

# GOSPODARKA NARODOWA

7-8  
(251-252)  
Rok LXXX/XXI  
lipiec-sierpień  
2012  
s. 45-65

Andrzej WOJTYNA\*

## **Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?\***

---

**Streszczenie:** Artykuł ma charakter przeglądowny. Jego celem jest, po pierwsze, próba pokazania – w świetle dyskusji toczącej się wokół przyczyn, przebiegu i skutków obecnego kryzysu – czy i w jakim stopniu uzasadnione są zarzuty formułowane pod adresem polityki pieniężnej. Po drugie, celem jest sprecyzowanie, w jakim zakresie proponowane korekty dotyczą instytucjonalnego wymiaru strategii BCI. Rozważone zostaną propozycje zastąpienia jej strategią celu w postaci stabilizowania poziomu cen (*price-level targeting*), strategią celu dotyczącego nominalnego PKB (*nominal GDP targeting*) oraz podwyższenia celu inflacyjnego. Z przeprowadzonej analizy płynie ogólny wniosek, że dopóki nie zostaną rozwiązane szersze dylematy dotyczące optymalnego umiejscowienia funkcji nadzorczych, regulacyjnych i makroostrożnościowych w instytucjonalnej strukturze gospodarki, nieuzasadnione byłyby próby zastąpienia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego omówionymi w artykule alternatywnymi rozwiązaniami, niezależnie od zalet wskazywanych przez ich zwolenników.

**Słowa kluczowe:** banki centralne, polityka pieniężna, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, kryzys finansowy

**Kody JEL:** E52, E58

---

Artykuł wpłynął do druku 15 lipca 2012 r.

---

---

\* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Makroekonomii, e-mail: wojtynaa@uek.krakow.pl

\*\* Artykuł jest fragmentem pracy zbiorowej przygotowanej przez pracowników Katedry Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach badań statutowych. Praca pt. *Zmiany instytucjonalne w reakcji na obecny kryzys* zostanie opublikowana przez Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

## Uwagi wstępne

Przed wybuchem obecnego kryzysu finansowego większość banków centralnych opierała prowadzenie polityki pieniężnej na szeroko rozumianej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategia ta stawała się coraz bardziej popularna w różnych grupach krajów przede wszystkim ze względu na związaną z nią znaczną elastyczność instytucjonalną. Nie tylko mogła ona współwystępować z różnymi wariantami systemu kursowego, ale także przybierać specyficzne dla danego kraju rozwiązania dotyczące wysokości celu, pasma dopuszczalnych odchyłeń inflacji od celu, okresu jej powrotu do celu, form komunikacji z rynkami itd. O atrakcyjności strategii BCI przesądzało w dużej mierze również to, że była ona zgodna z najnowszymi osiągnięciami teorii ekonomii i metodami modelowania zjawisk. Dlatego zarówno teoretykom, jak i praktykom polityki pieniężnej wydawało się, że choć możliwe jest dalsze doskonalenie tej strategii (np. poprzez ogłaszanie ścieżki stóp procentowych zgodnej z projekcją inflacji), to w zasadzie nie ma wobec niej poważnej alternatywy.

Po wybuchu kryzysu, a szczególnie w okresie po upadku Lehman Brothers, na temat wcześniejszej polityki banków centralnych zaczęły się pojawiać coraz częstsze głosy krytyczne. Część komentatorów uznała nawet niewłaściwie prowadzoną politykę pieniężną (przede wszystkim przez System Rezerwy Federalnej) za najbardziej istotną przyczynę kryzysu. Z biegiem czasu, zarzuty wobec banków centralnych zaczęły jednak coraz wyraźniej odnosić się do innych niż polityka pieniężna obszarów ich działalności, przede wszystkim do kwestii stabilności finansowej. Coraz większego znaczenia zaczęło więc nabierać rozróżnienie między polityką pieniężną a polityką banku centralnego.

Celem artykułu jest, po pierwsze, próba pokazania – w świetle dyskusji toczącej się wokół przyczyn, przebiegu i skutków obecnego kryzysu – czy i w jakim stopniu uzasadnione są zarzuty formułowane wobec polityki pieniężnej. Po drugie, celem jest sprecyzowanie, w jakim zakresie proponowane korekty dotyczą instytucjonalnego wymiaru strategii BCI. Rozważone zostaną propozycje zastąpienia jej strategią celu w postaci stabilizowania poziomu cen (*price-level targeting*), strategią celu dotyczącego nominalnego PKB (*nominal GDP targeting*) oraz podwyższenia celu inflacyjnego.

### **Czy polityka pieniężna była jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu?**

Pytanie to należy postawić na początku, ponieważ jeśli uzna się, że banki centralne, a szczególnie System Rezerwy Federalnej (SRF), popełniły istotny błąd i znacząco przyczyniły się do powstania kryzysu, to wówczas argument za zmianami w prowadzonej przez nie polityce oraz w ich strukturze instytucjonalnej staje się znacznie silniejszy. I odwrotnie, jeśli polityka pieniężna nie jest jedną z głównych przyczyn, to dokonywanie w trakcie kryzysu istotnych zmian w sposobie jej prowadzenia byłoby wysoce niewłaściwe (por. [McCallum, 2011a]).

Zarzuty wysuwane wobec banków centralnych formułowane są w różnej postaci i na różnym poziomie ogólności. Konieczne jest zwrócenie uwagi, że w węższym ujęciu chodzi o błędy popełnione w ramach przyznanego bankom centralnym mandatu i nałożonego na nie celu. Chodzi więc o błędy w polityce ukierunkowanej na utrzymanie stabilności cen (lub celu inflacyjnego) oraz na podporządkowany temu celowi cel w postaci wzrostu gospodarczego. W tym przypadku, zarzut dotyczy najczęściej zbyt luźnego charakteru polityki pieniężnej w pierwszej połowie minionej dekady w stosunku do tego, co sugerowały wcześniejsze doświadczenia historyczne. Jednym z najbardziej znanych krytyków polityki SRF w latach 2001-2006 jest Taylor [2009, s. 2-3], który wskazuje na wyjątkowo niskie stopy procentowe w porównaniu z poziomem oszacowanym na podstawie tzw. reguły Taylora. Największa różnica wystąpiła w 2004 r., kiedy to rzeczywista stopa procentowa była niższa o ok. 3 pkt. proc. od oszacowań. Taylor pokazuje, że zmiany w cenach domów były wyraźnie skorelowane z odchyleniami stóp procentowych od poziomu wynikającego z reguły, nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale i w innych krajach. Chociaż do podobnego wniosku dochodzą też inni autorzy<sup>1</sup>, to jednak większość z nich uważa, że rola niskich stóp procentowych SRF jako przyczyny kryzysu była umiarkowana<sup>2</sup>.

Spór dotyczący skutków polityki SRF jest nadal nie rozstrzygnięty. Z jednej strony np. Reinhart i Reinhart [2011] uważają, że brak jest przekonujących podstaw teoretycznych i empirycznych, by przyjąć hipotezę o kluczowym znaczeniu niskich stóp procentowych jako przyczyny kryzysu. Autorzy ci przebadali, jak rynki aktywów reagowały na zmiany krótkookresowych stóp od utworzenia SRF w 1914 r. Okazuje się, że zmiany stóp SRF nie miały systematycznego wpływu na długookresowe stopy i na ceny domów, a od połowy lat 90. między obydwojma rodzajami stóp występowała ujemna korelacja. Autorzy przytaczają też doświadczenia innych krajów w czasie obecnego kryzysu i wskazują, że kryzys bankowy wystąpił w krajach, których systemy walutowe są w bardzo różny sposób powiązane z polityką pieniężną w Stanach Zjednoczonych. Dotyczy to nie tylko różnic występujących wśród krajów wysoko rozwiniętych (np. między krajami strefy euro a Wielką Brytanią i Islandią). Również w gospodarkach wschodzących, w których występowało zjawisko tzw. lęku przed całkowitym upłynięciem kursu (*fear of floating*) i które dlatego musiały prowadzić politykę monetarną powiązaną z polityką SRF, kryzysy bankowe nie występowały w sposób systematyczny<sup>3</sup>. Cytowani autorzy dochodzą do wniosku, że dostępne dowody przemawiają za hipotezą nadmiernych oszczędności w gospodarce światowej (*savings glut*)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Np. Smithers [2009, s. 46-47], wymienia je jako jedną z dwu głównych przyczyn (obok zbyt dużej dostępności kredytu) boomu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.

<sup>2</sup> Tak właśnie określili tę rolę Bean *et al.* [2010], co na konferencji w Jackson Hole spotkało się z polemiką ze strony Taylora [2010].

<sup>3</sup> Autorzy zadają w związku z tym pytanie: „dlaczego problemy luźnej polityki pieniężnej, którym przypisuje się kluczową rolę w powstaniu stanów nierównowagi, zatrzymują się na naszych granicach?”.

<sup>4</sup> Za hipotezą *savings glut* opowiada się wyraźnie m.in. Greenspan [2010], wskazując, że podwyżki stóp SRF przestały w istotny sposób wpływać na stopy długookresowe. Ciekawa jest

Wnioski co do roli polityki SRF stają się jednak dużo bardziej niejednoznaczne, gdy uwzględnia się najnowszy kierunek badań nad wpływem polityki pieniężnej na skłonność do podejmowania ryzyka i stosowania dźwigni w sektorze bankowym (*risk-taking channel*). Borio [2011a] podkreśla, że kanał ten działa szczególnie mocno, gdy stopy procentowe są przez dłuższy okres wyraźnie niższe od historycznych poziomów oraz gdy podmioty antycypują dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, jeśli doszłoby do załamania na rynkach finansowych. Jego zdaniem, jest coraz więcej dowodów empirycznych potwierdzających, że w ostatnich latach znaczenie tego kanału zwiększyło się. Przykładem tego kierunku badań jest praca De Nicolò *et al.* [2010]. Podobnie jak Reinhart i Reinhart [2011], autorzy ci wychodzą od tego, że często formułowana teza o wpływie niskich realnych stóp procentowych jest słabo udokumentowana empirycznie i słabo osadzona w teorii. Ich zdaniem, niewiele modeli makroekonomicznych uwzględnia bezpośrednio wpływ stóp banku centralnego na podejmowanie ryzyka przez banki. Z drugiej strony, modele podejmowania ryzyka w sektorze bankowym w zasadzie nadal nie uwzględniają oddziaływania polityki pieniężnej. Przeprowadzona przez De Nicolò *et al.* [2010] własna analiza empiryczna dotycząca Stanów Zjednoczonych oraz ocena wyników uzyskanych przez innych badaczy potwierdza ogólnie tezę o wpływie luźnej polityki SRF na wzrost skłonności do ryzyka i cen aktywów. Zwracają oni jednak uwagę, że zależność ta jest bardziej skomplikowana niż się wcześniej wydawało. Istotne znaczenie ma tu sytuacja finansowa banków: banki słabo dokapitalizowane będą w niewielkim stopniu skłonne zwiększyć stopień ryzyka. Oznacza to, że wpływ polityki pieniężnej na podejmowanie ryzyka może być różny w poszczególnych krajach oraz okresach w zależności od sytuacji w sektorze bankowym (np. stopnia konkurencji), na co z kolei oddziałuje stan koniunktury w gospodarce. Należy jednak zaznaczyć, że nie wszystkie badania nad nowym kanałem polityki pieniężnej dają podobne rezultaty. Co interesujące, o ile badania dotyczące poszczególnych krajów dostarczają słabego wsparcia dla omawianej hipotezy, o tyle wyraźnie bardziej jednoznaczne wnioski pojawiają się, gdy analizowany jest stopień poluzowania polityki pieniężnej w gospodarce światowej jako całości [Fujita *et al.*, 2010].

Inny interesujący i ważny aspekt zbyt niskich stóp procentowych wprowadzają do dyskusji Giavazzi i Giovannini [2010]. Ich zdaniem, kluczową funkcją współczesnego systemu finansowego jest „transformacja płynności”. Funkcja ta wiąże się jednak nieodłącznie z irracjonalnymi zachowaniami, których rozwiązania regulacyjne nie mogą do końca wyeliminować. Oznacza to, że pewna rola w przeciwdziałaniu kryzysowi finansowemu musi przypadać polityce pieniężnej: stopy procentowe powinny uwzględniać ryzyko jego wystąpienia. Autorzy uważają, że w dyskusji nad polityką pieniężną SRF, w której punktem odniesienia była reguła Taylora, nadmiernie koncentrowano się na odchyleniach inflacji od wartości docelowej. W dyskusji tej zbyt mało uwagi poświęcano

---

dyskusja uczestników konferencji nad tym tekstem. Co istotne, żaden z nich nie zakwestionował wniosku Greenspana o spadku skuteczności działań SRF.

natomiast innemu elementowi reguły – realnej stopie procentowej. W analizach empirycznych wykorzystuje się przeciętną minioną realną stopę procentową. Giavazzi i Giovannini argumentują jednak, że to realna stopa *ex ante* określa bodźce, od których zależy angażowanie się banków w transformację płynności. Jeśli te bodźce uległy z czasem zmianie (lub nie zostało to uwzględnione przy ustalaniu stóp w przeszłości), to również powinny ulec zmianie stopy procentowe. Jeśli więc banki centralne przy ustalaniu stóp procentowych nie będą brały pod uwagę ryzyka wystąpienia kryzysu, to stopy te w „normalnych czasach” będą zbyt niskie i proces transformacji płynności będzie subsydiowany. W takiej sytuacji gospodarka może zostać wepchnięta w pułapkę niskich stóp procentowych. Wówczas niskie stopy skłaniają do podejmowania nadmiernego ryzyka i zwiększają prawdopodobieństwo kryzysów. Z kolei kryzysy wymagają niskich stóp, aby podtrzymać funkcjonowanie systemu finansowego. W poważnie osłabionym systemie finansowym niezwykle trudno jest podnieść stopy, w związku z czym władze monetarne zostają uwięzione w równowadze przy niskich stopach procentowych.

Dyskusja nad relatywną rolą polityki pieniężnej SRF w wywołaniu obecnego kryzysu będzie prawdopodobnie trwać przez dłuższy czas. Na obecnym etapie rozsądna wydaje się kompromisowa ocena zaproponowana przez Farmera [2010, s. 94]. Porównując obecny kryzys z Wielkim Kryzysem i z wcześniejszymi przypadkami kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych dochodzi on do wniosku, że SRF nie spowodował kryzysu 2008 r., ale był bezsilny, by mu zapobiec. Jego zdaniem, gdyby stopy procentowe nie były już wcześniej na zerowym poziomie, to ich obniżenie mogłoby zapobiec wybuchowi kryzysu. Brak takiej możliwości spowodował, że obecny kryzys uległ zaostrzeniu, podobnie jak w latach 30. przesądził o pogłębieniu się Wielkiego Kryzysu.

Na koniec należy zwrócić uwagę, że niezależnie od wyników badań teoretycznych i empirycznych, na ewolucję publicznej oceny roli banków centralnych w wywołaniu kryzysu miało wpływ to, jak postrzegana była ich determinacja i skuteczność w walce z kryzysem. Można powiedzieć, że ich szybka i odważna reakcja, wykorzystująca niekonwencjonalne narzędzia polityki reakcja na kryzys częściowo zmasowała winę, jaką obarczano je w pierwszych fazach kryzysu<sup>5</sup>. Z drugiej strony należy pamiętać, że oceny zachowań banków centralnych w trakcie kryzysu mogą być na obecnym etapie zbyt pochlebne i mogą zostać negatywnie zweryfikowane, jeśli okaże się, że słabo radzą sobie ze strategią wychodzenia z niestandardowych działań. Dlatego np. Bank Rozliczeń Międzynarodowych przychyłając się do dominującej opinii, że agresywne poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne uchroniło gospodarkę światową przed zapaścią finansową, ostrzega jednocześnie [BIS, 2012] przed nadmiernym optymizmem płynącym z utrzymywania się rzeczywistej, a także oczekiwanej inflacji w granicach przyjętego celu. Zdaniem autorów raportu, poziom realnych stóp procentowych (niezależnie czy deflowany inflacją bieżącą

<sup>5</sup> Niektórzy komentatorzy porównywali Bena Bernanke do lekarza, który najpierw wywołał u pacjenta chorobę, by potem pokazać, jak skutecznie potrafi ją leczyć.

czy bazową) oraz odchylenia stóp od poziomów wynikających z analizy opartej na regule Taylora jednoznacznie wskazują na silnie amortyzujący charakter polityki pieniężnej (s. 39-40).

### **Czy strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga istotnych korekt?**

Do wybuchu kryzysu zdecydowanie dominował pogląd, że strategia BCI okazała się wielkim sukcesem i że w zakresie poszukiwania sposobów prowadzenia polityki pieniężnej oznaczała ona swoisty „koniec historii”, jak to ironicznie określił Davies [2010]. Strategia ta wydawała się być skuteczna nie tylko w ograniczeniu wahań inflacji, ale także wahań produkcji, bowiem coraz powszechniej jej stosowaniu towarzyszyło osłabienie tradycyjnie rozumianych wahań koniunkturalnych i zwiększenie stabilności makroekonomicznej (*Great Moderation*). Po wybuchu kryzysu, gdy zaczęło się poszukiwanie winnych, dominująca w bankach centralnych strategia zaczęła być krytykowana, chociaż SRF nigdy jej oficjalnie nie przyjął. Należy jednak przypomnieć, że już na początku minionej dekady ekonomiści z Banku Rozliczeń Międzynarodowych (White, Borio, Lowe) krytykowali tę strategię, zwracając uwagę, że wąskie oparcie się na celu inflacyjnym grozi powstawaniem stanów nierównowagi i baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów.

W trakcie trwania kryzysu stopniowo zaczął przeważać pogląd, że związane z nim doświadczenia nie stanowią wystarczającej przesłanki, by dokonywać daleko idących zmian w strategii BCI. Inaczej mówiąc, strategię BCI można traktować jako tę część konsensu sprzed kryzysu, która zachowała ważność. Widać to wyraźnie w tych opracowaniach, które są próbą oceny, w jakim stopniu ogólna „nauka o prowadzeniu polityki pieniężnej” (*science of monetary policy*) powinna ulec w wyniku kryzysu rewizji. Jedną z ważniejszych prób dokonania takiego wstępnego, ale kompleksowego bilansu jest praca Mishkina [2011]. Autor ten wychodzi od tego, że do kryzysu praktycznie wszystkie banki centralne, które dysponowały niezależnością, prowadziły strategię elastycznego celu inflacyjnego, jeśli przyjąć definicję Svenssona, że jej istotą jest ogłoszenie przez nie realizacji standardowej funkcji celu oznaczającej minimalizację inflacji i luki produkcji w układzie międzyokresowym. Strategia ta wynikała z ośmiu zasad, na których opierała sformułowana w końcu lat tzw. nowa synteza neoklasyczna. Kolejnym istotnym punktem oceny Mishkina w odniesieniu do strategii BIC jest stwierdzenie, że problemem polityki pieniężnej w ostatnim czasie nie był brak jej skuteczności, lecz to, że recesyjny szok w reakcji na kryzys finansowy był zbyt silny, by mógł on zostać przez nią zneutralizowany<sup>6</sup>. Ponieważ, jego zdaniem, osiem zasad nowej syntezy neoklasycznej nie zostało

<sup>6</sup> Interesującą konkretyzacją tej opinii jest uwaga Beana [2011], że o ile w normalnych warunkach do scharakteryzowania polityki pieniężnej wystarcza jedna stopa procentowa, o tyle w czasie kryzysu musi być uwzględniana cały zbiór stóp rynkowych.

przez kryzys podważonych, to również nie ma potrzeby poważniejszych zmian w strategii elastycznego celu inflacyjnego.

Do podobnej, ogólnie pozytywnej oceny strategii BCI dochodzą Bean *et al.* [2010], aczkolwiek punktem odniesienia jest dla tych autorów tzw. konsens z Jackson Hole, który uformował się kilkanaście lat temu<sup>7</sup>. Podsumowując przeprowadzoną analizę stwierdzają, że „Elastyczne cele inflacyjne (przyjęte zarówno *explicite*, jak i *implicite*), które pozwalają władzom monetarnym na pewną ograniczoną uznaniowość w amortyzowaniu szoków oddziałujących na poziom cen, dostarcza nadal właściwych ram organizacyjnych dla prowadzenia polityki pieniężnej” (s. 318). W innej pracy Bean [2010] zwraca słusznie uwagę na częsty logiczny błąd popełniany przy ocenie strategii BCI na podstawie doświadczeń z kryzysu. Błąd ten polega na tym, że z niewątpliwie poprawnej oceny, iż strategia ta nie jest wystarczająca do osiągnięcia ani stabilności cen, ani stabilności finansowej, wyciąga się wniosek o konieczności ustanowienia dla polityki pieniężnej dodatkowego celu. Przeciwno daleko idącym modyfikacjom strategii BCI w reakcji na kryzys wypowiada się też Svensson [2010], jeden z najwybitniejszych specjalistów w zakresie strategii monetarnych, a obecnie również wiceprezes Banku Szwecji<sup>8</sup>. Wyważone stanowisko w tej kwestii przyjmuje Issing [2012, s. 25-26]. Jego zdaniem, w odniesieniu do części elementów strategii BCI konsens nadal występuje i powinien zostać utrzymany także w przyszłości. Do elementów tych zalicza: a) zobowiązanie się do liczbowego definiowania niskiej inflacji lub stabilności cen; b) przyjęcie polityki ukierunkowanej na przyszłość; c) formułowanie poglądów, strategii i działań w sposób przejrzysty oraz d) komunikowanie ich rynkom i całemu społeczeństwu. Zauważa przy tym, że są to ważne elementy także innych niż BCI strategii polityki pieniężnej. Za wyraźnie sporną Issing uznaje natomiast kwestię znaczenia prognoz inflacyjnych w strategii oraz jej horyzont czasowy.

Część autorów idzie dalej twierdząc, że strategia BCI pomogła stosującym ją krajom łatwiej przejść przez kryzys. Przeprowadzona przez De Carvalho Filho (2010) analiza empiryczna obejmująca początkowy okres kryzysu dostarczyła pewnego wsparcia dla tego stanowiska. Kraje te m.in. silnie obniżyły stopy nominalne, co bardziej ograniczyło ryzyko wystąpienia deflacji. Silniejsza była też realna deprecjacja, której – co istotne – nie towarzyszył wzrost premii za ryzyko, a także mniejszy był koszt w postaci wzrostu stopy bezrobocia. Przewaga w postaci wyższego tempa wzrostu PKB wystąpiła natomiast tylko w grupie krajów rozwiniętych stosujących strategię BCI.

<sup>7</sup> Konsens z Jackson Hole jest oczywiście w dużej mierze zbieżny z tezami nowej syntezy neoklasycznej.

<sup>8</sup> Wyraźnie odmiennego zdania jest Borio [2011b], który uważa, że obecny kryzys oznacza załamanie się podstawowych ram teoretycznych (paradygmatu), na których w poprzednich dwu dekadach opierało się prowadzenie polityki pieniężnej. Ramy te tworzyły kanoniczne modele makroekonomiczne, w których jedyną przyczyną odchylenia od stanu pełnej równowagi były sztywności cen. Modele te leżały u podstaw dominującego przekonania, że najlepszy sposób, w jaki polityka pieniężna może przyczynić się do stabilności makroekonomicznej polega na zapewnieniu stabilności cen.

Te pierwsze pozytywne doświadczenia znalazły potwierdzenie w późniejszej pracy De Carvalho Filho [2011]. Autorka objęła analizą 51 krajów (zarówno wysoko rozwiniętych, jak i gospodarki wschodzące, spośród których 23 stosują strategię BCI). Okazało się, że kraje stosujące tę strategię osiągnęły wyraźnie lepsze efekty w zakresie wzrostu gospodarczego niż pozostałe kraje. Przyjęta procedura badawcza pozwoliła oddzielić wpływ tego czynnika od innych determinant sprzed kryzysu, które również mogły oddziaływać na proces wzrostu gospodarczego<sup>9</sup>. Korzystny wpływ strategii BCI na wzrost wynikał, po pierwsze, z silniejszego obniżenia nominalnych i realnych stóp procentowych. W reakcji na kryzys stosujące ją kraje obniżyły realne stopy o 1,5-2 punkty proc. silniej niż pozostałe kraje. Po drugie, w krajach stosujących tę strategię mniejsze były obawy przed wystąpieniem deflacji i związanej z nią pułapki płynności. Po trzecie, w krajach tych wystąpiła silna deprecjacja walut, która – co istotne – nie była jednak skutkiem wyższej wyceny ryzyka przez rynki finansowe. Wszystkie dziesięć krajów, w których w ciągu pierwszych sześciu miesięcy kryzysu doszło do najsilniejszej deprecjacji walut, realizowały strategię BCI<sup>10</sup>. Zdaniem autorki, choć uzyskane rezultaty wymagają dalszych badań, to są zgodne z przekonaniem, że strategia BCI pozwala na bardziej agresywne zmiany w polityce pieniężnej w sytuacji, gdy wymaga tego nowa sytuacja gospodarcza. Co szczególnie interesujące, badania te wydają się też wskazywać, że w okresie obecnego kryzysu zalety strategii BCI stają się dużo bardziej wyraźne niż było to w okresie poprzedzającej go pomyślnej koniunktury (*Great Moderation*).

## Proponowane zmiany

### Przejsie na cel stabilizowania poziomu cen

Mimo ogólnie dominującej pozytywnej oceny strategii BCI nawet w odniesieniu do obecnego kryzysu, we wszystkich przytoczonych opiniach zwraca się jednak uwagę na celowość dyskusji nad niektórymi szczegółowymi jej elementami i nad ewentualnym ich skorygowaniem lub uzupełnieniem. Najbardziej daleko idąca jest propozycja zastąpienia celu inflacyjnego celem w postaci stabilnego poziomu cen (*price-level targeting*). Podstawowa różnica między obydwoma strategiami polega na tym, że w tym drugim przypadku odchylenia w górę lub w dół od przyjętej oczekiwanej ścieżki celu nie są przez władze monetarne ignorowane, lecz są kompensowane poprzez odpowiednie zmiany stóp procentowych. Oznacza to, że prawdopodobieństwo wystąpienia

<sup>9</sup> Autorka uwzględniła tu następujące zmienne: wzrost kredytu sektora prywatnego, relację krótkookresowego zadłużenia do PKB, relację rezerw walutowych do długu krótkookresowego, relację rezerw do PKB, ograniczenia dotyczące przepływu kapitału, łączny napływ kapitału, otwartość w zakresie handlu zagranicznego, saldo na rachunku bieżącym, elastyczność kursu walutowego. Uwzględnione zostały też czynniki oddziałujące na wzrost już w okresie kryzysu – wzrost gospodarczy u partnerów handlowych oraz zmiany w *terms of trade*.

<sup>10</sup> Warto zaznaczyć, że najsilniejsza deprecjacja wystąpiła w Polsce (31%).

wzrostowego dryfu cen jest wyraźnie mniejsze niż przy celu inflacyjnym. Za strategią stabilności cen przemawiają silne argumenty teoretyczne – jest ona zgodna z najnowszymi wynikami badań nad optymalną polityką pieniężną. Oprócz zmniejszenia niepewności podmiotów co do przyszłego poziomu cen, inną bardzo ważną zaletą tej strategii jest ograniczenie zmienności inflacji oraz produkcji, co wynika głównie ze stabilizującej roli ukierunkowanych na przyszłość oczekiwań podmiotów<sup>11</sup>. Na przykład przy niekorzystnym szoku popytowym, który spycha poziom cen poniżej ścieżki celu, racjonalne podmioty będą oczekiwać, że powrót do ścieżki będzie wymagał polityki, która doprowadzi do przejściowo wyższej inflacji. Oznacza to, że przewidywana realna stopa procentowa obniży się i już obecnie będzie oddziaływać stymulująco na popyt. Z tego stabilizującego oddziaływania oczekiwań wynika jednocześnie mniejszy zakres obniżek nominalnych stóp procentowych koniecznych do zamortyzowania szoku popytowego (por. [Bean *et al.*, 2010, s. 292]). Przykład ten pokazuje, dlaczego w ostatnich latach tak bardzo wzrosło zainteresowanie tą strategią. „Stracona dekada” w Japonii oraz przebieg obecnego kryzysu pokazały, że spirala deflacyjna jest realnym i bardzo poważnym zagrożeniem, a konwencjonalna polityka monetarna staje się nieskuteczna ze względu na problem tzw. dolnej zerowej granicy nominalnych stóp procentowych. O ile w warunkach „normalnych” obydwie strategie dają podobne efekty, o tyle w przypadku „zerowej granicy”, strategia poziomu cen ma istotną przewagę [Walsh, 2009, s. 280-281]<sup>12</sup>. Jak zauważa Kahn [2009], cel inflacyjny pomaga zapobiec wzrostowi realnych stóp procentowych, natomiast cel w postaci stabilności cen wywiera dodatkowo presję na spadek stóp. Jeśli cel jest wiarygodny, to średniookresowe oczekiwania inflacyjne będą na nim zakotwiczone. Przy zerowych stopach nominalnych stopy realne będą ujemne i zakotwiczone na poziomie celu inflacyjnego<sup>13</sup>. Ujemne realne stopy będą podtrzymywać aktywność gospodarczą, ale przy strategii stabilności cen, efekt ten będzie silniejszy. W tej bowiem strategii każdy spadek inflacji, który przesuwa poziom cen poniżej przyjętej ścieżki musi zostać w przyszłości zneutralizowany odpowiednio wyższą inflacją. Im silniejsza więc będzie bieżąca presja dezinflacyjna lub deflacyjna, tym wyższe będą średniookresowe oczekiwania inflacyjne i tym samym niższe będą realne stopy, co powinno dodatkowo sprzyjać ożywieniu gospodarczemu.

<sup>11</sup> Należy przypomnieć, że wcześniejsze badania sugerowały wzrost zmienności inflacji i produkcji w wyniku zastosowania tej strategii (zob. szerzej [Kahn, 2009]).

<sup>12</sup> Walsh [2009, s. 283], za przewagę strategii poziomu cen uznaje również jej większy wpływ na ograniczenie „tarcia” w systemie finansowym (*financial frictions*), co poprawia dodatkowo „wymienność” między stabilnością inflacji i produkcji. Autor ten zwraca również uwagę, na to, że pewne cechy najczęściej stosowanych modeli teoretycznych mogą zaniżać korzyści tej strategii. Po pierwsze, w opartych na nich analizach symulacyjnych pomija się problem „zerowej granicy”, przy którym strategia ta ma wyraźną przewagę. Po drugie, modele zazwyczaj pomijają „tarcia finansowe” wynikające z kontraktów dłużnych zawieranych w kategoriach nominalnych. Strategia stabilnego poziomu cen zwiększając stabilność realnych stóp ogranicza premię za ryzyko w tego rodzaju kontraktach.

<sup>13</sup> Czyli np. przy celu inflacyjnym 2% realne stopy będą zakotwiczone na poziomie -2%.

Wydawałoby się, że silne przesłanki teoretyczne, a także doświadczenia związane ze „straconą dekadą” Japonii oraz z obecnym kryzysem będą skłaniać banki centralne do przechodzenia na strategię stabilizowania poziomu cen. Okazuje się jednak, że bardziej zaawansowane próby w tym kierunku podjął w zasadzie tylko Bank Kanady<sup>14</sup>. Ostrożność ta wynika z następujących istotnych kontrargumentów o charakterze empirycznym i praktycznym:

- brak jest wcześniejszych doświadczeń z tego rodzaju strategią. W zasadzie jedynym przykładem jest Szwecja, która w 1931 r. odeszła od systemu waluty złotej i wprowadziła tę strategię. Mimo ogólnie korzystnych efektów jej zastosowania<sup>15</sup>, Szwecja musiała odejść od niej w 1937 r. ze względu na nadmierną aprecjację korony w stosunku do funta sterlinga. Odmienność uwarunkowań w tak odległym historycznie okresie nie upoważnia do przenoszenia pozytywnych wniosków na obecny okres,
- przy celu w postaci poziomu cen, oczekiwania inflacyjne pełniłyby rolę automatycznego stabilizatora, ale zależy to od założenia, że oczekiwania podmiotów są silnie ukierunkowane na przyszłość, co nie znajduje przekonującego wsparcia w badaniach empirycznych. Jeśli ponadto proces inflacji cechuje inercja i znaczna część przedsiębiorstw ustala ceny na podstawie jej tempa w przeszłości, to wówczas optymalne może być dopuszczenie pewnego wzrostowego dryfu poziomu cen, który ułatwia dostosowanie (por. [Bean *et al.*, 2010, s. 293])<sup>16</sup>,
- mogą wystąpić trudności w komunikowaniu zmian w prowadzonej polityce (np. podwyżki stóp), które nie wydają się potrzebne w świetle bieżącej koniunktury. Ponadto przejście z jednej strategii na inną może być trudne do wyjaśnienia, szczególnie w okresie kryzysu, gdy gospodarka znalazła się np. w pułapce płynności. Może to znacząco obniżyć wiarygodność nowej strategii (oraz samego banku centralnego) i tym samym zniweczyć stabilizujący efekt oczekiwań inflacyjnych<sup>17</sup>. Należy przypomnieć, że strategia BCI została oficjalnie wprowadzona przez banki centralne dopiero po zakończonym sukcesem procesie dezinflacji. Osobnym problemem jest znalezienie odpowiedniego miernika stabilności cen, który z konieczności musi być celem

<sup>14</sup> Jeden z ważnych argumentów, jakiego używa prezes Banku Kanady, dotyczy tego, że strategię stabilnego poziomu cen można bardziej skutecznie powiązać z równoległe realizowanym celem w postaci stabilności finansowej. Zwraca on jednak uwagę, że pełniejsza ocena tych zależności wymaga rozwinięcia modeli, które będą dużo bardziej realistycznie oddawać zależności między zjawiskami finansowymi i realnymi niż ma to miejsce w standardowym modelu akceleratora finansowego (zob. szerzej [Carney, 2009]).

<sup>15</sup> M.in. Szwecji udało się uniknąć dwucyfrowej deflacji, a spadek produkcji był wyraźnie niższy niż w Stanach Zjednoczonych (zob. szerzej [Kahn, 2009]).

<sup>16</sup> Jest to jeden z argumentów za szukaniem pewnych pośrednich rozwiązań łączących zalety strategii BCI i strategii stabilnego poziomu cen. Jedną z często powracających propozycji jest przyjęcie za cel przeciętną stopę inflacji z minionego okresu (zob. szerzej [Kahn, 2009]).

<sup>17</sup> Decressin i Laxton [2009] stawiają w tym kontekście pytanie, czy przejście na nową strategię zostałyby uznane przez podmioty za wiarygodne w sytuacji, gdy nominalne stopy procentowe osiągnęły już dolną zerową granicę. Wówczas bowiem trudno może być przekonać podmioty, że bank centralny będzie w stanie wywołać w średnim okresie inflację przekraczającą np. 2%.

ruchomym i który dlatego nie jest równie prosty i łatwo zrozumiały w procesie komunikacji, jak cel inflacyjny. Proces uczenia się przez podmioty zasad funkcjonowania nowej strategii może być długi i w konsekwencji przejściowe koszty mogą okazać się wyższe od końcowych korzyści (por. [Kahn, 2009]),

- strategia nie spełnia kryterium spójności polityki ekonomicznej w czasie, ponieważ gdy gospodarka wyjdzie już z problemu „zerowej granicy nominalnych stóp”, to pojawia się bodziec do reoptymalizacji: rozwiązaniem optymalnym staje się wówczas rezygnacja z proinflacyjnych działań, które są niezbędne, by poziom cen powrócił na ścieżkę ogłoszoną jako cel. Jest też szerszy wymiar tego problemu. Optymalne zobowiązanie oznacza trwanie przy wcześniej ogłoszonej polityce, nawet jeśli bieżąca sytuacja przemawia za jej zmianą. Wiele banków centralnych zobowiązało się wcześniej do realizacji strategii BCI i trwając przy tym zobowiązaniu zbudowały one antyinflacyjną reputację. Choć znalezienie się w obliczu problemu „dolnej granicy” przemawiałoby za przejściem do nowej strategii, to decyzja taka, szczególnie w okresie kryzysu, byłaby przykładem działań dyskrecjonalnych *par excellence*.

Niezależnie od wymienionych kontrargumentów, przejście na nową strategię akurat w okresie kryzysu mogłoby być odebrane jako próba realizowania przez bank centralny pewnych ukrytych celów i mogłoby niepotrzebnie obniżyć jego reputację. Taki odbiór działań banku mógłby wystąpić ze względu na silny wzrost niepewności co do przyszłej sytuacji makroekonomicznej. Co prawda na dłuższą metę realizacja strategii stabilizacji poziomu cen oznacza wolniejszy dryf cen niż w przypadku strategii BCI, to występujący w danym okresie spłot niekorzystnych zjawisk makroekonomicznych (sytuacja stagflacyjna i rosący deficyt budżetowy) może powodować, że podmioty będą traktować zmianę strategii jako wzrost ryzyka inflacyjnego.

### Przejście na cel nominalnego PKB

Również ta propozycja nie jest nowa, lecz stała się ponownie przedmiotem dyskusji w następstwie obecnego kryzysu. W sposób znaczący zmienił się jednak kontekst, w jakim propozycja ta jest analizowana jako alternatywa wobec innych rozwiązań. W pierwszej fazie dyskusji (przełom lat 80. i 90.) kontrowersje dotyczyły nie tyle samego celu finalnego polityki pieniężnej, ile optymalnego sposobu powiązania go z celem pośrednim. Uczestniczyli w niej między innymi Bennett McCallum, Robert Hall, Gregory Mankiw i John Taylor. Omawiając ten etap dyskusji Bofinger [2001, s. 161-162] zwraca uwagę na kilka płynących z niej wniosków. Po pierwsze, można wyróżnić dwa warianty tej strategii<sup>18</sup>: a) przyjęcie za cel określonego tempa wzrostu nominalnego PKB w każdym kolejnym okresie (np. rocznym) i b) przyjęcie za cel określonej ścieżki

<sup>18</sup> Hall i Mankiw [1994, s. 77] wyróżniają jako trzeci wariant tzw. strategię hybrydową (*hybrid targeting*). Polega ona na „utrzymaniu wzrostu nominalnego PKB w nadchodzącym roku jak najbliższej przyjętej wielkości plus bieżąca luka procentowa między rzeczywistym dochodem a poziomem równowagi”.

poziomu nominalnego PKB w dłuższym okresie (np. kilku lat). Ten pierwszy wariant jest zdaniem Bofingera mniej ambitny, ponieważ nieosiągnięcie celu w danym okresie nie ma wpływu na kolejne okresy. Po drugie, choć w praktyce strategia nominalnego PKB jest podobna do strategii BCI, to konieczne jest ich rozróżnianie ze względu na to, że ta pierwsza: a) jest często, lecz błędnie utożsamiana ze strategią opartą na regule wzrostu podaży pieniądza i b) została zaprojektowana pierwotnie przez McCalluma jako nieformalna reguła, która wykorzystuje bazę monetarną jako cel operacyjny [Bofinger, 2001, s. 275]. Jeśli bank centralny przyjmie strategię nominalnego PKB jako celu finalnego, to wówczas cel pośredni odnoszący się do bazy monetarnej jest rozwiązaniem lepszym niż dotyczący stóp procentowych. W tym drugim przypadku może dojść do niepożądanych fluktuacji w bazie monetarnej (s. 327).

Ta pierwsza faza dyskusji zakończyła się w sposób naturalny, ponieważ od połowy lat 1990. w bankach centralnych coraz bardziej dominująca stała się strategia BCI. Obecny renesans zainteresowania strategią nominalnego PKB wynika przede wszystkim stąd, że zdaniem niektórych ekonomistów w warunkach obecnego kryzysu jej zastosowanie byłoby lepszą odpowiedzią na stany nierównowagi makroekonomicznej. Bardzo gorącym orędownikiem przejścia banków centralnych, a przede wszystkim SRF na strategię nominalnego PKB jest Sumner [2011]. Jego zdaniem, SRF zareagował zbyt słabo i zbyt późno na kryzys finansowy, a podjęte działania oparte *de facto* na strategii BCI okazały się „wysoco nieadekwatne”. Sumner uważa, że efekty tych działań byłyby znacznie lepsze, gdyby SRF realizował strategię nominalnego PKB, ponieważ wskaźnik ten odzwierciedlałby dużo lepiej przebieg i skalę obecnego kryzysu. Wynika to stąd, że chociaż między rokiem 2008 i 2009 nominalny PKB zmniejszał się w tempie najszybszym od 1938 r., to inflacja (a w każdym razie inflacja bazowa) nie dawała podstaw do niepokoju. Ponieważ ceny nie mogą dostosować się szybko do tak silnego, nagłego spadku wydatków, to spadek nominalnego PKB musiał dokonać się poprzez spadek realnego PKB, czyli poprzez silną recesję. Zarzuty Sumnera wobec polityki SRF dotyczą przy tym nie tylko okresu recesji, ale także – a nawet głównie – słabości ożywienia, które po niej nastąpiło. Według niego, ożywienie to byłoby znacznie silniejsze, gdyby SRF realizował strategię nominalnego PKB. Autor wyjaśnia to porównując obecne ożywienie z długookresowymi trendami gospodarki amerykańskiej oraz z przebiegiem ożywienia w latach 1983-1984. Podkreśla, że nie do pomyślenia jest to, aby również obecnie realny PKB mógł rosnąć w tempie 7,7%, jeśli nominalny PKB rośnie w tempie 4,3% (3% wzrostu realnego PKB i 1,3% inflacji). Ponieważ w czasie obecnego ożywienia tempo wzrostu realnego PKB jest zbliżone z długookresowym trendem, to nie może zostać domknięta ujemna luka popytowa powstała w czasie recesji<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Zdaniem Sumnera, bez uprzedniego zamknięcia tej luki bardzo trudne jest rozstrzygnięcie toczącej się w Stanach Zjednoczonych dyskusji dotyczącej tego, w jakim stopniu zjawisko „bez-zatrudniowego ożywienia” (*jobless recovery*) można wyjaśnić zbyt niskim popytem, a w jakim strukturalnym niedostosowaniem w zakresie kwalifikacji pracowników.

Opowiadając się za strategią nominalnego PKB, Sumner wskazuje na cztery ograniczenia strategii CPI, z których dwa są w szczególności interesujący sposób powiązane z dylematami polityki pieniężnej w obecnym kryzysie. Pierwsze ograniczenie wiąże się z „polityką inflacji”, a ściślej – z politycznym kosztem, jaki pojawiłby się, gdyby SRF próbował komunikować otoczeniu optymalną politykę pieniężną. Chodzi o to, że przy symetrycznym traktowaniu celu, bank centralny powinien w zasadzie połowę czasu przeznaczać na ograniczanie inflacji, a połowę na jej podwyższanie, tak aby nie spadła ona poniżej celu. Problem polega jednak na tym, że SRF nie może oficjalnie ogłaszać, iż inflacja jest zbyt niska i należy ją podnieść, jeśli w społeczeństwie utrwalony jest pogląd o negatywnym wpływie inflacji na poziom realnych dochodów<sup>20</sup>. Jeśli cel odnosiłby się natomiast do nominalnego PKB, to wówczas zakomunikowanie optymalnej w tych warunkach polityki byłoby dużo łatwiejsze. Autor podaje następujący hipotetyczny przykład: Ben Bernanke zamiast mówić w połowie 2010 r., że inflacja jest zbyt niska ogłosiłby, iż wejście na ścieżkę zdrowego żywienia wymaga przyspieszenia tempa wzrostu z 4,3% do 6,3%. Według Sumnera „taki przekaz byłby dla przeciętnego wyborcy dużo bardziej atrakcyjny niż opowiedzenie się za wyższą inflacją”.

Drugie ograniczenie też wiąże się z komunikowaniem przez bank centralny swojej polityki otoczeniu, ale dotyczy poszukiwania optymalnej *policy mix*. Jest ono przez Sumnera ilustrowane dylematem polityki makroekonomicznej w Wielkiej Brytanii w obecnym kryzysie. Jego zdaniem, strategia BCI sprzyja powstaniu „fałszywej dychotomii” polegającej na przypisywaniu polityce pieniężnej i polityce budżetowej odpowiedzialności tylko za jeden cel – tej pierwszej za inflację, natomiast drugiej – za wzrost gospodarczy (w tym zatrudnienie). Tymczasem jak wiadomo, obydwie, choć z różną skutecznością, oddziałują na nominalny PKB, przy czym rozkład efektu między realny PKB i inflację zależy od czynników charakteryzujących elastyczność podażowej strony gospodarki. W przypadku Wielkiej Brytanii rząd D. Camerona był ostro krytykowany za zbyt restrykcyjną politykę budżetową zastosowaną w sytuacji, gdy żywienie było bardziej nawet anemiczne niż w Stanach Zjednoczonych i pojawiło się ryzyko wystąpienia „drugiego dna recesji” (*double-dip recession*). W tym samym czasie Bank Anglii był z kolei krytykowany za dopuszczenie do wyraźnego przekroczenia celu inflacyjnego. Jak trafnie zauważa Sumner, „obydwa zarzuty nie mogą być jednocześnie słuszne: albo Wielka Brytania potrzebuje większego łącznego popytu, albo nie. Jeśli potrzebuje, to wówczas inflacja powinna wzrosnąć jeszcze bardziej w wyniku dalszej stymulacji monetarnej ze strony Banku Anglii. Jeśli natomiast inflacja jest zbyt wysoka i Wielka Brytania potrzebuje ograniczenia popytu, to Brytyjczycy powinni domagać się zacieśnienia budżetowego, które spowolni gospodarkę. Prasa wydaje się wierzyć w rodzaj magicznej polityki,

<sup>20</sup> Wobec ekstremalnej postaci tego problemu stanął w minionej dekadzie Bank Japonii, kiedy to świeżo po uzyskaniu większej niezależności jego celem musiało stać się wywołanie inflacji ze względu na konieczność przerwania bardzo niebezpiecznej dla gospodarki spirali deflacyjnej.

w przypadku której bodziec fiskalny może wywołać wzrost bez inflacji, a zacieśnienie monetarne może ograniczyć inflację bez obniżenia tempa wzrostu”.

Sumner zgadza się z opinią większości ekonomistów, że Wielkiej Brytanii potrzebny jest zarówno szybszy wzrost nominalnego PKB (ponieważ ożywienie było nawet bardziej anemiczne niż w Stanach Zjednoczonych), jak i ograniczenie wydatków rządowych (ponieważ poziom deficytu i długu publicznego osłabia wiarygodność i wzrost potencjalnego PKB). W tych warunkach właściwa *policy mix* musi polegać na połączeniu ekspansywnej polityki pieniężnej z restrykcyjną polityką budżetową. Autor zdaje sobie oczywiście sprawę, że niezależnie od charakteru zastosowanej polityki makroekonomicznej, na dłuższą metę konieczne jest rozwiązanie problemów strukturalnych. Uważa jednak, że strategia nominalnego PKB tworzyłaby przynajmniej „stabilne otoczenie w zakresie wydatków”, w którym łatwiej byłoby rządowi przeprowadzać reformy sektora publicznego. Interesujące jest to, że zdaniem części obserwatorów Bank Anglii w ostatnim czasie nieoficjalnie przeszedł na strategię nominalnego PKB. Świadczyć o tym może znaczna tolerancja dla trwałego odchylenia inflacji ponad przyjęty cel oraz względnie stabilny wzrost nominalnego PKB [The Economist, 2011].

Jedno z najważniejszych pytań stawianych w dyskusji na temat optymalnego w obecnych warunkach sposobu prowadzenia polityki pieniężnej dotyczy relatywnej przewagi każdej z omawianych alternatyw w stosunku do strategii BCI. Inaczej mówiąc, chodzi o to, czy strategia nominalnego PKB byłaby lepsza czy gorsza od strategii stabilnego poziomu cen. Argumenty przemawiają dosyć wyraźnie za tą pierwszą (zob. szerzej [Beckworth, 2010]). Podkreśla się przede wszystkim to, że strategia stabilnego poziomu cen jest bardzo dobrym rozwiązaniem, gdy wahania koniunkturalne są wywoływane przede wszystkim przez szoki popytowe. Natomiast gdy dominują szoki cenowo-podażowe, to strategia ta może działać destabilizująco (procyklicznie). Strategia nominalnego PKB umożliwia bardziej elastyczną reakcję dopuszczając do wyższej inflacji w przypadku niekorzystnego szoku w postaci np. wzrostu cen ropy naftowej lub do niższej inflacji w przypadku korzystnego szoku technologicznego. Co istotne, większa elastyczność tej strategii polega też na silniejszym podążaniu podaży pieniądza za zmianami w popycie na pieniądź. Zdaniem Beckwortha [2010], gdyby SRF stosował tę strategię, to w końcu 2008 r. możliwe byłoby silniejsze poluzowanie polityki pieniężnej, a w okresie boomu poprzedzającego obecny kryzys konieczne byłoby prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki, co oznaczałoby, że nie byłby on tak poważny. Opinię tę potwierdza interesująca analiza Batini i Tereanu [2010]. Autorzy ci analizują sytuację, w której typowe niekorzystne szoki cenowo-podażowe wchodzą w interakcję z zaburzeniami na rynkach finansowych. Z przeprowadzonej analizy wynika, że szok naftowy po roku 2000 był co do charakteru i siły podobny do skumulowanych szoków lat siedemdziesiątych. Gdyby nie wystąpił dodatkowo kryzys finansowy, to optymalna reakcja banków centralnych stosujących strategię BCI też powinna być podobna do hipotetycznej reakcji w latach siedemdziesiątych. Jeśli jednak boomowi surowcowemu towarzyszy boom na rynku aktywów, to dylemat banków

centralnych staje się jeszcze trudniejszy niż w przypadku typowych szoków cenowo-podażowych. Przeprowadzone symulacje pokazują, że jeśli bank centralny reaguje na szok podaży ignorując zaburzenia finansowe, to wywołuje recesję i deflację. Z analizy wynika również, jeśli w wyniku szoku naftowego cel inflacyjny przestanie być wiarygodny, to „dylemat polityki ulega dramatycznemu pogorszeniu”. Oznacza to wówczas konieczność znacznie wyższych nominalnych stóp procentowych i znacznie silniejszego ograniczenia popytu, aby osiągnąć cel inflacyjny.

Choć strategia nominalnego PKB wydaje się być w obecnych warunkach bardzo atrakcyjnym rozwiązaniem instytucjonalnym, to jednak podobnie jak w przypadku strategii stabilnego poziomu cen, formułowane są wątpliwości i uwagi krytyczne, które powodują, że jak dotąd żaden bank centralny nie zdecydował się na jej wprowadzenie<sup>21</sup>. Obawy i wątpliwości dotyczą przede wszystkim następujących kwestii [The Economist, 2011], [Sumner, 2011]: 1) mechanizm działania strategii BCI jest już dobrze zrozumiały od strony teoretycznej i praktycznej; zidentyfikowanie podobnych zależności w odniesieniu do strategii nominalnego PKB wymagałoby pogłębionych badań; 2) w proponowanej nowej strategii trudniej jest zakotwiczyć oczekiwania, ponieważ sam nominalny PKB jest kategorią trudniejszą do zrozumienia przez podmioty gospodarcze niż inflacja, a dotyczące go dane są rzadziej publikowane; 3) istnieje ryzyko utraty wiarygodności, jaką banki centralne zdobyły w minionych dwu dekadach realizując politykę, dzięki której udało się uniknąć na przykład zjawiska spirali deflacyjnej; 4) nawet wśród zwolenników nowej strategii występują dosyć istotne różnice poglądów na temat tego, czy cel dotyczący nominalnego PKB powinien być wyrażony w postaci „stóp wzrostu czy rosnących poziomów” (zob. szerzej [McCallum, 2011b])<sup>22</sup>.

W świetle powyższych wątpliwości można by się zastanawiać, czy dwadzieścia lat temu banki centralne nie powinny były przejść na strategię nominalnego PKB zamiast na strategię BCI. Gdyby w strategię nominalnego PKB włożono podobny wysiłek badawczy i edukacyjny, to w czasie obecnego kryzysu reakcje polityki pieniężnej byłyby prawdopodobnie bliższe optimum. Należy jednak pamiętać, że wówczas obawy przed nawrotem inflacji były dużo silniejsze i klarowny cel inflacyjny był niezwykle ważny dla zakotwiczenia oczekiwań.

<sup>21</sup> Teoretycznie łatwiej byłoby wprowadzić nowe rozwiązanie w tych bankach centralnych, które w przeszłości nie przyjęły oficjalnie strategii BCI i które mają tzw. podwójny mandat (odpowiadają w średnim okresie nie tylko za ceny, ale również za zatrudnienie lub wzrost gospodarczy).

<sup>22</sup> Jest to podobny dylemat jak w strategii stabilnego poziomu cen. W pierwszym przypadku występuje ryzyko kumulatywnego przestrzeliwania celu w tym samym kierunku, co oznacza, że dryf cen coraz bardziej odbiega od zamierzonej ścieżki. W drugim natomiast przypadku utrzymanie nominalnego PKB na celu może wymagać okresowo nadmiernie restrykcyjnej polityki. Sam McCallum opowiada się, z pewnym zastrzeżeniem, za pierwszym rozwiązaniem.

## Podwyższenie celu inflacyjnego

Na początku obecnej dekady wiele kontrowersji wzbudziła propozycja Blancharda *et al.* [2010] dotycząca podwyższenia celu inflacyjnego z 2% do 4%<sup>23</sup>. Zdaniem autorów, uzasadnieniem dla tej propozycji jest ryzyko wystąpienia w przyszłości równie silnych niekorzystnych szoków jak obecny kryzys finansowy<sup>24</sup>. Szoki te zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia problemu zerowej dolnej granicy nominalnych stóp procentowych oraz deflacji. Utrzymywanie wyższego celu inflacyjnego w normalnych czasach zwiększyłoby pole manewru polityki pieniężnej w razie wystąpienia takiego szoku. Konkretyzując tę propozycję, autorzy stawiają dwa pytania: a) czy koszty netto inflacji byłyby wówczas znacznie wyższe? i b) czy trudniej jest zakotwiczyć oczekiwania przy 4% niż przy 2%?

Analizując możliwy wzrost kosztów inflacji wynikający z propozycji, Blanchard *et al.* wskazują, że efekt ten mógłby być w dużej mierze zneutralizowany przez przyjęcie w systemie podatkowym odpowiednich mechanizmów indeksacyjnych. Mechanizmy indeksacyjne mogłyby też chronić inwestorów przed wyższym ryzykiem wynikającym z większej zmienności inflacji. Zwracają także uwagę, że niektóre inne koszty wyższej inflacji mogą być trudniejsze do skorygowania (niższy poziom realnych zasobów pieniądza, większa dyspersja cen względnych, wywołane przez indeksację zmiany w strukturze gospodarki, które wzmacniają skutki szoków inflacyjnych i ograniczają skuteczność prowadzonej polityki). Niemniej jednak za warcie dalszej analizy uznają to, czy potencjalne korzyści z propozycji nie przewyższają kosztów.

Propozycja Blancharda *et al.* przyjęta została dosyć sceptycznie, szczególnie przez ekonomistów pełniących kluczowe funkcje w bankach centralnych. Bernanke [2010, s. 13] widziałby uzasadnienie dla tej propozycji tylko wówczas, gdyby „przedłużający się okres deflacji tak silnie osłabił zaufanie podmiotów co do możliwości utrzymania przez bank centralny stabilności cen, że zmiana oczekiwań wymagałaby drastycznych działań”. Jego zdaniem, taka sytuacja nie występuje w Stanach Zjednoczonych w czasie obecnego kryzysu, gdyż oczekiwania inflacyjne są dobrze zakotwiczone, a ich poziom, podobnie jak rzeczywistej inflacji pozostaje w przedziale, który jest spójny ze stabilnością cen. Ze względu na doświadczenia z deflacją, szczególnie interesująca jest opinia na temat omawianej propozycji sformułowana przez prezesa Banku Japonii [Shirakawa, 2010]. Według niego, przy tak poważnym załamaniu gospodarczym, do jakiego doszło po upadku Lehman Brothers, możliwość obniżenia realnych stóp procentowych poprzez przyjęcie wyższego celu inflacyjnego miałaby niewielki wpływ na ścieżkę ożywienia. Również zdaniem Beana *et al.* [2010, s. 290-291] podwyższenie celu inflacyjnego nie jest najwłaściwszą reakcją na obecny kryzys.

<sup>23</sup> Kontrowersyjność tej propozycji wynikała prawdopodobnie w dużej mierze stąd, że O. Blanchard jest głównym ekonomistą MFW.

<sup>24</sup> Jako przykład takich możliwych szoków autorzy podają skutki wybuchu pandemii dla turystyki i handlu oraz poważny atak terrorystyczny na duże centrum gospodarcze.

Autorzy ci mają ponadto poważne wątpliwości, czy byłoby to dobre rozwiązanie na przyszłość. Według nich, argument za stworzeniem większego pola dla obniżki stóp opiera się na dwóch założeniach: a) inne rodzaje polityki stymulowania popytu są niedostępne lub nieskuteczne oraz b) stosunkowo częste są szoki powodujące, że problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych staje się poważnym ograniczeniem w prowadzeniu polityki pieniężnej. Rozważając adekwatność tych założeń do obecnych warunków, formułują opinię, że istnieje możliwość wykorzystania niekonwencjonalnych narzędzi monetarnych oraz bodźców fiskalnych, choć ta druga opcja może być ograniczona, jeśli wcześniej występował znaczny dług publiczny. Poza tym, wzrost nominalnych stóp procentowych, jaki nastąpiłby w ślad za podwyższonym celem, oznaczałby spadek cen obligacji, co pogorszyłoby i tak poważne problemy bilansowe instytucji finansowych. Bean *et al.* sądzą też, że obecny kryzys jest rzadkim zjawiskiem, a przeprowadzenie odpowiednich zmian regulacyjnych i strukturalnych w funkcjonowaniu rynków finansowych skutecznie obniży prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysów o podobnej skali w przyszłości<sup>25</sup>.

W zasadzie wszyscy ekonomiści, którzy krytycznie odnoszą się do propozycji podwyższenia celu inflacyjnego, podkreślają ryzyko utraty przez bank centralny wiarygodności. Issing [2011] obawia się, że w wyniku takiej decyzji oczekiwania inflacyjne utraciłyby zakotwiczenie. Nie widzi powodów, dla których ludzie mieliby uwierzyć, że raz podniesiony cel osiągnął już „końcowy poziom” i nie zostanie ponownie podwyższony w przyszłości<sup>26</sup>. Issing przypomina też, że nie jest łatwo wyjaśnić społeczeństwu nawet dotychczasowego celu w wysokości 2%, który kłóci się z potocznym rozumieniem stabilnych cen. Podobne obawy ma McCallum [2011a]<sup>27</sup>, choć ich istotę przedstawia w trochę inny sposób. Uważa on mianowicie, że uzasadnianie podwyżki celu inflacyjnego dążeniem do skrócenia recesji wynikających z problemu dolnej granicy stóp procentowych oznaczałoby zaakceptowanie stanowiska, że występuje długookresowa wymiennosc między inflacją a PKB i bezrobociem. Oznaczałoby to poważny problem komunikacyjny, ponieważ w przeszłości ekonomiści włożyli bardzo dużo wysiłku w przekonanie polityków i społeczeństwa, że wymiennosc taka nie występuje. McCallum przedstawia też w obrazowy sposób, jak bardzo duży wpływ na poziom cen miałyby w długim okresie pozornie „nieszkodliwe” przyjęcie 4% celu inflacyjnego. Otóż, gdyby w Stanach Zjednoczonych od czasu

<sup>25</sup> Mishkin [2011] zwraca uwagę, że rzadkie występowanie tak silnych szoków w istotny sposób modyfikuje bilans korzyści i kosztów wynikających z propozycji podwyższenia celu inflacyjnego. Ze względu na niską częstotliwość takich szoków korzyści będą w długim okresie niewielkie, natomiast koszty w postaci zakłócającego wpływu inflacji na gospodarkę będą występować cały czas.

<sup>26</sup> Dokładnie ten sam argument podnosi Mishkin [2011].

<sup>27</sup> Praca McCalluma [2011a] zawiera najpełniejszy chyba przegląd argumentów teoretycznych i empirycznych za i przeciw propozycji Blancharda *et al.* Autor ten pokazuje, jak bardzo skomplikowany w rzeczywistości jest to problem, ponieważ wiąże się z rozumieniem istoty samego pieniądza i z jej ewolucją w wyniku zmian instytucjonalnych oraz innowacji finansowych.

wprowadzenia wspólnego systemu walutowego w 1792 r. średnioroczna inflacja wynosiła 4%, to w 2010 r. poziom cen byłby 5167,3 razy wyższy. Natomiast w rzeczywistości był on wyższy tylko 23,54 razy.

Niektórzy autorzy zwracają jednak uwagę na pewne zalety propozycji Blancharda *et al.*, jeśli uwzględną się szersze uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej. Vickers [2010] pozytywny aspekt propozycji upatruje w tym, że mimo niekorzystnego wpływu na stabilność cen, propozycja ta „może w paradoksalny sposób rozszerzyć domenę niezależnej polityki pieniężnej poprzez ograniczenie ryzyka, że oficjalne stopy zbliżą się do zerowej granicy”. Chodzi o to, że konieczność zastosowania niekonwencjonalnych narzędzi jest zawsze w jakimś stopniu związana z ryzykiem upolitycznienia polityki pieniężnej i ograniczenia niezależności banku centralnego. Należy jednak zwrócić uwagę, że przejście na wyższy cel może być też postrzegane jako wyraz sprzyjania przez bank centralny politycznym celom rządu. W sytuacji wysokiego długu publicznego wyższy cel może być postrzegany jako „wkład” banku centralnego w obniżenie jego realnej wartości. Dlatego McCallum [2011a] w przejściu na wyższy cel inflacyjny widzi poważne ryzyko rozluźnienia dyscypliny międzyokresowej, jaką bank centralny narzuca rządowi w zakresie finansów publicznych.

Na podstawie przytoczonych opinii można by sądzić, że propozycja Blancharda *et al.* jest właściwie chybiona, ponieważ zdecydowanie przeważają argumenty przeciwne. Wniosek taki byłby jednak zbyt daleko idący, ponieważ bardzo trudno jest obecnie określić, w jakim zakresie w reakcji na obecny kryzys wprowadzone zostaną w życie alternatywne rozwiązania, których skuteczność w ograniczeniu ryzyka wystąpienia w przyszłości kryzysów o podobnej skali byłaby większa. Jeśli zmiany, o których piszą m.in. Bean *et al.* [2010] nie zostaną wprowadzone lub zostaną wprowadzone w ograniczonej skali, to kolejny poważny kryzys może wystąpić znacznie wcześniej. Wówczas bilans korzyści i kosztów omawianej propozycji wyglądałby inaczej.

### Uwagi końcowe

Obecny kryzys rozbudził ponownie dyskusję nad skutecznością strategii BCI, która przed jego wybuchem zaczęła być już traktowana jako nie mająca w zasadzie alternatywy. Choć wraz z przebiegiem kryzysu formułowane wobec niej zarzuty zaczęły słabnąć, to propozycje zastąpienia jej przez omówione w artykule pokrewne rozwiązania instytucjonalne są nadal żywo dyskutowane. Na bardziej definitywne rozstrzygnięcie tych nie nowych zresztą kontrowersji jest zdecydowanie zbyt wcześnie choćby dlatego, że nie można jednoznacznie stwierdzić, że kryzys już się zakończył. Pełniejsza ocena będzie musiała uwzględnić umiejętność wycofywania się banków centralnych ze stosowania niestandardowych narzędzi (*exit strategy*) oraz ich skuteczność w rozwiązaniu dylematu: jak przejść do bardziej normalnego poziomu stóp procentowych bez zahamowania ożywienia. Mimo tych ważnych brakujących elementów oceny, z dyskusji wynikają pewne ogólne wnioski, które większość jej uczestników jest skłonna zaakceptować. Co istotne jednak, wnioski te dotyczą nie tyle strategii

BCI czy nawet szeroko rozumianej polityki pieniężnej, ale szeroko rozumianej polityki banku centralnego:

Po pierwsze, podejście do polityki pieniężnej typu „jeden instrument (stopy banku centralnego) – jeden cel (cel inflacyjny)” przestało być adekwatne do współczesnych warunków. Nie oznacza to, że strategia BCI jest błędna, lecz że nie jest wystarczająca. Pozwala ona co prawda ograniczyć skutecznie wahania inflacji i produkcji, ale kosztem może okazać się powstawanie baniek spekulacyjnych na rynku aktywów. Krótko mówiąc, stabilność makroekonomiczna nie gwarantuje stabilności finansowej.

Po drugie, przeciwdziałanie bańkom na rynku aktywów, czy szerzej zapewnienie stabilności finansowej, nie powinno być osobnym, dodatkowym celem polityki pieniężnej. Ceny aktywów powinny być traktowane w strategii BCI podobnie jak kurs walutowy: jeśli np. w ocenie banku centralnego rosną one zbyt szybko, to konieczne jest silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż wynikałoby to z zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego. W tej sytuacji bardzo silnie zyskuje na znaczeniu umiejętność wyjaśniania tych uwarunkowań decyzji podmiotom gospodarczym.

Po trzecie, w wyniku obecnego kryzysu bardzo silnie wzrasta znaczenie znajdujących się w gestii banku centralnego narzędzi polityki makroostrożnościowej i regulacyjnej. Na dłuższą metę znacznie ważniejsze od kontrowersji wokół zmian w strategii BCI okazują się przede wszystkim dylematy dotyczące optymalnego instytucjonalnego usytuowania nadzoru bankowego. Brak wystarczającej determinacji w rozwijaniu dodatkowych narzędzi polityki banku centralnego znacznie zwiększa ryzyko przeciążenia polityki pieniężnej dodatkowymi zadaniami oraz nadmiernymi wobec niej oczekiwaniami. Na dłuższą metę groziłoby to ponownym wzrostem upolitycznienia decyzji banków centralnych i osłabieniem ich niezależności.

Dopóki nie zostaną rozwiązane te szersze dylematy instytucjonalne, nieuzasadnione byłyby próby zastąpienia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego omówionymi w artykule alternatywnymi rozwiązaniami, niezależnie od zalet wskazywanych przez ich zwolenników.

## Bibliografia

- Batini N., Tereanu E., [2010], *Inflation Targeting During Asset and Commodity Price Booms*, „Oxford Review of Economic Policy”, No. 1.
- Bean C., [16 March 2010], *The UK Economy after the Crisis: Monetary Policy When It Is Not so NICE*, Speech to Alumni of Cambridge University, London.
- Bean C., [12 July 2011], *Central Banking Then and Now*, Sir Leslie Melville Lecture, Australian National University, Canberra.
- Bean C., Paustian M., Penalver A., Taylor T., [26-28 August 2010], *Monetary Policy After the Fall*, w: *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Beckworth D., [2010], *Why a NGDP Level Target Trumps a Price Level Target*, <http://macromarket-musings.blogspot.com/2010/11/why-ngdp-level-target-trumps-price-level-target>

- Bernanke B.S., [26-28 August 2010], *Opening Remarks*, w: *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- BIS, [24 June 2012], *82<sup>nd</sup> Annual Report. 1 April 2011-31 March 2012*, Bank for International Settlements, Basel.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., [12 February 2010], *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Bofinger P., [2001], *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, Oxford.
- Borio C., [September 2011a], *Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?*, BIS Working Papers, No. 353.
- Borio Cl., [September 2011b], *Rediscovering the Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges, and a Way Forward*, BIS Working Papers, No. 354.
- Carney M.J., [20-22 August 2009], *Commentary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, [w:] *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Davies H., [November 2010], *Comments on Ross Levine's Paper: „The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis*, BIS Working Paper No. 329.
- De Carvalho Filho I., [February 2010], *Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment*, IMF Working Paper WP/10/45.
- De Carvalho Filho I., [2011], *28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession*, „The B.E. Journal of Macroeconomics”, No. 1, dostępny na stronie <http://www.bepress.com/bejm/vol11/iss1/art22>
- Decressin J., Laxton D., [29 January 2009], *Gauging Risks for Deflation*, IMF Staff Position Note, SPN/09/01.
- De Nicole G., Dell'Ariccia G., Laeven L., Valencia F., [27 July 2010], *Monetary Policy and Bank Risk Taking*, IMF Staff Position Note SPN/10/09.
- Farmer R.E.A., [2010], *How the Economy Works. Confidence, Crashes and Self-Fulfilling Prophecies*, Oxford University Press, Oxford.
- Fujita K., Habermeier K., Nier E., Roger S., Sacasa N., Stone M., Vlcek J., [27 May 2010], *Central Banking Lessons*, IMF Policy Paper.
- Giavazzi F., Giovannini A., [July 2010], *Central Banks and the Financial System*, NBER Working Paper No. 16228.
- Greenspan A., [2010], *The Crisis*, „Brookings Papers on Economic Activity”, No. 1.
- Hall R.E., Mankiw G.N., [1994], *Nominal Income Targeting*, [w:] G.N. Mankiw (red.), *Monetary Policy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Issing O., [April 2011], *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, IMF Working Paper WP/11/97.
- Issing O., [2012], *Lessons for Monetary Policy*, [w:] O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, J. Stiglitz (red.), *In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*, The MIT Press.
- Kahn G.A., [2009], *Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?*, „Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review”, No. 3.
- McCallum B.T., [2011a], *Should Central Banks Raise Their Inflation Targets? Some Relevant Issues*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, No. 2.
- McCallum B.T., [21 October 2011b], *Nominal GDP Targeting*, Shadow Open Market Committee.
- Mishkin F.S., [February 2011], *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Paper No. 16755.
- Reinhart C.M., Reinhart V., [February 2011], *Pride Goes Before a Fall: Federal Reserve Policy and Asset Market*, NBER Working Paper No. 16815.
- Shirakwa M., [2010], *Future of Central Banks and Central Banking*, „BIS Review”, No. 72.

- Smithers A., [2009], *Wall Street Revalued. Imperfect Markets and Inept Central Bankers*, Wiley, Chichester.
- Sumner S., [2011], *Re-Targeting the Fed*, „National Affairs”, Fall (<http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targetingthe-fed>).
- Svensson L.E.O., [18 November 2010], *Where Do Central Banks Go from Here?*, Panel Discussion, Norges Bank Symposium on „What is a Useful Central Bank?”, Oslo.
- Taylor J.B., [2009], *Getting off Track*, Hoover Press, Stanford.
- Taylor J.B., [26-28 August 2010], *Commentary: Monetary Policy After the Fall*, [w:] *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- The Economist, [27 August 2011], *Changing Target*, „The Economist”.
- Walsh C.E., [20-22 August 2009], *Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, [w:] *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.

---

## CENTRAL BANKS AFTER THE CRISIS: IS THE DIRECT INFLATION TARGETING STRATEGY IN NEED OF INSTITUTIONAL CHANGES?

### Summary

The article looks at whether and to what extent criticism is justified with regard to monetary policy in Poland in the context of the ongoing debate on the causes, course and implications of the global financial and economic crisis. Another aim is to determine to what extent the proposed adjustments in monetary policy concern the institutional aspect of the direct inflation targeting strategy. The author discusses proposals to increase the inflation target and replace the direct inflation targeting strategy with the so-called price-level targeting strategy or the nominal GDP targeting strategy. The general conclusion from the article is that, until broader dilemmas are resolved concerning the optimal role of supervisory, regulatory and macro-prudential functions in the institutional structure of the economy, any attempts at replacing the direct inflation targeting strategy with alternative strategies would be uncalled-for, the author says, regardless of the purported advantages of these alternative strategies highlighted by their advocates.

**Keywords:** central banks, monetary policy, direct inflation targeting strategy, price-level targeting, nominal GDP targeting, financial crisis

**JEL classification codes:** E52, E58

---