



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

1 sierpnia 2012

Magda Ciżkowicz

NOTATKA

Zmiany w strategii Banku Japonii w 2012 r.

Streszczenie

W lutym 2012 r. Rada Polityki (*Policy Board*) Banku Japonii wprowadziła cel stabilności cen (*price stability goal*) w średnim i długim okresie, definiowany jako inflacja mierzona wskaźnikiem CPI nieprzekraczająca 2%. Wskazanie ilościowego celu inflacyjnego jest jednym z podstawowych elementów strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) realizowanego przez poszerzającą się grupę banków centralnych. W tym kontekście, w notatce przeprowadzono analizę porównawczą zmodyfikowanej strategii Banku Japonii i banków centralnych realizujących strategię BCI. Analiza pozwoliła na wskazanie obszarów zgodności między strategiami, ujawniając jednocześnie elementy odróżniające strategię realizowaną przez Bank Japonii od strategii BCI.

Synteza

1. W lutym 2012 r. Rada Polityki (*Policy Board*) Banku Japonii wprowadziła cel stabilności cen (*price stability goal*) w średnim i długim okresie, definiowany jako inflacja mierzona wskaźnikiem CPI nieprzekraczająca 2%. Rada Polityki zaznaczyła jednak, że tymczasowo cel wynosić będzie 1%. Jednocześnie Rada Polityki podjęła decyzję o kontynuacji ekspansywnej polityki monetarnej do momentu kiedy bliskie (*in sight*) będzie osiągnięcie 1% celu inflacyjnego i o zwiększeniu maksymalnej wartości Programu Skupu Aktywów do poziomu 65 bln jenów¹.

2. W okresie 2006-2011, raz w roku w *minutes* z posiedzenia Rada Polityki publikowane było „rozumienie stabilności cen”, definiowane jako poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI, który zdaniem poszczególnych członków Rady Polityki był zgodny ze stabilnością cen w średnim i długim okresie. Wartość wyznaczonego w lutym 2012 r. celu stabilności cen odpowiada dokładnie wartości inflacji wskazywanej jako „rozumienie stabilności cen”. Jednocześnie sposób komunikowania poziomu inflacji odpowiadającego stabilności cen stał się bardziej przejrzysty i zmieniła się jego interpretacja przez rynki: podczas gdy „rozumienie stabilności cen” w ocenie analityków pełniło głównie funkcje informacyjne, wskazany cel dla inflacji jest postrzegany jako poziom, do osiągnięcia którego BJ będzie dążył.

3. Wyznaczenie ilościowego celu stabilności cen, który pomimo różnic w nazewnictwie jest koncepcyjnie zbliżony do celu inflacyjnego (*inflation target*), przybliżyło strategię BJ do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategia BJ jest zgodna ze strategią BCI również w odniesieniu do mandatu banku, zakresu działań nakierowanych na zwiększanie przejrzystości i możliwości jego rozliczania z realizacji celów.

4. W pewnych obszarach strategia BJ różni się jednak od praktyki banków krajów rozwiniętych realizujących strategię BCI. Niektóre z tych różnic odzwierciedlają specyfikę gospodarki japońskiej: wyznaczenie niższego niż w przypadku porównywanych banków celu dla inflacji wydaje się uzasadnione wobec utrzymującej się w Japonii deflacji, a założenie realizacji celu w średnim i długim horyzoncie jest sensowne w kontekście powszechnego w Japonii (wg prezesa BJ) błędnego rozumienia terminu „cel inflacyjny” jako celu realizowanego w krótkim okresie. Natomiast inne obszary niezgodności, takie jak założenie corocznej rewizji celu dla inflacji oraz specyficzny sposób jego określenia (przedział i tymczasowy cel punktowy), mogą przyczyniać się do ograniczenia wiarygodności i efektywności działań BJ.

5. W ramach analizy strategii BJ należy zaznaczyć, że podczas gdy może on zostać uznany za *de jure* niezależny, kwestia zakresu jego niezależności *de facto* pozostaje dyskusyjna, w szczególności w kontekście dokonywanego w ramach programu luzowania ilościowego skupu japońskich obligacji skarbowych.

¹ Na posiedzeniu 27 kwietnia 2012 r. BJ ponownie zwiększył maksymalną wartość Programu Skupu Aktywów do poziomu 70 bln jenów, podwyższając maksymalną wartość skupu japońskich obligacji skarbowych o 10 bln jenów i obniżając maksymalną kwotę operacji zasilających w płynność o stałym oprocentowaniu o 5 bln jenów.

6. Po ogłoszeniu decyzji Rady Polityki z 14 lutego 2012 r. doszło do znacznej deprecjacji jena wobec dolara, a także do pewnego wzrostu oczekiwań inflacyjnych implikowanych z 5-letnich japońskich obligacji skarbowych. Zmiany te mogły być związane z decyzją Rady Polityki o wprowadzeniu celu stabilności cen. Należy jednak podkreślić, że reakcja rynków mogła również wynikać z pozostałych decyzji Rady Polityki (zwiększenia skali programu luzowania ilościowego i zobowiązania do jego kontynuacji do czasu kiedy bliskie będzie osiągnięcie celu na poziomie 1%), a także z czynników niezwiązanych z ustaleniami Rady Polityki.

Wprowadzenie

Na posiedzeniu 14 lutego 2012 r. Rada Polityki (*Policy Board*) Banku Japonii podjęła decyzję o wprowadzeniu celu stabilności cen (*price stability goal*; w dalszej części notatki stosowana będzie nazwa: cel dla inflacji^{II}) w średnim i długim okresie. Pod tym pojęciem Bank Japonii (BJ) rozumie inflację mierzoną roczną zmianą wskaźnika CPI nieprzekraczająca 2%^{III}. Rada doprecyzowała, że tymczasowo (*for the time being*) cel wynosić będzie 1%. Cel może być rewidowany z częstotliwością roczną.

Jednocześnie Rada podjęła decyzję o kontynuacji ekspansywnej polityki monetarnej polegającej na utrzymywaniu zerowych stóp procentowych oraz prowadzeniu programu luzowania ilościowego. Polityka ta ma zostać utrzymana do momentu kiedy bliskie (*in sight*) będzie osiągnięcie 1% celu inflacyjnego i nie zostaną zidentyfikowane istotne ryzyka dla stabilnego wzrostu gospodarczego kraju. Zdecydowano również o zwiększeniu wartości Programu Skupu Aktywów o 10 bln jenów, do poziomu 65 bln jenów.

Ustanawianie ilościowego celu inflacyjnego, *inflation target*, jest jednym z podstawowych elementów strategii bezpośredniego celu inflacyjnego realizowanej przez wiele banków centralnych, w tym NBP. Rada Polityki zdecydowała o ustanowieniu *price stability goal* w odróżnieniu do *inflation target* – jak określają cel inflacyjny wszystkie banki centralne stosujące strategię BCI. Celem niniejszej notatki jest przeanalizowanie, czy decyzja podjęta przez Radę Polityki jest, *de facto* równoznaczna z wprowadzeniem strategii BCI w Japonii, czy też różnice semantyczne odzwierciedlają głębsze różnice między strategią polityki pieniężnej BJ a strategią BCI.

Biorąc pod uwagę specyfikę sytuacji gospodarczej Japonii w okresie ostatnich dwóch dekad i jej wpływ na dyskusję dotyczącą prowadzenia polityki monetarnej w tym kraju, w punkcie I notatki krótko opisano kształtowanie się aktywności gospodarczej w Japonii. W punkcie II przedstawiono opis polityki monetarnej prowadzonej w latach 1989-2011. Punkt III zawiera opis dotychczasowej dyskusji dotyczącej wprowadzenia strategii BCI w Japonii. W punkcie IV przeprowadzona została analiza porównawcza nowej strategii BJ ze strategią BCI. W punkcie V odniesiono się do zagadnienia niezależności BJ. W punkcie VI przeanalizowano komentarze oraz reakcje rynkowe na modyfikację strategii BJ. W punkcie VII przedstawione zostały wnioski.

I. Gospodarka japońska w latach 1989-2011

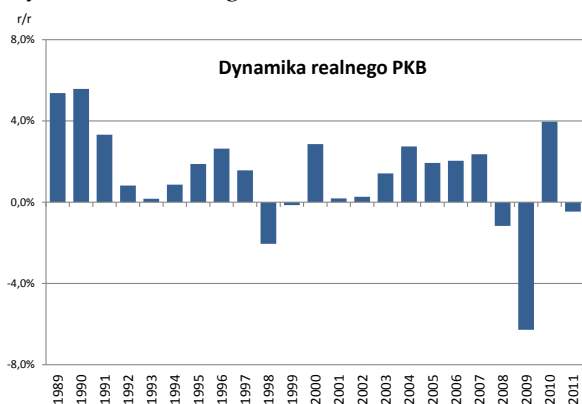
W literaturze, lata 90-te w Japonii często nazywane są „straconą dekadą”¹. Okres ten zapoczątkowało pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz rynku akcji. Podczas gdy w latach 1980-1990 średnioroczny wzrost realnego PKB w Japonii wynosił 4,6%, w kolejnej dekadzie tempo wzrostu obniżyło się do 1,2% w skali roku. Niski poziom aktywności gospodarczej utrzymywał się również przez znaczną część kolejnego dziesięciolecia. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w latach 2004-2007 (do 2,3% rocznie z 1,2% w latach 2000-2003), zostało zahamowane w następstwie globalnego kryzysu

^{II} Nazwy cel dla inflacji (*inflation goal*) użył nawet prezes Shirakawa w przemówieniu z 17 lutego 2012 r.

^{III} Zerowa zmiana wskaźnika CPI nie spełnia kryterium stabilności cen

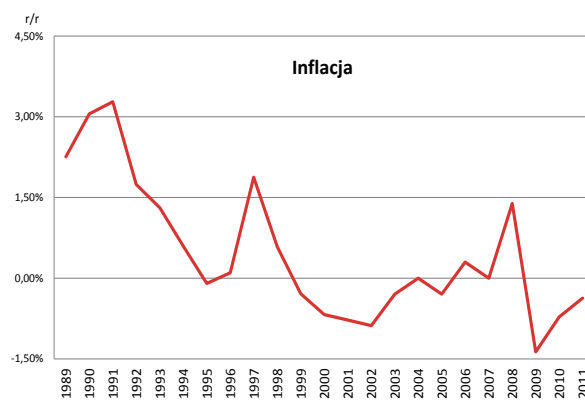
finansowego oraz trzęsienia ziemi (Wykres 1). Relatywnie wolnemu tempu wzrostu gospodarczego, przez znaczną część okresu 1999-2011 towarzyszyła deflacja (Wykres 2)^{IV, 2}.

Wykres 1
Dynamika realnego PKB r/r.



Źródło: Dane WEO.

Wykres 2
Zmiana wskaźnika CPI r/r.



Źródło: Dane WEO.

Spośród wskazywanych w literaturze wyjaśnień utrzymującej się stagnacji gospodarki japońskiej, najistotniejsze wydają się być: zaburzenia funkcjonowania sektora bankowego^V, brak restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw^{VI}, ograniczenie podaży pracy wynikające głównie z niekorzystnych trendów demograficznych^{VII}. Wśród czynników, które mogły przyczynić się do długotrwałej stagnacji gospodarczej wymienia się również nieoptymalną politykę monetarną. Skrótowy opis najważniejszych elementów polityki monetarnej od 1989 r. przedstawiono w punkcie II.

II. Polityka monetarna Banku Japonii w latach 1989-2011

W reakcji na silny wzrost cen aktywów finansowych oraz nieruchomości obserwowany od 1985 r., w listopadzie 1989 r. BJ zaostrzył politykę monetarną. W okresie kolejnych 15 miesięcy dokonał 5 podwyżek stopy depozytowej, co doprowadziło do pęknięcia bańki spekulacyjnej. Pogorszenie się sytuacji gospodarczej w następstwie silnego spadku cen aktywów skłoniło BJ do powrotu do ekspansywnej polityki pieniężnej: seria 8 obniżek stóp zapoczątkowana w lipcu 1991 r. sprowadziła stopę depozytową do poziomu 0,5% we wrześniu 1995 r. (Wykres 3)^{VIII}.

^{IV} Okresy deflacji odpowiadają okresom spadku wskaźnika CPI w ujęciu rocznym.

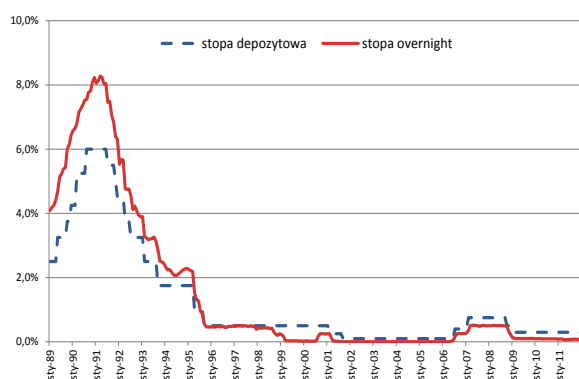
^V Zaburzenia wynikały z utrzymywania przez banki „złych długów” i dalszego udzielania kredytów niewypłacalnym przedsiębiorstwom w celu uniknięcia odpisywania strat od kapitału (tzw. *zombie lending*). Jednocześnie akcja kredytowa dla pozostałych firm została silnie ograniczona. Porównaj np.: Peek, J., Rosengren, E. (2003), *Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan*, NBER Working Paper Nr 9643.

^{VI} Zobacz: Caballero, R., et.al. (2008), *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, American Economic Review, Nr 98(5).

^{VII} Shirakawa, M. (2011).

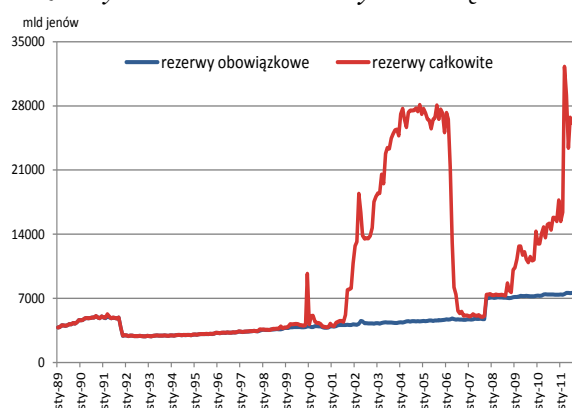
^{VIII} W 1995 r. BJ zmienił cel operacyjny ze stopy depozytowej na stopę *overnight* od niezabezpieczonych kredytów (*uncollateralized overnight rate*)

Wykres 3
Stopy procentowe.



Źródło: Dane BJ.

Wykres 4
Rezerwy całkowite i rezerwy obowiązkowe.



Źródło: Dane BJ.

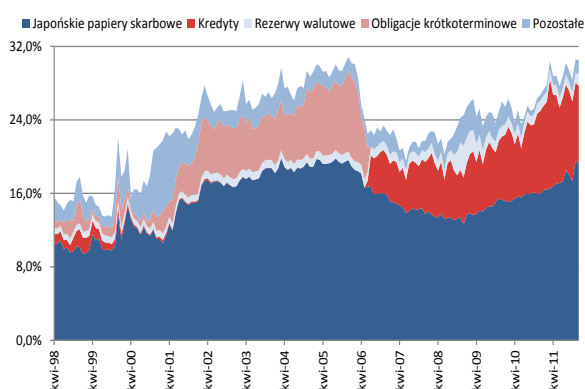
Niewielkie ożywienie gospodarcze, którego sygnały pojawiły się w 1995 r., zostało przerwane w drugiej połowie 1997 r. na skutek kryzysu azjatyckiego. Wzrost liczby nieregularnych kredytów związany z osłabieniem koniunktury oraz spadek cen aktywów doprowadziły do kryzysu bankowego. Potrzeba zwiększenia efektywności działań BJ, skłoniła rząd do uchwalenia nowelizacji *Prawa o banku centralnym*. Ustawa weszła w życie w 1998 r. zwiększając istotnie niezależność BJ. Na początku 1999 r. BJ wprowadził politykę zerowej stopy procentowej (*Zero Interest Rate Policy, ZIRP*) i zobowiązał się do utrzymywania stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera aż do czasu ustania zagrożenia deflacyjnego. W 2000 r. w reakcji na sygnały lekkiego ożywienia gospodarczego, BJ podwyższył stopę procentową (do poziomu 0,25%), jednak nasilenie oczekiwań deflacyjnych oraz pogorszenie sytuacji gospodarczej skłoniły Radę Polityki do powrotu do ZIRP w kwietniu 2001 r. Jednocześnie wprowadzono zmianę celu operacyjnego BJ na wielkość salda rezerw utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym w BJ. Rada Polityki ogłosiła gotowość do zwiększania wolumenu operacji otwartego rynku, tak by rezerwy banków osiągnęły poziom celu, przekraczającego poziom rezerw obowiązkowych (Wykres 4). Nowa polityka BJ została określona mianem luzowania ilościowego (*Quantitative Easing, QE*). BJ zadeklarował utrzymanie tej polityki do momentu, gdy inflacja mierzona wskaźnikiem CPI trwale osiągnie poziom zera lub wyższy. Warunek ten został spełniony na początku 2006 r. i Rada Polityki podjęła decyzję o zakończeniu QE i powrocie do celu operacyjnego w postaci stóp procentowych. Badania empiryczne wskazują, że program QE miał ograniczony wpływ na gospodarkę japońską³.

Na początku 2006 r., Rada Polityki zdecydowała, że konieczne jest doprecyzowanie pojęcia stabilności cen w gospodarce. W tym celu, postanowiono podawać do publicznej wiadomości, jaki poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI jest zdaniem poszczególnych członków Rady Polityki zgodny z stabilnością cen w średnim i długim okresie (temat ten jest szerzej omówiony w punkcie IV)⁴.

Po 2008 r., w reakcji na silne zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych w warunkach deflacji oraz stóp procentowych pozostających na poziomie bliskim zera, BJ zwiększył zakres operacji otwartego rynku (poszerzając zakres instrumentów akceptowanych jako zabezpieczenie i stopniowo zwiększając wartość operacji), wprowadził tymczasowo nowe typy operacji (np. bezwarunkowy skup krótko- i długoterminowych korporacyjnych

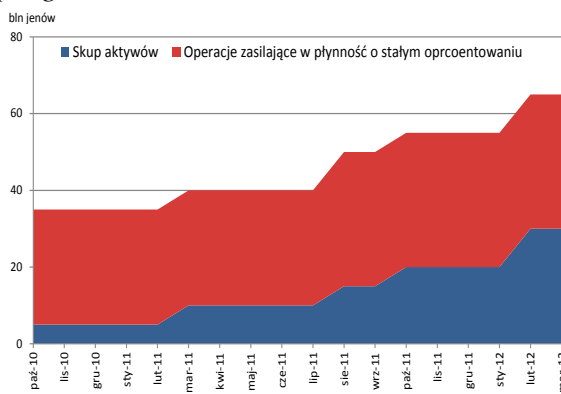
papierów dłużnych). W październiku 2010 r. BJ powrócił do ZIRP. Ponadto, w reakcji na wygaśnięcie wielu programów podjętych w 2008 r., wprowadził Program Skupu Aktywów (*Asset Purchase Programme, APP*), w ramach którego oprócz skupu aktywów finansowych^{IX}, ustanowiono operacje o stałym oprocentowaniu zasilające sektor bankowy w płynność. Wartość skupowanych aktywów oraz udzielanych pożyczek w ramach APP była wielokrotnie zwiększana, z 35 bln jenów w październiku 2010 r. do 65 bln jenów w lutym 2012 r. (Wykres 5, Wykres 6). Badania empiryczne wskazują, że wpływ polityki monetarnej na produkcję oraz inflację w analizowanym okresie uległ pewnemu wzmocnieniu w stosunku do poprzednich lat, co przypisywane jest głównie efektom poprawy sytuacji w sektorze bankowym oraz obniżenia poziomu zadłużenia przedsiębiorstw^{5, 6}.

Wykres 5
Aktywa BJ/PKB.



Źródło: Dane BJ, WEO.

Wykres 6
Deklarowana maksymalna wielkość programu APP.



Źródło: BJ.

Bardziej szczegółowy opis polityki monetarnej wraz z oceną jej skuteczności w latach 1989-2011 przedstawiono w załączniku 1.

III. Dyskusja nad wprowadzeniem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Japonii

Niska efektywność polityki monetarnej BJ, szczególnie w okresie 1998-2006 stała się przyczynkiem dla wielu publikacji, wskazujących optymalną według autorów strategię prowadzenia polityki monetarnej w sytuacji zerowych stóp procentowych. Najczęściej przytaczanymi propozycjami były: trwała deprecjacja jena⁷; ustalenie ścieżki wzrostu cen połączone z dewaluacją waluty oraz czasowym utrzymaniem sztywnego kursu walutowego⁸; wprowadzenie opodatkowania rezerw banków utrzymywanych w banku centralnym⁹ oraz wkładów bankowych gospodarstw domowych¹⁰; przeprowadzanie znacznych operacji otwartego rynku¹¹; emisja pieniądza przeznaczona na finansowanie cięć podatków dla gospodarstw domowych (poprzez nabywanie przez BJ obligacji skarbowych)¹². Wśród postulowanych strategii, często pojawiała się także propozycja ustalenia przez Radę Polityki ilościowego celu dla inflacji.

^{IX} Skupowane aktywa: japońskie obligacje i bony skarbowe, dłużne papiery korporacyjne, jednostki ETF (*exchange-traded funds*) oraz jednostki funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości (*REITs*).

W literaturze nie funkcjonuje jedna, powszechnie uznawana definicja strategii BCI¹³. Analiza proponowanych definicji pozwala jednak na wskazanie najistotniejszych elementów tej strategii:

1. wyraźne uznanie stabilności cen za główny cel polityki pieniężnej;
2. publiczne ogłoszenie ilościowego celu dla inflacji;
3. wykorzystywanie szerokiego zakresu informacji, w tym prognoz inflacji, w prowadzeniu polityki pieniężnej;
4. przejrzystość;
5. możliwość rozliczania banku centralnego z realizacji celów¹⁴.

Strategia BCI nie sprowadza się do realizacji polityki pieniężnej zgodnie ze sztywną regułą, ponieważ średniookresowy charakter celu pozostawia pewien zakres swobody w reakcji na zmiany uwarunkowań makroekonomicznych w krótkim okresie¹⁵. W literaturze teoretycznej dokonuje się rozróżnienia między dwoma typami strategii BCI: sztywną (*strict inflation targeting*) oraz elastyczną (*flexible inflation targeting*). Pierwszy typ strategii odnosi się do przypadków kiedy minimalizowanie odchyleń między inflacją a celem inflacyjnym jest jedynym czynnikiem determinującym nastawienie polityki pieniężnej, a wpływ decyzji na inne zmienne makroekonomiczne nie jest brany pod uwagę. W drugim podejściu utrzymanie inflacji w celu realizowane jest w taki sposób, by jednocześnie ograniczać zmienność PKB, zatrudnienia, czy kursu walutowego¹⁶. Biorąc pod uwagę istnienie opóźnień w mechanizmie transmisji monetarnej, sprowadzanie inflacji do celu w krótkim okresie wiązałoby się ze znacznymi kosztami ekonomicznymi¹⁷. W konsekwencji, jak wskazuje literatura, wszystkie banki realizujące strategię BCI, stosują w praktyce jej elastyczny typ¹⁸. Pomimo to, rozróżnienie pomiędzy wskazanymi typami strategii BCI pozostaje istotne, ponieważ krytycy tej strategii opierają często swoją argumentację na wadach strategii w jej sztywnej formie.

Do głównych rzeczników wprowadzenia strategii BCI w Japonii należeli: Krugman¹⁹, Ito²⁰, Posen²¹ oraz Bernanke²². Przeciwnikami wprowadzenia strategii BCI w Japonii byli przede wszystkim ekonomiści związani z BJ (przykładowo Okina²³ oraz Ueda²⁴). Możliwość wprowadzenia strategii BCI była dyskutowana nie tylko w środowisku akademickim. Analiza *minutes* BJ wskazuje, że również Rada Polityki wielokrotnie rozważała możliwość wprowadzenia celu inflacyjnego^X. Najważniejsze argumenty rzeczników i przeciwników wprowadzenia strategii BCI w Japonii zostały zebrane poniżej:

A. Argumenty rzeczników strategii BCI:

- ustalenie dodatkiego celu inflacyjnego doprowadzi do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i spadku realnych stóp procentowych²⁵
- cel inflacyjny jest kotwicą nominalną łatwą do zrozumienia dla opinii publicznej²⁶
- wprowadzenie strategii pozwoli na zwiększenie możliwości rozliczania BC z realizacji celu: stabilności cen nie została zdefiniowany w *Prawie o banku centralnym*, a. ilościowy cel inflacyjny stanowiłby taką definicję²⁷;
- przyjęcie strategii BCI przyczyni się do poprawy komunikacji z rynkiem i przejrzystości polityki pieniężnej²⁸;

^X W oparciu o analizę *minutes* BJ można wskazać, że wprowadzenie strategii BCI było szczególnie często dyskutowane w latach 1999-2003. Temat ten był relatywnie często poruszany również w 2006 r., by w późniejszych latach powracać z mniejszą częstotliwością.

- wskazanie celu inflacyjnego może poprawić koordynację polityki pieniężnej z fiskalną²⁹.

B. Argumenty przeciwników strategii BCI:

- strategia BCI będzie nieefektywna, ponieważ przy braku instrumentów umożliwiających osiągnięcie celu inflacyjnego, jego ogłoszenie nie wpłynie na oczekiwania inflacyjne³⁰;

- wprowadzenie celu inflacyjnego doprowadzi do utraty wiarygodności przez BJ, ponieważ w warunkach deflacji oraz zerowych stóp procentowych nie dysponuje on instrumentami pozwalającymi na osiągnięcie deklarowanego celu³¹;

- wskazanie docelowego poziomu inflacji przy szybko zmieniających się uwarunkowaniach gospodarczych w Japonii (na skutek zmian technologicznych, postępującej deregulacji) jest utrudnione, a jego ewentualne zmiany będą działać w kierunku obniżenia wiarygodności BJ³²;

- wprowadzenie celu inflacyjnego może doprowadzić do destabilizacji oczekiwań inflacyjnych; ich wzrost może być trudny do zahamowania i doprowadzić do wzrostu inflacji powyżej celu³³;

- strategia BCI może zostać błędnie zrozumiana przez opinię publiczną, jako strategia nakierowana wyłącznie na utrzymywanie inflacji na zadeklarowanym poziomie³⁴.

Argumenty rzeczników i przeciwników strategii BCI warto zestawić z argumentami wysuwanymi podczas dyskusji na temat wprowadzenia celu dla inflacji na posiedzeniu Rady Polityki 14 lutego 2012 r.

IV. Nowa strategia Banku Japonii a strategia BCI

Analiza *minutes* z posiedzenia Rady Polityki 14 lutego 2012 r wskazuje, że w czasie dyskusji nie wysuwano argumentów przeciw wprowadzeniu celu dla inflacji. Jego wyznaczenie było motywowane głównie chęcią zwiększenia przejrzystości komunikowania poziomu inflacji odpowiadającego stabilności cen oraz podkreślenia determinacji BJ do realizacji mandatu³⁵.

Do lutego 2012 r. BJ podawał do publicznej wiadomości jaki poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI jest zdaniem poszczególnych członków Rady Polityki zgodny z stabilnością cen w średnim i długim okresie. Porównanie nowo zdefiniowanego celu dla inflacji, z wcześniej stosowanym „rozumieniem stabilności cen” pozwala wyciągnąć następujące wnioski:

Poziom inflacji uznawany za odpowiadający stabilności cen nie uległ zmianie: Dokonywana z częstotliwością roczną ocena stabilności cen w średnim do długiego okresu w przypadku wszystkich członków Rady Polityki zawierała się w przedziale 0-2%, z większością ocen skoncentrowanych wokół 1%, w całym okresie 2006-2011. Zgodnie z decyzją z lutego 2012 r. cel dla inflacji został określony jako przedział 0-2%, jednak na razie (*for the time being*) wskazano cel punktowy na poziomie 1%. Cel dla inflacji może być weryfikowany raz w roku.

Sposób komunikowania poziomu inflacji odpowiadającego stabilności cen stał się bardziej przejrzysty: Rozumienie stabilności cen w średnim i długim okresie przez poszczególnych członków Rady Polityki było publikowane w *minutes* z posiedzenia, podczas którego dokonywana była jego coroczna weryfikacja. Informacja ta podawana była jedynie w formie tekstu (brak zestawienia tabelarycznego, wykresu) i nie uwzględniała *de facto*, jak rozumiana jest stabilność cen przez poszczególnych członków:

*“The figure representing some members' "understanding" was around 1 percent, with a range of about 1 percentage point in either direction. Some other members' "understanding" was around 1 percent, with a range of about 0.5 percentage point in either direction. A few of these members added that their midpoints were slightly over 1 percent. One member's "understanding" was expressed as a range from 0.5 to 2 percent, and the midpoint was slightly over 1 percent. After stating their individual views, members agreed on the following expression: each Policy Board member's "understanding" fell in a positive range of 2 percent or lower, centering around 1 percent.”*³⁶

Wprowadzenie celu dla inflacji zdecydowanie zwiększyło przejrzystość komunikowanego poziomu inflacji odpowiadającego stabilności cen.

Zmianie uległa interpretacja komunikowanego poziomu inflacji uznawanego za odpowiadający stabilności cen przez rynki: komentarze komercyjnych instytucji finansowych wskazują, że podczas gdy „rozumienie stabilności cen” w ocenie analityków pełniło głównie funkcje informacyjne, wskazany cel dla inflacji jest postrzegany jako poziom, do osiągnięcia którego bank będzie dążył (w średnim terminie)³⁷.

Wprowadzenie celu stabilności cen może zostać uznane za ustanowienie przez BJ ilościowego celu dla inflacji. Zdefiniowanie numerycznego celu inflacyjnego (*inflation target*) jest istotnym, ale nie jedynym elementem definiującym strategię BCI. Odpowiedź na pytanie, w jakim stopniu nowa strategia BJ jest zbieżna ze strategią BCI wymaga szerszej analizy. Tabela 1 zawiera zestawienie cech strategii realizowanej przez BJ, ze strategią NBP oraz wszystkie banki centralne klasyfikowane przez Hammond (2012) jako realizujące strategię BCI³⁸.

Tabela 1. Strategia BJ, NBP oraz wszystkich banków centralnych realizujących strategię BCI.

Cecha	BJ	NBP	Grupa banków realizujących strategię BCI
Mandat	Podstawowym celem działalności BJ jest utrzymanie stabilności cen: <i>“Currency and monetary control by the Bank of Japan shall be aimed at achieving price stability, thereby contributing to the sound development of the national economy.”</i>	„Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.	Spośród 27 banków centralnych realizujących strategię BCI, 25 posiada ustawowo zdefiniowany cel w postaci utrzymania stabilności cen. W przypadku Australii oraz Kanady mandat banku centralnego jest wieloczołowy, jednak stabilność cen jest wskazywana jako cel nadrzędny.
Cel inflacyjny	Inflacja nieprzekraczająca 2% ; Tymczasowo 1%	2,5% +/- 1 pp.	Banki określają cel inflacyjny w postaci punktowej bez przedziału wahań (5 banków), z przedziałem dopuszczalnych odchyłeń (16 banków), bądź w

			postaci przedziału (6 banków)
Wskaźnik inflacji użyty w definicji celu inflacyjnego	CPI	CPI	Wszystkie banki stosujące strategię BCI posługują się wskaźnikiem CPI
Horyzont osiągnięcia celu	Średni do długiego okresu; cel inflacyjny weryfikowany w odstępach rocznych	Średni okres	Zdecydowana większość banków centralnych definiuje horyzont w jakim dąży do osiągnięcia celu jako średni okres. 11 banków centralnych konkretyzuje horyzont poprzez określenie jego długości w latach bądź kwartałach.
Projekcje	Punktowe przewidywania członków Rady Polityki dot. inflacji oraz PKB oraz rozkłady prawdopodobieństwa (dane roczne, horyzont: aktualny oraz kolejny rok fiskalny).	Projekcje inflacji oraz PKB w oparciu o modele ekonometryczne.	Wszystkie banki centralne podają prognozę inflacji dokonaną w oparciu o modele ekonometryczne. Niektóre banki publikują ponadto projekcje PKB, stóp procentowych, kursów walutowych.
przejrzystość i rozliczanie z realizacji celu			
Przesłuchania parlamentarne	Tak	Nie	W przypadku 19 z 27 banków centralnych stosowane są przesłuchania parlamentarne.
Komunikaty prasowe/konferencje	Tak – obydwie formy	Tak – obydwie formy	Wszystkie banki centralne stosują przynajmniej jedną z wymienionych form komunikacji (10 z nich stosuje tylko 1 z form).
Publikacja <i>minutes</i>	Tak	Tak	9 spośród 27 banków centralnych nie publikuje <i>minutes</i>
Imienne wyniki głosowania	Tak - w <i>minutes</i>	Tak – w Raporcie o inflacji	Jedynie 6 spośród 27 banków podaje imienne wyniki głosowań. Dalsze 3 banki podają liczbę głosów „za” oraz „przeciw”.
Raport o inflacji	Tak – 2 razy w roku ^{XI}	Tak- 3 razy w roku	Wszystkie banki realizujące strategię BCI publikują Raporty o inflacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hammond (2012), strony internetowej BJ.

Analiza tabeli 1 pozwala wskazać podstawowe różnice i podobieństwa między strategiami realizowanymi przez BJ a strategią BCI. Obszary zbieżności strategii BJ z praktyką banków centralnych realizujących strategię BCI obejmują:

Mandat. Podstawowym celem BJ, tak samo jak wszystkich banków centralnych realizujących strategię BCI, jest utrzymanie stabilności cen. W przypadku Australii i Nowej

^{XI} Za odpowiednik Raportu o Inflacji uznano publikację *Outlook of Economic Activity and Prices* zawierającą opis bieżących uwarunkowań makroekonomicznych w Japonii i na świecie oraz przewidywań dotyczących kształtowania się zmiennych realnych i finansowych (uzupełnione o prognozę inflacji i PKB), a także zarys polityki monetarnej w przyszłości.

Zelandii mandat obejmuje większą liczbę celów banku centralnego, jednak banki te podkreślają nadrzędność utrzymania stabilności cen nad pozostałymi celami.

Miara inflacji. BJ, tak jak banki centralne realizujące strategię BCI, zdefiniował cel inflacyjny odnosząc się do inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI.

Przejrzystość. Podobnie jak banki realizujące strategię BCI, BJ podejmuje liczne działania nakierowane na zwiększenie przejrzystości, w tym: ogłasza decyzje dot. realizacji polityki monetarnej (*Statements on Monetary Policy*); publikuje Raport o inflacji (*Outlook of Economic Activity and Prices*), prognozy inflacji oraz PKB, komunikaty po posiedzeniu Rady Polityki, a także *minutes* z jej posiedzeń.

Możliwość rozliczania banku z realizacji celu. W przypadku BJ, tak jak w przypadku niektórych banków realizujących strategię BCI, istnieją mechanizmy zwiększające tą możliwość poprzez: obowiązek przekazywania raportów z realizacji celów BJ wyższej i niższej izbie parlamentu z częstotliwością półroczną, wystąpienia prezesa BJ w parlamencie³⁹.

Projekcje. BJ oraz wszystkie banki realizujące strategię BCI publikują prognozy inflacji. W przypadku BJ, publikowane są prognozy poszczególnych członków Rady Polityki w zakresie inflacji (CPI oraz CGPI) oraz wzrostu gospodarczego.

Różnice między strategią BJ a banków realizujących strategię BCI występują w następujących obszarach:

Nazwa celu dla inflacji. Banki centralne realizujące strategię BCI określają ilościowy cel inflacyjny terminem *inflation target*, natomiast BJ określił go jako *price stability goal*^{xii}. Wskazanie celu dla stabilności cen, a nie inflacji, wynikało prawdopodobnie z nawiązania do stosowanego wcześniej określenia: *understanding of price stability*. Natomiast z *minutes* BJ z posiedzenia 14 lutego 2011 r. wynika, że głównym czynnikiem skłaniającym do unikania określenia *target* jest utożsamianie tego terminu z automatyczną regułą nakierowaną na osiągnięcie wskazanego poziomu inflacji w krótkim terminie^{xiii}. W przemówieniu 17 lutego 2012 r. prezes Shirakawa podkreśla, że pomimo różnic w nazewnictwie, wprowadzony przez BJ cel dla inflacji jest koncepcyjnie zbliżony do *inflation target*:

“The basic idea of the “goal” introduced is largely in line with the basic thinking held by some central banks abroad with regard to using the word “a target,” in that it expresses the inflation rate the Bank judges to be consistent with the mission of a central bank and is one that the Bank aims to achieve in the medium to long term.”

“As I have already explained, although the wording differs, such as between the Bank of England’s “target,” “definition” used by the European Central Bank and the Swiss National

^{xii} Należy podkreślić, że niektóre banki centralne nie realizujące strategii BCI, wskazują ilościowe cele dla inflacji nie stosując terminu *inflation target*. Przykładowo w styczniu 2012 r. FED wprowadził *inflation goal* na poziomie 2%.

^{xiii} Na problem błędnego definiowania określenia *inflation targeting* w Japonii zwracano uwagę również w kontekście czynników, które hamowały wprowadzenie strategii BCI na początku I dekady XXI w., zobacz: Fujiki, M. (2004), *Inflation targeting discussions in Japan – unconventional monetary policy under deflation: How people have argued; why the BOJ opposes adoption*, Columbia Business School Working Paper.

*Bank, the U.S. Federal Reserve's "goal," and the Bank's "medo (in English, 'goal'), their characteristics are basically the same."*⁴⁰

Poziom celu dla inflacji. BJ określił cel dla inflacji w formie przedziału 0-2% (z wyłączeniem zera, a włączając 2%). Spośród analizowanych banków centralnych realizujących strategię BCI, w żadnym przypadku przedział celu inflacyjnego (bądź dopuszczalne pasmo wahań wokół celu) nie obejmuje wartości 0-1%. Najniższe poziomy celu inflacyjnego – przedział lub dopuszczalne pasmo wahań wynoszące 1-3% – wyznaczyły banki Kanady, Czech, Izraela, Nowej Zelandii i Peru.

Analiza *minutes* Rady Polityki wskazuje, że głównymi czynnikami branymi pod uwagę przy wyznaczaniu celu był niski poziom oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz istnienie dodatniego obciążenia wskaźnika CPI jako miary inflacji^{XIV, 41}.

W kontekście utrzymującej się od wielu lat w Japonii deflacji i wyników analiz empirycznych wskazujących na istnienie pozytywnej korelacji między celem inflacyjnym a notowaną w danej gospodarce inflacją, wskazany przedział celu dla inflacji w Japonii wydaje się uzasadniony⁴². Jednocześnie nie można wykluczyć, że w przypadku przewyciężenia deflacji cel ten może zostać zrewidowany w górę. Byłoby to zgodne z doświadczeniami innych banków centralnych, które w okresie dezinflacji stopniowo obniżyły cel inflacyjny⁴³.

Określenie celu. Podczas gdy w przypadku wszystkich banków realizujących strategię BCI, cel inflacyjny określony jest w postaci punktu, punktu z dopuszczalnym przedziałem wahań, bądź przedziału, BJ zastosował rozwiązanie pośrednie określając cel dla inflacji w postaci przedziału, jednak tymczasowo konkretyzując go do wartości punktowej. Takie rozwiązanie powstało prawdopodobnie jako wynik konsensusu między członkami Rady Polityki. Z *minutes* z posiedzenia Rady Polityki 14 lutego 2012 r. wynika, że część członków była zdania, że obecnie odpowiednim celem byłoby 1%, ponieważ jest to poziom wokół którego koncentrowało się „rozumienie stabilności cen” wszystkich członków Rady Polityki i jest on uzasadniony w kontekście niskiego poziomu oczekiwań inflacyjnych. Jednak w dłuższym okresie należałoby uwzględnić możliwość wzrostu inflacji powyżej poziomu 1%. Inni członkowie wskazywali, że w dłuższym horyzoncie cel dla inflacji powinien być zbliżony do celów innych banków centralnych gospodarek rozwiniętych i wynosić 2%. Ostatecznie argument o konieczność zachowania pewnego zakresu tolerancji (*latitude*), wobec możliwości zmiany w dłuższym okresie poziomu inflacji odpowiadającego stabilności cen, skłonił członków do wskazania celu dla inflacji w formie przedziału i tymczasowego doprecyzowania jego poziomu.

Horyzont celu. Horyzont osiągnięcia celu dla inflacji został określony jako „średni do długiego okresu”. W większości krajów stosujących strategię BCI cel ma zostać osiągnięty w średnim horyzoncie, przy czym niektóre banki centralne uściślają długość horyzontu podając konkretną liczbę kwartałów bądź lat. Żaden z banków nie definiuje horyzontu jako „średni do

^{XIV} Badania dotyczące skali obciążenia wskaźnika CPI w Japonii są niejednoznaczne: podczas gdy niektóre analizy sugerują, że obciążenie jest silne (ok. 2 pkt. proc.), inne dowodzą, że jego skala jest niewielka. Porównaj: Broda, Ch., Weinstein, D. (2007), *Defining price stability in Japan, NBER Working Paper Nr 13255*; Nishimura, K.G. (2006), *The new policy framework of the Bank of Japan: central banking in an uncertain world, Seminar at Uppsala University, 27 czerwiec 2006*.

długiego okresu”, bądź „długi okres”^{XV}. Na podstawie wypowiedzi prezesa Shirakawy, można przypuszczać, że takie określenie horyzontu dojścia do celu miało służyć podkreśleniu, że celem Rady Polityki nie będzie osiągnięcie za wszelką cenę celu w krótkim okresie:

“[T]hey (central banks) have placed increasing emphasis on economic and price stability in the medium to long term, instead of the short term, when using the numerical expression of price stability in their conduct of monetary policy. (...) Even in the United Kingdom, where the monetary policy framework is called inflation targeting, the actual conduct of monetary policy is increasingly aimed at achieving the inflation target in the medium to long term while paying attention to economic and financial stability, instead of achieving the target at all costs in the short term.”

W tym kontekście decyzja BJ dotycząca horyzontu dojścia do celu wydaje się być spójna ze strategią BCI w jej elastycznej formie.

Coroczna rewizja celu. W decyzji Rady Polityki z lutego 2012 r. założono, że wprowadzony cel dla inflacji będzie co do zasady rewidowany z częstotliwością roczną. Wyznaczanie celów na okres roku było stosowane przez wiele banków centralnych, które wprowadzały strategię BCI w okresie wysokiej inflacji o znacznej zmienności⁴⁴. Obecnie definiowanie celu inflacyjnego na okres roku lub jego rewidowanie z częstotliwością roczną stosowane jest przez banki centralne, które realizują strategię BCI relatywnie krótko lub działają w warunkach stosunkowo wysokiej inflacji^{XVI}.

W przypadku BJ zapis o rocznej rewizji celu inflacyjnego może być podyktowany wątpliwościami dotyczącymi poziomu inflacji odpowiadającej stabilności cen w kontekście dokonujących się zmian strukturalnych w Japonii⁴⁵.

Powyższa analiza wykazała, że podczas gdy istnieje znaczna zbieżność między strategią BJ a strategią BCI, można wskazać obszary w których działania BJ odbiegają od praktyk większości banków realizujących strategię BCI. W tym kontekście warto przytoczyć wypowiedź prezesa Shirakawy, który zwraca uwagę, iż w ostatnich latach obserwowana jest rosnąca zbieżność strategii realizowanych przez banki centralne, w odniesieniu do 3 podstawowych elementów: ilościowego celu dla inflacji, rosnącego nacisku na stabilność cen w średnim okresie oraz publikowania prognoz o dłuższym horyzoncie. Wobec powyższego uznaje on, że rozróżnienie między strategią BCI a innymi strategiami staje się sztuczne:

“Given that the monetary policy frameworks of major central banks have converged as described, I think it no longer important to play with the taxonomy of which one is inflation targeting or not.”

V. Strategia BCI a niezależność banku centralnego

W ramach analizy strategii BJ warto odnieść się również do zagadnienia niezależności banków centralnych. W literaturze dotyczącej pomiaru niezależności banków centralnych

^{XV} Realizację celu inflacyjnego w dłuższym okresie założył w strategii przyjętej w styczniu 2012 r. FED. Strategia tego bank nie jest jednak uznawana za strategię BCI. Porównaj: Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Stawasz, E. (2012), *Zmiany w strategii i polityce komunikacyjnej Fed*, NBP (www.nbp.pl).

^{XVI} Bank Centralny Kolumbii, Ghany, Gwatemali, Serbii, Tajlandii i Turcji.

zwraca się uwagę na rozróżnienie między niezależnością *de jure* a *de facto*⁴⁶. Podczas gdy zapisy ustawowe zapewniają niezależność banku, w rzeczywistości polityka pieniężna może być kształtowana przez naciski polityczne⁴⁷.

Niezależność *de jure*. Nowelizacja *Prawa o banku centralnym z 1997 r.* istotnie zwiększyła zakres niezależności BJ. Zapisem ustawowym wskazującym na możliwy wpływ rządu na decyzje BJ, jest zapis dający 2 przedstawicielom rządu prawo do uczestnictwa w posiedzeniach Rady Polityki, choć bez prawa głosu. Przedstawiciele rządu mają natomiast prawo wystąpić o przełożenie głosowania nad konkretnymi wnioskami do następnego posiedzenia Rady Polityki (Rada Polityki może jednak ten wniosek odrzucić). Również w przypadku niektórych banków realizujących strategię BCI, głównie banków krajów rozwijających się, przedstawiciele rządu mają prawo uczestniczenia w posiedzeniach ciała decyzyjnego⁴⁸. Dodatkowo, za pewne ograniczenie niezależności BJ można uznać zapis o konieczności zatwierdzania przez Ministra Finansów budżetu wydatków BJ. Wymogiem tym nie są objęte natomiast wydatki, których ograniczenie utrudniałoby realizację zadań polityki monetarnej. Pomimo wskazanych zastrzeżeń BJ można ocenić jako *de jure* niezależny.

Niezależność *de facto*. Znacznemu poszerzeniu zakresu niezależności *de jure* BJ po 1997 r. nie towarzyszył równie istotny wzrost niezależności *de facto*. Istnieje nawet opinia, że w okresie tym doszło do spadku rzeczywistej niezależności BJ, głównie w konsekwencji nacisków politycznych na prowadzenie programu luzowania ilościowego⁴⁹. *Prawo o banku centralnym* daje BJ możliwość nabywania papierów dłużnych skarbu państwa na rynku pierwotnym oraz gwarantowania emisji tych papierów wartościowych. W efekcie luzowanie ilościowe BJ dokonywane jest głównie przez zakup papierów skarbu państwa. Stwarza to wątpliwości, co do pobudek skłaniających BJ do zwiększania skali QE: czy kieruje nim chęć realizacji mandatu, czy dążenie do monetyzacji długu publicznego. Już samo istnienie wątpliwości dotyczących motywacji stojącej za działaniem BJ, obniża jego wiarygodność i ocenę niezależności. Potwierdzeniem niskiej oceny niezależności BJ były komentarze analityków oraz prasy dotyczące decyzji z lutego 2012 r. Silne zwiększenie skali skupu aktywów było komentowane przez analityków jako krok w kierunku monetyzacji długu publicznego⁵⁰. Ocena aktualnej niezależności *de facto* BJ i dokonanie porównania z bankami realizującymi strategię BCI jest utrudniona, ponieważ istniejące rankingi oparte są na długich okresach czasu^{XVII},⁵¹.

VI. Komentarze i reakcje rynkowe

Poniżej przeanalizowano komentarze odnoszące się do nowej strategii BJ oraz reakcje rynkowe na jej wprowadzenie.

- **Instytucje finansowe:** niemal we wszystkich komentarzach odnoszono się do celu wprowadzonego przez BJ jako *inflation target* (a nawet nazywano nową strategię, strategią BCI), jednak niekonsekwentne stosowanie tego pojęcia (w wielu komentarzach używano

^{XVII} Według niedawno publikowanych rankingów, niezależność *de facto* BJ jest relatywnie niska (należy przy tym zaznaczyć, że rankingi te opierają się na długich szeregach czasowych). Ranking Alpanda i Honiga (2009), oparty na danych za okres 1972-2001 plasuje Japonię na 50. pozycji spośród 52. badanych banków (Bank Turcji realizujący strategię BCI znalazł się na 51. miejscu). Natomiast według rankingu Vuletin i Zhu (2011) obejmującego okres 1972-2006, 24 z 42 analizowanych banków uzyskało wyższą ocenę niż BJ (jednakże niższe oceny uzyskały niektóre banki realizującej strategię BCI: Chile, Turcji, Polski, Urugwaju).

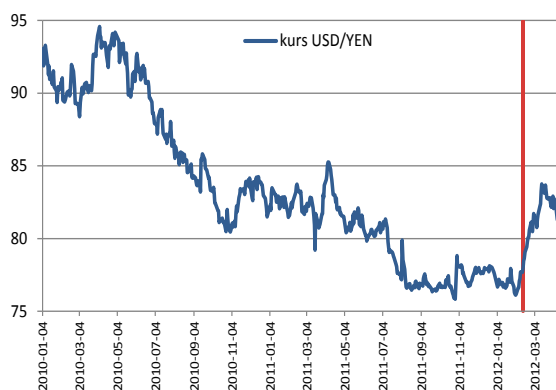
zamiennie nazw *inflation goal* i *inflation target*) pozwala podejrzewać, że analizy te są pobieżne i nie rozpatrują głębiej zgodności strategii BJ ze strategią BCI⁵².

- **Inne banki centralne:** w biuletynach publikowanych przez banki centralne istnieją rozbieżności: podczas gdy Bank Czech oraz Bank Szwajcarii nazywają numeryczny cel ustalony przez BJ celem inflacyjnym (*inflation target*), ECB oraz Bank Irlandii stosują jedynie nazwę: cel dla inflacji (*inflation goal*)⁵³.

Abstrahując od kwestii klasyfikacji nowej strategii BJ, decyzja Rady Polityki z 14 lutego 2012 r. wywołała istotną reakcję rynkową. Należy przy tym zaznaczyć, że rynki finansowe mogły reagować zarówno na zdefiniowanie celu dla inflacji, na zwiększenie wielkości programu APP, jak również na zobowiązanie do kontynuacji silnie ekspansywnej polityki pieniężnej do momentu kiedy inflacja mierzona wskaźnikiem CPI osiągnie poziom 1%.

Wykres 7

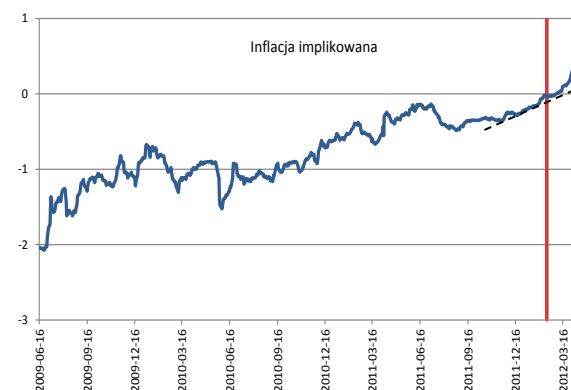
Kurs USD/JPY. (wzrost oznacza deprecjację jena).



Źródło: Dane BOJ.

Wykres 8

Oczekiwana inflacja implikowana z 5-letnich obligacji skarbowych.



Źródło: Bloomberg.

W ciągu miesiąca od ogłoszenia decyzji BJ, jen osłabił się wobec dolara o 6,8%⁵⁴ (Wykres 7). Pomimo, że decyzja Rady Polityki jest jednym z wielu czynników wpływających na kurs jena, komentarze komercyjnych instytucji rynku finansowego wskazują, że istotnie przyczyniła się do obserwowanej deprecjacji⁵⁵.

Po 14 lutym doszło również do wzrostu oczekiwanej inflacji implikowanej (*breakeven inflation rate*) dla 5-letnich obligacji skarbowych, która na początku marca osiągnęła dodatnią wartość (Wykres 8). Należy przy tym podkreślić, że wzrost oczekiwanej inflacji implikowanej utrzymywał się już od połowy 2011 r., jednak po decyzji Rady Polityki z lutego wzrost przyspieszył. Może to wskazywać, że po 14 lutego oczekiwania inflacyjne zwiększyły się. Nie można jednak wykluczyć, że do przyspieszenia wzrostu oczekiwanej inflacji przyczyniła się rosnąca premia za ryzyko inflacyjne, czyli wzrost wymaganej przez inwestorów stopy zwrotu w związku z niepewnością dot. kształtowania się inflacji w przyszłości^{XVIII}.

^{XVIII} Niektóre badania wskazują, że w krótkookresowe wahania premii za ryzyko inflacyjne są pozytywnie skorelowane z poziomem inflacji. Porównaj: Hördahl P., Tristani, O. (2010), *Inflation risk premia in the US and the euro area*, BIS Working Paper Nr 325.

Jednocześnie inflacja roczna mierzona wskaźnikiem CPI w Japonii wzrastała w okresie 11.2011-02.2012 i w pierwszych dwóch miesiącach 2012 r. osiągnęła dodatnią wartość.

VII. Wnioski

Przeprowadzona analiza porównawcza zmodyfikowanej strategii BJ i banków centralnych realizujących strategię BCI, wykazała, że istnieje znaczny obszar zgodności między porównywanymi strategiami, obejmujący przede wszystkim mandat banków, zakres działań nakierowanych na zwiększanie przejrzystości i możliwości ich rozliczania z realizacji celów. Ponadto BJ wprowadził w lutym 2012 r. ilościowy cel dla inflacji, zbliżony co do istoty do celów inflacyjnych (*inflation target*) banków centralnych uwzględnionych w porównaniu.

Jednocześnie pewne elementy strategii BJ odróżniają go od banków krajów rozwiniętych realizujących strategię BCI. Podczas gdy niektóre z tych różnic, wobec utrzymującej się w Japonii deflacji, są uzasadnione (poziom celu dla inflacji), inne mogą działać w kierunku zmniejszenia wiarygodności BJ (coroczna rewizja celu, sposób określenia celu). Ponadto należy zaznaczyć, że podczas gdy BJ może zostać uznany za *de jure* niezależny, kwestia zakresu jego niezależności *de facto* pozostaje dyskusyjna.

ZAŁĄCZNIK 1. Polityka monetarna Banku Japonii w latach 1989-2011

Opis polityki monetarnej prowadzonej w latach 1989-2011 przedstawiono w rozbiciu na trzy podokresy: 1989-1998, 1998-2006, 2006-2011. Ramy czasowe tych podokresów wyznaczają: zwrot w polityce monetarnej BJ z ekspansywnej do restrykcyjnej w 1989 r., nowelizacji *Prawa o Banku Centralnym* w 1998 r. oraz zakończenie pierwszego programu luzowania ilościowego w 2006 r.

II.1. Lata 1989-1998

W reakcji na silny wzrost cen aktywów finansowych oraz nieruchomości obserwowany od 1985 r., w listopadzie 1989 r. BJ zastrzył politykę monetarną. W okresie kolejnych 15 miesięcy dokonał 5 podwyżek stóp procentowych, podnosząc stopę dyskontową z poziomu 2,5% do 6%. W konsekwencji doszło do pęknięcia bańki spekulacyjnej. Gwałtowne obniżenie cen aktywów doprowadziło do pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz banków, co wywołało kryzys gospodarczy. Krytyka działania BJ w tym okresie koncentruje się na spóźnionym⁵⁶ i jednocześnie zbyt gwałtownym zastrzeniu polityki monetarnej⁵⁷. Wśród argumentów uzasadniających podjęcie działań przez BJ dopiero w 1989 r. wymienia się: utrzymującą się niską inflację oraz presję na utrzymanie niskich stóp procentowych wynikającą z porozumień dotyczących koordynacji polityki makroekonomicznej w obrębie grupy G7⁵⁸, brak niezależności BJ od Ministerstwa Finansów opowiadającego się przeciw podwyżkom stóp⁵⁹. Natomiast znaczna skala podwyżek stóp wynikała z konieczności zmiany oczekiwań rynkowych co do kształtowania się cen aktywów finansowych i nieruchomości w przyszłości (pierwsze podwyżki nie doprowadziły do istotnej korekty na rynku akcji czy spadku cen nieruchomości)⁶⁰.

W reakcji na pogarszającą się sytuację gospodarczą BJ zdecydował o powrocie do ekspansywnej polityki monetarnej: seria obniżek stóp zapoczątkowana w lipcu 1991 r. objęła 8 cięć i sprowadziła stopę referencyjną do poziomu 0,5% we wrześniu 1995 r. Podejmowano również kroki mające na celu zwiększenie efektywności polityki monetarnej: przeprowadzono stopniową deregulację rynkowych stóp procentowych, podejmowano kroki zmierzające do rozwoju operacji otwartego rynku (m.in. poszerzono zakres wykorzystywanych instrumentów finansowych oraz podmiotów dopuszczanych do transakcji)⁶¹. W konsekwencji wpływ stóp procentowych banku centralnego na działalność instytucji finansowych wzrósł. Skłoniło to BJ do zmiany celu operacyjnego w 1995 r., ze stopy depozytowej na stopę *overnight* od niezabezpieczonych kredytów (*uncollateralized overnight rate*). Pomimo wskazanych działań BJ inflacja mierzona wskaźnikiem CPI obniżyła się z 2% na początku 1992 r. do 0% w połowie 1995 r. Analizy wskazują, że w warunkach utrzymującej się stagnacji tempo dokonywanych cięć stóp procentowych było niewystarczające, co przyczyniło się do obniżania tempa inflacji.⁶²

Niewielkie ożywienie gospodarcze, którego sygnały pojawiły się w 1995 r. okazało się nietrwałe. Kryzys azjatycki doprowadził do wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 1997 r. Związany z osłabieniem koniunktury wzrost liczby nieregularnych kredytów oraz spadek cen aktywów doprowadził do kryzysu bankowego. W reakcji na zaburzenia w sektorze finansowym, BJ zaczął zasilać instytucje finansowe w płynność i dążyć do poprawy struktury aktywów banków. Niska skuteczność działań BJ uwydatniła potrzebę

poprawy jakości polityki monetarnej. Skłoniło to rząd do wprowadzenia istotnych zmian w *Prawie o banku centralnym*⁶³.

II.2. Lata 1998-2006

Nowelizacja *Prawa o banku centralnym* z 1947 r., która weszła w życie w 1998 r. znacząco zmieniła ramy funkcjonowania BJ:

- **Niezależność:** Minister Finansów został pozbawiony nadzoru (*general oversight*) nad BJ. Ponadto możliwość odwołania prezesa BJ została ograniczona do przypadków uzasadnionych przez zły stan zdrowia (i podobnych sytuacji), podczas gdy wcześniej Minister Finansów dysponował pełną swobodą przy odwoływaniu prezesa. Proces decyzyjny stał się bardziej niezależny od wpływów politycznych dzięki zmianie składu Rady Polityki: 7-osobowa Rada obejmująca prezesa, dwóch przedstawicieli rządu oraz czterech przedstawicieli sektora przemysłowego została zastąpiona 9-osobową w skład której wchodzi prezes, dwóch wiceprezesów oraz 6 członków mianowanych przez rząd (ponadto w posiedzeniach mogą brać udział 2 przedstawiciele rządu pozbawieni prawa głosu).

- **Mandat.** Celem BJ jest utrzymanie stabilności cen⁶⁴. Według wcześniej obowiązującej ustawy działalność BJ była nakierowana na wspieranie aktywności gospodarczej⁶⁵.

- **Przejrzystość.** Ustawa nakłada obowiązek publikowania *minutes* oraz transkrypcji dyskusji podczas posiedzeń Rady Polityki. Ponadto prezes BJ zobowiązany jest do składania oświadczeń przed parlamentem raz na pół roku.

Celem nowelizacji *Prawa o banku centralnym* było ustanowienie niezależności BJ, która miała pozwolić na wykorzystanie szerszego wachlarza instrumentów i wzrost efektywności działań banku. Najważniejsze działania BJ w analizowanym okresie obejmowały:

- w lutym 1999 r. wprowadzono politykę zerowej stopy procentowej (*Zero Interest Rate Policy, ZIRP*). W kwietniu dodano zobowiązanie, że stopa *overnight* będzie utrzymywana na poziomie zbliżonym do zera aż do czasu ustania zagrożenia deflacyjnego⁶⁶.

- w 2000 r. w reakcji na sygnały lekkiego ożywienia gospodarczego, BJ zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych (do poziomu 0,25%).

- nasilenie oczekiwań deflacyjnych oraz pogorszenie sytuacji gospodarczej skłoniły Radę Polityki do ponownej obniżki stóp już w lutym 2001 r. oraz do powrotu do ZIRP w kwietniu 2001 r. Jednocześnie wprowadzono zmianę celu operacyjnego BJ na wielkość salda rezerw utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym w BJ. Rada Polityki ustaliła poziom rezerw banków w banku centralnym, do którego osiągnięcia BJ miał dążyć, powyżej poziomu rezerw obowiązkowych a ponadto zadeklarowała utrzymanie takiej polityki do momentu gdy inflacja mierzona wskaźnikiem CPI trwale osiągnie poziom zera lub wyższy. Jednocześnie BJ ogłosił gotowość do zwiększania wolumenu przeprowadzanych operacji otwartego rynku, a także udostępnił bankom możliwość zaciągania kredytów lombardowych. Nowa polityka BJ została określona mianem luzowania ilościowego (*Quantitative Easing, QE*).

- zakres operacji otwartego rynku i docelowy poziom rezerw banków był wielokrotnie zwiększany. Ponadto poszerzano wachlarz instrumentów akceptowanych w operacjach otwartego rynku.

- w 2003 r. Rada Polityki doprecyzowała warunki zakończenia luzowania ilościowego: 1) ostateczny odczyt inflacji bazowej CPI na poziomie zera lub powyżej z tendencją potwierdzoną w okresie kilku miesięcy; 2) przekonanie BJ, że przyszła inflacja bazowa nie będzie osiągała ujemnych wartości. Jednocześnie podkreślono, że wskazane warunki są jedynie warunkami koniecznymi i QE może zostać utrzymane pomimo ich spełnienia.

- w marcu 2006 r. przedstawione powyżej warunki zostały spełnione i Rada Polityki podjęła decyzję o zakończeniu QE. Równocześnie zdecydowano o przywróceniu celu operacyjnego w postaci stóp procentowych.

Badania poświęcone analizie efektywności działań BJ w okresie 1998-2006 pozwalają na wysunięcie następujących wniosków:

- w okresie 1998-2001 działania BJ charakteryzowały się niską efektywnością, czego przyczyn należy upatrywać w: braku zdecydowanych działań w pierwszym okresie (co przypisywane jest tzw. *independence trap*: BJ nie chciał podejmować zdecydowanych działań, argumentując że ewentualne błędy zagrażą budowaniu wiarygodności- jednocześnie utrzymująca się deflacja działała w kierunku obniżenia tej wiarygodności)⁶⁷ oraz złej polityki komunikacyjnej (np. podejmowanie kroków mających na celu zwalczanie deflacji i jednocześnie wypowiedzi prezesa Hayami sugerujące, że deflacja nie jest zjawiskiem niepożądanym, a zbyt wczesne luzowanie polityki pieniężnej powstrzyma potrzebne reformy strukturalne⁶⁸; wielokrotne zapowiedzi podwyżki stóp procentowych przez prezesa BJ już od kwietnia 2000 r. chociaż decyzja zapadła dopiero w sierpniu⁶⁹).

- prowadzony w latach 2001-2006 program luzowania ilościowego miał ograniczony wpływ na gospodarkę japońską. Przegląd literatury empirycznej badającej efektywność programu QE wskazuje, że luzowanie ilościowe miało pewien wpływ na sytuację na rynku finansowym (wyplaszczanie krzywej rentowności), jednak nie doprowadziło do znaczących zmian poziomu cen i popytu⁷⁰. W literaturze wskazuje się następujące czynniki oddziałujące w kierunku ograniczenia efektywności QE: obawy o pozycję kapitałową powstrzymywały instytucje finansowe przed rozszerzaniem akcji kredytowej⁷¹; znaczna niepewność dot. przyszłej koniunktury gospodarczej podwyższała premię za ryzyko wpływającą na wycenę instrumentów finansowych, a skala tego wzrostu była większa niż skala spadku stóp w związku z QE⁷², błędy w polityce komunikacyjnej BJ: wypowiedzi przedstawicieli BJ mogły wskazywać, że zwalczanie deflacji nie jest podstawowym celem banku⁷³; ponadto członkowie Rady Polityki oraz pracownicy BJ wielokrotnie wyrażali wątpliwości dot. efektywności QE, a po jego wprowadzeniu nie podjęli próby wyjaśnienia czy i dlaczego uważają, że działanie to będzie jednak skuteczne⁷⁴.

II.3. Okres 2006-2011

W marcu 2006 r., Rada Polityki zdecydowała, że konieczne jest doprecyzowanie pojęcia stabilności cen w gospodarce. W tym celu, postanowiono podawać do publicznej wiadomości, jaki poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI jest zdaniem poszczególnych członków Rady Polityki zgodny z stabilnością cen w średnim- i długim okresie⁷⁵.

Po 2008 r., w reakcji na silne zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych w warunkach deflacji oraz stóp procentowych pozostających na poziomie bliskim zera, BJ

zwiększył zakres operacji otwartego rynku (poszerzając zakres instrumentów akceptowanych jako zabezpieczenie i stopniowo zwiększając wartość operacji), wprowadził tymczasowo nowe typy operacji (np. bezwarunkowy skup krótko- i długoterminowych korporacyjnych papierów dłużnych). W październiku 2010 r. BJ powrócił do ZIRP. Ponadto, w reakcji na wygaśnięcie wielu programów podjętych w 2008 r., wprowadził Program Skupu Aktywów (*Asset Purchase Programme, APP*) obejmujący dłużne papiery korporacyjne, jednostki ETF (*exchange-traded funds*) oraz jednostki funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości (*REITs*), a także ustanawiający operacje zasilające w płynność o stałym oprocentowaniu. Wartość skupowanych aktywów oraz udzielanych pożyczek w ramach APP była wielokrotnie zwiększana, z 35 bln jenów w październiku 2010 r. do 65 bln jenów w lutym 2012 r.

Badania dotyczące efektywności polityki monetarnej w analizowanym okresie wskazują, że luzowanie ilościowe miało istotny statystycznie wpływ na rynki finansowe, mierzony zmianami rentowności papierów skarbowych i korporacyjnych oraz cen akcji^{76, 77}. Analizy wskazują ponadto, że wpływ polityki monetarnej na produkcję oraz inflację w analizowanym okresie uległ pewnemu wzmocnieniu w stosunku do poprzednich lat, co przypisywane jest głównie efektom poprawy sytuacji w sektorze bankowym oraz obniżenia poziomu zadłużenia przedsiębiorstw^{78, 79}.

OPRACOWANIE:

Magda Ciżkowicz, tel. 85 11 43

APROBOWAŁ:

ZATWIERDZIŁ:

.....
(Pieczęć i podpis dyrektora biura IE
lub jego zastępcy)

.....
(Pieczęć i podpis dyrektora
lub zastępcy dyrektora IE)

¹ Zobacz: Saxonhouse, G., Stern, R. (2002), *Japan's lost decade: Origins, consequences, and prospects for recovery*, University of Michigan Discussion Paper Nr 484.

² Obliczenia własne na podstawie danych World Economic Outlook, IMF.

³ Yamaguchi, Y. (1999), *Asset price and monetary policy: Japan's experience*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City.

⁴ Bank of Japan (2006), *The introduction of a New Framework for the Conduct of Monetary Policy*.

⁵ Berkmen, P. (2012), *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are they now more effective?*, IMF Working Paper Nr WP/12/2.

⁶ Baumeister, C., Benati, L. (2011), *Unconventional monetary policy and the Great Recession*, ECB Working Paper Nr 1258.

⁷ M.in.: McCallum, B. (1999), *Theoretical analysis regarding a zero lower bound on nominal interest rates*, Carnegie-Mellon University; McKinnon, R., Ohno, K. (2000), *The foreign exchange origins of Japan's economic slump and low interest liquidity trap*, Working Papers Nr 052000, Hong Kong Institute for Monetary Research.

⁸ Svensson, L. (2000), *The zero bound in an open economy: A foolproof way of escaping from a liquidity trap*, NBER Working Papers Nr 7957.

⁹ Goodfriend, M. (2000), *Overcoming the zero bound on interest rates policy*, Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers Nr 3/2000.

-
- ¹⁰ Fukao, M. (2003), *Financial strains and the zero lower bound: the Japanese experience*, BIS Working Paper Nr 3/2003.
- ¹¹ Goodfriend, M (2001), *Financial stability, deflation and monetary policy*, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper Nr 1/2001.
- ¹² Bernanke, B. S. (2000), *Japanese monetary policy: A case of self-induced paralysis?*, ASSA meetings, Boston MA, 9 stycznia 2000.
- ¹³ Sterne, G. (2002), *Inflation targets in a global context*, w: Loayza, N., Soto, R. (red.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Bank of Chile.
- ¹⁴ Zobacz: Svensson, L.E.O. (2000), *The first year of the Eurosystem: Inflation targeting or not?*, NBER Working Paper Nr 7598; Mishkin, F. (2007), *Monetary Policy Strategy: How Did We Get There?*, NBER Working Paper Nr. 16755.
- ¹⁵ Mishkin, F. (1999), *International Experiences with Different Monetary Regimes*, Journal of Monetary Economics Nr 43.
- ¹⁶ Svensson, L.E.O. (1997), *Inflation targeting in an open economy: strict or flexible inflation targeting?*, Discussion Paper.
- ¹⁷ Svensson, L.E.O. (2000), *Open-economy inflation targeting*, NBER Working Papers Nr 6545.
- ¹⁸ Svensson, L.E.O. (2010), *Inflation targeting*, NBER Working Paper Nr 16654.
- ¹⁹ Krugman, P. (1998), *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*, Brookings Papers on Economic Activity Nr 29(2).
- ²⁰ Ito, T. (2004), *Inflation targeting and Japan: Why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?*, NBER Working Paper Nr 10818.
- ²¹ Posen, A. S. (1998), *Restoring Japan's economic growth*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- ²² Bernanke, B. S. (2000), *Japanese monetary ...*
- ²³ Okina, M. (1999), *Monetary policy under zero inflation: a response to criticism and questions regarding monetary policy*, Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- ²⁴ Ueda, K. (1999), *Why the Bank of Japan Won't Target inflation*, Wall Street Journal, 6 marzec 1999.
- ²⁵ Krugman, P.R. (1998), *It's baaack...*
- ²⁶ Minutes of the Monetary Policy Meeting, przykładowo z lutego 2002 r.
- ²⁷ Minutes of Monetary the Policy Meeting, przykładowo z czerwca 1999 r.
- ²⁸ Minutes of the Monetary Policy Meeting, przykładowo z czerwca 1999 r.
- ²⁹ Minutes of the Monetary Policy Meeting z marca 2002 r.
- ³⁰ Minutes of the Monetary Policy Meeting przykładowo z września 1999 r.
- ³¹ Minutes of the Monetary Policy Meeting przykładowo z października 2002 r.
- ³² Minutes of the Monetary Policy Meeting przykładowo z października 2000 r.
- ³³ Minutes of the Monetary Policy Meeting przykładowo ze stycznia 2003 r.
- ³⁴ Minutes of the Monetary Policy Meeting przykładowo ze stycznia 2006 r.
- ³⁵ Minutes of the Monetary Policy Meeting z 14 lutego 2012 r.
- ³⁶ Ibidem.
- ³⁷ Nomura Research Institute (2012), *The BOJ's price stability goal – rhetoric and practice*, Nr 133, marzec 2012; Alliance Bernstein (2012), *Is the might Yen relenting*, 24 luty 2012;
- ³⁸ Hammond, G. (2012), *State of art of inflation targeting*, CCBS Handbook Nr 29 , Bank of England.
- ³⁹ Issues in the Governance of Central Banks (2009), *A report from Central Bank Governance Group*, BIS.
- ⁴⁰ Shirakawa, M. (2012), *The Bank's of Japan efforts toward overcoming deflation*, speech at the Japan National Press Club in Tokyo, 17 luty 2012.
- ⁴¹ Minutes of the Monetary Policy Meeting z 14 lutego 2012.
- ⁴² Horváth R., Matějů, J. (2011), *How are inflation targets set?*, Working Paper Nr 2011/01, Charles University Prague.
- ⁴³ Schmidt-Hebbel, K., Werner, A. (2002), *Inflation targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, credibility, and the exchange rate*, Working Paper Nr 171, Central Bank of Chile.
- ⁴⁴ Mahadeva, L., Sterne, G. (2002), *The role of short-run inflation targets and forecasts in disinflation*, Bank of England Working Paper Nr 167, Bank of England; Schmidt-Hebbel, K. (2009), *Inflation targeting twenty years on: Where, when, why, with what effects, What lies ahead?*, Working Paper Nr 360, Universidad Católica de Chile.
- ⁴⁵ Shirakawa, M. (2012), *The Bank's of*
- ⁴⁶ Zobacz: Cukierman, A., Webb, S., Neyapti. B. (1992), *Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes*, World Bank Economic Review, Nr 6(3); Pollard, P.S. (1992), *Central bank independence and economic performance*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review Nr 93.

-
- ⁴⁷ Alpanda, S., Honig, A. (2010), *Political monetary cycles and a de facto ranking of central bank independence*, Journal of International Money and Finance Nr 29.
- ⁴⁸ Hammond, G. (2012), *State of art...*
- ⁴⁹ Cargill, T.F. (2012), *A critical assessment of the measures of central bank independence*, Economic Inquiry Nr 50.
- ⁵⁰ J.P. Morgan (2012), *BoJ's decision...*
- ⁵¹ Cukierman, A., Webb, S., Neyapti. B. (1992), *Measuring the independence...*; Vuletin G., Zhu, L. (2011), *Replacing a "disobedient" central bank governor with a "docile" one: A novel measure of central bank independence and its effect on inflation*, Journal of Money, Credit and Banking, Nr 43(6); Alpanda, S., Honig, A. (2010), *Political monetary ...*
- ⁵² Pod uwagę wzięte zostały następujące komentarze rynkowe: Goldman Sachs Asset Management, *Viewpoints from Chairman Jim O'Neill*, 6 kwietnia 2012; ING Investment Management, *Monthly Market Report*, marzec 2012; Bank of Ireland, *Global Markets*, 17 luty 2012; Musha Research, *Strategy Bulletin Nr 64*, 27 luty 2012; Danske Research, *Bank of Japan Preview*, Marzec 2012; Alliance Bernstein, *Is the might yen...*, 24 luty 2012; Grosvenor, *Global Outlook*, marzec 2012; Lombard Odier, *Investment Strategy Bulletin*, Marzec 2012; Schroders Investment Management, *Monthly markets review*, marzec 2012; Maybank, *Maybank FX research*, 05 marzec 2012; Generali Investment, *Where is the yen heading after the recent slide?*, 29 luty 2012.
- ⁵³ Czech National Bank, *Central Bank Monitoring*, March 2012; Swiss National Bank, *Quarterly Bulletin Nr 1/2012*; ECB, *Monthly Bulletin*, March 2012; Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin Nr 2/2012*.
- ⁵⁴ Dane Bank of Japan.
- ⁵⁵ Alliance Bernstein, *Is the might yen...*; Generali Investment, *Where is the yen heading after the recent slide?*, 29 luty 2012.
- ⁵⁶ Bernanke, B., Gertler, M. (1999), *Monetary policy and asset price volatility*, Economic Review IVQ, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- ⁵⁷ McCullum, B.T. (2003), *Japanese monetary policy 1991-2001*, Economic Quarterly Nr 1/2003, Federal Reserve Bank of Richmond.
- ⁵⁸ Yamaguchi, Y. (1999), *Asset price...*
- ⁵⁹ Jurek, M. (2004), *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004*, Bank i Kredyt Nr 7.
- ⁶⁰ Yamaguchi, Y. (1999), *Asset price ...*
- ⁶¹ Samaryna, H. (2010), *Deflacja w Japonii*, PWE, Warszawa.
- ⁶² Zobacz: Ito, T., Mishkin, F. (2004), *Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem*, NBER Working Papers Nr 10878; Fujiwara, I., et. al. (2007), *Japanese monetary policy during the collapse of the bubble economy: A view of policy-making under uncertainty*, Institute of Monetary and Economic Studies Discussion Paper Nr 2007-E-9, Bank of Japan.
- ⁶³ Jurek, M. (2004), *Kontrowersje wokół ...*
- ⁶⁴ Bank of Japan Act, 1997.
- ⁶⁵ Ito, T., Mishkin, F. (2004), *Two decades...*
- ⁶⁶ Ueda, K. (2000), *The transmission mechanism of monetary policy near zero interest rates: the Japanese experience 1998-2000*, speech given at a conference held at Swedish Embassy in Tokio.
- ⁶⁷ Cargill, T., et.al. (2000), *Financial policy and central banking in Japan*, Cambridge, MIT Press.
- ⁶⁸ Ito, T. (2006), *Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond*, BIS Papers Nr 31; Posen, A. (2000), *The political economy of deflationary monetary policy*, w: Mikitani R., Posen, A. (red.), *Japan's financial crisis and its parallels to U.S. experience*, Institute for International Economics, Washington.
- ⁶⁹ Bilski, H. (2002), *Japonia- walka o odzyskanie silnej pozycji gospodarczej i finansowej*, Materiały i Studia, Zeszyt Nr 140.
- ⁷⁰ Ugai, H. (2006), *Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses*, Working Paper Nr 06-E-10 Bank of Japan.
- ⁷¹ Jurek, M. (2004), *Kontrowersje wokół...*
- ⁷² Kimura, T., et.al. (2002), *The effect of the increase in monetary base on Japanese economy at zero rates: an empirical analysis*, Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Nr 22/2002.
- ⁷³ Werner, R.A. (2003), *Princes of the Yen*, M.E. Sharpe, New York.
- ⁷⁴ Voutsinas, K., Werner, R.A. (2011), *New evidence on the effectiveness of "Quantitative Easing" in Japan*, Center for Financial Studies Working Paper ; Ito T., Mishkin F. (2004), *Two Decades...*
- ⁷⁵ Bank of Japan (2006), *The introduction...*
- ⁷⁶ Lam, W.R. (2011), *Bank of Japan's monetary easing measures: Are they powerful and comprehensive?*, IMF Working Paper Nr 11/264.

⁷⁷ Ueada, K.(2011), *The effectiveness of non-traditional monetary policy measures: The case of the Bank of Japan*, CARF Working Paper Nr F-252

⁷⁸ Berkmen, P. (2012), *Bank of Japan's ...*

⁷⁹ Baumeister, C. Benati, L. (2011), *Unconventional monetary ...*