008–2009 Wielkiej Brytanii groziła seria upadłości instytucji finansowych.

Aktywa brytyjskich banków stanowią około 400% PKB, a sektor finansowy tworzy około 10% PKB i zatrudnia około miliona osób (Carney, 2013). Zagrożenie stabilności instytucji finansowych spowodowało więc, że rząd Wielkiej Brytanii zdecydował się na uruchomienie pakietu ratunkowego. W ramach tego pakietu częściowo znacjonalizowano niewypłacalne banki⁵² oraz udzielono krótkoterminowych pożyczek i gwarancji (Chancellor of the Exchequer, 2008d, 2008e; Wearden, 2008). Wartość pakietu ogłoszonego w październiku 2008 r. wyniosła około 500 mld GBP, tj. około 35% PKB (50 mld GBP – w dwóch transzach – zostało przeznaczone na dokapitalizowanie banków przez rząd, 250 mld GBP stanowiły państwowe gwarancje międzybankowych pożyczek, a 200 mld GBP to krótkoterminowe pożyczki Banku Anglii udostępnione bankom w ramach Special Liquidity Scheme). Ogłoszenie pakietu ratunkowego miało na celu przywrócenie zaufania do systemu bankowego⁵³.

W wyniku realizacji pakietu ratunkowego znacznie zwiększył się deficyt fiskalny i zadłużenie sektora finansów publicznych Wielkiej Brytanii (wykres 3.25). Zaczął także rosnąć bilans banku centralnego.

Wykres 3.25. Deficyt budżetowy i zadłużenie sektora finansów publicznych w Wielkiej Brytanii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Office for National Statistics (ONS).

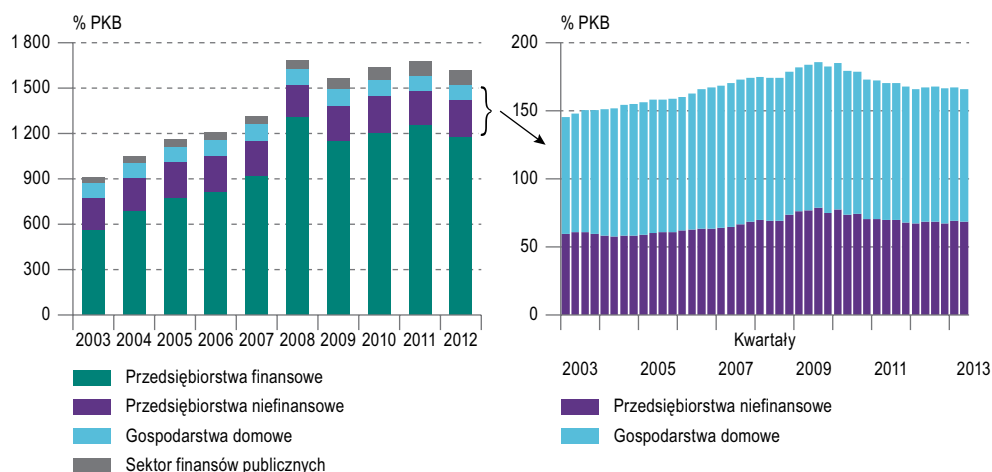
Wielka Brytania charakteryzuje się wysokim poziomem zadłużenia kraju w relacji do PKB, przy czym bardzo wysoki jest w tej gospodarce udział sektora finansowego w ogólnej wielko-

⁵² Brytyjski rząd w całości lub części wykupił następujące banki: Bradford & Bingley, HBOS, Lloyds TSB, Northern Rock oraz Royal Bank of Scotland (House of Commons Treasury Committee, 2009).

⁵³ Równocześnie upadek Lehman Brothers skłonił główne banki centralne na świecie do skoordynowanego obniżenia stóp procentowych: 8 października 2008 r. stopy procentowe zostały obniżone przez EBC, Fed, Bank Anglii, Bank Szwajcarii, Bank Kanady i Bank Szwecji (BoE, 2008). Złagodzenie polityki pieniężnej poparł także Bank Japonii.

ści zadłużenia, co wynika ze znaczenia Wielkiej Brytanii jako światowego centrum finansowego (wykres 3.26). Od wybuchu kryzysu bankowego znacznie zwiększył się dług publiczny, który obecnie przekracza 90% PKB. Z kolei zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych przekracza 165% PKB (wykres 3.26).

Wykres 3.26. Zadłużenie głównych sektorów gospodarki w Wielkiej Brytanii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i Banku Anglii.

W 2012 r., w ramach monitorowania wskaźników sygnalizujących możliwość akumulacji nierównowag makroekonomicznych, KE stwierdziła istnienie nierównowag w brytyjskiej gospodarce (EC, 2012b)⁵⁴. Zdaniem KE zbyt wysoki jest poziom zadłużenia gospodarstw domowych, co w połączeniu z wysokimi cenami nieruchomości może stwarzać zagrożenie dla stabilności finansowej⁵⁵. Komisja Europejska zwróciła także uwagę na wysoki i rosnący poziom długu publicznego, zaznaczając jednocześnie, że pozytywnie ocenia dążenie rządu Wielkiej Brytanii do zmniejszenia długu i deficytu sektora finansów publicznych.

Delewarowanie sektora prywatnego jest w sytuacji dekonjunkury połączone z dużymi kosztami. W warunkach słabej aktywności gospodarczej trudno również zmniejszać nierównowagę fiskalną. W tym kontekście wydaje się, że priorytetem dla brytyjskich władz w ostatnich latach było wspieranie ożywienia wzrostu gospodarczego, zwłaszcza że podwyższona inflacja była czynnikiem zmniejszającym ciężar spłaty zadłużenia.

3.8.3. Reakcja Banku Anglii na kryzys finansowy

Globalny kryzys finansowy przyczynił się do załamania wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii oraz silnych napięć na rynkach finansowych. Skłoniło to Bank Anglii – którego mandat oprócz zapewnienia stabilności cen obejmuje również zagwarantowanie stabilności finansowej – do podjęcia kroków nakierowanych na dostarczenie płynności do sektora

⁵⁴ Główne wnioski powtórzono w kolejnym raporcie Komisji Europejskiej z 2013 r. (EC, 2013b).

⁵⁵ Komisja Europejska stwierdziła także, że niepokojąca jest utrata konkurencyjności eksportu Wielkiej Brytanii.

bankowego⁵⁶. Już pod koniec 2007 r. wprowadzone zostały operacje zasilające w płynność na dłuższe terminy⁵⁷. W kwietniu 2008 r. uruchomiony został tymczasowy program płynnościowy Special Liquidity Scheme (SLS). Zapewniał on możliwość czasowej wymiany niepłynnych papierów wartościowych o wysokiej jakości na bony skarbowe i został następnie wykorzystany jako część wspomnianego pakietu ratunkowego (BoE, 2009a)⁵⁸. Zgodnie z komunikatem Banku Anglii działania te służyły jedynie stabilizacji sytuacji w sektorze bankowym i nie miały kształtować warunków monetarnych.

W początkowej fazie kryzysu Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii (Monetary Policy Committee, MPC) ograniczał się do konwencjonalnych działań. W reakcji na silne pogorszenie perspektyw gospodarczych i wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie obniżył stopy procentowe z 4,5% w październiku 2008 r. do 0,5% w marcu 2009 r. Równocześnie MPC był zdania, że wobec obserwowanego i przewidywanego niskiego tempa wzrostu popytu nominalnego skala dokonanego łagodzenia polityki monetarnej nie wystarcza do realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Wobec przeważającego poglądu, że dalsze obniżanie stóp procentowych może prowadzić do niepożądanych skutków gospodarczych⁵⁹, MPC zdecydował o wprowadzeniu dodatkowego narzędzia polityki pieniężnej – luzowania ilościowego. W jego ramach w 2009 r. uruchomiono program Asset Purchase Facility (APF), a w 2012 r. Funding for Lending Scheme (FLS; ramka 3.13). Równocześnie MPC podkreślił, że luzowanie ilościowe jest naturalnym rozszerzeniem standardowych działań MPC, mającym umożliwić osiągnięcie niezmienionego celu, którym jest zapewnienie stabilności cen (BoE, 2009b; Benford, 2009).

W ramach przeprowadzonych programów luzowania ilościowego Bank Anglii dokonał zakupu aktywów o równowartości około 25% PKB, w tym około 22% wartości wyemitowanych brytyjskich obligacji skarbowych⁶⁰.

Bank Anglii w dalszym ciągu elastycznie dobiera narzędzia realizacji strategii celu inflacyjnego. Oprócz realizowanego od sierpnia 2012 r. programu FLS w sierpniu 2013 r. wprowadził warunkowy *forward guidance*, zapowiadając utrzymanie stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera, dopóki nie nastąpi istotna poprawa sytuacji na rynku pracy, chyba że takie działanie stwarzałoby ryzyko dla stabilności cen lub systemu finansowego. W lutym 2014 r. wobec zbliżenia się stopy bezrobocia do wartości „progowej” Bank wprowadził „następny etap” *forward guidance*, w którym decyzje dotyczących polityki pieniężnej będą oparte na analizie szerokiego zestawu wskaźników makroekonomicznych (ramka 2.2).

⁵⁶ Bank Anglii – na mocy Ustawy o Banku Anglii z 1998 r. – ma dwa równorzędne cele: zapewnienie stabilności cen i stabilności finansowej.

⁵⁷ M.in. *extended collateral term repo facility*.

⁵⁸ Korzystanie z SLS było możliwe do 30 stycznia 2009 r. Wartość bonów skarbowych pożyczonych w ramach SLS wyniosła około 185 mld GBP. Od października 2008 r. system operacyjny polityki pieniężnej Banku Anglii został rozszerzony o *discount window facility* (DWF), mający zapewniać krótkoterminową płynność w przypadku wystąpienia idiosynkratycznego lub systemowego szoku płynnościowego. Podobnie jak w przypadku SLS, również DWF pozwala na zwiększenie płynności portfela aktywów przez wymianę papierów wartościowych o niskiej płynności na bony skarbowe (Fisher, 2012).

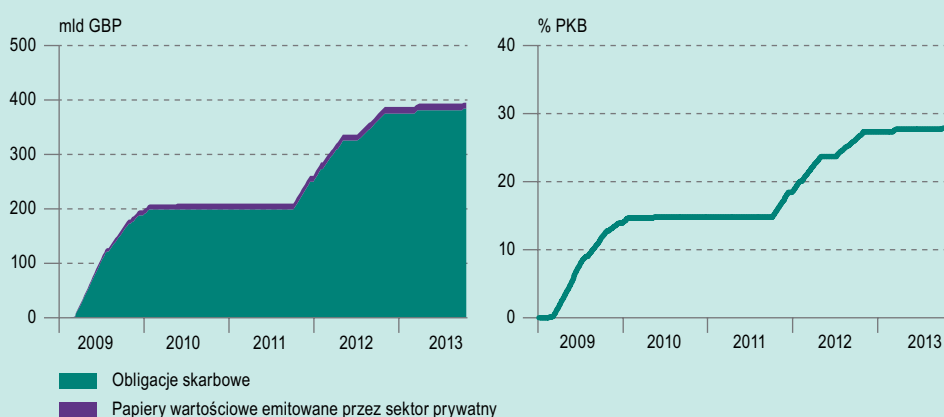
⁵⁹ Obawiano się negatywnego wpływu zbyt niskich stóp procentowych na marże banków, co mogło przyczynić się na ograniczenie podaży kredytu. Dodatkowo długotrwałe utrzymywanie się ujemnych stóp procentowych mogłoby zaburzyć funkcjonowanie rynku pieniężnego (BoE, 2009b).

⁶⁰ Dane dotyczące udziału zakupów Banku Anglii w wartości wyemitowanych obligacji skarbowych odnoszą się do II kwartału 2013 r.

Ramka 3.13. Programy Banku Anglii i skutki luzowania ilościowego w Wielkiej Brytanii

Decyzją MPC, w ramach utworzonego na początku 2009 r. programu APF¹, Bank Anglii dokonał w ciągu 3 miesięcy zakupu aktywów o wartości 75 mld GBP, finansowanego kreacją pieniądza rezerwowego. Kwota ta była rozdysponowana między papiery wartościowe emitowane przez podmioty sektora prywatnego² i obligacje skarbowe Wielkiej Brytanii (skupowane na rynku wtórnym). Zakup papierów wartościowych emitowanych przez sektor prywatny miał poprawić dostęp przedsiębiorstw do źródeł finansowania i stanowił jedynie niewielką część skupionych aktywów. Zdecydowana większość funduszy APF została przeznaczona na zakup obligacji skarbowych przede wszystkim od niebankowych instytucji finansowych. Skup obligacji miał pobudzać aktywność gospodarczą głównie przez kanał portfelowy³ (Joyce et al., 2011). APF nie oddziaływał natomiast bezpośrednio na sektor bankowy.

Wykres I. Zakupy aktywów w ramach APF



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ONS i Banku Anglii. PKB z 2009 r.

Ustalając początkową wartość zakupu aktywów w ramach APF, MPC zwracał uwagę, że istnieje znaczna niepewność co do tego, jaka skala luzowania ilościowego pozwoli na realizację celu inflacyjnego. Wobec utrzymujących się niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego MPC już w maju 2009 r. zaczął zwiększać skalę programu i do listopada 2009 r. podwyższył je do 200 mld GBP (okres ten określany jest jako pierwsza

¹ W styczniu 2009 r. Minister Skarbu upoważnił Bank Anglii do utworzenia programu APF w celu nabywania aktywów finansowych o wysokiej jakości, finansowanego emisją obligacji skarbowych. Działania te miały przyczynić się do zwiększenia płynności na niektórych rynkach kapitałowych i – w konsekwencji – dostępności źródeł finansowania dla przedsiębiorstw (Benford, 2009). Równocześnie Minister Skarbu zaznaczył, że APF może zostać wykorzystany do realizacji celów polityki pieniężnej.

² Aktywa te obejmowały obligacje przedsiębiorstw, papiery komercyjne oraz aktywa typu *secured commercial paper*.

³ Zakup obligacji miał prowadzić do wzrostu ich cen, a także cen bardziej ryzykownych aktywów, przyczyniając się do obniżenia kosztów pozyskania finansowania przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe i pobudzając w ten sposób aktywność inwestycyjną (Joyce et al., 2011). Dodatkowo wzrost cen aktywów – przez efekt majątkowy – miał oddziaływać w kierunku wzrostu konsumpcji.

faza APF; wykres I). Kolejny etap luzowania ilościowego rozpoczął się w październiku 2011 r., kiedy w reakcji na nasilający się negatywny wpływ kryzysu zadłużeniowego w strefie euro na gospodarkę brytyjską MPC zwiększył skalę APF do 275 mld GBP. Ostatnie decyzje o rozszerzeniu APF zostały podjęte w lutym i lipcu 2012 r. i zwiększyły całkowitą pulę przewidzianą na zakup aktywów do 375 mld GBP (czyli do około 25% PKB). Skup aktywów został zakończony w listopadzie 2012 r.⁴

Dostępne publikacje wskazują, że luzowanie ilościowe oddziaływało w kierunku pobudzenia aktywności gospodarczej oraz wzrostu inflacji⁵. Skala wpływu luzowania ilościowego na te zmienne mogła wynosić według różnych szacunków 0,9–4,1 pkt proc. w przypadku wzrostu gospodarczego oraz 0,2–3,6 pkt proc. w przypadku inflacji (NBP, 2011). Analizy sugerują ponadto, że w przypadku nieuruchomienia AFP spadek dynamiki kredytu byłby większy, niż notowano w rzeczywistości.

Brak pobudzenia akcji kredytowej, mimo silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej, wynikał w znacznym stopniu – w opinii Banku Anglii – z wysokiego kosztu pozyskania kapitału przez banki, związanego z niepewnością co do ich pozycji kapitałowej w warunkach podwyższonej awersji do ryzyka na rynkach finansowych (Churm et al., 2012). W celu obniżenia kosztu finansowania w sierpniu 2012 r. uruchomiono nowy program wsparcia płynnościowego – FLS.

Inaczej niż w przypadku APF, FLS miał oddziaływać na gospodarkę głównie za pośrednictwem sektora bankowego. W ramach FLS banki uzyskały możliwość wymiany aktywów o niskiej jakości na bony skarbowe (ang. *collateral swap*), co dzięki obniżeniu kosztu ich finansowania miało się przyczynić do zwiększenia dostępności kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw⁶. Dodatkowym wsparciem akcji kredytowej było uzależnienie maksymalnej wartości aktywów, które mogą być wymienione przez dany bank w ramach FLS, oraz kosztu takiej operacji od wartości kredytów udzielonych przez bank.

Skuteczność programu FLS jako narzędzia pobudzania akcji kredytowej wydaje się dotychczas umiarkowana. Od wprowadzenia programu FLS do końca stycznia 2014 r.

⁴ Mimo wysiłków w zakresie komunikacji pojawiły się głosy, że działania MPC są nakierowane na stymulację wzrostu gospodarczego, a nie na osiągnięcie celu inflacyjnego (Dale, 2010). Program APF mógł więc ograniczać wiarygodność celu inflacyjnego i – tym samym – zwiększać ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Ryzyko to stało się istotnym argumentem – wskazywanym m.in. w *minutes* z posiedzeń MPC – przeciwko dalszemu zwiększaniu skali programu APF (BoE, 2013a, 2013b; Weale, 2013).

⁵ Efektywność luzowania ilościowego oceniana jest w kontekście jego wpływu na ceny aktywów finansowych. W odniesieniu do instrumentów finansowych analizy wskazują na istotny wpływ APF – przez kanał portfelowy – na ceny aktywów. W szczególności zarówno pierwsza, jak i druga faza APF przyczyniała się do spadku rentowności długoterminowych papierów skarbowych, choć wpływ ten był mniejszy w przypadku drugiej fazy programu (NBP, 2012). Program APF przyczynił się również do pewnego spadku rentowności obligacji korporacyjnych (Meaning, Zhu, 2012; Joyce et al., 2012) oraz miał istotny wpływ na wzrost cen akcji. Program APF mógł być również jednym z czynników sprzyjających zwiększonej emisji obligacji i akcji przedsiębiorstw w 2009 r. i w I połowie 2012 r. (Joyce et al., 2012).

⁶ Banki mogą wymieniać papiery wartościowe akceptowane przez Bank Anglii w ramach operacji *discount window facility*. Zapadalność *collateral swap* wynosi 4 lata z możliwością wcześniejszej spłaty. Pierwotnie program miał funkcjonować do stycznia 2014 r., jednak 24 kwietnia 2013 r. został wydłużony do stycznia 2015 r. Równocześnie wprowadzono dodatkowe bodźce, mające skłaniać banki do kredytowania sektora MSP.

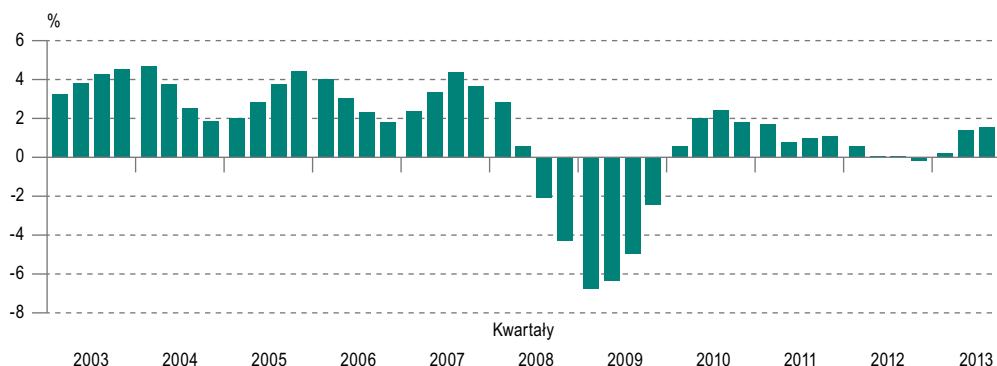
przystąpiło do niego 46 instytucji finansowych, które wykorzystały środki w wysokości 47,9 mld GBP. Wartość netto kredytów udzielonych przez te podmioty do końca 2013 r. zwiększyła się o 10,3 mld GBP, a więc jedynie o 0,7%⁷.

⁷ W zakresie kosztów kredytów dla gospodarstw domowych od momentu wprowadzenia FLS oprocentowanie kredytów obniżyło się o około 100 pkt bazowych (BoE, 2014a). Dynamika kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych istotnie wzrosła (do 4,6% r/r w grudniu 2013 r. wobec spadku o 0,5% r/r w czerwcu 2012 r.), natomiast dynamika kredytów hipotecznych pozostała niska (0,9% r/r w grudniu 2013 r. wobec 0,8% r/r w czerwcu 2012 r.; BoE 2012b, 2014b). W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych, chociaż oprocentowanie kredytów w okresie funkcjonowania FLS obniżyło się o około 150 pkt bazowych (BoE, 2014a), dynamika akcji kredytowej dla tych podmiotów pozostawała ujemna (choć skala jej spadku została ograniczona do -2,0% r/r w grudniu 2013 r. z 2,6% r/r w czerwcu 2012 r.; BoE 2012b, 2014b).

3.8.4. Polityka komunikacyjna Banku Anglii w okresie podwyższonej inflacji

W ostatnich latach Wielka Brytania przeżywała najpierw głęboką recesję (w latach 2008–2009; wykres 3.27), a następnie umiarkowane ożywienie, co przemawiało za prowadzeniem silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej (wykres 3.28). Jednocześnie jednak trwale podwyższona inflacja zagrażała wiarygodności celu inflacyjnego Banku Anglii.

Wykres 3.27. Dynamika PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

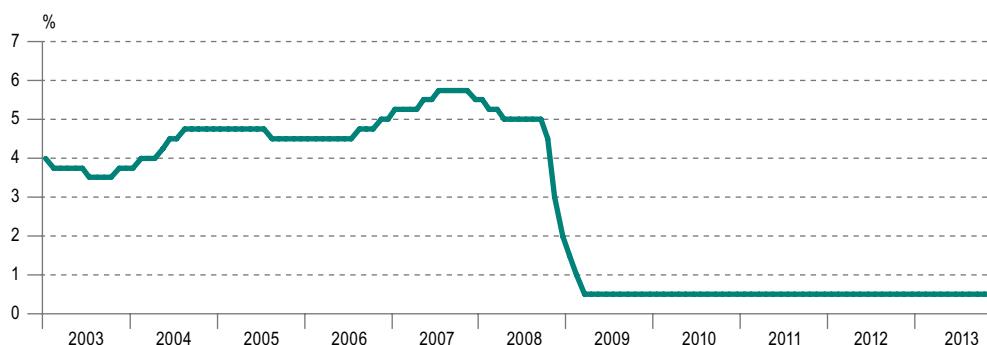
W listach otwartych, wyjaśniających przyczyny przekroczenia przez inflację poziomu 3%, Prezes Banku Anglii w imieniu MPC tłumaczył, że podwyższona inflacja wynikała z czynników przejściowych, stąd polityka pieniężna – koncentrująca się na perspektywach inflacji w średnim okresie – nie powinna na nie reagować (BoE, 2008a, 2008b, 2008c, 2009, 2010a, 2010b, 2010c, 2010d)⁶¹. Z kolei w 2011 r., gdy po okresie utrzymywania się inflacji przez ponad rok powyżej celu wskaźnik CPI zaczął ponownie silnie rosnąć, Bank podkreślał, że dążenie do szybkiego sprowadzenia inflacji do celu wiązałoby się ze zwiększeniem zmienności produkcji (BoE, 2011a, 2011b, 2011c, 2011d, 2012). Pod koniec 2011 r. i na początku 2012 r., gdy inflacja była bliska 5%, Prezes Banku Anglii wprost stwierdził, że najlepszy

⁶¹ Prezes Banku Anglii jest zobowiązany do przedstawienia w liście do Ministra Skarbu przyczyn odchylenia się inflacji od celu w przypadkach, kiedy odchylenie to przekracza 1 pkt proc.

sposób, w jaki polityka pieniężna może przyczynić się do wysokiego i stabilnego wzrostu oraz zatrudnienia, to reagować elastycznie i przejrzysto w celu przywrócenia inflacji do celu w średnim okresie⁶².

W odpowiedziach kierowanych do Prezesa Banku Anglii Minister Skarbu przyjmował te wyjaśnienia, podkreślając poparcie dla nakierowanej na przyszłość polityki pieniężnej MPC oraz uznając, że realizowana strategia celu inflacyjnego pozwala na pomijanie przejściowego odchylenia się inflacji od celu w bieżących decyzjach⁶³. Od połowy 2010 r., a zwłaszcza w 2011 r., w listach wskazywano także, że zapowiedziana konsolidacja polityki fiskalnej zostawia więcej przestrzeni dla ekspansywnej polityki pieniężnej, nakierowanej na wsparcie aktywności gospodarczej (Chancellor of the Exchequer, 2010b, 2011a, 2011b, 2011c, 2011d). W połowie 2011 r., gdy inflacja przekraczała 5%, Minister Skarbu dodatkowo podkreślał, że docenia elastyczność MPC w reagowaniu na zmieniające się perspektywy gospodarcze⁶⁴.

Wykres 3.28. Stopy procentowe Banku Anglii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

Biorąc pod uwagę stanowisko Ministra Skarbu, Bank Anglii mógł więc w swojej polityce pieniężnej znaczną uwagę poświęcić kwestii ożywienia wzrostu gospodarczego, choć nadal podkreślał determinację w realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie (BoE, 2009b; Benford et al., 2009; Dale, 2010; Fisher, 2010; Bean, 2011). Komunikacja akcentująca stabilność cen miała przeciwdziałać wzrostowi oczekiwań inflacyjnych, zwłaszcza że po obniżeniu stóp do poziomu zbliżonego do zera Bank Anglii sięgnął po luzowanie ilościowe, którego oddziaływanie na inflację było trudne do przewidzenia i mogło przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

⁶² „The best contribution that monetary policy can make to high and stable levels of growth and employment is to respond flexibly and transparently to bring inflation back to target in the medium term.” (BoE, 2011d, 2012).

⁶³ „I welcome the MPC’s intention – as set out in your letter – to look through the temporary effects on inflation and focus on ensuring that inflation remains on track to meet the 2% target (...),” Chancellor of the Exchequer (2008c).

„The MPC’s remit allows it to look through short-term movements in inflation”, Chancellor of the Exchequer (2010a).

⁶⁴ „I welcome the MPC’s continued commitment to respond flexibly to the economic outlook and to set policy to balance the upside and downside risks in order to meet the inflation target in the medium term.”, Chancellor of the Exchequer (2011b).

Działania Banku Anglii w odniesieniu do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych okazały się stosunkowo skuteczne. Biorąc pod uwagę długość okresu i skalę odchylenia inflacji od celu, wzrost oczekiwań odnotowany w ostatnich latach wydaje się umiarkowany. W *Raporcie o inflacji* z listopada 2013 r. zaznaczono, że MPC uznaje, iż oczekiwania pozostają w wystarczającym stopniu zakotwiczone na poziomie celu (BoE, 2013d)⁶⁵. Obecnie inflacja w Wielkiej Brytanii spada i zbliża się do celu, co powinno sprzyjać obniżeniu się także oczekiwań inflacyjnych.

3.8.5. Wnioski z doświadczeń Banku Anglii

Kryzys finansowy oraz utrzymująca się w ostatnich latach niska aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii skłoniły Bank Anglii do utrzymania silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej. Należy zaznaczyć, że elastyczna reakcja na szoki cenowe (deprecjacja kursu, wzrost podatków), w szczególności możliwość określania długości horyzontu powrotu inflacji do celu, jest w pełni zgodna ze strategią celu inflacyjnego w wersji elastycznej. Jednak wyjątkowo długi okres odchylenia się inflacji od celu w Wielkiej Brytanii (po jej długoletniej stabilizacji w pobliżu celu) stwarzał zagrożenie dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Z tego powodu Bank podkreślał swoją determinację w realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, a jednocześnie wskazywał na wyjątkowe okoliczności, które skłoniły go do długoletniego tolerowania inflacji powyżej celu. Działania Banku Anglii okazały się jak dotąd dość skuteczne. Biorąc pod uwagę długość okresu i skalę odchylenia inflacji od celu, pewien wzrost oczekiwań inflacyjnych odnotowany w ostatnich latach wydaje się umiarkowany.

Wprawdzie Bank Anglii podkreśla, że dąży do osiągnięcia celu inflacyjnego w średnim okresie, jednak można przypuszczać, że przynajmniej przejściowo jego głównym zadaniem stało się działanie na rzecz stabilności systemu finansowego oraz pobudzanie wzrostu gospodarczego.

W ramach luzowania ilościowego Banku Anglii w 2009 r. uruchomiono program APF, a w 2012 r. FLS. Równocześnie Bank podkreślił, że luzowanie ilościowe jest naturalnym rozszerzeniem jego standardowych działań, mającym umożliwić osiągnięcie niezmiennego celu, którym jest zapewnienie stabilności cen. Trudno jednak nie zauważyć, że korzyścią z luzowania ilościowego było obniżenie rentowności obligacji skarbowych, a więc obniżenie kosztów obsługi zadłużenia sektora publicznego, które silnie wzrosło na skutek przejęcia części strat sektora bankowego oraz utrzymującej się recesji (pomimo działań ograniczających wydatki publiczne i zwiększających dochody sektora publicznego).

⁶⁵ Według analizy przedstawionej w *Raporcie o inflacji* z sierpnia 2013 r. oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz profesjonalnych prognostów pozostają spójne z celem inflacyjnym. W przypadku oczekiwań inflacyjnych wyznaczanych na podstawie cen instrumentów finansowych w ostatnim okresie obserwowano pewien wzrost ich wrażliwości na publikowane dane o inflacji, co może wskazywać, że są słabiej zakotwiczone na poziomie celu.

3.9. Islandia – *leaning against the wind* i stabilizacja kursu walutowego

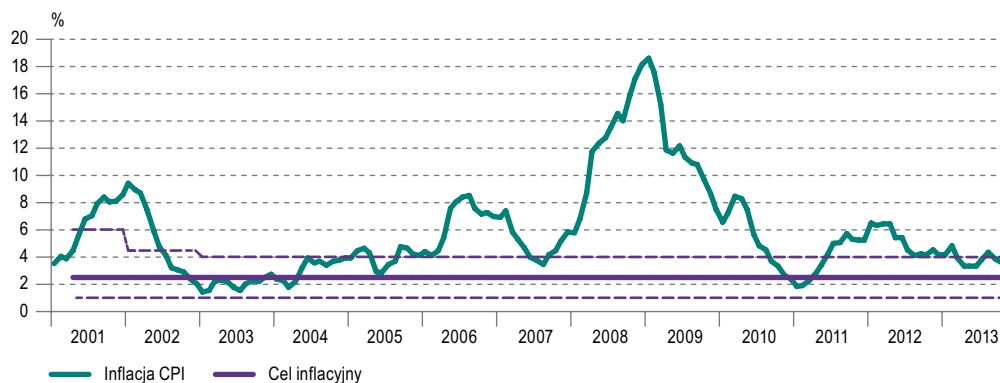
W 2008 r. Islandia doświadczyła załamania systemu finansowego, którego wcześniejszy wzrost okazał się nadmierny. Jej przykład pokazuje, że podejście *leaning against the wind* – stosowane przez Bank Islandii przed kryzysem – może mieć ograniczoną skuteczność w przeciwdziałaniu akumulacji nierównowag w systemie bankowym w małej otwartej gospodarce, szczególnie w sytuacji otwartych przepływów kapitałowych.

Zarówno w okresie poprzedzającym kryzys, jak i w późniejszych latach Bank Islandii realizował politykę pieniężną w ramach strategii celu inflacyjnego, choć jego podstawowym celem – w wyniku załamania się systemu bankowego – stała się stabilizacja kursu islandzkiej korony.

3.9.1. Realizacja celu inflacyjnego w Islandii

Przez długi okres polityka pieniężna Banku Islandii polegała na stabilizacji kursu walutowego⁶⁶. W 2001 r. Bank zdecydował się jednak na przyjęcie strategii celu inflacyjnego. Od tego momentu celem Banku Islandii jest utrzymywanie inflacji jak najbliżej 2,5%. Jeżeli odchyli się ona od celu o więcej niż 0,5 pkt proc., Bank jest zobowiązany przedstawić rządowi raport wyjaśniający przyczyny tego odchylenia i opisujący wynikającą z tego reakcję władz monetarnych.

Wykres 3.29. Inflacja na tle celu



Źródło: dane Banku Islandii.

Początkowo zakres odchyień od celu był niesymetryczny, tj. przejściowo akceptowano nieco wyższą inflację (wykres 3.29). Na 2001 r. górną granicę odchyień wyznaczono na poziomie 6%, na 2002 r. na poziomie 4,5%, a na 2003 r. na poziomie 4%. Z kolei dolna granica przedziału przez cały czas wynosiła (i nadal wynosi) 1%. Od 2003 r. przedział odchyień jest symetryczny: +/- 1,5 pkt proc.

⁶⁶ Reżim kursowy był kilkakrotnie zmieniany, co wiązało się w szczególności ze stopniowym rozwojem rynku – międzybankowy rynek walutowy w Islandii zaczął funkcjonować dopiero w 1993 r. Stopniowo zwiększano elastyczność reżimu kursowego. Na początku przedział odchyień od kursu centralnego miał szerokość +/- 2,25%, w 1995 r. (po deregulacji przepływu kapitału) poszerzono go do +/-6%, a w 2000 r. do +/-9%. W marcu 2001 r. całkowicie zrezygnowano z przedziału odchyień.

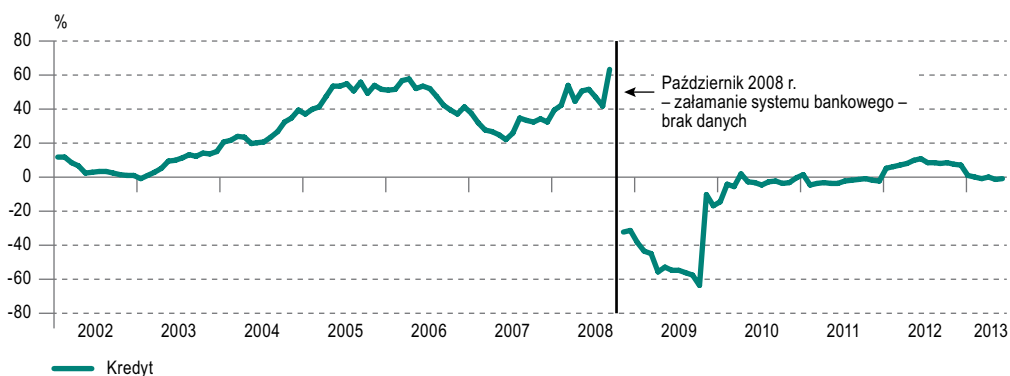
Powodem wyznaczenia przejściowo wyższej górnej granicy przedziału odchyień inflacji od celu był fakt, że w momencie wprowadzania nowej strategii inflacja rosła i zgodnie z prognozami miała się utrzymać na podwyższonym poziomie jeszcze w kolejnym roku. Ogłaszając niesymetryczny przedział odchyień, Bank chciał zasignalizować, że sprowadzenie inflacji do 2,5% nie będzie możliwe w krótkim okresie.

Od momentu wprowadzenia celu inflacyjnego inflacja w Islandii kształtowała się na ogół powyżej 2,5%, przy czym w 2008 r. przejściowo wzrosła nawet powyżej 18% (ze względu na gwałtowną deprecjację islandzkiej korony). Po okresie silnych wahań od początku 2012 r. widoczne jest jej stopniowe obniżanie się do poziomu zgodnego z celem. **Obecnie Bank Islandii ponownie podkreśla swoją determinację w dążeniu do obniżenia inflacji i osiągnięcia celu inflacyjnego, zapowiadając możliwość zacieśnienia polityki pieniężnej. Głównym jego celem pozostaje jednak stabilizacja kursu walutowego** (CBI, 2013a, 2013b, 2013c).

3.9.2. Przebieg kryzysu finansowego

Po okresie spowolnienia wzrostu w 2002 r. w Islandii rozpoczął się boom inwestycyjny, związany z realizacją dużych projektów infrastrukturalnych i boomem na rynku nieruchomości (Thorgeirsson, Noord, 2013). Towarzyszyło temu bardzo silne zwiększenie zadłużenia sektora prywatnego (wykres 3.30). Do momentu załamania się systemu bankowego w 2008 r. zadłużenie firm osiągnęło poziom 375% PKB, a w przypadku gospodarstw domowych 125% PKB. Silny wzrost kredytu przełożył się na 9-krotny wzrost cen akcji oraz 3-krotny wzrost cen mieszkań.

Wykres 3.30. Dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego w Islandii

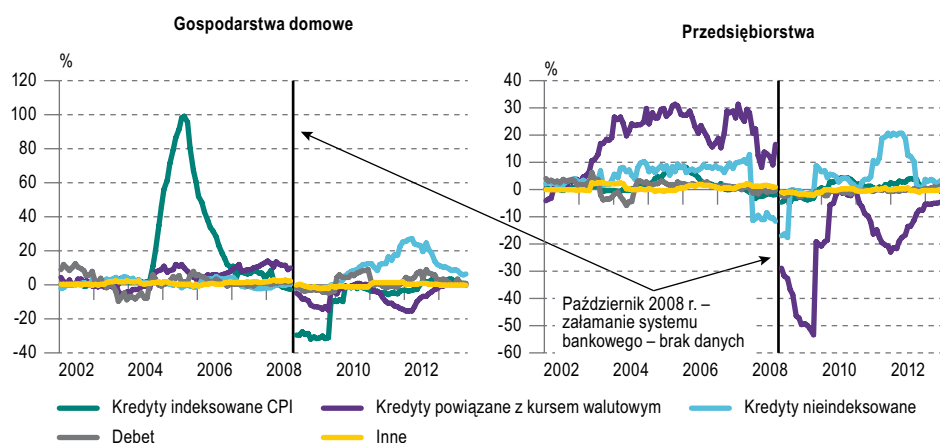


Źródło: dane Banku Islandii.

Jednocześnie islandzkie banki, po zakończeniu ich prywatyzacji w 2003 r., rozpoczęły szeroką ekspansję w krajach UE. W jej wyniku wartość ich aktywów wzrosła ze 101,7% PKB w 2003 r. do ponad 1000% PKB w 2008 r. (CBI, 2011). Konsekwencją ekspansji za granicę było istotne zwiększenie udziału pasywów denominowanych w walutach obcych w bilansach islandzkich banków, co sprzyjało wzrostowi dostępności oferowanych przez nie

kredytów powiązanych z kursem walut obcych⁶⁷. Z kolei znaczne różnice w oprocentowaniu oraz stopniowa aprecjacja islandzkiej korony zwiększały skłonność sektora prywatnego do zaciągania tego rodzaju kredytów⁶⁸. W 2008 r. około 75% długu przedsiębiorstw oraz około 20% długu gospodarstw domowych było powiązanych z kursem walut obcych. Rozrost systemu bankowego był związany także z transakcjami z SPV islandzkich banków. Ryzyko systemowe sektora bankowego w Islandii dodatkowo zwiększało się w wyniku udzielania dużych kredytów podmiotom powiązanym (Benediktsdottir et al., 2010).

Wykres 3.31. Dynamika akcji kredytowej w Islandii w podziale na rodzaje kredytów



Źródło: dane Banku Islandii.

Z kolei sytuacja sektora finansów publicznych systematycznie się poprawiała – deficyt malał i od 2005 r. Islandia notowała nadwyżki budżetowe. Istotnie obniżył się także dług publiczny (w części za sprawą przychodów z prywatyzacji). Przekładało się to na podnoszenie ratingu Islandii i wzrost jej atrakcyjności jako miejsca lokowania kapitału. Napływowi kapitału sprzyjał także fakt, że **w celu ograniczenia boomu Bank Islandii istotnie zacieśnił politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe o około 10 pkt proc. między połową 2004 r. a połową 2008 r.** (wykres 3.33)⁶⁹.

Wymienione czynniki (tj. **zwiększenie skali działalności islandzkich banków poza granicami kraju, poprawa sytuacji finansów publicznych oraz zacieśnienie polityki pieniężnej**) wzmocniały presję na aprecjację islandzkiej korony (wykres 3.32). Aprecjacja

⁶⁷ W przypadku Islandii ważne jest rozróżnienie kredytów denominowanych w walutach obcych (których wielkość oraz wysokość rat – w tym części kapitałowej i odsetkowej – były określone w walucie obcej), oraz kredytów powiązanych z kursem walutowym (np. przez indeksowanie tylko odsetkowej części spłat kredytu). Udzielanie pierwszego z wymienionych rodzajów kredytów było dozwolone, natomiast drugiego – nie. Potwierdził to Sąd Najwyższy, uznając w 2010 r. kredyty powiązane z kursem walut obcych za nielegalne i nakazując ich konwersję na islandzką koronę.

⁶⁸ Podobne doświadczenia z kredytami walutowymi były także udziałem gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, przede wszystkim krajów bałtyckich i Węgier.

⁶⁹ Podstawowa stopa procentowa Banku Islandii została podwyższona z 5,3% w maju 2004 r. do 15,5% w kwietniu 2008 r. Inflacja w tym okresie jednak wzrastała, co w znacznym stopniu wynikało z wysokiej dynamiki cen mieszkań, które w Islandii są uwzględniane w koszyku konsumpcyjnym. Równocześnie wzrastały także jednostkowe koszty pracy, przekładając się na rosnącą dynamikę cen usług prywatnych.

przełożyła się z kolei na silny wzrost importu, co spowodowało gwałtowne pogłębienie się deficytu obrotów bieżących, który w 2006 r. wyniósł ponad 20% PKB.

W 2006 r. ze względu na nadmierny rozrost banków w stosunku do rozmiarów krajowej gospodarki pojawiły się poważne obawy o stabilność islandzkiego sektora finansowego, jednak wówczas udało się jeszcze islandzkim bankom pozyskać finansowanie za granicą. W następstwie wybuchu kryzysu w Stanach Zjednoczonych w 2008 r. zabrakło jednak płynności na światowych rynkach finansowych i islandzkie banki musiały zwrócić się o pomoc do Banku Islandii, czemu towarzyszył run na nie – zarówno w kraju, jak i za granicą. Potrzeby w zakresie refinansowania banków w walutach obcych przewyższyły możliwości islandzkiego banku centralnego (Bank Islandii nie był w stanie zagwarantować sobie dostępu do odpowiedniej ilości środków walutowych, aby skutecznie odegrać rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji). **W rezultacie nastąpiła seria upadłości największych instytucji finansowych⁷⁰. Próba wycofania środków przez inwestorów doprowadziła do gwałtownej deprecjacji islandzkiej korony – w ciągu tygodnia kurs zdeprecjonował się o 70%, a spółki giełdowe straciły około 90% wartości. Deprecjacja oddziaływała w kierunku wzrostu inflacji, która przekroczyła 18%. Równocześnie ceny nieruchomości spadły o około 30%** (Kristinsson, 2012).

Wykres 3.32. Kurs islandzkiej korony



Źródło: dane Banku Islandii.

3.9.3. Działania stabilizacyjne

Specyfiką rynku kredytowego Islandii było powiązanie oprocentowania większości kredytów z indeksem CPI oraz – jak zaznaczono – istotny udział kredytów powiązanych z kursem walut obcych (wykres 3.31). Oznaczało to, że przy gwałtownej deprecjacji islandzkiej korony bardzo silnie wzrosło obciążenie spłatą kredytów (w przypadku kredytów indeksowanych CPI wynikało to przede wszystkim z wyższych cen importu). **Głównym celem podjętych wówczas działań stabilizacyjnych – oprócz zapewnienia dostępu do usług bankowych – miało więc być zahamowanie deprecjacji kursu walutowego.**

⁷⁰ Jako pierwszy o pomoc zwrócił się Glitnir (25 września 2008 r.). Następnie (7–9 października 2008 r.) dołączyły do niego Landsbanki i Kaupthing Bank. Były to największe banki w Islandii. Kolejna fala upadłości instytucji finansowych nastąpiła w marcu i czerwcu 2009 r.

Działania stabilizacyjne, które zostały także wsparte programem MFW, obejmowały przede wszystkim (IMF, 2013)⁷¹:

- Podział banków przez Urząd Nadzoru Finansowego na części „stare” i „nowe” oraz tymczasowe dostarczenie kapitału „nowym” bankom, a także zagwarantowanie przez rząd krajowych depozytów w „nowych” bankach (przy czym „stare” banki miały rozwiązać kwestię zagranicznych zobowiązań islandzkich banków i zostały objęte zarządzeniem komisarzy⁷², natomiast „nowe” miały zapewnić krajowej gospodarce dostęp do usług bankowych i przejęły większość krajowych aktywów i pasywów upadłych banków).
- Wprowadzenie kontroli przepływów kapitału (początkowo całkowicie zawieszono oficjalną wymianę islandzkiej korony na waluty obce, potem nieco złagodzone ograniczenia przepływów w ramach rachunku obrotów bieżących, przy utrzymaniu ograniczeń przepływów w ramach rachunku finansowego) oraz wykorzystanie polityki pieniężnej do zahamowania deprecjacji kursu islandzkiej korony (w październiku 2008 r. stopy banku centralnego zostały podniesione o 8 pkt proc.).
- Restrukturyzacja długu m.in. przez wydłużenie okresu spłaty kredytu, umorzenie części zadłużenia gospodarstw domowych (wartość zadłużenia obniżono do 110% wartości zabezpieczenia), konwersję kredytów hipotecznych i samochodowych powiązanych z kursem walut obcych na islandzką koronę⁷³.

Rząd islandzki podjął również negocjacje z rządami Wielkiej Brytanii i Holandii, ponieważ banki islandzkie prowadziły w tych krajach działalność polegającą na zbieraniu depozytów (w internetowym funduszu inwestycyjnym – Icesave), których odzyskanie po załamaniu się systemu bankowego Islandii nie było możliwe. Negocjacje te nie zakończyły się porozumieniem. Ostatecznie sprawa została skierowana do Trybunału EFTA, który uznał, że Islandia miała prawo odmówić wypłat depozytów obcokrajowcom (EFTA, 2013). Rząd Islandii musiał spłacić roszczenia tylko do minimalnych gwarantowanych wkładów.

Kryzys systemu bankowego sprawił, że polityka pieniężna Banku Islandii została podporządkowana celowi stabilizowania kursu walutowego (przy czym Bank deklarował utrzymanie celu inflacyjnego jako długookresowy cel polityki pieniężnej; CBI, 2009a, 2009b, 2009c; wykres 3.33). **W warunkach silnie podwyższonej inflacji przeciwdziałanie osłabieniu się kursu islandzkiej korony było przy tym spójne z dążeniem do obniżenia tempa wzrostu cen.**

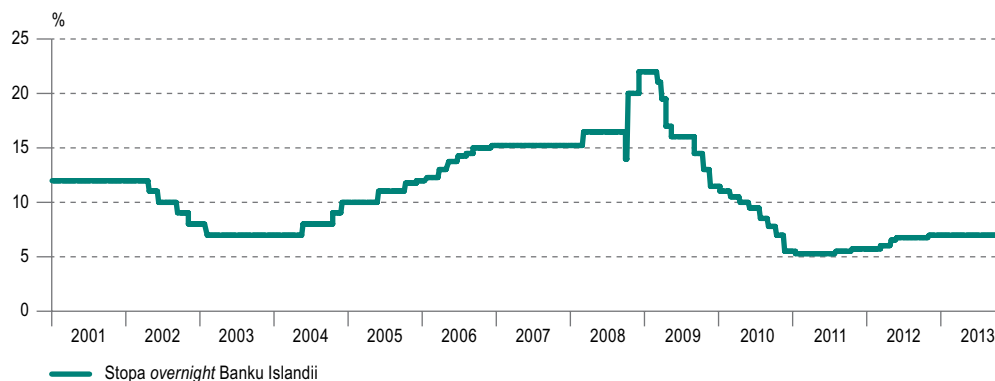
W wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji wielkość islandzkiego sektora bankowego znacznie się zmniejszyła – **łączna wartość jego aktywów obniżyła się z 1000% PKB w 2008 r. do około 200% PKB w 2013 r.** Zmieniła się także struktura finansowania działalności kredytowej banków. Obecnie opiera się głównie na krajowej bazie depozytowej.

⁷¹ Formalne porozumienie z MFW podpisano 21 listopada 2008 r. W ramach umowy z MFW Islandia otrzymała środki w wysokości 5,1 mld USD pochodzące z MFW, Danii, Finlandii, Norwegii, Szwecji, Polski, Rosji i Wysp Owczych.

⁷² Wycena aktywów przejmowanych przez „stare” banki uwzględniała m.in. ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy i wielkość związanych z tym strat. W jej wyniku aktywa wyceniono na około 46% ich nominalnej wartości.

⁷³ Konwersja kredytów powiązanych z walutami obcymi (i przeliczenie wszystkich związanych z nimi płatności od momentu zawarcia umowy) była skutkiem wyroku Sądu Najwyższego, który uznał kredyty powiązane z kursem walutowym za nielegalne.

Wykres 3.33. Stopa procentowa Banku Islandii



Źródło: dane Banku Islandii.

Restrukturyzacja zadłużenia sektora prywatnego następuje stopniowo i jest znacznie szybsza w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw niż w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych. Zadłużenie przedsiębiorstw na koniec 2012 r. wyniosło 170% PKB (co oznacza spadek o 205 pkt proc. od jego najwyższego poziomu w 2008 r.), a gospodarstw domowych 109% PKB (spadek o 24 pkt proc.). Udział kredytów zagrożonych nadal jest jednak wysoki. Mimo istotnej pomocy państwa w restrukturyzacji zadłużenia islandzki rząd zapowiedział dodatkowe ulgi dla gospodarstw domowych⁷⁴.

W 2008 r. Islandia z kraju notującego nadwyżki budżetowe stała się krajem mającym deficyt sektora finansów publicznych. Wiązało się to przede wszystkim ze znaczną rolą państwa w stabilizowaniu sytuacji sektora bankowego (dług publiczny wzrósł z około 30% PKB do ponad 100% PKB w 2011 r.). Od tego momentu deficyt fiskalny stopniowo jednak malał – saldo pierwotne sektora z -6,5% PKB w 2009 r. wzrosło do +0,6% PKB w 2012 r. Poprawiał się również rating kraju. W 2011 r. Islandia odzyskała dostęp do światowych rynków finansowych, sprzedając wyemitowane przez siebie obligacje denominowane w dolarze amerykańskim.

Obecnie polityka pieniężna nadal prowadzona jest w taki sposób, aby wpływać przede wszystkim na kurs islandzkiej korony, choć Bank Islandii nie podkreśla tego aż tak mocno jak w 2009 r.

3.9.4. Wnioski z doświadczeń Banku Islandii

Doświadczenia Banku Islandii wskazują, że polityka stopy procentowej nie jest wystarczającym narzędziem ograniczenia narastania nierównowag w systemie finansowym. W szczególności, w warunkach swobodnego przepływu kapitału podniesienie stóp procentowych w walucie krajowej w reakcji na nadmierny przyrost kredytów lub/i wzrost cen nieruchomości może doprowadzić do zwiększenia napływu kapitału zagranicznego. Napływ kapitału – w tym do systemu bankowego – w połączeniu z towarzyszącym mu umocnieniem kursu

⁷⁴ Prawdopodobnie konieczne będzie także dokapitalizowanie Funduszu Finansowania Mieszkań (Housing Financing Fund) – państwowego funduszu powołanego do udzielania kredytów hipotecznych.

waluty krajowej mogą z kolei oddziaływać w kierunku wzrostu zadłużenia powiązanego z walutami obcymi. Wzrost zadłużenia powiązanego z walutami obcymi, oprócz typowych problemów związanych z nadmiernym zadłużeniem, stwarza dodatkowe zagrożenia dla stabilności systemu finansowego przede wszystkim ze względu na ryzyko kursowe oraz uzależnienie od zewnętrznych źródeł finansowania.

Podniesienie stóp procentowych przez Bank Islandii w latach 2004–2008 nie przełożyło się na wyraźne wyhamowanie akcji kredytowej, natomiast zwiększyło presję na aprecjację kursu islandzkiej korony. W rezultacie sektor prywatny był bardziej skłonny do zaciągania kredytów powiązanych z walutami obcymi, które – przy niskiej percepcji ryzyka kursowego – wydawały się istotnie tańsze. Działania Banku Islandii nie tylko nie pozwoliły zatem na zapewnienie stabilności systemu finansowego, ale wręcz przyczyniły się do zwiększenia ryzyka systemowego islandzkich banków.

W sytuacji kryzysu systemu finansowego Bank Islandii został zmuszony do podporządkowania swojej polityki pieniężnej celom związanym z przywracaniem stabilności sektora bankowego. Ze względu na wielkość zadłużenia sektora prywatnego w walutach obcych najważniejsze okazało się zahamowanie deprecjacji islandzkiej korony. Bank utrzymał jednak strategię celu inflacyjnego, zaznaczając, że stabilizacja inflacji pozostaje długookresowym celem polityki pieniężnej. Przeciwdziałanie dalszemu osłabieniu się kursu islandzkiej korony, w warunkach silnie podwyższonej inflacji, było przy tym spójne z dążeniem do obniżenia tempa wzrostu cen.

Rozdział 4

Ewolucja strategii celu inflacyjnego w Narodowym Banku Polskim



Ewolucja strategii celu inflacyjnego w Narodowym Banku Polskim

Narodowy Bank Polski przyjął strategię celu inflacyjnego w 1998 r., a od 2004 r. realizuje ciągły cel na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. Rada Polityki Pieniężnej dokonywała pewnych modyfikacji rozumienia i sposobu realizacji strategii polityki pieniężnej NBP, zachowując przy tym jej fundamenty (tj. sam cel oraz reżim płynnego kursu walutowego). Modyfikacje te przed kryzysem dotyczyły zwiększenia zakresu komunikacji polityki pieniężnej, natomiast po kryzysie – sygnalizowania możliwości leaning against the wind w razie pojawienia się ryzyka narastania bańki na rynku aktywów, większej skłonności Banku do interwencji walutowych (gdyby były konieczne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju), podkreślenia znaczenia elastyczności w prowadzeniu polityki pieniężnej oraz postulatu uznania polityki makroostrożnościowej za ważny instrument krajowej polityki stabilizacyjnej. Warto zaznaczyć, że znaczna część tych zmian była wprowadzana dość wcześnie, zanim większość innych banków centralnych uwzględniła je w swoich strategiach. Dzięki temu obecnie strategia polityki pieniężnej NBP nie odbiega zasadniczo od standardów wyznaczonych przez banki centralne krajów rozwiniętych.

4.1. Uwarunkowania wprowadzenia strategii celu inflacyjnego w Polsce

W 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej I kadencji podjęła decyzję o przyjęciu strategii celu inflacyjnego. Miała ona zastąpić dotychczas stosowaną strategię, którą można określić mianem eklektycznej, ponieważ uwzględniała nie tylko cel dla inflacji, ale także cele pośrednie dla agregatów monetarnych i kursu walutowego.

Decyzja o przyjęciu strategii celu inflacyjnego była podyktowana dążeniem do zwiększenia efektywności prowadzonej polityki pieniężnej. Skuteczność stosowanej strategii eklektycznej była bowiem coraz bardziej ograniczona, co – w warunkach rosnącej integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem światowym – wynikało z ujawniania się coraz silniejszych niespójności między celami pośrednimi a celem inflacyjnym. Przyjęcie strategii celu inflacyjnego miało przede wszystkim pomóc w przełamywaniu oczekiwań inflacyjnych, będących jedną z głównych barier w procesie dalszego obniżania inflacji¹.

Podstawowym zadaniem, jakie stawiała sobie Rada w Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003, było dokończenie procesu dezinflacji (NBP, 1998). Ogłoszono, że średniookresowym celem jest obniżenie inflacji poniżej poziomu 4% do 2003 r.² W realizacji tego celu miało pomóc coroczne ogłaszanie celu inflacyjnego na kolejny rok, wyzna-

¹ Ważnym uwarunkowaniem prac nad strategią polityki pieniężnej NBP było przyjęcie w 1997 r. nowej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz Ustawy o Narodowym Banku Polskim. Zapewniły one niezależność banku centralnego oraz określiły jego główne zadanie jako dbanie o wartość pieniądza, a także zmieniły instytucjonalne ramy prowadzenia polityki pieniężnej, ustanawiając Radę Polityki Pieniężnej. Wśród argumentów przemawiających za zmianą strategii wymieniano dążenie do zwiększenia przejrzystości polityki pieniężnej, rozwoju rynku pieniężnego i walutowego, a także ułatwienie dostosowywania gospodarki polskiej do standardów Unii Europejskiej, a następnie Unii Gospodarczej i Walutowej.

² Równocześnie kontynuowano proces upłynniania kursu złotego. Choć oficjalnie pełne upłynnienie kursu nastąpiło w kwietniu 2000 r., interwencji zaprzestano już w 1999 r., tj. w momencie rozpoczęcia realizacji strategii celu inflacyjnego.

czające ścieżkę dezinflacji³. W 2003 r. inflacja kształtowała się na bardzo niskim poziomie. **W Strategii polityki pieniężnej po 2003 r. Rada mogła już zatem ogłosić, że jej głównym zadaniem będzie stabilizowanie inflacji na niskim poziomie**, i przyjąć ciągły cel inflacyjny, który od tej pory wynosi 2,5% +/- 1 pkt proc. (NBP, 2003).

Warto zaznaczyć, że **Polska była jednym z pierwszych krajów transformacji ustrojowej, który zdecydował się na przyjęcie strategii celu inflacyjnego**. Strategia ta dopiero zyskiwała na popularności, głównie w krajach rozwiniętych (por. wykres 1.1)⁴. Niektórzy ekonomiści twierdzili przy tym, że Polska nie jest przygotowana do realizacji tej strategii, ponieważ mechanizm transmisji zmian stóp procentowych na kształtowanie się inflacji nie był wówczas jeszcze wystarczająco stabilny (Christoffersen, Wescott, 1999). Wskazywano także, że bank centralny nie dysponował w tym okresie odpowiednimi modelami prognostycznymi. Warunki konieczne do skuteczności nowej strategii polityki pieniężnej były jednak spełnione (niezależność banku centralnego w zakresie instrumentów polityki pieniężnej, funkcjonowanie systemu operacji otwartego rynku i odpowiednio rozwinięty system finansowy), a część z brakujących elementów zwiększających efektywność strategii celu inflacyjnego udało się wprowadzić już w czasie jej realizacji.

4.2. Główne modyfikacje strategii celu inflacyjnego NBP

W początkowym okresie realizacji strategii celu inflacyjnego zmiany dotyczące ram prowadzenia polityki pieniężnej miały na celu przede wszystkim zapewnienie spełnienia przez NBP wszystkich warunków stawianych *fully-fledged inflation targeters*. Jednocześnie, ogłaszając w 1998 r. przyjęcie strategii, Rada zaznaczyła, że nie ma ona charakteru zamkniętego i wraz z okresową oceną jej aktualności niektóre elementy będą mogły podlegać modyfikacji. Zgodnie z zapowiedzią – zachowując niezmienną zasadnicze elementy strategii celu inflacyjnego – Rada II kadencji w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005* przedstawiła szczegółowy opis zasad, którymi będzie się kierować, prowadząc politykę pieniężną (NBP, 2004).

W kolejnych latach Rady – zarówno I, II, jak i III kadencji – dokonywały pewnych modyfikacji rozumienia i sposobu realizacji strategii polityki pieniężnej NBP, zachowując przy tym jej fundamenty (tj. sam cel oraz reżim płynnego kursu walutowego). Warto zaznaczyć, że znaczna część tych zmian była wprowadzana dość wcześnie, tj. zanim większość innych banków centralnych uwzględniła je w swoich strategiach.

Poniżej zostały omówione główne modyfikacje strategii polityki pieniężnej NBP wprowadzone w ostatnich 15 latach.

³ W praktyce okazało się, że cele roczne były trudne do osiągnięcia, w szczególności ze względu na wstrząsy podażowe, powodujące silne zmiany cen żywności i paliw, oraz opóźnienia mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak proces dezinflacji był kontynuowany.

⁴ Czechy były pierwszym krajem transformacji ustrojowej, który zdecydował się na przyjęcie strategii celu inflacyjnego. W grudniu 1997 r. ogłosiły rozpoczęcie stosowania nowej strategii od początku 1999 r. Warto zaznaczyć, że decyzja o odejściu od dotychczas stosowanej w Czechach strategii polityki pieniężnej była wymuszona kryzysem walutowym, który dotknął tę gospodarkę.

4.2.1. Zwiększenie zakresu publikowanych materiałów dotyczących polityki pieniężnej

W momencie wprowadzania strategii celu inflacyjnego **podstawowymi narzędziami komunikacji Rady były: Informacja po posiedzeniu oraz wymagane przez Konstytucję RP Założenia polityki pieniężnej i Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej.** Dokumenty te przez kolejne lata podlegały pewnej ewolucji, ale ich znaczenie, cel i ogólna konstrukcja pozostały niezmiennie. Ważne **zmiany dotyczyły natomiast Raportu o inflacji.** Do 2000 r. *Raport* nie zawierał bowiem wyników głosowań członków Rady, a do 2004 r. projekcji NBP.

- **Wyniki głosowania członków Rady zaczęto zamieszczać w Raporcie w czerwcu 2001 r.** Było to o tyle istotne, że w *Raporcie* prezentowano także wyniki głosowania członków Rady nad wnioskami, które nie uzyskały większości głosów (publikację wyników głosowań członków Rady nad uchwałami, tj. wnioskami, które uzyskały większość głosów, uregulowała już wcześniej ustawa o NBP z 1997 r.). Znacznie zwiększyło to przejrzystość działań Rady.
- Z kolei **wyniki projekcji inflacji i PKB zaczęto publikować w sierpniu 2004 r.** Początkowo projekcja była opracowywana przy wykorzystaniu modeli NSA i MSMI, które w 2005 r. zastąpił model ECMOD, a w 2008 r. model NECMOD. Opisy oficjalnych modeli progностycznych (oraz wprowadzonych w nich zmian w ramach prac nad rozwojem narzędzi progностycznych Banku) były publikowane na stronie internetowej NBP.

Kolejnym krokiem zwiększającym przejrzystość działań Rady było **rozpoczęcie publikacji Opisów dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady w kwietniu 2007 r.** (ang. *minutes*). Kiedy podejmowano decyzję o publikacji przez NBP *minutes*, przygotowywała je połowa banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego. Od początku przyjęto przy tym zasadę prezentowania argumentów, jakimi posługiwali się członkowie Rady, bez podawania ich nazwisk. Miało to na celu zmniejszenie ryzyka zbytowego ograniczenia swobody wymiany poglądów przez członków Rady podczas dyskusji.

Ponadto w pewnych okresach Rada decydowała się na stosowanie komunikacji nakierowanej na przyszłość, tj. wskazywała odbiorcom, jaką politykę stóp procentowych zamierza prowadzić w horyzoncie dłuższym niż najbliższe posiedzenie decyzyjne.

- W okresie od lutego 2000 r. do grudnia 2005 r. **Rada wprost komunikowała swoje aktualne nastawienie w polityce pieniężnej** (łagodne, neutralne lub restrykcyjne).
- W okresie od kwietnia 2007 r. do maja 2010 r. kontynuowano wskazywanie otoczeniu oceny Rady co do przebiegu przyszłych procesów inflacyjnych, która – choć w odmienny sposób – również **sygnalizowała nastawienie w polityce pieniężnej.**
- Przykładem komunikacji nakierowanej na przyszłość jest także stosowana w okresie wrzesień 2013 – czerwiec 2014 r. deklaracja Rady dotycząca prawdopodobnego horyzontu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

4.2.2. Wprowadzanie *leaning against the wind* w zakresie cen aktywów i zwrócenie uwagi na kwestię stabilności finansowej jako ważne uwarunkowanie polityki pieniężnej

Jak zaznaczono w rozdziale 2, przed 2009 r. toczyła się dyskusja o roli cen aktywów w polityce pieniężnej między zwolennikami podejścia *mop up after* i *leaning against the wind*.

Początkowo większą popularnością wśród głównych banków centralnych cieszyło się podejście *mop up after*, którego słabość ujawniła się w pełni wraz z wybuchem światowego kryzysu finansowego. Doświadczenia związane z kryzysem spowodowały istotną zmianę w podejściu banków centralnych do cen aktywów i kwestii stabilności finansowej.

W przypadku NBP stosunek Rady to tych zagadnień przedstawiono po raz pierwszy w 2006 r. w Założeniach polityki pieniężnej na 2007 r., tj. jeszcze przed wybuchem światowego kryzysu finansowego⁵. W dokumencie tym Rada opowiedziała się za *leaning against the wind* (NBP, 2005)⁶.

Również w *Założeniach* na kolejne lata uwzględniano stabilność finansową w polityce pieniężnej i przypisywano znaczenie analizie kształtowania się agregatów monetarnych, przy czym szczególną uwagę zwrócono na nie w 2009 r. w *Założeniach* na 2010 r., tj. po wybuchu światowego kryzysu finansowego (NBP, 2009). Rok później, w *Założeniach* na 2011 r., dodano, że zachowanie spójności pomiędzy dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie celu a wspieraniem stabilności systemu finansowego może wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego (NBP, 2010). Wskazanie na zasadność wydłużenia w pewnych warunkach horyzontu realizacji celu inflacyjnego wiąże się z kolejnym ważnym elementem, którego znaczenie zaczęto w pewnym momencie bardziej akcentować, tj. z elastycznością strategii celu inflacyjnego.

4.2.3. Zaakcentowanie większej skłonności banku do interwencji walutowych

Od momentu przyjęcia strategii celu inflacyjnego do 2010 r. NBP nie przeprowadzał interwencji na rynku walutowym. Równocześnie w *Strategii* na lata 1999–2003 Rada zaznaczyła, że NBP może dokonywać interwencji, gdy uzna, że wymagają tego względy polityki pieniężnej. Następnie w *Założeniach* na lata 2003–2009 doprecyzowała, że wykorzystanie interwencji jest możliwe, jeśli będzie to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

Wobec silnych zaburzeń na rynkach finansowych w następstwie upadku Lehman Brothers Rada uznała, że takie określenie zasadności interwencji może się okazać zbyt wąskie. W 2009 r. w *Założeniach* na 2010 r. zaakcentowano więc **większą skłonność NBP do interwencji walutowych przez wskazanie, że mogą być podejmowane, o ile są konieczne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.** W kolejnych latach zapis ten utrzymano.

⁵ Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w Polsce podejmowane były również działania nakierowane na ograniczenie nierównowagi w systemie finansowym. W szczególności Komisja Nadzoru Bankowego wprowadziła w 2006 r. rekomendację S dotyczącą dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, która przyczyniała się do ograniczenia tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych.

⁶ W *Założeniach* na 2007 r. Rada wskazała, że „w ocenie perspektywy inflacji – szczególnie, gdy jest ona niska – banki centralne w prowadzeniu polityki pieniężnej uwzględniają kształtowanie się cen aktywów w związku z potrzebą zapewnienia stabilności finansowej. W warunkach zliberalizowanych rynków finansowych oraz sprzyjających niskiej inflacji korzystnych zjawisk po podażowej stronie gospodarki, wzrasta potrzeba uwzględniania stabilności finansowej w decyzjach władz monetarnych. Jeśli w reakcji na niską inflację banki centralne nadmiernie obniżą stopy procentowe, może to prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów. Wzrostowi temu towarzyszy ryzyko tzw. niestabilnego boomu, w którym wyższa inflacja pojawia się ze znacznym opóźnieniem. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów narasta ryzyko gwałtownego i znacznego ich spadku, co rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i sfery realnej. Stabilność systemu finansowego umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co jest kluczowe dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku aktywów oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych”. (NBP, 2006).

W kwietniu 2010 r. NBP przeprowadził pierwszą od 1998 r. jednorazową interwencję na rynku walutowym. Od tego czasu NBP sporadycznie interweniuje na rynku.

4.2.4. Podkreślanie znaczenia elastyczności w prowadzeniu polityki pieniężnej jako elementu pozwalającego na zmniejszenie wahań produkcji i inflacji

Kwestia elastyczności reakcji polityki pieniężnej na wstrząsy, na co pozwala strategia celu inflacyjnego, była podkreślana już w *Strategii* na lata 1999–2003, a następnie wskazywana jako jeden w głównych elementów *Strategii* po 2003 r. Również w corocznych *Założeniach* zwracano uwagę na średniookresowy charakter celu inflacyjnego oraz na fakt, że reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy od ich siły, przyczyn i charakteru oraz od oceny trwałości ich skutków, a także od stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych.

W krytyce banków centralnych w czasie globalnego kryzysu finansowego zarzucano władzom monetarnym, że zbyt dużą wagę przykładają do zapewnienia stabilności cen, zaniebując inne ważne zagadnienia, przede wszystkim kwestię stabilności systemu finansowego. Z tego powodu w 2012 r. w *Założeniach* na 2013 r. Rada postanowiła przypomnieć, że elastyczność jest jedną z podstawowych cech strategii celu inflacyjnego (NBP, 2012)⁷. Ponadto Rada wprost stwierdziła, że elastyczność odnosi się do określenia horyzontu powrotu inflacji do celu⁸.

Elastyczności poświęcono także dużo miejsca w przyjętych w 2013 r. *Założeniach* na 2014 r. (NBP, 2013).

4.2.5. Postulat uznania polityki makroostrożnościowej za nowy, ważny instrument polityki stabilizacyjnej banku centralnego

Po raz pierwszy bezpośrednio **odwołanie do polityki makroostrożnościowej jako dodatkowego obszaru zainteresowania banku centralnego pojawiło się w 2012 r.** w *Założeniach* na 2013 r. (NBP, 2012). Wskazano tam, że politykę makroostrożnościową można traktować jako „dodatkowy instrument polityki stabilizacyjnej banku centralnego”, oraz zaznaczono, iż bank centralny powinien odgrywać główną rolę w prowadzeniu tej polityki. Postulat ten, uzupełniony o uzasadnienie, powtórzono w 2013 r. w *Założeniach* na 2014 r. (NBP, 2013)⁹.

⁷ W *Założeniach* na 2013 r. Rada podkreśliła, że „Zarówno przed kryzysem, jak i w okresie największych napięć związanych ze zjawiskami kryzysowymi w gospodarce światowej, polityka pieniężna NBP – w ramach przyjętej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego – reagowała w sposób elastyczny na wstrząsy, jakich doznawała polska gospodarka, dostosowując poziom stóp do zmieniających się uwarunkowań makroekonomicznych”. (NBP, 2012).

⁸ W *Założeniach* na 2013 r. Rada stwierdziła, że: „W kontekście reakcji banku centralnego na wstrząsy ważna jest możliwość elastycznego określania długości horyzontu powrotu inflacji do celu inflacyjnego w zależności od natury wstrząsu”. (NBP, 2012).

⁹ W *Założeniach* na 2014 r. zaznaczono, że „Doświadczenia ostatnich lat sprzyjały także uznaniu polityki makroostrożnościowej za drugi – obok polityki pieniężnej – instrument polityki antycyklicznej banku centralnego. Stosowanie tego instrumentu wynika z przekonania, że obok klasycznych cykli koniunkturalnych, których stabilizowaniem zajmuje się zwykle polityka pieniężna, w gospodarce występują także dłuższe cykle finansowe, których stabilizowaniem powinna zajmować się polityka makroostrożnościowa. [...] Za pełnieniem przez banki centralne kluczowej roli w polityce makroostrożnościowej przemawia ich doświadczenie w analizowaniu sytuacji gospodarczej z perspektywy makroekonomicznej, a także ich niezależność, umożliwiająca podejmowanie decyzji, które mogą ograniczać aktywność gospodarczą w krótkim okresie, ale są konieczne dla zachowania równowagi makroekonomicznej w dłuższym okresie.” (NBP, 2013).

Zaznaczono w nich ponadto, że polityka makroostrożnościowa może albo wspierać, albo – w pewnych przypadkach – zastępować politykę pieniężną (NBP, 2013)¹⁰.

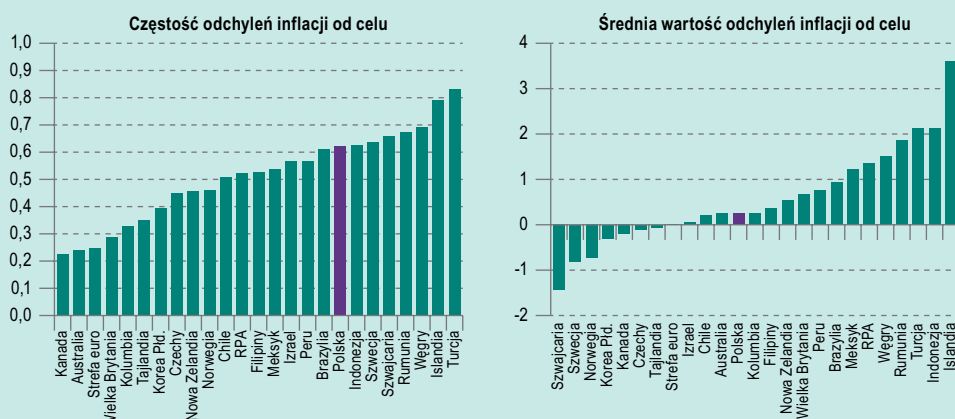
Ramka 4.1. Realizacja strategii celu inflacyjnego w Polsce i innych krajach

Realizacja strategii celu inflacyjnego przez NBP pozwoliła na skuteczne zapewnienie stabilności cen w Polsce w średnim okresie. Od momentu wprowadzenia celu na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc. w 2004 r. średni poziom inflacji CPI w Polsce wyniósł 2,7% rocznie (w okresie styczeń 2004 – czerwiec 2014 r.), a więc był praktycznie zgodny z celem.

Poniżej przedstawiono zestawienie pozwalające bardziej wszechstronnie ocenić skuteczność realizacji strategii celu inflacyjnego w Polsce i innych krajach w ostatnich 10 latach¹. Oprócz statystyk odnoszących się bezpośrednio do realizacji celu inflacyjnego (np. kształtowanie się inflacji względem celu) porównanie obejmuje także inne wielkości, które mają znaczenie dla oceny skuteczności polityki pieniężnej (np. lukę popytową, zmienność stóp procentowych).

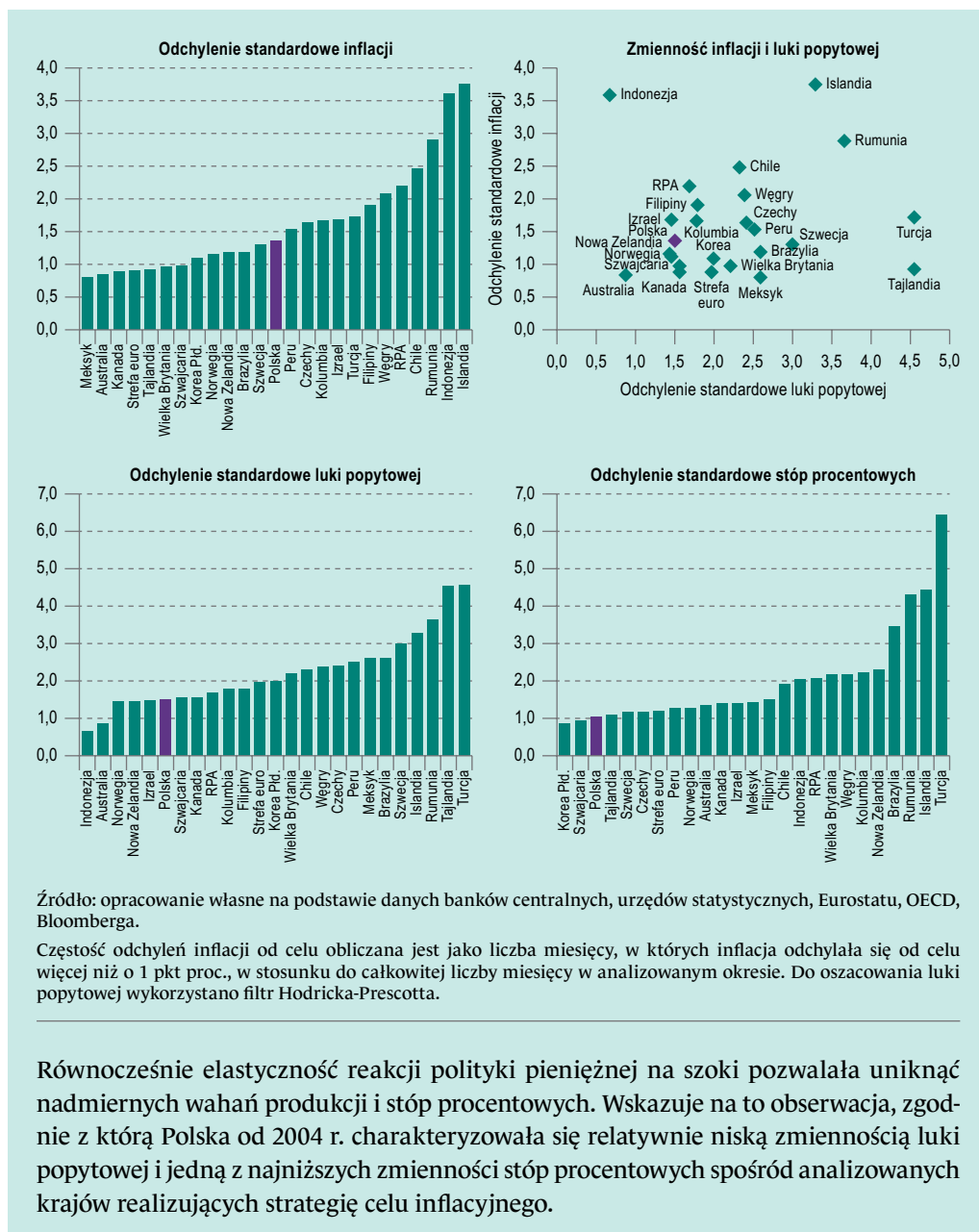
Inflacja w Polsce – w porównaniu z innymi krajami – relatywnie często odchyłała się od celu. Skala tych odchyień, a także zmienność inflacji pozostawały jednak umiarkowane. Może to świadczyć o tym, że polityka pieniężna w Polsce – jak od pewnego czasu podkreśla Rada w swoich dokumentach – jest prowadzona w sposób elastyczny, a natura występujących w gospodarce wstrząsów uzasadniała w niektórych przypadkach wydłużenie horyzontu powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Wykres I. Realizacja strategii celu inflacyjnego w różnych krajach



¹ W porównaniu uwzględniono 25 krajów (ze względu na ograniczoną dostępność danych spośród krajów stosujących strategię celu inflacyjnego nie uwzględniono Armenii, Gwatemali, Ghany i Serbii). Aby umożliwić porównywalność analizowanych statystyk, jako okres referencyjny przyjęto styczeń 2004 – kwiecień 2014 r.

¹⁰ W Założeńiach na 2014 r. zapisano, że „Polityka pieniężna, wspomagana przez politykę makroostrożnościową, powinna przeciwdziałać niestabilnym boomom na rynkach hipotecznych, ponieważ ich załamanie może prowadzić do silnego i długotrwałego ograniczenia wzrostu gospodarczego” oraz że „[...] dla stabilności finansowej oraz ograniczania ryzyka nierównowag gospodarczych istotne znaczenie ma również polityka makroostrożnościowa, która poprzez selektywny wpływ na kształtowanie się wybranych agregatów kredytowych oraz cen aktywów może być bardziej odpowiednim narzędziem ograniczania nierównowag makroekonomicznych niż polityka pieniężna, ze względu na niższe koszty dla sfery realnej gospodarki”. (NBP, 2013).



Załącznik



Podstawowe aspekty strategii celu inflacyjnego

Tabela A

	Armenia	Australia	Brazylia	Chile	Czechy	Filipiny
Początek realizacji strategii	I 2006	VI 1993	VI 1999	I 1991 (moment przyjęcia celu inflacyjnego)	XI 1997	I 2002
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Bank centralny z rządem	Prezes banku centralnego i rząd	The National Monetary Council (minister finansów, prezes banku centralnego, minister planowania, budżetu i zarządzania)	Bank centralny	Bank centralny	Rząd w porozumieniu z bankiem centralnym
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu: 1 rok	CPI, horyzont celu: średnia w cyklu koniunkturalnym	CPI – IPCA (Broad National Consumer Price Index) ¹ ; horyzont celu: 1 rok	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, od 2012 horyzont celu: ciągły
Poziom celu inflacyjnego	4% +/-1,5 pkt proc.	2-3%	2014-2016 4,5% +/-2 pkt proc.	3% +/-1 pkt proc.	2% +/- 1 pkt proc.	2014: 4% +/- 1 pkt proc. 2015-2016: 3% +/- 1 pkt proc.
System kursowy – oficjalny ²	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Kurs utrzymywany na poziomie minimum 27 EUR/CZK	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)
System kursowy – wg MFW ³	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami ⁴	Kurs płynny	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny	Kurs płynny – od listopada 2013 r. kurs kierowany (other managed arrangement)	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami

¹ Zmiany cen na głównych terenach metropolitalnych.

² Oficjalny system kursowy (*de jure*) może różnić się od systemu kursowego przyjętego zgodnie z klasyfikacją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (*de facto*).

³ Klasyfikacja MFW podana za *The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013* (przedstawia stan na grudzień 2012 r.). Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami (*floating*) dopuszcza interwencje w celu ograniczenia wahań kursowych (*to moderate the rate of change and prevent undue fluctuations in the exchange rate*), z kolei kurs płynny (*free floating*) dopuszcza interwencje tylko w wyjątkowych przypadkach (maksymalnie 3 w ciągu 6 miesięcy, z których każda nie trwa dłużej niż 3 dni robocze; obowiązek potwierdzenia dokonania interwencji).

⁴ MFW zaznaczył, że kurs walutowy drama armeńskiego jest *de facto* zakotwiczony wobec koszyka walut.

	Ghana	Gwatemala	Islandia	Indonezja	Izrael	Japonia
Początek realizacji strategii	V 2007	I 2005	III 2001	VII 2005	I 1992	II 2012 – ogłoszenie celu inflacyjnego; oficjalnie Bank Japonii nie realizuje strategii celu inflacyjnego
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Rząd i bank centralny	Zarząd (Monetary Board)	Bank centralny wyznacza cel – akceptacja przez premiera	Rząd po konsultacji z bankiem centralnym	Rząd w konsultacji z prezesem banku centralnego	Zarząd banku centralnego
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu: 1 rok	CPI, horyzont celu: średni okres	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: 1 rok	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły
Poziom celu inflacyjnego	2014: 9,5% +/- 2 pkt proc.	Od XII 2013: 4,0% +/- 1 pkt proc.	2,5% +/- 1,5 pkt proc.	2014: 4,5% +/- 1 pkt proc. 2015: 4,0% +/- 1 pkt proc.	1–3%	2%
System kursowy – oficjalny	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)
System kursowy – wg MFW	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	System kursowy zbliżony do kursu pałającego (crawl-like arrangement) ⁵	Kurs płynny	Kurs płynny

⁵ Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaznaczył, że kurs walutowy rupii indonezyjskiej jest *de facto* zakotwiczony wobec USD.

	Kanada	Kolumbia	Korea Płd.	Meksyk	Norwegia	Nowa Zelandia
Początek realizacji strategii	II 1991	X 1999	IV 1998	I 2001	III 2001	I 1990
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Rząd i bank centralny	Zarząd banku centralnego (Board of Directors)	Bank centralny w porozumieniu z rządem	Zarząd banku centralnego (Board of Governors)	Rząd	Minister finansów i prezes banku centralnego
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: 3 lata	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły, choć również brany pod uwagę wskaźnik CPI-ATE ⁶ oraz CPIXE ⁷	CPI, horyzont celu: ciągły
Poziom celu inflacyjnego	2% +/- 1 pkt proc.	2–4%; środek przedziału (3%) wskazywany do celów prawnych	2014–2015: 2,5–3,5%	3% +/- 1 pkt proc.	2,5%	1–3%
System kursowy – oficjalny	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)
System kursowy – wg MFW	Kurs płynny	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny	Kurs płynny	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami

⁶ CPI skorygowany o zmianę podatków oraz wyłączający ceny energii.

⁷ CPI skorygowany o zmiany podatków oraz wyłączający przejściowe zmiany ceny energii.

Tabela D

	Peru	RPA	Rumunia	Serbia	Stany Zjednoczone	Strefa euro
Początek realizacji strategii	I 2002	II 2000	VIII 2005	I 2009	I 2012 – ogłoszenie celu inflacyjnego; oficjalnie Fed nie realizuje strategii celu inflacyjnego	1998 r. (cel inflacyjny zdefiniowany jako „poniżej 2%”, 2003 r. (obecna definicja); oficjalnie EBC nie realizuje strategii celu inflacyjnego)
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Zarząd banku centralnego	Rząd po konsultacji z bankiem centralnym	Bank centralny wspólnie z rządem	Bank centralny we współpracy z rządem	Federalny Komitet Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee – FOMC)	Rada Prezesów
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: cel punktowy na koniec roku	Deflator PCE – deflator wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych (<i>personal consumption expenditures</i> – PCE), horyzont celu: ciągły	HICP, horyzont celu: ciągły
Poziom celu inflacyjnego	2% +/- 1 pkt proc.	3–6%	2,5% +/- 1 pkt proc.	2014–2016: 4% +/- 1,5 pkt proc.	2%	Poniżej, ale w pobliżu 2%
System kursowy – oficjalny	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (<i>floating</i>)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (<i>free floating</i>)	Kurs płynny kierowany (<i>managed floating</i>)	Kurs płynny kierowany (<i>managed floating</i>)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (<i>free floating</i>)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (<i>free floating</i>)
System kursowy – wg MFW	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny	Kurs płynny

Tabela E

	Szwajcaria 12000:	Szwecja	Tajlandia	Turecja	Węgry	Wielka Brytania
Początek realizacji strategii	oficjalnie SNB nie realizuje strategii celu inflacyjnego	Ogłoszona 1 1993, wprowadzona w 1995	V 2000	I 2006	VI 2001	X 1992
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Bank Szwajcarii	Bank centralny	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee) w porozumieniu z ministrem finansów; wymagana zgoda rządu	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee) wspólnie z rządem	Bank centralny	Rząd (minister skarbu)
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły	Cel inflacyjny wyrażony w odniesieniu do inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności); horyzont celu: roczny	CPI, horyzont celu: na koniec roku	CPI, horyzont celu: ciągły	CPI, horyzont celu: ciągły
Poziom celu inflacyjnego	Poniżej 2%	2%	0,5–3%	2014–2016 5% +/- 2 pkt proc.	3% +/- 1 pkt proc.	2%
System kursowy – oficjalny	Minimalny kurs walutowy względem euro na poziomie 1,20 EUR/CHF	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (free floating)
System kursowy – wg MFW	Kurs kierowany (other managed arrangement)	Kurs płynny	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny ze sporadycznymi interwencjami	Kurs płynny

Proces decyzyjny

Tabela A

	Armenia	Australia	Brazylia	Chile	Czechy	Filipiny
Organ decyzyjny banku centralnego	Zarząd (prezes, zastępca, 5 członków)	Zarząd banku centralnego (prezes, zastępca, sekretarz skarbu, 6 członków)	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee): prezes oraz 7 zastępców prezesa	Zarząd (prezes, wiceprezes, 3 członków)	Zarząd (prezes, 2 wiceprezesów, 4 członków)	Zarząd (członek rządu, 6 innych członków)
Sposób podejmowania decyzji	Głosowanie, komitet techniczny przedstawia rekomendację	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie, komitet doradczy przedstawia rekomendację
Częstotliwość podejmowania decyzji	Raz w miesiącu	11 razy w roku (z wyjątkiem stycznia)	8 razy w roku	Raz w miesiącu	8 razy w roku	8 razy w roku

Tabela B

	Ghana	Gwatemala	Islandia	Indonezja	Izrael	Japonia
Organ decyzyjny banku centralnego	Zarząd (prezes, 2 zastępców, 9 członków)	Zarząd (prezes, minister finansów, minister gospodarki, minister rolnictwa, 4 członków)	Komitet Polityki Pieniężnej (prezes i wiceprezes banku centralnego, 3 członków: główny ekonomista i 2 członków zewnętrznych)	Zarząd (prezes, 6 zastępców)	Komitet Polityki Pieniężnej (prezes; zastępca prezesa, pracownik banku centralnego mianowany przez prezesa, 3 członków)	Zarząd (prezes, 2 zastępców, 6 członków)
Sposób podejmowania decyzji	Konsensus	Głosowanie	Głosowanie	Konsensus; w przypadku braku porozumienia decyduje prezes	Głosowanie	Głosowanie
Częstotliwość podejmowania decyzji	5-6 razy w roku	8 razy w roku	Co najmniej 8 razy w roku	Raz w miesiącu	Co najmniej 8 razy w roku (w praktyce 12)	1-2 razy w miesiącu

Tabela C

	Kanada	Kolumbia	Korea Płd.	Meksyk	Norwegia	Nowa Zelandia
Organ decyzyjny banku centralnego	Governing Council (prezes, pierwszy wiceprezes, 4 wiceprezesów)	Zarząd (minister finansów, prezes, 5 członków)	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee): prezes, zastępca, 5 członków	Zarząd (prezes, 4 zastępców)	Zarząd (prezes, wiceprezes, 5 członków)	Prezes banku centralnego
Sposób podejmowania decyzji	Konsensus	Głosowanie	Głosowanie	Konsensus	Konsensus	Prezes
Częstotliwość podejmowania decyzji	8 razy w roku	Raz w miesiącu	Raz w miesiącu	8 razy w roku	6 razy w roku	8 razy w roku

Tabela D

	Peru	RPA	Rumunia	Serbia	Stany Zjednoczone	Strefa euro
Organ decyzyjny banku centralnego	Zarząd (7 członków)	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee); skład: prezes, 3 zastępców prezesa, 4 członków	Zarząd (prezes, pierwszy wiceprezes, 3 wiceprezesów, 5 członków)	Zarząd (aktualny skład: prezes, 4 wiceprezesów)	FOMC	Rada Prezesów (6 członków Zarządu, prezesi krajowych banków centralnych 17 krajów strefy euro)
Sposób podejmowania decyzji	Głosowanie	Konsensus	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie
Częstotliwość podejmowania decyzji	Raz w miesiącu	6 razy w roku	8 razy w roku	Raz w miesiącu (częściej, gdy jest to wymagane)	8 razy w roku	Dwa razy w miesiącu (decyzja dotycząca stóp procentowych raz w miesiącu)

Tabela E

	Szwajcaria	Szwecja	Tajlandia	Turcja	Węgry	Wielka Brytania
Organ decyzyjny banku centralnego	Governing Board; skład: 3 członków, dla których mianuje się zastępców. Zarówno członkowie, jak i zastępcy są wybierani przez rząd federalny, na podstawie rekomendacji rady banku centralnego (Bank Council)	Zarząd (6 członków powoływanych przez General Council, którą wybiera parlament)	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee); skład: prezes, dwóch wiceprezesów, 4 członków	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee); skład: prezes, 4 wiceprezesów, 2 członków	Monetary Council, w której skład wchodzi od 5 do 9 członków – prezes, wiceprezesi, członkowie mianowani przez parlament	Komitet Polityki Pieniężnej (Monetary Policy Committee); skład: prezes, 2 wiceprezesów, główny ekonomista Banku, dyrektor operacji rynkowych, 4 członków
Sposób podejmowania decyzji	Konsensus	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie	Głosowanie
Częstotliwość podejmowania decyzji	Podczas regularnych kwartalnych ocen sytuacji w polityce pieniężnej	6 razy w roku	8 razy w roku	Raz w miesiącu	Co najmniej raz w miesiącu	Każdego miesiąca

Komunikacja z otoczeniem

Tabela A

	Armenia	Australia	Brazylia	Chile	Czechy	Filipiny
Publikacje materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Komunikat, <i>minutes</i> ; brak wyników głosowań	Komunikat, <i>minutes</i>	<i>Minutes</i> ; brak komunikatu (jedynie krótka informacja o decyzji); wyniki głosowań (osobowo)	Komunikat, <i>minutes</i> z imiennymi wynikami głosowań	<i>Minutes</i> z imiennymi wynikami głosowań, informacja o decyzji oraz konferencja prasowa (bilans głosowania)	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> ; brak wyników głosowań
Publikacja raportu o inflacji	4 razy w roku	4 razy w roku, <i>Statement on Monetary Policy</i>	4 razy w roku	4 razy w roku, <i>Monetary Policy Report</i>	4 razy w roku	4 razy w roku
Forma prezentacji prognozy inflacji	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa i punktowa	Punktowa	Wachlarzowa
Publikacja <i>minutes</i>	W ciągu 10 dni po posiedzeniu	2 tygodnie po posiedzeniu	8 dni po posiedzeniu (po portugalsku; wersja angielska z opóźnieniem)	Okolo 2 tygodni po posiedzeniu	Zazwyczaj 8 dni po posiedzeniu	4 tygodnie po posiedzeniu
Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Stale stopy procentowe	Stala stopa procentowa lub kształtująca się zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi	Dwa warianty, stała stopa oraz zgodna z oczekiwaniami	Zgodne z oczekiwaniami rynkowymi	Stopa ustalana endogenicznie	Stala główna stopa procentowa banku centralnego
Weryfikacja prognoz	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Ogólne nawiązanie do poprzednich prognoz w ROI	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI; porównanie prognoz banku z oczekiwaniami rynku	Ogólne nawiązanie do poprzednich prognoz w ROI

Tabela B

	Ghana	Gwatemala	Islandia	Indonezja	Izrael	Japonia
Publikacja materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Komunikat, konferencja prasowa; brak <i>minutes</i>	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> , brak wyników głosowań	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> z wynikami głosowań (bilans); imienne wyniki publikowane w raporcie rocznym	Komunikat, brak <i>minutes</i>	Komunikat, <i>minutes</i> z wynikami głosowań (bilans)	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> z imiennymi wynikami głosowań
Publikacja raportu o inflacji	5-6 razy w roku, po każdym posiedzeniu decyzyjnym, <i>Monetary Policy Report</i>	3 razy w roku; <i>Monetary Policy Report</i>	4 razy do roku (2 z nich stanowią jedynie aktualizacje)	4 razy do roku; <i>Monetary Policy Report</i>	2 razy do roku; <i>Monetary Policy Report</i>	2 razy do roku, <i>Outlook for Economic Activity and Prices</i> ; dodatkowo 2 razy w roku dokonywana jest aktualizacja prognoz
Forma prezentacji prognozy inflacji	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa	Punktowa i Wachlarzowa	Przedziałowa	Punktowa i Wachlarzowa	Przedziałowa (prognoza członków zarządu)
Publikacja <i>minutes</i>	Brak	Do 1 miesiąca po posiedzeniu	2 tygodnie po posiedzeniu	Brak	2 tygodnie po posiedzeniu	Okolo 5 tygodni po posiedzeniu
Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Nie są podawane do publicznej wiadomości	Nie są podawane do publicznej wiadomości	Reguła Taylor'a oraz inne niemodelowe założenia	Na podstawie oczekiwań rynkowych, scenariuszy Banku	Stopa ustalana endogenicznie	Nie są podawane do publicznej wiadomości
Weryfikacja prognoz	Brak	Brak	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Brak	Porównanie prognoz banku z oczekiwaniami rynku, analizy, przedsiębiorstw	Porównanie bieżącej prognozy z dokonaną 3 miesiące wcześniej aktualizacją

Tabela C

	Kanada	Kolumbia	Korea Pld.	Meksyk	Norwegia	Nowa Zelandia
Publikacja materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Komunikat (8 razy w roku), konferencja prasowa (4 razy w roku), brak <i>minutes</i>	Komunikat, konferencja prasowa (4 razy do roku), <i>minutes</i> , wskazanie, czy decyzja była jednoznaczna czy nie	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> ; brak publikacji wyników głosowań	Komunikat, <i>minutes</i>	Komunikat, konferencja prasowa, brak <i>minutes</i>	Komunikat, konferencja prasowa, brak <i>minutes</i>
Publikacja raportu o inflacji	4 razy w roku; <i>Monetary Policy Report</i>	4 razy w roku	2 razy w roku; <i>Monetary Policy Report</i>	4 razy w roku	3 razy w roku; <i>Monetary Policy Report with financial stability assessment</i>	4 razy w roku; <i>Monetary Policy Statement</i>
Forma prezentacji prognozy inflacji	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa	Wachlarzowa i punktowa	Punktowa
Publikacja <i>minutes</i>	Brak	2 tygodnie po posiedzeniu	Okolo 6 tygodni po posiedzeniu	2 tygodnie po posiedzeniu	Brak	Brak
Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Stopa ustalana endogenicznie	Przyjęta reguła polityki pieniężnej	Zgodne z oczekiwaniami rynkowymi	Stopa ustalana endogenicznie	Stopa ustalana endogenicznie	Stopa ustalana endogenicznie
Weryfikacja prognoz	Ogólne nawiązanie do poprzedniej prognozy	Ogólne porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Brak	Ogólne nawiązanie do poprzednich prognoz w ROI	Porównanie rzeczywistych danych o inflacji z prognozą z poprzedniego raportu	Porównanie bieżącej i poprzedniej prognozy w <i>Monetary Policy Statement</i>

Tabela D

	Peru	RPA	Rumunia	Serbia	Stany Zjednoczone	Strefa euro
Publikacje materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Komunikat, telekonferencja prasowa, brak <i>minutes</i> , brak wyników głosowań	Komunikat, konferencja prasowa, brak <i>minutes</i>	Komunikat, konferencja prasowa (4 razy w roku), brak <i>minutes</i> , brak wyników głosowań	Komunikat, konferencja prasowa, brak <i>minutes</i> , brak wyników głosowań	Komunikat, konferencja, <i>minutes</i> , wyniki głosowań	Komunikat (<i>introductory statement</i>), konferencja prasowa, brak <i>minutes</i>
Publikacja raportu o inflacji	4 razy w roku	<i>Monetary Policy Review</i> , 2 razy w roku	4 razy w roku	4 razy w roku	2 razy w roku, <i>Monetary Policy Report to the Congress</i>	Brak, raz w miesiącu <i>Bulletyn Miesięczny</i>
Forma prezentacji prognozy inflacji	Wachlarzowa i przedziałowa	Wachlarzowa	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa	Przedziałowa, prognoza członków FOMC	4 razy do roku w <i>Buletynie Miesięcznym</i> (III, VI, IX, XII); prognoza przedziałowa dla bieżącego i przyszłego roku
Publikacja <i>minutes</i>	Brak	Brak	Brak	Brak	Okolo 3 tygodni po posiedzeniu	Brak
Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Regula Taylora	Stala stopa procentowa	Regula Taylora	Stopa ustalana endogenicznie	Brak danych	Zgodne z oczekiwaniami rynkowymi
Weryfikacja prognoz	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Ogólne nawiązanie do poprzednich prognoz w <i>Monetary Policy Review</i>	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Bieżąca prognoza pokazana jest na tle poprzedniej	Bieżąca prognoza pokazana jest na tle poprzedniej	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w <i>Buletynie Miesięcznym</i>

Tabela E

	Szwajcaria	Szwecja	Tajlandia	Turcja	Węgry	Wielka Brytania
Publikacje materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Komunikat	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> – wypowiedzi i głosowania w formie intymnej	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> , wyniki głosowań (bilans)	Komunikat, podsumowanie posiedzenia po 5 dniach	Komunikat, konferencja prasowa, <i>minutes</i> , wyniki głosowań (imienne)	Komunikat, konferencja prasowa (4 razy do roku), <i>minutes</i> , wyniki głosowań (imienne)
Publikacja raportu o inflacji	4 razy do roku (<i>Monetary Policy Report</i> jako część <i>Swiss National Bank Quarterly Bulletin</i>)	3 razy w roku (<i>Monetary Policy Report</i>)	4 razy w roku	4 razy w roku	4 razy w roku	4 razy w roku
Forma prezentacji prognozy inflacji	Punktowa	Wachlarzowa i punktowa	Punktowa i wachlarzowa	Przedziałowa (70-procentowy przedział ufności), oddzielny wykres ze ścieżką centralną	Wachlarzowa i punktowa	Wachlarzowa
Publikacja <i>minutes</i>	Brak	2 tygodnie po posiedzeniu	2 tygodnie po posiedzeniu	Podsumowanie posiedzenia po 5 dniach	Po każdym posiedzeniu, przed następnym posiedzeniem	2 tygodnie po posiedzeniu
Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Stala stopa procentowa	Stopa procentowa, ustalana przez pracowników Banku i akceptowana przez zarząd, kształtuje się zgodnie ze ścieżką uważaną za pożądaną	Stala stopa procentowa	Stopa ustalana endogenicznie	Stopa ustalana endogenicznie	Zgodne z oczekiwaniami rynkowymi oraz stale
Weryfikacja prognoz	Bieżąca prognoza pokazana jest na tle poprzedniej	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią; porównanie prognoz Banku z prognozami zewnętrznymi	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią w ROI	Bieżąca prognoza pokazana jest na tle poprzedniej	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią, z danymi oraz prognozami z innych źródeł	Bieżąca prognoza pokazana jest na tle poprzedniej, porównanie prognoz Banku z prognozami zewnętrznymi

Podstawowe aspekty strategii celu inflacyjnego, proces decyzyjny i komunikacja polityki pieniężnej w Polsce

Podstawowe aspekty strategii celu inflacyjnego		Proces decyzyjny		Komunikacja z otoczeniem	
Początek realizacji strategii	1 1999	Organ decyzyjny banku centralnego	Rada Polityki Pieniężnej	Publikacje materiałów z posiedzenia ciała decyzyjnego	Regularne konferencje prasowe organizowane po pierwszym posiedzeniu RPP, na których prezentowany jest komunikat
Podmiot wyznaczający cel polityki pieniężnej	Rada Polityki Pieniężnej	Sposób podejmowania decyzji	Głosowanie, prezes ma decydujący głos w przypadku równej liczby głosów	Publikacja raportu o inflacji	3 razy do roku (III, VII, XI)
Sposób wyznaczania celu inflacyjnego	CPI, horyzont celu – ciągły	Częstotliwość podejmowania decyzji	11 razy w roku	Forma prezentacji prognozy inflacji	3 razy do roku w <i>Raporcie o Inflacji</i> ; prognoza wachlarzowa i punktowa
Poziom celu inflacyjnego	2,5% +/- 1 pkt proc.			Publikacja <i>minutes</i>	Tak (około dwóch tygodni po posiedzeniu)
System kursowy – oficjalny	Płynny kurs walutowy, dopuszczalne interwencje (<i>free floating</i>)			Forma prezentacji ścieżki przyszłych stóp procentowych	Brak
System kursowy – wg MFOW	Kurs płynny			Założenia dotyczące ścieżki stóp procentowych w projekcji	Stała stopa procentowa
				Weryfikacja prognoz	Porównanie bieżącej prognozy z poprzednią oraz z danymi

Bibliografia

- Aghion Ph., Belka M., Hagen J. von, Heikensten L., Pisani-Ferry J., Sapir A. (2008), *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint Series, 4.
- Ahlund A. (2014), *RBI Report Recommends Inflation Target under New Monetary Policy Framework*, CentralBanking.com, 22 stycznia.
- Ahrend R., Cournede B., Price R. (2008), *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economics Department Working Paper, 597.
- AIG (2008), *Country Risk Report – Hungary*, październik, http://www.aig.com/hungary-october-2008_2590_377527.html.
- Alberola E., Navia D. (2007), *Equilibrium Exchange Rates in the New EU Members: External Imbalances vs. Real Convergence*, Bank of Spain Working Paper, 0708.
- Amato J., Gerlach S. (2001), *Inflation Targeting in Emerging Markets and Transition Economies: Lessons after a Decade*, “European Economic Review”, 46(4–5).
- Antal J., Hlavacek M., Holub T. (2008), *Basic Characteristics of Inflation Targeting in the Czech Republic*, w: Smidkova K. (red.), *Evaluation of the Fulfillment of the CNB’s Inflation Targets 1998–2007*, Czech National Bank, Prague.
- Anzuini A., Lombardi M., Pagano P. (2010), *The Impact of Monetary Policy on Commodity Prices*, ECB Working Paper, 1232.
- Archer D., Brookes A., Reddell M. (1999), *A Cash Rate System for Implementing Monetary Policy*, “Reserve Bank of New Zealand Bulletin”, 62(1).
- Assenmacher-Weshe K., Gerlach S. (2008), *Monetary Policy, Asset Prices and Macroeconomic Conditions: a Panel VAR Study*, National Bank of Belgium Working Paper, 149.
- Aysan A.F. (2012), *Whether New Policy Experiments Alleviate the Growth Challenges for Turkey: A Comparative Perspective*, Conference on European Economic Integration, 26–27 listopada, Helsinki.
- Bank of Austria (2005), *CEE Report – 2/2005*.
- Bank of Austria (2007), *CEE Report – 2/2007*.
- Bank of Austria (2009), *CEE Report – 1/2009*.
- Bank of Canada Act (1985), <http://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/B-2/>.
- Baumeister C., Benati L. (2010), *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound*, ECB Working Paper, 1258.
- Bean C. (2011), *The MPC’s Policy Dilemma*, ABI’s Economics and Research Conference, 3 marca, London, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech479.pdf>.
- Bean C. (2013), *Discussion by Charles Bean, Deputy Governor for Monetary Policy*, Bank of England of “Is monetary policy overburdened?” by Athanasios Orphanides, 12th Annual BIS Conference, Luzern.
- Becker B., Ivashina V. (2012), *Reaching for Yield in the Bond Market*, NBER Working Paper, 18909.
- Begg D., Canova F., De Grauwe P., Fatás A., Lane P.R. (2002), *Surviving the Slowdown: Monitoring the European Central Bank*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Belka M. (1986), *Doktryna ekonomiczno-społeczna Miltona Friedmana*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Benediktsdottir S., Danielsson J., Zoega G. (2010), *Lessons from a Collapse of a Financial System*, Fifty-Second Panel Meeting Hosted by EIEF, 22–23 października, Rome.
- Benford J., Berry S., Nikolov K., Young Ch., Robson M. (2009), *Quantitative Easing*, “Quarterly Bulletin”, Q2, Bank of England.
- Berger B., de Haan J., Sturm J.-E., *Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication*, KOF Working Paper, 125.

-
- Bernanke B.S. (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, 3 stycznia, Atlanta.
- Bernanke B.S. (2011), *The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice*, 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston.
- Bernanke B.S. (2012a), *Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy*, 1 października, The Economic Club of Indiana.
- Bernanke B.S. (2012b), *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*, the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 31 sierpnia, Jackson Hole, Wyoming.
- Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- Bernanke B.S., Michov I. (1997), *What Does the Bundesbank Target*, "European Economic Review", 41(6), 1025–1053.
- Bernanke B.S., Mishkin F.S. (1997), *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, "Journal of Economic Perspectives", 11.
- Bernanke B.S., Mishkin F.S. (2007), *Inflation Targeting: A New Framework?*, w: Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy*, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.
- Bernanke B.S., Woodford M. (2005), *Introduction*, w: Bernanke B.S., Woodford M., *The Inflation Targeting Debate*, The University of Chicago Press.
- BIS (2009), *Communication of Monetary Policy Decisions by Central Banks: What Is Revealed and Why*, BIS Papers, 47.
- BIS (2011), *Central Bank Governance and Financial Stability*, <http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>.
- BIS (2012), *Threat of Fiscal Dominance*, BIS Papers, 65.
- BIS (2013), *Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?*, BIS Papers, 73.
- BJ (2012), *Enhancement of Monetary Easing*, 30 października, Bank of Japan.
- BK (2003), *Monetary Policy in Korea*, Bank of Korea.
- BK (2004), *Annual Report*, Bank of Korea.
- BK (2007), *Monetary Policy Report – March 2007*, Bank of Korea.
- BK (2010), *Monetary Policy Report – March 2010*, Bank of Korea.
- BK (2012), *Annual Report – 2012*, Bank of Korea.
- BK (2013a), *Monetary Policy Report – April 2013*, Bank of Korea.
- BK (2013b), *Monetary Policy in Korea*, Bank of Korea.
- Blinder A.S. (1997), *Commentary on Stephen G. Cecchetti Paper: Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", maj/czerwiec.
- Blinder A.S. (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press, New Haven.
- Blinder A.S. (2007), *Monetary Policy by Committee: why and how?*, "European Journal of Political Economy", 23.
- Blinder A.S. (2009), *Talking about Monetary Policy: The Virtues (and Vices?) of Central Bank Communication*, BIS Working Paper, 274.
- Blinder A.S., Ehrmann M., Fratzscher M., De Haan J., Jansen D.-J. (2008), *Central Bank Communication and Monetary Policy. A Survey of Theory and Evidence*, ECB Working Paper Series, 898.
- Blinder A.S., Reis R. (2005), *Understanding the Greenspan Standard*, Princeton University.
- RBNZ (1997), *Speaking Notes for Briefing Journalists on the Release of the 16 December 1997 Monetary Policy Statement*, http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/monetary_policy_statement/1997/0094142.htm.
- BoE (2008a), *Bank of England Reduces Bank Rate by 0.5 Percentage Points to 4.5%*, 8 października, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/news/2008/067.pdf>.

- BoE (2008b), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 16 czerwca, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2008c), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 15 września, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2008d), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 15 grudnia, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2009a), *Special Liquidity Scheme, Market Notice*, 3 lutego, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice090203c.pdf>.
- BoE (2009b), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting*, 4–5 marca, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/pages/mpc/default.aspx>.
- BoE (2009c), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 23 marca, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2010a), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 15 lutego, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2010b), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 17 maja, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2010c), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 16 sierpnia, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2010d), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 15 listopada, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2011a), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 14 lutego, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2011b), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 16 maja, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2011c), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 15 sierpnia, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2011d), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 14 listopada, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2012a), *Open Letter from the Governor to the Chancellor of the Exchequer*, 13 lutego, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/inflation.aspx>.
- BoE (2012b), *Trends in Lending*, październik, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/TrendsOctober12.pdf>.
- BoE (2013a), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting*, 6–7 marca, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/pages/mpc/default.aspx>.
- BoE (2013b), *Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting*, 3–4 kwietnia, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/pages/mpc/default.aspx>.
- BoE (2013c), *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, sierpień, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf>.
- BoE (2013d), *Inflation Report*, listopad, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/inflationreport/default.aspx>.
- BoE (2014a), *Inflation Report*, maj, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/inflationreport/default.aspx>.
- BoE (2014b), *Trends in Lending*, kwiecień, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/trendsapril14.pdf>.
- Bollard A. (2008), *Flexibility and the Limits to Inflation Targeting*, Speech by Dr Alan Bollard, Governor of the Reserve Bank of New Zealand, at a private function, "BIS Review", 95/2008.
- Bordo M., Landon Lane J. (2012), *Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms: Some Historical and Empirical Evidence*, NBER Working Paper, 19585.

-
- Borio C. (2012), *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, BIS Working Papers, 395.
- Borio C., Lowe P. (2002), *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, BIS Working Papers, 114.
- Borio C., Lowe P. (2004), *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come in from the Wilderness?*, BIS Working Papers, 157.
- BoT (2014), *Monetary Policy Report*, wrzesień, Bank of Thailand, <http://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/Inflation/Pages/index.aspx>.
- Brada J.C., Kutan A.M. (1999), *The Persistence of Moderate Inflation in the Czech Republic*, "Post-Soviet Geography and Economics", 40(2).
- Brash D.T. (1999), *Mr. Brash Reviews Inflation Targeting: an Alternative Way of Achieving Price Stability. Keynote address by the Governor of the Reserve Bank of New Zealand, Dr Donald T. Brash, on the occasion of the 50th anniversary of central banking in Manila on 5/1/99*, "BIS Review", 4/1999.
- Brash D.T. (2002), *Inflation Targeting: New Zealand's Experience over 14 years*, "North American Journal of Economics and Finance", 13.
- Breedon F., Chadha J., Waters A. (2012), *The Financial Market Impact of UK Quantitative Easing*, "Oxford Review of Economic Policy", 28(4).
- Bruno V., Shin H.S. (2013), *Assessing Macprudential Policies: Case of Korea*, NBER Working Paper, 19084.
- Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedźwiedzińska J. (2010), *Substitution between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe. Do Central Banks Matter?*, ECB Working Paper Series, 1187.
- Brzoza-Brzezina M., Rozkrut M., Skrzyszewska-Paczek E., Sztaba L. (2004), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w wybranych bankach centralnych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- TCMB (2005a), *General Framework of Inflation Targeting Regime and Monetary and Exchange Rate Policy for 2006*, grudzień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB (2005b), *Monetary Policy Exit Strategy*, kwiecień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB (2008), *Monetary and Exchange Rate Policy for 2009*, grudzień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB (2009), *Monetary and Exchange Rate Policy for 2010*, grudzień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB (2010), *Monetary and Exchange Rate Policy for 2011*, grudzień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB (2011), *Monetary and Exchange Rate Policy for 2012*, grudzień, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Bufman G., Leiderman L. (1999), *Inflation Targeting under Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel*, w: Blejer M. (red.), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, IMF Seminar, 3–5 maja, Rio de Janeiro.
- Caballero R.J. (2006), *On the Macroeconomics of Asset Shortages*, NBER Working Paper, 12753.
- Camba-Mendez C. (2003), *Relevant Economic Issues Concerning then Optimal Rate of Inflation*, EBC Working Paper, 278.
- Carlstrom J. (2013), *Economists Foiled by Guidance Pioneered by Riksbank*, 15 października, Bloomberg.
- Carney M. (2008), *Flexibility versus Credibility in Inflation Targeting Frameworks*, 27 czerwca, 7th BIS Annual Conference, Lucerne, Switzerland, <http://www.bis.org/review/r080703a.pdf>.
- Carney M. (2013), *The UK at the Heart of a Renewed Globalisation*, 125. rocznica utworzenia "Financial Times", 24 października, London, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech690.pdf>.

- Caruana J. (2013), *Hitting the Limits of "Outside the Box" Thinking? Monetary Policy in the Crisis and Beyond, OMFIF (Golden Series Lecture)*, 16 maja, London, <http://www.bis.org/speeches/sp130516.htm>.
- CBI (2009a), *Statement of the Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee*, 19 marca, 11/2009, Central Bank of Iceland.
- CBI (2009b), *Statement of the Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee*, 8 kwietnia, 13/2009, Central Bank of Iceland.
- CBI (2009c), *Statement of the Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee*, 7 maja, 15/2009, Central Bank of Iceland.
- CBI (2011), *Financial Stability 2011 – May 2011*, Central Bank of Iceland.
- CBI (2013a), *Monetary Bulletin*, 15(4), 6 listopada, Central Bank of Iceland.
- CBI (2013b), *Statement of the Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee*, 10/2013, 20 marca, Central Bank of Iceland.
- CBI (2013c), *Statement of the Central Bank of Iceland Monetary Policy Committee*, 33/2013, 2 października, Central Bank of Iceland.
- Cecchetti S.G., Schoenholtz K.L. (2011), *Money, Banking, and Financial Markets*, McGraw-Hill Irwin, New York.
- Central Banking (2001), *Inflation Targeting Improved – CNB Niedermayer*, CentralBanking.com, 10 kwietnia.
- Den Haan W. (2013b), *Forward Guidance. Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*, październik, Centre for Economic Policy Research, London.
- Chancellor of the Exchequer (2008a), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 17 czerwca, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2008b), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 15 września, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2008c), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 16 grudnia, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2008d), *Statement by the Chancellor on Financial Stability*, z 8 października, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2008e), *Statement by the Chancellor on Financial Markets*, z 13 października 2008, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2010a), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 16 lutego, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2010b), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 18 maja, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2010c), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 17 sierpnia, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2010d), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 16 listopada, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2011a), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 15 lutego, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2011b), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 17 maja, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2011c), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 16 sierpnia, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2011d), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 15 listopada, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.
- Chancellor of the Exchequer (2012), *Reply from the Chancellor to the Governor*, 14 lutego, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/inflation.aspx>.

-
- Christoffersen P., Wescott R. (1999), *Is Poland Ready for Inflation Targeting?*, IMF Working Paper, 99/41.
- Chung H., Laforte J.P., Reifschneider D., Williams J. (2011), *Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases*, "FRBSF Economic Letter", 2011-3.
- Churm R., Radia A., Leake J., Srinivasan S., Whisker R. (2012), *The Funding for Lending Scheme*, "Bank of England Quarterly Bulletin", Q4.
- Ciżkowicz M. (2012), *Zmiany w strategii Banku Japonii w 2012 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Ciżkowicz M., Grostal W., Stawasz E., Niedźwiedzińska J., Stążka-Gawrysiak A., Wesołowski G. (2012), *Przegląd zmian w strategii celu inflacyjnego wybranych banków centralnych, wraz z omówieniem strategii celu dla nominalnego PKB oraz charakterystyk różnych mierników inflacji*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- CNB (1998), *Inflation Report – April 1998*, Czech National Bank.
- CNB (2000), *The Setting of Inflation Target for 2001*, Czech National Bank.
- CNB (2001a), *The Setting of the Inflation Target for 2001*, Czech National Bank, <http://www.cnb.cz/en>.
- CNB (2001b), *The Setting of the Inflation Target for 2002–2005*, Czech National Bank.
- CNB (2002), *Inflation Targeting in the Czech Republic*, w: Coats W. (red.), *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, International Monetary Fund, rozdział 7.
- CNB (2007), *The CNB's New Inflation Target and Changes in Monetary Policy Communication*, 8 marca, Czech National Bank.
- CNB (2012), *Assessment of the Fulfilment of the Maastricht Convergence Criteria and the Degree of Economic Alignment of the Czech Republic with the Euro Area*, Czech National Bank, <http://www.cnb.cz/en/>.
- CNB (2013a), *CNB Keeps Interest Rates Unchanged, Decides on Interventions*, komunikat z 7 listopada, Czech National Bank.
- CNB (2013b), *Inflation Report – IV 2013*, Czech National Bank.
- CNB (2013c), *The CNB Buys Foreign Exchange Worth about CZK 200 billion*, komunikat z 25 listopada, Czech National Bank.
- CNB (2013d), *The Exchange Rate Commitment: How the CNB Keeps the Exchange Rate Close to CZK 27 to the Euro*, Czech National Bank, http://www.cnb.cz/en/faq/the_exchange_rate_commitment.html.
- CNB (b.d.w.), *CNB Monetary Strategy document*, Czech National Bank, http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/strategic_documents/c_dms.html.
- Cobham D. (2012), *From Bretton Woods to Inflation Targeting: Financial Change and Monetary Policy Evolution in Europe*, Heriot-Watt University Economics Discussion Papers, 2012-03.
- Cockerell L. (1999), *Measures of inflation and inflation targeting in Australia*, Meeting of Central Bank Model Builders, Bank for International Settlements, 18–19 lutego, Basel.
- Coronado J., Baygun B., Fisher M.-B. (2010), *US FOMC: How much QE?*, BNP Paribas Market Mover, 21 października.
- Csajbok A., Csermely A. (2004), *Towards the Euro in Hungary: a Bumpy Road to Heaven?*, Tenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik.
- Csermely A., Hamecz I., Orban G. (2007), *The Inflation Targeting Regime in Hungary*, National Bank of Hungary.
- Daianu D., Lungu L. (2006), *Inflation Targeting between Rhetoric and Reality. The Case of Transition Economies*, TIGER Working Paper Series, 96.
- Dale S. (2010), *Inflation, Inflation, Inflation*, Cardiff Business School, 22 września, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech448.pdf>.
- D'Amico S., English W., Lopez-Salido D., Nelson E. (2012), *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, 2012–85.
- Darvas Z. (2013), *Can Europe Recover without Credit?*, "Bruegel Policy Contribution", 3.

- Darvas Z., Merler S. (2013), *The European Central Bank in the Age of Banking Union*, "Bruegel Policy Contribution", październik.
- De Belle G. (1997), *Inflation Targeting in Practice*, IMF Working Paper, 35.
- De Grauwe P. (2003), *The Central Bank That Has Missed the Point*, "Financial Times", 13 maja.
- De Grauwe P. (2006), *Flaws in the Design of the Eurosystem?*, "International Finance", 9(1).
- De Grauwe P. (2007), *There is More to Central Banking Than Inflation Targeting*, 14 listopada, www.voxEU.com.
- De Grauwe P. (2012), *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press.
- De Grauwe P., Polan M. (2005), *Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?*, "Scandinavian Journal of Economics", 107(2).
- De Haan J., Eijffinger S.C.W. (2000), *The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-tales*, "Journal of Common Market Studies", 38(3).
- De Haan J., Eijffinger S.C.W., Waller S. (2005), *The European Central Bank Credibility, Transparency, and Centralization*, MIT Press, Cambridge.
- Detken C., Smets F. (2004), *Asset Price Booms and Monetary Policy*, w: Siebert H. (red.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlin.
- Deutsche Bank (2008), *Emerging Markets Monthly – March*, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (1999), *Taylor Interest Rate and Monetary Conditions Index*, "Monthly Report", kwiecień, Frankfurt am Main.
- Dincer N.N., Eichengreen B. (2013), *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*, Bank of Korea Working Paper, 21.
- Drew A. (2001), *Lessons from Inflation Targeting in New Zealand*, Working Papers Central Bank of Chile, 113.
- Duisenberg W.F. (1998), *Speech by the President of the European Central Bank, Dr. Willem F. Duisenberg, at the Institute of European Affairs on 10 November 1998 in Dublin*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1998/html/sp981110.en.html>.
- EBC (2008), *Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla Ciebie?*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem, http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_pl.pdf.
- EC (2008), *EMU@10 Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*, European Commission, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12682_en.pdf.
- EC (2012a), *In-Depth Review for SWEDEN*, 30 maja, European Commission, Brussels.
- EC (2012b), *Macroeconomic Imbalances United Kingdom 2012*, lipiec, European Commission, Brussels.
- EC (2013a), *In-Depth Review for SWEDEN*, 10 kwietnia, European Commission, Brussels.
- EC (2013b), *Macroeconomic Imbalances United Kingdom 2013*, kwiecień, European Commission, Brussels.
- ECB (1998a), *Press Release – A Stability-oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB*, 13 października, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (1998b), *The Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, 1 grudnia, European Central Bank, Frankfurt am Main, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html.
- ECB (1999a), *Review of the Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, 2 grudnia, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (1999b), *Monthly Bulletin*, styczeń, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2000a), *Review of the Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, 14 grudnia, European Central Bank, Frankfurt am Main, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr001214_2.en.html.
- ECB (2001a), *Review of the Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, 6 grudnia, European Central Bank, Frankfurt am Main, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2001/html/pr011206_2.en.html.

-
- ECB (2001b), *Introductory Statement Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, Christian Noyer, Vice-President of the European Central Bank*, 8 listopada, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2002), *Review of the Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, 5 grudnia, European Central Bank, Frankfurt am Main, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2001/html/pr011206_2.en.html.
- ECB (2003a), *The ECB's Monetary Policy Strategy*, 8 maja, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2003b), *Monthly Bulletin*, czerwiec, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2004), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2006), *Convergence Report*, maj, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2007), *Introductory Statement with Q&A Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB*, 8 listopada, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2008), *Introductory Statement with Q&A Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB*, 3 lipca, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2010a), *Asset Price Bubbles and Monetary Policy Revisited*, "Monthly Bulletin", listopad, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2010b), *Enhancing Monetary Analysis*, "Monthly Bulletin", listopad, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2010c), *ECB's Response to the Financial Crisis*, "Monthly Bulletin", październik, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2012a), *Introductory Statement with Q&A Mario Draghi, President of the ECB*, 6 września, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2012b), *Money and Credit Growth after Economic and Financial Crises – a Historical Global Perspective*, "Monthly Bulletin", luty, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ECB (2012c), *Monetary Policy Measures Decided by the Governing Council on 6 September 2012*, "Monthly Bulletin", wrzesień, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EFTA (2013), *Judgment of the Court*, 28 stycznia, European Free Trade Association, Luxemburg City.
- Eggertsson G.B., Woodford M. (2003), *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, 2003(1).
- Ehrmann M., Fratzscher M. (2005), *Central Bank Communication: Different Strategies, Same Effectiveness?*, ECB Working Paper, 488.
- Eika K., Ericsson N., Nymoen R. (1996), *Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index*, International Finance Discussion Papers, 568, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ekholm K. (2013), *Why Swedish Monetary Policy Needs to be More Expansionary*, przemówienie z 15 listopada, <http://www.bis.org/review/r131119e.pdf>.
- Elkayam D. (2004), *Exchange Rate Regimes, Monetary Policy and Inflation in Israel since the Stabilization Program of 1985*, BIS Workshop on Exchange Rates and Monetary Policy, 28–29 października, Bank for International Settlements, Basel.
- Ericsson N., Jansen S., Kerbeshian N., Nymoen R. (b.d.w.), *Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy*, Norges Bank, Oslo.
- Evanoff D., Kaufmann G., Malliaris A.G. (2012), *Asset Price Bubbles: Lessons from the Recent Financial Crisis*, "The World Financial Review", wrzesień.
- Fahr S., Motto R., Rostagno M., Smets F., Tristani O. (2011), *A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times Lessons from the Recent Past*, ECB Working Paper Series, 1336, maj.
- Fed (2012), *Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference January 25*, <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20120125.pdf>.

- Filardo A., Genberg H. (2009), *Targeting Inflation in Asia and the Pacific: Lessons from the Recent Past*, BIS Representative Office for Asia and the Pacific, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap52m.pdf>.
- Fisher P. (2010), *Why is CPI Inflation so High?*, Merseyside Young Professionals, 14 czerwca, Liverpool.
- Fisher P. (2012), *Liquidity Support from the Bank of England: the Discount Window Facility*, National Asset-Liability Management Global Conference, 29 marca, London.
- Fracasso A., Genberg H., Wyplosz Ch. (2003), *How Do Central Banks Write?*, "Geneva Reports on World Economy", Special Report, 2.
- Frait J., Komarek L. (2006), *Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States?*, Warwick Economic Research Papers, 738.
- Frankel J. (2010), *Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey*, NBER Working Paper, 16125.
- Frankel J. (2012), *The Death of Inflation Targeting*, 16 maja, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>.
- Freedman Ch., Ötker-Robe I. (2009), *Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting*, IMF Working Paper, 161.
- Freedman Ch., Laxton D. (2009), *Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability*, IMF Working Paper, 262.
- Friedman M. (1968), *The Role of Monetary Policy*, "American Economic Review", 58(1).
- Gagnon J., Raskin M., Remarche J., Sack B. (2011), *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?*, Staff Reports, 441/2011, Federal Reserve Bank of New York.
- Gali J., Gertler S., Rotemberg J., Uhlig H., Woodford M. (2004), *The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Gadanecz B., Mehrotra A. (2013), *The Exchange Rate, Real Economy and Financial Markets, w: Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What has Changed?*, BIS Papers, 73.
- Gerlach S. (2003), *Recession Aversion, Output and the Kydland-Prescott Barro-Gordon Model*, "Economics Letters", 81(3).
- Gerlach S. (2004), *The Two Pillars of the European Central Bank*, "Economic Policy", 19.
- Gerlach S., Smets F. (2000), *MCI and Monetary Policy*, "European Economic Review", 44(9).
- Gerlach-Kristen P. (2004), *Is the MPC's Voting Record Informative about Future UK Monetary Policy?*, "Scandinavian Journal of Economics", 106.
- Gerlach-Kristen P., Meade E. (2010), *Is there a Limit on FOMC Dissents? Evidence from the Greenspan Era*, BIS Working Papers, marzec.
- Giavazzi F., Giovannini A., *The Low-Interest-Rate Trap*, 19 lipca, www.voxEU.com.
- Giavazzi F., Mishkin F.S. (2006), *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*, Riksdagstryckeriet, Stockholm.
- Gilmore S. (2007), *Hungary: Thoughts on Inflation Targeting*, "New Markets", 1(17).
- Goldman Sachs (2007), *New European Markets Analyst*, maj.
- Goodfriend M. (1986), *Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking*, "Journal of Monetary Economics", 17(1).
- Goodhart C.A.E. (2001), *Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", 83(4).
- Goodhart C.A.E. (2005), *The Interest Rate Conditioning Assumption*, Discussion Paper, 547, Financial Market Group, London School of Economics.
- Gosselin P., Lotz A., Wyplosz C. (2008), *The Expected Interest Rate Path: Alignment of Expectations vs. Creative Opacity*, "International Journal of Central Banking", wrzesień.
- Greenspan A.E.C. (2002), *Opening Remarks*, the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 29–31 sierpnia, Jackson Hole, Wyoming.
- Greenspan A.E.C. (2005), *Opening Remarks*, the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 25–27 sierpnia, Jackson Hole, Wyoming.

-
- Grostał W., Jabłecki J., Łysienia P., (2008), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w wybranych bankach centralnych, ze szczególnym uwzględnieniem horyzontu powrotu inflacji do celu*, Narodowy Bank Polski, niepublikowane.
- Grostał W., Jabłecki J., Łysienia P., Niedźwiedzińska J. (2010), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: podstawy teoretyczne, rozwiązania instytucjonalne w wybranych bankach centralnych i wyzwania związane z globalnym kryzysem gospodarczym*, Narodowy Bank Polski, niepublikowane.
- Grostał W., Kosior A., Niedźwiedzińska J., Wesołowski G., Żuk P. (2011), *Przegląd zmian w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wybranych banków centralnych ze szczególnym uwzględnieniem roli komunikacji banków centralnych z otoczeniem oraz omówieniem strategii alternatywnej do BCI, tj. Price Level Targeting*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Grostał W., Łysienia P., Skrzyszewska-Paczek E., Stążka-Gawrysiak A. (2009), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w wybranych bankach centralnych, ze szczególnym uwzględnieniem możliwości oddziaływania polityki pieniężnej na ceny aktywów*, Narodowy Bank Polski, niepublikowane.
- Grostał W., Niedźwiedzińska J., Stawasz E. (2012), *Zmiany w strategii i polityce komunikacyjnej Fed*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Hammond G. (2012), *State of the Art of Inflation Targeting*, CCBS Handbook, 29, Bank of England.
- Hampl M. (2010), *Inflation Expectations under Czech Inflation Targeting*, w: *Monetary Policy and the Measurement of Inflation: Prices, Wages and Expectations*, BIS Paper, 49.
- Heenan G., Peter M., Roger S. (2006), *Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Targets Design and Communications*, IMF Working Paper, 06/278.
- Heikensten L., Vredin A. (2002), *The Art of Targeting Inflation*, "Riksbank Economic Review", 4.
- Hilberg B., Hollmayr J. (2011), *Asset Prices, Collateral and Unconventional Monetary Policy in a DSGE Model*, ECB Working Paper Series, 1373.
- Hinge D., Carlyle T. (2013), *Fears over BoJ Independence as Central Bank Bows to Government*, "Central Banking", 22 stycznia.
- Holub T. (2008), *Causes of Deviations of Inflation from CNB Targets: An Empirical Analysis*, w: Smidkova K. (red.), *Evaluation of the Fulfillment of the CNB's Inflation Targets 1998–2007*, Czech National Bank Occasional Publications – Edited Volumes, 1, Prague.
- Horvath R., Mateju J. (2011), *How Are Inflation Targets Set?*, Working Papers IES, 2011/01, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies.
- Horvath R., Smidkova K., Zapal J. (2012), *Central Banks' Voting Records and Future Policy*, "International Journal of Central Banking", 8(4).
- House of Commons Treasury Committee (2009), *Banking Crisis: Dealing with the Failure of the UK Banks*, Seventh Report of Session 2008–09, 1 maja.
- Hrncir M., Smidkova K. (2000), *Disinflation with Inflation Targeting: Lessons from the Czech Experience*, w: Coats W. (red.), *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, International Monetary Fund, Washington, rozdział 9.
- Hrncir M., Smidkova K. (2003), *The Czech Approach to Inflation Targeting*, Workshop on Inflation Targeting, Czech National Bank, Prague.
- Hrncir M., Smidkova K. (2004), *Inflation Targeting in the Czech Republic*, w: Sterne M. (red.), *Monetary Policy Framework in a Global Context*, Routledge, London.
- IMF (2001), *Staff Country Report: Czech Republic, Selected Issues and Statistical Appendix*, International Monetary Fund.
- IMF (2005), *Hungary: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*, International Monetary Fund.
- IMF (2006), *Hungary: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*, International Monetary Fund.
- IMF (2007), *Hungary: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, International Monetary Fund.
- IMF (2008), *Hungary: Staff Report for the 2008 Article IV Consultation*, International Monetary Fund.
- IMF (2009), *Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations*, w: *World Economic Outlook*, październik, International Monetary Fund.

- IMF (2013), *Unconventional Monetary Policies – Recent Experiences and Prospects*, International Monetary Fund.
- IMF (2013a), *2013 Article IV Consultation and Third Post-Program Monitoring Discussions*, sierpień, International Monetary Fund.
- IMF (2013b), *The Interaction of Monetary and Macprudential Policies*, styczeń, International Monetary Fund.
- IMF (2013c), *Russian Federation – Concluding Statement 2013 Article IV Consultation Mission*, International Monetary Fund.
- Ingves S. (2011), *Flexible Inflation Targeting in Theory and Practice*, przemówienie z 12 maja, <http://www.bis.org/review/r110517c.pdf>.
- Ingves S., Flodén M. (2013), *Hearing on Monetary Policy at the Riksdag Committee on Finance*, <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Notices/2013/Ingves-and-Floden-Hearing-on-monetary-policy/>.
- Ioannidou V., Ongena S., Pydro J. (2009), *Monetary Policy and Subprime Lending: a Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loan and Reduced Loans Spreads*, 9th Jacques Polak Annual Research, IMF, Washington, DC, 13–14 listopada, Conference, <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2008/arc/pdf/iop.pdf>.
- Issing O. (2005), *The Monetary Pillar of the ECB, Speech by Otmar Issing, Member of the Executive Board of the ECB*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051028.en.html>.
- Issing O. (2006), *The Development of Monetary Theory in the 20th Century – Some Reflections*, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/oi2.pdf>.
- Issing O. (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Issing O. (2011), *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, IMF Working Paper, 11/97.
- Issing O., Wieland V. (2012), *Monetary Theory and Policy: Reflections on the Development over 150 Years*, CFS Working Paper, 2012/20.
- Jablecki J., Niedźwiedzińska J., Żuk P. (2013), *Niekonwencjonalna polityka pieniężna Banku Turcji*, Narodowy Bank Polski, niepublikowane.
- Johnson M. (1999), *Core Inflation: a Measure of Inflation for Policy Purposes*, w: *Measures of Underlying Inflation and Their Role in the Conduct of Monetary Policy*, Workshop of Central Bank Model Builders, luty, Bank for International Settlements, Basel.
- Jonas J., Mishkin F.S. (2004), *Inflation Targeting in Transition Economies Experience and Prospects*, w: Bernanke B., Woodford M. (red.), *The Inflation-Targeting Debate*, National Bureau of Economic Research.
- Jonung L. (2009), *The Swedish Model for Resolving the Banking Crisis of 1991–93. Seven Reasons Why It Was Successful*, European Economy, Economic Papers, 360, luty, European Commission, Brussels.
- Josifidis K., Allegret J.-P., Pucar E. (2009), *Monetary and Exchange Rate Regimes Changes: The Cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia*, “Panoeconomicus”, 2.
- Joyce M. (2013), *The Bank of England’s Unconventional Monetary Policies: Why, What and How*, ECB Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures, 18 czerwca.
- Joyce M., Lasoosa A., Stevens I., Tong M. (2010), *The Financial Market Impact of Quantitative Easing*, “International Journal of Central Banking”, 7(3).
- Joyce M., McLaren N., Young Ch. (2012), *Quantitative Easing in the United Kingdom: Evidence from Financial Markets on QE1 and QE2*, “Oxford Review of Economic Policy”, 28(4).
- Joyce M., Tong M. (2012), *QE and the Gilt Market: a Disaggregated Analysis*, “Royal Economic Society”, 122(564).
- Joyce M., Tong M., Woods R. (2011), *The United Kingdom’s Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact*, “Quarterly Bulletin”, Q3, Bank of England.
- Kahn G.A. (2007), *Communicating a Policy Path: the Next Frontier in Central Bank Transparency?*, “Economic Review”, Q1, Federal Reserve Bank of Kansas City.

-
- Kara H. (2011), *Monetary Policy under Global Imbalances: The Turkish Experience*, kwiecień, www.tcmb.gov.tr.
- Keegan W. (2003), *So now Friedman Says He Was Wrong*, "The Observer", 22 czerwca, <http://www.theguardian.com/business/2003/jun/22/comment.economicpolicy>.
- Kenc T., Turhan M.I., Yildirim O. (2011), *The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis*, World Bank Policy Research Working Paper, 5834.
- Kim Ch. (2013), *Macroprudential Policies: Korea's Experiences*, Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference, 16–17 kwietnia, International Monetary Fund, Washington, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/ck2.pdf>.
- Kim H.E., Kim J. (2009), *Inflation Targeting in Practice: Korean Experience*, "Kobe University Economic Review", 55.
- Kim S., Park Y.Ch. (2006), *Inflation Targeting in Korea: a Model of Success?*, BIS Papers, 31.
- King M. (1997a), *Monetary Policy and the Exchange Rate*, Bank of England, speech held at the National Institute of Economic and Social Research, 27 lutego, London.
- King M. (1997b), *The Inflation Target Five Years on*, "Bank of England Quarterly Bulletin", listopad.
- King M. (2005), *Monetary Policy: Practice ahead of Theory*, Mais Lecture, 17 maja, Cass Business School, City University, London, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2005/speech245.pdf>.
- King M. (2012), *Twenty Years of Inflation Targeting*, Speech given by Mervyn King, Governor of the Bank of England, The Stamp Memorial Lecture, 9 października, London School of Economics, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2012/093.aspx>.
- King M. (2013), *Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments. Where Do We Stand? Remarks by Marvyn King, Governor of the Bank of England, IMF Conference on "Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons"*, 16 kwietnia, Washington DC, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech649.pdf>.
- Kiss G. (2005), *Monetary Policy Issues in Hungary on the Eve of EU Membership*, w: *Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets*, BIS Papers, 23.
- Kohlbacher A. (2009), *The Swedish Banking Crisis: Roots and Crisis Management*, <http://www.uni-konstanz.de/FuF/wiwi/franke/frankehome/09%20ifmmfoe%20seminar/The%20Swedish%20banking%20crisis%20Anja%20Kohlbacher.pdf>.
- Kohn D.L. (2006), *Remarks by Governor Donald L. Kohn. Monetary Policy and Asset Prices*, Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm>.
- Kokoszcyński R. (2001), *From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland*, IMF Seminar Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?, 19–20 marca, International Monetary Fund, Washington DC.
- Kokoszcyński R. (2010), *Europejski Bank Centralny*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Kokoszcyński R., Pietrzak B. (2006), *Bankowość centralna od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Kosior A., Wiesiołek P. (2010), *To what extent can we Trust Core Inflation Measures? The Experience of CEE Countries*, BIS Papers, 49.
- Kot A. (2003), *Metody kwantyfikacji restrykcyjności monetarnej fiskalnej oraz policy mix w krajach akcesyjnych*, „Bank i Kredyt”, 6.
- Kraemer J., Wagner M. (2012), *Japan: Central Bank Surprises with New Programme*, Commerzbank Economic Research, 30 października.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A. (2011), *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rate Policy: Channels and Implications for Policy*, NBER Working Paper, 17555.

- Kristinsson Y.O. (2012), *Icelandic Banks: Rebuilding a Financial System*, http://www.sff.is/sites/default/files/icelandic_banks_august_2012.pdf.
- Kydland F., Prescott E. (1977), *Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans*, "Journal of Political Economy", 85(3).
- Laidler D. (2009), *Successes and Failures of Monetary Policy since the 1950s*, w: *Monetary Policy Over Fifty Years*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Lee J. (2013), *The Operation of Macroprudential Policy Measures. The case of Korea in 2000s*, Bank of Korea Working Paper, 2013-1.
- Leiderman L., Svensson L. (1995), *Inflation Targets*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Leijonhufvud A. (2008), *Central Banking Doctrine in Light of the Crisis*, 13 maja, www.voxEU.com.
- Leszczyńska A. (2011), *Ceny usług związanych z użytkowaniem mieszkań przez właścicieli we wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych*, „Wiadomości Statystyczne”, 3(598).
- London S. (2003), *Lunch with FT: Milton Friedman*, "Financial Times", 6 czerwca.
- Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012), *Pieniądz w polityce pieniężnej. Zmienna informacyjna? Kanał mechanizmu transmisji? Jaka jest zawartość informacyjna agregatów pieniężnych w Polsce?*, Materiały i Studia NBP, 283, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- McCafferty I. (2013), *Inflation Targeting and Flexibility*, przemówienie przygotowane na spotkanie organizowane przez "The Wall Street Journal", 14 czerwca, London, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/077.aspx>.
- McCauley R.N. (2007), *Core versus Headline Inflation Targeting in Thailand*, Bank of Thailand's International Symposium on Challenges to Inflation Targeting in Emerging Countries, 13–14 listopada, Bangkok.
- Maddaloni A., Paydro J. (2010), *Bank Risk Taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from Lending Standards*, Working Paper, ECB Series, 1248.
- Mankiw N.G., Taylor M.P. (2010), *Macroeconomics*, Worth Publishers.
- Masson P.R., Savastano M.A., Sharma S. (1997), *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, IMF Working Paper, 130.
- Meaning J., Zhu F. (2011), *The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes*, "BIS Quarterly Review", 12/2011.
- Mishkin F.S. (2000a), *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries*, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>.
- Mishkin F.S. (2004a), *Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?* NBER Working Paper, 10646.
- Mishkin F.S. (2004b), *Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting*, "International Finance", 7(1).
- Mishkin F.S. (2000b), *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, 7618.
- Mishkin F.S. (2007a), *Headline Versus Core Inflation in the Conduct of Monetary Policy*, przemówienie z Business Cycles, International Transmission and Macroeconomic Policies conference, 20 października, HEC Montreal, Quebec.
- Mishkin F.S. (2007b), *International Experience with Different Monetary Policy Regimes*, w: *Monetary Policy Strategy*, Massachusetts Institute of Technology.
- Mishkin F.S. (2007c), *Will Monetary Policy Become More of a Science?*, NBER Working Paper, 13566.
- Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K. (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER Working Paper, 8397.
- MNB (2005), *Quarterly Report on Inflation – February 2005*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_infrep_en/quarterly-report-on-inflation-fom-1998-march-2014.
- MNB (2006a), *Minutes of the Monetary Council's Meeting of 19 June 2006*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/decision-making/mnben_mt_jegyzokonyv.

-
- MNB (2006b), *Minutes of the Monetary Council's Meeting of 24 July 2006*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/decision-making/mnben_mt_jegyzokonyv.
- MNB (2007), *Press Release on the Monetary Council's Meeting of 22 January 2007*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/decision-making/mnben_monet_kozlem/press_releases_2007/mnben_mtkozl_20070122.
- MNB (2008a), *Minutes of the Monetary Council's Meeting of 21 January 2008*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/decision-making/mnben_mt_jegyzokonyv.
- MNB (2008b), *Press Release on the Abandonment of the Peg to the Euro, 25 February 2008*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Monetaris_politika/decision-making/mnben_monet_kozlem/press_releases_2008/mnben_euro_sav_20080225.
- MNB (2013), *Report on Financial Stability*, listopad, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_stabil.
- MNB (b.d.w.), *Guide to the Regulation Concerning FX Lending in Hungary*, Magyar Nemzeti Bank, https://felugyelet.mnb.hu/en/left_menu/regulation/fx_lending.
- Morande F.G., Tapia M. (2002), *Exchange Rate Policy in Chile: from the Band to Floating and Beyond*, Central Bank of Chile Working Papers, 152.
- Mork K., Dargallo X., Aamdal K. (2014), *Norges Bank Watch 2014. An Independent Review of Monetary Policy Making in Norway*, Centre for Monetary Economics, Oslo.
- MSZ Węgier (b.d.w.), *Hungary Scraps HUF Band – How did It Come to This?*, <http://www.mfa.gov.hu/NR/rdonlyres/0A90606A-13A8-4AA8-9A4E-C9C422430461/0/...>
- NBP (1998), *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (1999), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2000*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2000), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2001*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2001), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2002*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2002), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2003*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2003a), *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2003b), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2004*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2004), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2005), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2006), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2007*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2007), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2008*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2008), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2009*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2009), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2010*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2010), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2011), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2012), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2013*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2013), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2014*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Ndung'u N. (2013), *Monetary Policy and the Transition Towards Inflation Targeting*, konferencja Kenya's Economic Successes, Prospects and Challenges, 17–18 września, Nairobi.
- Nickell S. (2003), *Two Current Monetary Policy Issues*, "Bank of England Quarterly Bulletin", zima.
- Nomura (2009), *Korea: BOK on Hold Risks a Sub-Optimal Monetary Policy*, "Asia Economic Alert", 12 listopada.
- Norges Bank (2003), *Inflation Report 1/03*.
- Norges Bank (2004), *Inflation Report with Monetary Policy Assessment 3/04*.
- OECD (1999), *Economic Survey: New Zealand*.
- OECD (2001), *OECD Economic Surveys: Czech Republic*.

- OECD (2002), *OECD Economic Survey: Hungary 2002*.
- OECD (2004), *OECD Economic Survey: Hungary 2004*.
- OECD (2005), *OECD Economic Survey: Hungary 2005*.
- OECD (2007), *Economic Survey of the Euro Area 2007: the Role of Monetary Aggregates in Monetary Policy*.
- Orphanides A. (2010), *Reflections on Inflation Targeting*, w: Cobham D., Eitrheim Ø., Gerlach S., Qvigstad J.F., *Twenty Years of Inflation Targeting. Lessons Learned and Future*, Cambridge University Press.
- Papademos L.D., Stark J. (2010), *Enhancing Monetary Analysis*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Paweewun O. (2012), *Bank of Thailand: To Continue Using Core Inflation as Monetary Target in 2013*, <http://www.euroinvestor.com/news/2012/11/16/bank-of-thailand-to-continue-using-core-inflation-as-monetary-target-in-2013/12145897>.
- Peeters M. (1999), *Measuring Monetary Conditions in Europe: Use and Limitations of the Monetary Conditions Index*, MPRA Paper, 23534, University Library of Munich.
- Posen A.S. (2011), *Monetary Policy, Bubbles and the Knowledge Problem*, "Cato Journal", 31.
- Protokół (nr 4) w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej C115/230.
- Przybylska-Kapuścińska W. (2006), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rajan R. (2013), *A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis*, Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlement, Basel, <http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.htm>.
- RBNZ (1997), *Speaking Notes for Briefing Journalists on the Release of the 16 December 1997 Monetary Policy Statement*, Reserve Bank of New Zealand, http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/monetary_policy_statement/1997/0094142.html.
- RBNZ (1998), *Speaking Notes for briefing journalists on the Release of the 26 May 1998 Monetary Policy Statement*, Reserve Bank of New Zealand.
- RBNZ (1998a), *Monetary Policy Statement*, maj, Reserve Bank of New Zealand.
- RBNZ (1998b), *Monetary Policy Implementation: Changes to Operating Procedures*, "Bulletin", 62, Reserve Bank of New Zealand.
- RBNZ (b.d.w.), *The Evolution of Monetary Policy Implementation*, Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096178.html>.
- Reichlin L., Baldwin R. (2013), *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Riksbank (1993), *Press Release no. 5 1993 – the Riksbank States the Target for Monetary Policy*, Sveriges Riksbank, <http://www.riksbank.se>.
- Riksbank (2008a), *Annual Report 2007*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2008b), *Repo Rate Raised to 4.75 per cent*, komunikat z 4 września, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2008c), *Repo Rate Cut to 3.75 per cent*, komunikat z 23 października, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2009), *Annual Report 2008*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2010a), *Annual Report 2009*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2010b), *Monetary Policy Report – July 2010*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2010c), *The Riksbank Removes the Tolerance Interval from its Specified Monetary Policy Target*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2011a), *Annual Report 2010*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2011b), *Press Release, Date 07/09/2011 Repo Rate Held Unchanged at 2.0 per cent*, Sveriges Riksbank.

-
- Riksbank (2012a), *Annual Report 2011*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2012b), *Monetary Policy Update December 2012*, Sveriges Riksbank.
- Riksbank (2013a), *Lars E.O. Svensson leaves the Riksbank*, oświadczenie prasowe z 22 kwietnia, <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Press-Releases/2013/Lars-EO-Svensson-leaves-the-Riksbank/>.
- Riksbank (2013b), *Annual Report 2012*, Sveriges Riksbank.
- Roger S. (2009), *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges*, IMF Working Paper, 236.
- Rose A.K. (2006), *A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed*, NBER Working Paper, 12711.
- Sanchez M. (2009), *Characterizing the Inflation Targeting Regime in South Korea*, ECB Working Paper, 1004.
- Schaechter A., Stone M., Zelmer M. (2000), *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, IMF Occasional Paper, 202.
- Scheller H.K. (2006), *Europejski Bank Centralny*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem.
- Schwartz A.J. (1995), *Why Financial Stability Depends on Price Stability*, "Economic Affairs", 15(4).
- Sherwin M. (1999), *Strategic Choices in Inflation Targeting: the New Zealand Experience*, "Reserve Bank of New Zealand Bulletin", 62(2).
- Sławiński A. (2009), *Ewolucja poglądów na politykę pieniężną*, w: Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, Difin, Warszawa.
- Sławiński A. (2011), *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa.
- Smidkova K. (2008a), *Hits and Misses: Ten Years of Czech Inflation Targeting*, "Journal of Economics and Finance", 9–10.
- Smidkova K. (2008b), *The Czech Republic's Inflation Targeting Experience*, w: de Mello L., *Monetary Policies and Inflation Targeting in Emerging Economies*, OECD Publishing, Paris.
- SNB (2011), *Swiss National Bank Sets Minimum Exchange Rate at CHF 1.20 per Euro*, komunikat z 6 września, Swiss National Bank.
- Stark J. (2007), *Objectives and Challenges of Monetary Policy: a View from the ECB*, National Bank of Hungary, Budapest, 19 stycznia, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070119.en.html>.
- Stevens G.R. (1998), *Pitfalls in the Use of Monetary Conditions Index*, address to the Australian Business Economists, 16 lipca, <http://www.rba.gov.au/speeches/1998/sp-ag-160798.html>.
- Stone M.R., Roger S., Nordstrom A., Shimizu S., Kisinbay T., Restrepo J. (2009), *The Role of Exchange Rate in Inflation Targeting Emerging Economies*, IMF Occasional Paper, 267.
- Subbarao D. (2013), *Central Banking in Emerging Economies Emerging Challenges. Speech delivered by Dr. Duvvuri Subbarao, Governor, Reserve Bank of India*, European Economics and Financial Centre, London.
- Sullivan R. (2013), *New Zealand History of Monetary and Exchange Rate Regimes*, konferencja Exchange Rate Policy Forum: Issues and Policy Implications, 26 marca, Wellington, Reserve Bank of New Zealand, http://www.rbnz.govt.nz/research_and_publications/seminars_and_workshops/Mar2013/5200816.pdf.
- Svensson L.E.O. (1997) *Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?*, wykład, 18 listopada, Victoria University of Wellington, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, G97/8.
- Svensson L.E.O. (2001), *Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand*, http://reservebank.govt.nz/monetary_policy/about_monetary_policy/indrevopmonpol.pdf.
- Svensson L.E.O. (2002a), *A Reform of the Eurosystem's Monetary-Policy Strategy is Increasingly Urgent*, www.princeton.edu/~svensson.
- Svensson L.E.O. (2002b), *The Inflation Forecast and the Loss Function*, CEPR Discussion Paper, 3365.
- Svensson L.E.O. (2009a), *Flexible Inflation Targeting – Lessons from the Financial Crisis*, "BIS Review", 112/2009.

- Svensson L.E.O. (2009b), *What Have the Economists Learned about Monetary Policy over the Past Fifty Years?*, w: *Monetary Policy over Fifty Years*, Deutsche Bundesbank (red.), Frankfurt am Main.
- Svensson L.E.O. (2013a), *Leaning Against the Wind, Debt Deflation, and the Riksbank*, <http://www.voxeu.org/article/debt-deflation-and-riksbank-s-policy>.
- Svensson L.E.O. (2013b), *Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting*, "Sveriges Riksbank Economic Review", 3.
- Svensson L.E.O., Houg K., Solheim H.O.A.S., Steigum E. (2002), *Norges Bank Watch. An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway*, Research Report, 17/2002, Centre for Monetary Economics, Oslo.
- Szilágyi K., Baksa D., Benes J., Horváth A., Köber C., Soós G. (2013), *The Hungarian Monetary Policy Model*, MNB Working Papers, 1/2013.
- Taylor J.P. (2007), *Housing and Monetary Policy*, NBER Working Paper, 13682.
- Taylor J.P. (2009), *Getting Off Track*, Hoover Press.
- "The Economist" (2003), *Running on M3, Ignore Money at Your Peril*, marzec.
- Thorgeirsson T., van den Noord P. (2013), *The Icelandic Banking Collapse: Was the Optimal Policy Path Chosen?*, Central Bank of Iceland Working Paper, 62.
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej C 83, 30 marca.
- "Wall Street Journal" (2009), *Korea Widens Inflation-target Band*, 27 listopada.
- Walsh C.E. (2009), *Inflation targeting: What Have We Learnt?*, "International Finance", 12.
- Wasiak K. (2008), *Problemy koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej w Unii Europejskiej. Doświadczenia Grecji, Hiszpanii i Portugalii*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Weale M. (2013), *Monetary Policy and Monetary Policy-Making*, British-American Business Council Transatlantic Conference, 17 maja, Birmingham.
- Wearden G. (2008), *Government to Spend £50bn to Part-Nationalise UK's Banks*, "The Guardian", 8 października, <http://www.theguardian.com/business/2008/oct/08/creditcrunch.banking>.
- Weber A. (2010), *Communication, Decision Making, and the Optimal Degree of Transparency of Monetary Policy Committees*, "International Journal of Central Banking", wrzesień.
- Welsh C.E. (2009), *Inflation Targeting: What Have We Learned?*, "International Finance", 12(2).
- Wesołowski G., Żuk P. (2011), *Rola komunikacji banków centralnych z otoczeniem*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Wiesiołek P., Kosior A. (2010), *To What Extent can we Trust Core Inflation Measures? The Experience of CEE Countries*, w: *Monetary Policy and the Measurement of Inflation: Prices, Wages and Expectations*, BIS Papers, 49.
- Wójtowicz G. (2006), *Bank centralny w gospodarce rynkowej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Woodford M. (1999), *Optimal Monetary Policy Inertia*, "The Manchester School", 67.
- Woodford M. (2003a), *How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?*, NBER Working Paper, 13325.
- Woodford M. (2003b), *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, maszynopis niepublikowany, Columbia University.
- Woodford M. (2013), *Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks*, maszynopis niepublikowany, Columbia University.
- Yellen J. (2011), *The Federal Reserve's Asset Purchase Program*, Allied Social Science Associations Annual Meeting, 8 stycznia, Denver.
- Zafer H. (2010), *Macroeconomic Policy Challenges in Turkey: the Policy Maker's View*, 1st Bank of Greece Workshop on the Economies of Eastern European & Mediterranean Countries, 14 maja, Ateny.

www.nbp.pl

