Andrzej WOJTYNA*

Doświadczenia krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego

W latach 90. strategia bezpośredniego celu inflacyjnego bardzo wyraźnie zyskała na popularności zarówno w krajach wysoko uprzemysłowionych, jak i w tzw. *emerging markets* (w tym w krajach postsocjalistycznych). Wprowadziły ją zarówno niektóre kraje o ustabilizowanej, niskiej inflacji, jak również te, które upatrywały w nowej strategii bardziej skutecznego sposobu dezinflacji[1]. W miarę przechodzenia na tę strategię coraz większej liczby krajów, rosła też stopniowo ilość opracowań próbujących ocenić pierwsze jej efekty. Pod koniec dekady liczba stosujących ją krajów była na tyle duża, że coraz większego znaczenia zaczęły nabierać badania o charakterze porównawczym. Z drugiej strony, wydłużone szeregi czasowe pozwalały na formułowanie bardziej przekonujących wniosków na temat jej skuteczności w poszczególnych krajach. Nie jest możliwe w tym miejscu omówienie wszystkich wyników badań empirycznych. Po omówieniu niektórych badań porównawczych, przedstawione zostaną doświadczenia kilku krajów z grupy *emerging markets*, które mogą stanowić przydatny punkt odniesienia w próbach zrozumienia dylematów, z jakimi próbuje się uporać NBP.

Wnioski z badań porównawczych

Opracowanie [Fry'a *et al.*, 2000] jest interesujące przede wszystkim dlatego, że na podstawie próbki obejmującej aż 91 krajów autorzy próbują ocenić charakter zmian, jakie w minionej dekadzie dokonały się w częstotliwości występowania różnych strategii monetarnych. Okazuje się przede wszystkim, że w latach 90. jedynie cztery kraje nie stosowały strategii o wyraźnie określonym celu *(explicit targets)* w zakresie inflacji, podaży pieniądza lub kursu walutowego. Spośród pozostałych 87 krajów w 1998 r. 55 stosowało cele inflacyjne, 37 cele dotyczące podaży pieniądza a 48 cele dotyczące kursu walutowego[2]. Warto przytoczyć następujące wnioski z przeprowadzonych badań ankietowych odnoszące się do krajów stosujących w polityce pieniężnej wyraźnie określone cele *(explicit targets)*:

---

* Autor jest pracownikiem naukowym Akademii Ekonomicznej w Krakowie i Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN w Warszawie.

1 W roku wprowadzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, tylko w czterech krajach inflacja przekraczała 15% (Peru, Chile, Izrael, Meksyk); najwyższa była w Peru (ponad 40%).

2 Suma wszystkich przypadków jest większa od 87, ponieważ niektóre kraje stosują równolegle dwa cele.

* w 15 krajach cel był ustalany wyłącznie przez rząd, w 18 krajach – wyłącznie przez bank centralny, a w 22 krajach – wspólnie przez rząd i bank centralny. Interpretacja tych danych nie jest jednak jednoznaczna. Jeśli cel ustala wyłącznie bank centralny, to może to świadczyć o jego wysokiej niezależności *(goal independence)*. W grupie tej znajdują się jednak również przypadki, gdy bank ustala samodzielnie cel inflacyjny, ale jest on podporządkowany celowi w zakresie kursu walutowego (który jest najczęściej domeną rządu);
* w porównaniu z dwiema poprzednimi dekadami, w latach 90. w polityce pieniężnej znacząco upowszechniło się stosowanie wyraźnie określonych celów. Liczba krajów stosujących cele dotyczące kursu walutowego wzrosła z 30 do 47, cele dotyczące podaży pieniądza z 18 do 39, a cele inflacyjne – z 8 do 54. Spośród 54 krajów stosujących w 1998 r. cele inflacyjne, tylko 13 nie stosowało innego, dodatkowego celu. Na początku 1990 r., osiem krajów miało cel inflacyjny, ale jedynie Nowa Zelandia traktowała go jako podstawę realizowanej strategii monetarnej;
* wiele krajów ustala więcej niż jeden wyraźny cel polityki pieniężnej. W 1998 r. w 55% krajów ogłaszano więcej niż jeden cel, a w 24% krajów ogłaszano równocześnie cel w zakresie inflacji i podaży pieniądza;
* w latach 90. było 101 przykładów ogłoszenia wyraźnego celu w polityce pieniężnej i tylko 17 przypadków rezygnacji z jego stosowania. Dziesięć krajów zrezygnowało z ogłaszania celu w zakresie kursu walutowego, w większości przypadków w wyniku kryzysu walutowego. Siedem krajów zrezygnowało z celu dotyczącego podaży pieniądza, natomiast nie było przypadku kraju, który zrezygnował ze stosowania celu inflacyjnego;

Badania ankietowe omawiane przez Fry'a *et al.* próbowały znaleźć również odpowiedź na kilka ważnych pytań dotyczących efektywności alternatywnych systemów monetarnych. Pierwsze z nich dotyczyło prawdopodobieństwa trafienia w wyznaczony cel. Z analizy wynika, że w latach 90. wartość mediany dla „absolutnego chybienia" zawierała się między 1-5 punktów procentowych, co odpowiada 50% szansie na sukces w utrzymaniu się w paśmie celu ±1,5 punktu procentowego. W przypadku krajów ustalających cel inflacyjny poniżej 3,5% występowało 50% prawdopodobieństwo utrzymania się w znacznie węższym paśmie wynoszącym ±0,8 punktu procentowego.

Druga z badanych kwestii dotyczyła symetrii (asymetrii) w „przestrzeliwaniu" i „niedostrzeliwaniu" celu. Okazuje się, że w odniesieniu do strategii celów inflacyjnych asymetria w tym zakresie nie występowała, natomiast w strategii opartej na kontroli agregatów pieniężnych przypadki „przestrzeliwania" celów były wyraźnie częstsze niż ich „niedostrzeliwania".

Kolejne pytanie dotyczyło tego, czy i w jakim stopniu skuteczność w osiąganiu celów zależy od wysokości inflacji. Zarówno w przypadku agregatów pieniężnych, jak i celów inflacyjnych stopień „chybienia" zwiększał się proporcjonalnie do wysokości przyjętych celów. W krajach o niskiej inflacji częściej występowało „niedostrzeliwanie" celu, natomiast w krajach o wyższej inflacji – ich „przestrzeliwanie".

Ostatnie pytanie odnosiło się do ważnego problemu, jakim jest względna elastyczność strategii celów inflacyjnych w porównaniu z kontrolowaniem agregatów pieniężnych. Wyniki badań pokazują, że rzeczywista inflacja była wyraźnie bliższa przyjętym celom niż to miało miejsce w przypadku faktycznych i założonych stóp wzrostu szerokich agregatów pieniężnych. Wartość mediany „absolutnego chybienia" celu wynosiła 1,9 punktu procentowego dla krajów ogłaszających jednocześnie cele dotyczące inflacji i podaży pieniądza oraz 3,8 punktu procentowego dla krajów przyjmującymi cel jedynie dla „szerokiego pieniądza". Rezultat ten jest zgodny z poglądem, że – ogólnie rzecz biorąc – oddziałujące na gospodarkę szoki wywołują większe odchylenia w przypadku celów monetarnych niż inflacyjnych. Mogą one jednak odzwierciedlać przypisywanie przez decydentów większego znaczenia celom inflacyjnym w sytuacji, gdy między obydwiema grupami celów występuje konflikt.

Fry *et al.* uważają, że uzyskane wyniki wydają się potwierdzać spotykaną w literaturze opinię, w myśl której przyjmowanie wyraźnych celów odnoszących się do zmiennych nominalnych jest wyrazem próby jednoczesnego maksymalizowania korzyści wynikających i z działań dyskrecjonalnych, i z reguł polityki. Tak rozumiane cele służą jako punkty odniesienia *(benchmarks)*, pozwalające oceniać rzeczywiste zachowania zmiennych oraz analizować przyczyny występujących odchyleń. Zgodnie z tą interpretacją, decydentom łatwiej jest przyjmować wąskie cele i wyjaśniać przyczyny ich „chybienia" niż ustalać nieprecyzyjne cele, które nie pozwalają określić, czy polityka jest sukcesem czy niepowodzeniem. Autor nie wyjaśnia jednak, dlaczego decydentom miałoby zależeć na bardziej precyzyjnym ustalaniu celów. Istnieje duża różnorodność szczegółowych rozwiązań instytucjonalno-prawnych, które mogą rodzić układ bodźców skłaniający decydentów do preferowania raczej celów mniej precyzyjnych. W tej sytuacji kluczowego znaczenia nabiera sposób sprawowania demokratycznej kontroli nad działaniami banku centralnego *(accountability)*. Jest to jednak problem zbyt obszerny, by można go w tym miejscu uwzględnić.

Pewien istotny problem z interpretacją skądinąd interesujących wyników uzyskanych przez Fry'a *et al.* polega na tym, że odpowiadające na ankietę banki centralne niejednakowo rozumiały stosowanie celu inflacyjnego. Wskazują na to dane zawarte w tablicy 1, z których wynika, że chociaż 60% krajów ogłasza cel w zakresie inflacji i aż 33% traktuje tę zmienną jako główny cel polityki, to tylko 13% uznało się za stosujące strategię celu inflacyjnego *(inflation targeting)*.

Tablica 1

Priorytety w polityce pieniężnej 93 krajów

% gospodarek, które:	Kurs walutowy	Podaż pieniądza	Inflacja
Zaklasyfikowały siebie jako przyjmujące daną zmienną za cel	27	25	13
Publikowały wyraźny cel dot. danej zmiennej	50	43	60
Stwierdziły, że dana zmienna jest podstawowym celem	36	15	33
Stwierdziły, że dana zmienna miała zawsze priorytet nad pozostałymi dwiema	25	1	11

Źródło: [Fry *et al.*, 2000, s. 95]

W tej sytuacji za zdecydowanie bardziej jednoznaczne należy uznać propozycje klasyfikacyjne zaproponowane nie przez same banki centralne, lecz przez autorów, którzy specjalizują się w badaniu ich zachowań. W jednym z najważniejszych badań porównawczych [Mishkin i Schmidt-Hebbel, 2001] przyjmują, że w listopadzie 2000 r. 19 krajów stosowało strategię bezpośredniego celu inflacyjnego[3]. Na podstawie porównania doświadczeń tych krajów w latach 90. z grupą kontrolną obejmującą dziewięć wysoko uprzemysłowionych krajów stosujących inne strategie, autorzy formułują cztery „stylizowane fakty" charakteryzujące zachowanie *inflation targeters*:

- dojrzała strategia bezpośredniego celu inflacyjnego opiera się na pięciu filarach: a) braku innych kotwic nominalnych, b) instytucjonalnym obowiązku utrzymywania stabilnych cen, c) braku „dominacji fiskalnej", d) niezależności banku w wyborze instrumentów polityki pieniężnej oraz e) przejrzystości polityki i poddawaniu się publicznej ocenie;
- wprowadzenie strategii następowało zarówno w sposób ewolucyjny, jak i rewolucyjny, co oznacza, że wiele krajów wprowadziło ją w postaci niedojrzałej;
- w momencie wprowadzenia strategii inflacja wahała się między umiarkowanie wysoką a bardzo niską;
- kraje, które wprowadziły strategię, różnią się w istotny sposób co do przyjętych rozwiązań w zakresie indeksu cen, szerokości celu, horyzontu czasowego, „klauzul ucieczki", niezależności w ustalaniu celu oraz przejrzystości i demokratycznej kontroli.

Przeprowadzona przez autorów analiza korelacji nie dała specjalnie interesujących i miarodajnych rezultatów; większość współczynników nie była statystycznie znacząca, co wynikało ze stosunkowo małej próbki. Warte przytoczenia jest natomiast osiem lekcji, jakie zdaniem Mishkina i Schmidta-Hebbela można sformułować na temat skuteczności zastosowanej strategii na podstawie badań empirycznych:

1. niezależność banku centralnego i strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wzajemnie się wspomagały niezależnie od tego, która z tych zmian nastąpiła wcześniej;
2. wprowadzenie strategii wpłynęło z reguły pozytywnie na komunikowanie się banku z otoczeniem, na przejrzystość prowadzonej polityki oraz na stopień poddania jej demokratycznej ocenie;
3. strategia okazała się skuteczną metodą dezinflacji – bez niej inflacji nie udałoby się sprowadzić na tak niski poziom (aczkolwiek nie niższy niż w krajach uprzemysłowionych stosujących alternatywne strategie);

[3] Australia, Brazylia, Chile, Czechy, Finlandia, Hiszpania, Izrael, Kanada, Kolumbia, Korea Płd., Meksyk, Nowa Zelandia, Peru, Polska, Republika Południowej Afryki, Szwajcaria, Szwecja, Tajlandia, Wielka Brytania. Należy jednak zwrócić uwagę, że autorzy w grupie tej uwzględnili Finlandię i Hiszpanię, które w tym okresie były już członkami Unii Gospodarczej i Walutowej. Autorzy mają też wątpliwości co do zaklasyfikowania Kolumbii, Korei Płd. i Peru jako *inflation targeters*.

4. strategia przeszła pomyślnie test w postaci niekorzystnych szoków zewnętrznych (takich jak kryzys azjatycki), co wyraziło się m.in. w niewielkim przenoszeniu się skutków deprecjacji na inflację;
5. zastosowanie strategii pomogło obniżyć tzw. współczynnik wyrzeczenia *(sacrifice ratio)* oraz wahania produkcji do poziomu obserwowanego w grupie kontrolnej;
6. przyjęcie strategii mogło przyczynić się do obniżenia oczekiwań inflacyjnych i ukierunkowania ich w większym stopniu na przyszłość, a tym samym do ograniczenia inercji w zachowaniu inflacji;
7. w większości przypadków strategia była stosowana w sposób symetryczny i elastyczny w tym sensie, że przejściowe szoki inflacyjne, które nie zagrażały realizacji celu średniookresowego były amortyzowane;
8. kraje, które zastosowały strategię, skoncentrowały się w sposób bardziej wyraźny na realizacji statutowego celu, jakim jest stabilność cen, w porównaniu ze stabilizowaniem produkcji.

Podsumowując te osiem lekcji, Mishkin i Schmidt-Hebbel stwierdzają, że przyjęcie przez kilkanaście krajów strategii bezpośredniego celu inflacyjnego dało bardzo pomyślne rezultaty w porównaniu zarówno z poprzednimi ich doświadczeniami, jak i z krajami z grupy kontrolnej stosującymi odmienny system monetarny. Okazuje się jednak również, że zebrane do tej pory doświadczenia nie dają odpowiedzi na niektóre ważne pytania. Po pierwsze, kontrowersyjną kwestią pozostaje to, kto powinien ustalać cele inflacyjne w średnim okresie: rząd czy państwo. Inaczej mówiąc chodzi o rozstrzygnięcie, czy w odniesieniu do okresu średniego bank centralny powinien dysponować niezależnością jedynie w zakresie wykorzystywanych narzędzi *(instrument independence)* czy również w zakresie określania celów *(goal independence)*. O ile w przypadku krajów o trwale niskiej inflacji rozróżnienie to przestaje mieć istotne znaczenie, o tyle sytuacja jest dużo bardziej skomplikowana w krajach, w których bieżąca inflacja nadal znacznie przekracza cel długookresowy. W tym ostatnim przypadku żadne z rozwiązań nie ma zdecydowanej przewagi. Po drugie, nadal przedmiotem sporu pozostaje to, czy celem długookresowym powinna być inflacja zerowa, czy też niska (ok. 2%). Wątpliwości dotyczą z jednej strony trudności pomiaru inflacji, a z drugiej – kosztów dostosowań płac realnych przy zerowej inflacji. Po trzecie, deflacja w Japonii i wynikające z niej problemy dla polityki makroekonomicznej postawiły ponownie w centrum uwagi kwestię, czy przyjmowanym przez banki centralne celem powinien być określony poziom inflacji czy określony poziom cen. Cel w postaci poziomu cen ma poważne zalety (m.in. zmniejsza niepewność w gospodarce i tym samym zwiększa jej efektywność w długim okresie). Nadal nie jest jednak jasne to, czy i w jakim stopniu cel dotyczący poziomu cen przyczynia się do zwiększenia wahań produkcji. Po czwarte, brak jest argumentów empirycznych, przemawiających jednoznacznie za wyborem takich, a nie innych „technicznych" elementów strategii bezpośrednich celów inflacyjnych (pasmo czy cel punktowy etc.).

Ciekawe są też podane przez autorów niektóre konkretne przykłady problemów decyzyjnych, przed jakimi stanęły w latach 90. kraje stosujące strate-

gię bezpośrednich celów inflacyjnych. Wartym przytoczenia jest przykład odmiennej reakcji na kryzys azjatycki Nowej Zelandii i Chile z jednej strony oraz Australii – z drugiej. Przykład ten pokazuje, jak próba oddziaływania na kurs walutowy może doprowadzić do błędnych decyzji w polityce pieniężnej. W Nowej Zelandii krótki horyzont czasowy przyjętego celu inflacyjnego skłonił bank centralny do korzystania z kursu walutowego jako podstawowego (obok stóp procentowych) wskaźnika oceny restrykcyjności polityki pieniężnej. Przesłanką przyjętego rozwiązania było to, że w porównaniu z innymi mechanizmami transmisji kurs walutowy oddziałuje stosunkowo szybko i bezpośrednio na inflację. Gdy więc po wybuchu kryzysu azjatyckiego nastąpiła deprecjacja dolara nowozelandzkiego, to jednocześnie wyraźnie obniżył się wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej, co skłoniło bank centralny do podniesienia stóp procentowych o ponad dwa punkty. Ponieważ deprecjacja była skutkiem niekorzystnego szoku oddziałującego na *terms of trade*, który zmniejszył zagregowany popyt, to zaostrzenie polityki pieniężnej musiało w tych warunkach wywołać recesję i „niedostrzelenie" celu inflacyjnego.

Podobny błąd wystąpił również w Chile, tyle że w tym przypadku wynikał on z dążenia do utrzymania waluty w przyjętym tzw. kroczącym paśmie wahań. Również i w tym przypadku podwyżka stóp procentowych mająca bronić kursu[4] waluty wywołała recesję. W przeciwieństwie do Nowej Zelandii i Chile, przed przyjęciem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego Australia całkowicie uwolniła kurs. Przewidując niekorzystny wpływ dewaluacji walut azjatyckich na *terms of trade* Australii, bank centralny natychmiast obniżył stopę procentową o pół punktu, dzięki czemu udało się uniknąć recesji, a także przyspieszenia inflacji. Nowa strategia ułatwiła prawdopodobnie tę szybką reakcję, ponieważ w jej ramach bankowi centralnemu było dużo łatwiej wyjaśnić, że aby nie dopuścić do „niedostrzelenia" celu, konieczne staje się poluzowanie polityki pieniężnej.

Celem badań porównawczych podjętych przez [Cecchettiego i Ehrmanna, 2000] było określenie, czy banki centralne, które przyjęły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego cechowała większa niechęć do wahań w stopie inflacji (w porównaniu z wahaniami produkcji) niż pozostałe kraje. Badaniem objęte zostały 23 kraje, w tym 9, które zastosowały nową strategię określoną przez autorów „nowym systemem *(framework)* monetarnym lat 90." Spośród możliwych sposobów przedstawienia zmiany systemu monetarnego autorzy wybrali ten, zgodnie z którym rzeczywiste przejście do nowego systemu musi odzwierciedlać zmianę w preferencjach banku centralnego. Jeśli więc przyjąć, że o celach banku można wnioskować na podstawie efektów polityki, to na skutek przejścia do nowego systemu cele te powinny ulec zmianie. W kategoriach bardziej konkretnych można to rozumieć jako dokonywanie przez bank centralny wyboru punktu na tzw. granicy polityki, która obrazuje wymienność

[4] Innego zdania są [Landerrechte *et al.*, 2000, s. 465], którzy uważają, że reakcja banku centralnego Chile na kryzys azjatycki była właściwa.

między wahaniami inflacji a wahaniami produkcji. Zgodnie z przyjętą hipotezą, przy stabilnej granicy (wymienności) przejście na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego można wówczas interpretować jako przesunięcie w kierunku mniejszej zmienności inflacji i większych wahań produkcji. Przejście do nowego systemu można też jednak interpretować jako czynnik zwiększający wiarygodność banku centralnego, co oznacza przemieszczenie się granicy bliżej początku układu współrzędnych, czyli zmniejszenie się wahań obydwu zmiennych. Z drugiej strony, przemieszczenie się granicy polityki w kierunku początku układu współrzędnych można traktować jako wynik zmniejszenia się zakresu oddziaływania niekorzystnych szoków podażowych.

Zdaniem autorów, analiza danych statystycznych sugeruje, że zakres niekorzystnych szoków zmniejszył się w latach 90. w porównaniu z latami 80., co poprawiło charakter wymienności w przypadku wszystkich krajów. Porównanie obydwu grup krajów pokazuje jednocześnie, że w krajach, które przyjęły nową strategię, wahania inflacji (mierzone odchyleniem standardowym) zmniejszyły się bardziej, natomiast wahania produkcji mniej niż w pozostałych krajach. Wśród dziewięciu krajów stosujących strategię, tylko w przypadku Nowej Zelandii nastąpiło wyłącznie przesunięcie wzdłuż granicy polityki; w pozostałych krajach nastąpiło przemieszczenie się na nową krzywą, co sugeruje ogólny wzrost efektywności. Aby jednak oddzielić wpływ nowej strategii od wpływu mniejszej liczby szoków podażowych, konieczne stało się przeprowadzenie bardziej wnikliwej analizy opartej na skonstruowanym przez autorów modelu. Analiza ta wykazała, że w latach 90. we wszystkich badanych krajach, nastąpiło przesunięcie wzdłuż granicy polityki oznaczające ograniczenie wahań inflacji. Przesunięcie to było silniejsze w krajach, które przyjęły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, aczkolwiek różnice były umiarkowane. W krajach europejskich, które nie zastosowały nowej strategii, ważnym czynnikiem zwiększającym „awersję do wahań inflacji" było w tym okresie dążenie do spełnienia kryteriów z Maastricht.

[Landerrechte *et al.*, 2001] spróbowali przetestować wyniki uzyskane przez Cecchettiego i Ehrmanna na inaczej dobranych próbkach krajów, w odniesieniu do dłuższego okresu oraz przy wykorzystaniu trochę innych narzędzi analizy. Badanie potwierdziło pierwszy wynik uzyskany przez Cecchettiego i Ehrmanna, a mianowicie, że awersja do inflacji jest, średnio rzecz biorąc, podobna w krajach stosujących i nie stosujących bezpośredniego celu inflacyjnego. Nie znalazł natomiast potwierdzenia drugi wynik: brak jest dowodów, że w latach 90. w wysoko uprzemysłowionych krajach stosujących cel nastąpił wzrost niechęci do inflacji. Efekt taki wystąpił jednak w krajach *emerging markets*, które realizowały jednocześnie dezinflację (takich jak Izrael i Chile). W przeciwieństwie do wcześniejszego badania, Landerrechte *et al.* stwierdzili ponadto wzrost awersji do inflacji wśród krajów wysoko uprzemysłowionych nie stosujących omawianej strategii. Interesująca jest też przeprowadzona przez tych autorów analiza dotycząca wpływu przyjęcia strategii na sposób ustalania stóp procentowych. Okazało się mianowicie, że w miarę upływu czasu, w krajach, które ją zastosowały, dany cel inflacyjny udawało się osiągnąć za pomo-

cą coraz mniejszych zmian stóp procentowych[5]. Autorzy sądzą, że można to traktować jako wyraz stopniowego wzrostu wiarygodności prowadzonej polityki pieniężnej. Analiza za pomocą modelu VAR pokazała ponadto, że przyjęcie strategii osłabiło inercję w kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych, które stały się bardziej ukierunkowane na przyszłość.

Analizie doświadczeń pięciu krajów latynoamerykańskich, które zastosowały strategię bezpośredniego celu inflacyjnego poświęcone jest opracowanie [Corbo i Schmidta-Hebbela, 2001]. Zdaniem tych autorów, tylko w odniesieniu do dwu spośród tych krajów można mówić o w pełni dojrzałej postaci strategii – Brazylii (od czerwca 1999) oraz Chile (od maja 2000). Pozostałe trzy kraje (Meksyk, Kolumbia i Peru) nadal nie w pełni wprowadziły wszystkie rozwiązania, które są traktowane dosyć powszechnie jako konstytutywne elementy tej strategii. Oznacza to, że wprowadzanie strategii jest stosunkowo długim procesem. Analiza empiryczna pokazała, że na tle innych krajów doświadczenia pięciu krajów latynoamerykańskich są całkiem zachęcające. Większość z nich obniżyła znacząco inflację już w okresie bezpośrednio poprzedzającym wprowadzenie strategii i wykazała się skutecznością w realizacji przyjętych celów. Współczynnik wyrzeczenia oraz wahania produkcji były niższe po niż przed wprowadzeniem strategii i znajdowały się na poziomie porównywalnym z krajami wysoko uprzemysłowionymi nie stosującymi tej strategii (a czasem nawet na niższym). Korzystnie wypadło też porównanie „piątki" z pozostałymi krajami stosującymi strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Te korzystne wyniki są szczególnie interesujące, gdy uwzględni się, że spośród „piątki" tylko w Meksyku bank centralny w pełni samodzielnie ustala cel inflacyjny. W Chile i w Peru jest on ustalany przez bank po konsultacji z rządem, natomiast w Brazylii i Kolumbii – wspólnie przez bank i rząd. Okazuje się więc, że nawet w krajach o „silnej tradycji inflacyjnej" niezależność banku centralnego w zakresie ustalania celów nie jest niezbędnym warunkiem skutecznego zastosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Innym interesującym przykładem empirycznych badań porównawczych jest opracowanie [Lee, 1999]. Autor ten nie oparł jednak badań na dużej próbce, lecz na sześciu zestawionych w pary krajach: Kanady i Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Niemiec oraz Nowej Zelandii i Australii. W przypadku dwu pierwszych par kryterium wyboru stanowiło podobieństwo trendów w zakresie produkcji oraz odmienność oficjalnych strategii polityki pieniężnej[6]. Australia zastosowała co prawda w połowie 1993 r. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, ale w odróżnieniu od Nowej Zelandii nie ogłosiła jej określonych ram czasowych. Celem badania było wyjaśnienie, czy przyjęcie

---

[5] Rezultat ten rzuca interesujące światło na skutki polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP w latach 2000-2001. Wskazuje on mianowicie na możliwość, że przy podejmowaniu decyzji dotyczących stóp procentowych, RPP nie uwzględniła tego efektu i podniosła za bardzo stopy doprowadzając do „niedostrzelenia" celu inflacyjnego i zbyt silnego spadku tempa PKB.

[6] W Stanach Zjednoczonych i w Niemczech strategia oparta była na celach pośrednich w postaci agregatów pieniężnych lub stóp procentowych.

strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zwiększyło efektywność procesu dezinflacji. Pierwsza część analizy, oparta na metodzie wektorowej autoregresji i odniesiona do doświadczeń pojedynczych krajów, potwierdziła wcześniejsze wyniki, zgodnie z którymi obniżki inflacji byłyby mniejsze, gdyby nie doszło do zmiany strategii. Odmienne wnioski wynikają natomiast z porównania krajów w parach; okazuje się, że redukcja inflacji w krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego była przede wszystkim wynikiem „szczęśliwego zbiegu okoliczności" (w postaci sprzyjających zjawisk w gospodarce światowej) i nie była ona większa niż w krajach, które nie zastosowały tego rodzaju strategii. Autor nie uważa, aby uzyskane przez niego rezultaty można było traktować jako argument przeciwko celowości i możliwości zastosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego *per se*. Wskazuje jedynie na konieczność dokonania wnikliwej oceny dowodów historycznych, zanim potraktuje się jako argument przemawiający za wyborem takiej, a nie innej strategii polityki pieniężnej.

Doświadczenia Chile

Chile jest tym krajem, który chyba najczęściej jest przedstawiany jako przykład sukcesu zarówno w stabilizowaniu gospodarki, jak i przeprowadzaniu trudnych reform strukturalnych. Jednocześnie w środkach przekazu pojawiło się jednak wiele półprawd i mądrości obiegowych, które niekoniecznie znajdują potwierdzenie w rzetelnej analizie faktów. Wynika to stąd, że wielu zagadek dotyczących przyczyn i przebiegu „chilijskiego cudu" nie udało się jeszcze wyjaśnić, aczkolwiek dzięki prowadzonym intensywnym badaniom stopień zrozumienia splotu występujących w tym kraju czynników uległ niewątpliwie znacznemu zwiększeniu [zob. szerzej Perry i Leipziger, 1999]; [Ząbkowicz, 2001].

Sprawą kontrowersyjną jest również rola banku centralnego i przyjętej przez niego strategii w procesie dezinflacji. Panuje zgoda co do tego, że dezinflacja przebiegała w sposób stopniowy; w sposób ewolucyjny dokonało się też przejście do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Za jeden z najważniejszych czynników uzasadniających tego typu podejście uznaje się wyjątkowość Chile polegającą na niezwykle szeroko rozbudowanym, a ukierunkowanym na przeszłość systemie indeksacyjnym. Uznano, że przyjęcie wyraźnie określonego celu inflacyjnego i zobowiązanie się banku centralnego do jego realizacji będzie skutecznym sposobem ograniczenia zakresu indeksacji i – w ślad za tym – obniżenia kosztu stabilizowania gospodarki. Można więc przyjąć, że w zamierzeniu strategia bezpośredniego celu inflacyjnego miała być narzędziem skutecznej dezinflacji [Landerrechte *et al.*, 2000, s. 455].

Nowa ustawa o banku centralnym z 1989 r. zdecydowanie zwiększyła niezależność banku centralnego, ale poza stabilizowaniem cen nałożyła na niego obowiązek uwzględniania wymogów wewnętrznej i zewnętrznej równowagi płatniczej. Prowadzoną przez siebie polityką bank centralny dawał jednak podmiotom gospodarczym coraz bardziej czytelny sygnał, że w przypadku

konfliktu między obydwoma celami priorytet będzie mieć stabilizowanie cen. Formułowane w pierwszej połowie lat 90. jednoroczne cele dotyczące inflacji miały w rzeczywistości charakter prognozy i trudno uznać, że w okresie tym bank centralny realizował strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Ponieważ ogłaszany w prognozach poziom inflacji udawało się osiągać z dosyć dużą dokładnością, podmioty zaczęły traktować cel coraz bardziej oficjalnie przyjmując, że bank może być „rozliczany" za jego realizację. Ze względu na dosyć precyzyjne „trafianie w cel", w 1994 r. bank odszedł od pasma i zaczął wyznaczać cel punktowo. Decyzja ta była prawdopodobnie uwarunkowana również tym, że cel punktowy jest lepszym rozwiązaniem, gdy strategia bezpośredniego celu inflacyjnego służy jako narzędzie dezinflacji [Mishkin i Schmidt-Hebbel, 2001]. Natomiast dopiero w 1999 r. bank centralny zdecydował się na wydłużenie horyzontu czasowego i ogłosił cele w perspektywie średniookresowej[7]. [Calvo i Mendoza, 1999, s. 28] uznają, że przejście na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego dokonało się właściwie dopiero w latach 1996-1997, kiedy to polityka oddziaływania na krótkookresowe stopy rynku międzybankowego została ukierunkowana na realizację ogłaszanego celu inflacyjnego (a nie we wrześniu 1990 r., jak się oficjalnie przyjmuje).

Analizując doświadczenia chilijskie w zakresie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego [Mishkin i Sevastano, 2000] dochodzą do wniosku, że można je uznać za sukces. Zwracają uwagę, że od momentu zapoczątkowania w 1989 r. regularnego ogłaszania prognozy, inflacja uległa obniżeniu z ponad 20% do ok. 3% w końcu dekady, a jednocześnie w latach 1991-1997 średnioroczne tempo wzrostu PKB wyniosło 8,5%[8]. Jak słusznie jednak podkreślają autorzy, skuteczność polityki antyinflacyjnej zależała bardzo silnie od wsparcia w postaci nadwyżki budżetowej (2,8% PKB średniorocznie w okresie 1991-1998) oraz bardzo wysokiej jakości rozwiązań w zakresie nadzoru bankowego. [Landerrechte *et al.*, 2001] obliczają współczynnik wyrzeczeń dla alternatywnych wariantów dezinflacji. Okazuje się, że przy wariancie stopniowym (który został faktycznie zastosowany) współczynnik ten (niezależnie od sposobu liczenia) jest wyraźnie niższy, niż gdyby zastosowano terapię szokową.

Pojawia się w związku z tym wątpliwość, czy i w jakim stopniu sukces w obniżeniu inflacji należy przypisać polityce pieniężnej. Wyniki badań [Calvo i Mendozy, 1999] opartych na najnowszych metodach ekonometrycznych sugerują, że jej rola była niewielka. Jak stwierdzają ci autorzy, „podobnie jak innym autorom, nie udało nam się uchwycić systematycznej zależności między zaostrzeniem polityki monetarnej poprzez podniesienie stóp procentowych[9]

---

[7] 3,5% na rok 2000 r. oraz 2-4% na rok 2001 i następne. Wydłużenie horyzontu oznaczało więc jednocześnie powrót do wyznaczania celu w postaci pasma.

[8] Do wyraźnego pogorszenia koniunktury doszło dopiero w następstwie kryzysu azjatyckiego: w 1998 PKB wzrósł o 3,4%, a w 1999 r. obniżył się o 1,3%. Zdaniem autorów, z perspektywy czasu decyzję banku centralnego o zaostrzeniu kursu polityki pieniężnej (podniesienie stóp procentowych) i kursowej (zwężenie pasma wahań) należy uznać za błędną.

[9] Charakterystyczną cechą polityki monetarnej w Chile było oddziaływanie na stopy procentowe odnoszące się do instrumentów finansowych podlegających indeksacji.

a obserwowanym spowolnieniem inflacji, aczkolwiek realna gospodarka reagowała na zmiany stóp". (...) „Istnieją natomiast pewne dowody na systematyczną, dynamiczną zależność między aprecjacją realnego i nominalnego kursu a spadkiem inflacji".

Znacznie większa rola strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w ograniczaniu inflacji wynika z analizy [Landerrechte'a *et al.*, 2000, s. 473-481] opartej na modelu wektorowej autoregresji. Autorzy ci testowali hipotezę, w myśl której o korzystnym wpływie tego czynnika na dezinflację można mówić wówczas, gdy prognoza inflacyjna jest systematycznie wyższa od celu inflacyjnego i rzeczywistej inflacji. Aczkolwiek test tej hipotezy wypadł w zdecydowanej większości przypadków pomyślnie, to również i ci autorzy uważają, że uzyskanego rezultatu nie można uznać za rozstrzygający. Chociaż zbyt wcześnie na pewno na ostateczny werdykt w tej sprawie, to przypadek Chile wydaje się potwierdzać opinię [Lucasa, 1996], że niezależnie od często formułowanych przez prezesów banków centralnych (a częściowo także przez ekonomistów zajmujących się problematyką pieniężną) sądów na temat wykorzystywania wysokich stóp procentowych do kontrolowania inflacji, brak jest dowodów z jednej choćby gospodarki, łączących te dwie wielkości w użyteczny sposób.

Przykład Meksyku

Podobnie jak Chile, Meksyk jest przykładem stopniowego przechodzenia na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Zdaniem [Carstensa i Wernera, 1999], główną przyczyną nieprzyjęcia jak dotąd wyraźnego celu w zakresie inflacji jest duża częstotliwość występowania szoków (zarówno krajowych, jak i zagranicznych) oddziałujących na poziom cen. Autorzy ci uważają bowiem, że pierwszym krokiem przy wyborze właściwej dla danego kraju strategii polityki pieniężnej jest określenie, czy inflacja jest napędzana głównie przez egzogeniczne szoki pieniężne czy też przez szoki oddziałujące na kluczowe ceny, które są częściowo amortyzowane przez władze monetarne. Również [Alfaro i Schwartz, 2000, s. 441] uznają duży wpływ pozamonetarnych źródeł inflacji za ważny powód utrudniający wprowadzenie w tym kraju strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w pełnej postaci[10].

Z przeprowadzonej przez Carstensa i Wernera analizy wynika, że w latach 1986-1998 zmiany w inflacji poprzedzały zmiany w podaży pieniądza. Sugeruje to, że w okresie tym egzogeniczne zmiany w podaży pieniądza nie były główną przyczyną zmian tempa inflacji. Testy przyczynowości Grangera wskazują, że przebiega ona w obydwu kierunkach, ale nie pozwalają skwantyfikować wpływu zmian każdej ze zmiennych na pozostałe zmienne. W tym celu oszacowano model VECM *(Vector Error Correction Model)*, który jako zmienne endogeniczne uwzględniał indeks cen konsumpcyjnych, bazę monetarną,

[10] Z punktu widzenia polskich dyskusji interesujące jest to, że zdaniem autorów duże znaczenie czynników pozamonetarnych zwiększa konieczność koordynacji polityki pieniężnej z innymi częściami polityki gospodarczej (*ibid.*, s. 451).

kurs walutowy, płace i ceny w sektorze publicznym. Funkcje reakcji na impuls wskazują, że szoki zostały zidentyfikowane poprawnie, a dekompozycja wariancji pozwala określić znaczenie każdego szoku jako determinanty zachowania się innych zmiennych systemu. Okazuje się, że w okresie średnim i długim zmiany w bazie pieniężnej i w cenach były determinowane głównie przez egzogeniczne zmiany w kursie walutowym, płacach, cenach sektora publicznego i ogólnym poziomie cen. Jednocześnie jednak wpływ egzogenicznych zmian w bazie monetarnej na ceny, kurs walutowy i płace był bardzo niewielki. Co więcej, prawie 90% wariancji bazy monetarnej jest wyjaśniana przez szoki oddziałujące na inne zmienne systemu. Rezultaty te wskazują, że polityka monetarna w bardzo znaczącym stopniu amortyzowała te szoki. Z kolei egzogeniczne szoki oddziałujące na bazę monetarną były nieznaczne i są prawie nieprzydatne w wyjaśnianiu zachowania cen, kursu walutowego i płac. Również alternatywna metoda polegająca na szacowaniu równania, w którym inflacja skorygowana o ceny kontrolowane jest traktowana jako funkcja zmian w kursie walutowym, płacach i tempie wzrostu podaży pieniądza pokazała, że wpływ tej ostatniej zmiennej nie jest statystycznie znaczący.

Według Carstensa i Wernera, rezultaty wskazujące na dominujące znaczenie niemonetarnych źródeł inflacji w Meksyku w ostatnich kilkunastu latach przemawiają za wyborem eklektycznej strategii polityki monetarnej, w której ważna rola musi przypadać działaniom dyskrecjonalnym. Taką eklektyczną strategię Meksyk próbuje realizować od 1996 roku. Składa się ona z trzech elementów:

* rocznego celu inflacyjnego, który jest ustalany wspólnie przez rząd oraz bank centralny i ma tym samym służyć lepszej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej oraz pomagać w ustalaniu płacy minimalnej;
* reguł dotyczących zachowania bazy pieniężnej, rezerw międzynarodowych netto oraz kredytu krajowego;
* możliwości dokonania przez bank centralny zmian w polityce pieniężnej, jeśli jest to uzasadnione przez wystąpienie nieoczekiwanych okoliczności.

Można przyjąć, że system monetarny Meksyku ewoluuje w kierunku strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, co wyraża się m.in. w upłynnieniu peso. Jak jednak zauważają [Mishkin i Sevastano, 2000], brak jest jeszcze kilku istotnych dla tej strategii elementów, takich jak przejrzystość ram instytucjonalnych oraz wysokiego stopnia odpowiedzialności *(accountability)* za realizację przyjętego celu. Bank centralny nadal ogłasza roczną prognozę dotyczącą bazy monetarnej, upiera się przy wyjaśnianiu prowadzonej przez siebie polityki w kategoriach bieżącego zarządzania płynnością, nie opracowuje i nie upublicznia średniookresowej prognozy inflacyjnej, a do niedawna przyjmował jedynie roczny horyzont celu inflacyjnego. Autorzy ci sądzą, że takie działania nie sprzyjają budowaniu wiarygodności i prowadzą do zamętu, szczególnie gdy występuje presja na spadek kursu waluty. Brak przejrzystości przejawia się również w charakterze dokumentów publikowanych przez bank – dużo więcej miejsca poświęca się w nim omówieniu ogólnych procesów w gospodarce meksykańskiej niż uzasadnianiu efektów własnej polityki antyinflacyjnej.

Mishkin i Sevastano formułują pogląd, że Bank Meksyku czeka być może na moment sprzyjający „utwardzeniu" celów inflacyjnych. Przejście na bardziej wyraźną postać strategii bezpośredniego celu inflacyjnego powinno zostać poprzedzone uzyskaniem pewnej wiarygodności antyinflacyjnej. Z tego punktu widzenia trudno uznać rok 1998 za korzystny: cel inflacyjny został przestrzelony o 7 punktów procentowych. Sytuacja zmieniła się na korzyść w 1999 r.: inflacja ukształtowała się nieznacznie poniżej przyjętego 13% celu, a bank centralny podjął kroki świadczące o większym zaangażowaniu się w strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Po raz pierwszy bank centralny ogłosił cel na rok 2000 (10%), zanim rząd przedstawił Kongresowi program gospodarczy na ten rok, co może przyczynić się do zwiększenia odpowiedzialności banku za realizację celu. Po raz pierwszy bank ogłosił też wieloletni cel inflacyjny stwierdzając, że zamierza obniżyć inflację do „poziomu międzynarodowego" (tzn. do poziomu 2-3%) w 2003 r. Osiągnięciu tego celu może sprzyjać znaczne osłabienie aktywności gospodarczej w 2001 r. Z drugiej strony okazuje się jednak, że inercja inflacyjna jest stosunkowo silna: mimo zerowego tempa wzrostu PKB i kilkuprocentowego spadku produkcji przemysłowej stopa inflacji w trzecim kwartale 2001 utrzymuje się powyżej 6%[11].

Przypadek Brazylii

W przeciwieństwie do Chile i Meksyku przejście na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego dokonało się w Brazylii bardzo szybko. Rozpoczęty w 1994 r. program stabilizacyjny oparty na kursie walutowym (tzw. *Real plan*) przyniósł w ciągu kilku lat bardzo pomyślne rezultaty w zakresie dezinflacji: w grudniu 1998 r. inflacja spadła poniżej 2%, podczas gdy w grudniu 1993 r. wynosiła ona 2500%. Nie udało się jednak uzyskać wystarczającego postępu w realizacji reform strukturalnych, a w szczególności w konsolidacji finansów publicznych. Wzrost długu publicznego i obawy przed nadmiernie ekspansywną polityką prowadzoną przez gubernatorów poszczególnych stanów uruchomiła grę spekulacyjną przeciwko realowi. Zmniejszające się szybko rezerwy zagraniczne zmusiły bank centralny do odejścia od systemu kroczącej dewaluacji reala względem dolara. Po krótkiej próbie stosowania kontrolowanej dewaluacji 15 stycznia 1999 r. Brazylia przeszła na system kursu płynnego. Pod nieobecność kotwicy nominalnej real uległ w lutym znacznej deprecjacji. W tej sytuacji nowo powołany zarząd banku centralnego podjął działania na dwu frontach [Bogdanski *et al.*, 2000]. Pierwsza grupa środków miała uspokoić rynki finansowe. Chodziło przede wszystkim o niedopuszczenie, aby przyspieszenie inflacji doprowadziło do ujemnych realnych stóp procentowych od instrumentów finansowania długu publicznego. W tym celu podstawowa stopa procentowa podniesiona została z 39% do 45%.

[11] Według „The Economist" z 3 listopada 2001 r.

Druga grupa działań zmierzała do wprowadzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Uznano, że płynny kurs walutowy wymaga jak najszybszego przyjęcia nowej kotwicy nominalnej. W zaskakująco krótkim czasie udało się wprowadzić podstawowe zmiany instytucjonalne umożliwiające oparcie polityki monetarnej na nowej strategii. Formalne przejście na nową strategię nastąpiło 1 lipca 1999 r. w następstwie dekretu wydanego przez prezydenta Brazylii 21 czerwca. Podstawowe elementy strategii są następujące [wg Bogdanskiego *et al.*, 2000]:

* cele inflacyjne będą ustalane w odniesieniu do zmian w powszechnie znanym indeksie cen;
* cele inflacyjne, jak również przedziały tolerancji, będą ustalane przez Krajową Radę Pieniężną na podstawie propozycji ministra finansów;
* cele inflacyjne na lata 1999, 2000 i 2001 zostaną ustalone nie później niż 30 czerwca 1999; na rok 2002 i na lata następne cele będą ustalane nie później niż 30 czerwca, z dwuletnim wyprzedzeniem;
* bank centralny jest odpowiedzialny za zastosowanie polityki koniecznej do osiągnięcia tych celów;
* indeks cen, przyjęty dla potrzeb strategii celu inflacyjnego, zostanie wybrany przez Krajową Radę Pieniężną na podstawie propozycji ministra finansów;
* cele będą uznane za osiągnięte wówczas, gdy obserwowana, skumulowana inflacja w okresie styczeń-grudzień każdego roku (mierzona na podstawie wahań przyjętego w tym celu indeksu cen) znajdzie się w przedziałach tolerancji;
* w przypadku niezrealizowania celów, prezes banku centralnego będzie zmuszony do wysłania otwartego listu do ministra finansów, w którym wyjaśni przyczyny tego stanu rzeczy, środki mające zapewnić powrót inflacji do akceptowanego poziomu oraz okres niezbędny do ich skutecznego zadziałania;
* bank centralny będzie publikował kwartalny raport o inflacji, który będzie dostarczał informacji o funkcjonowaniu strategii celów inflacyjnych, o rezultatach prowadzonej polityki pieniężnej oraz o perspektywach inflacji.

Zdaniem komentatorów [Mishkin i Sevastano, 2000] na szczególne uznanie zasługuje szybkość (w porównaniu z innymi krajami), z jaką udało się przygotować wymagany przez dekret raport o inflacji, a przede wszystkim jego wysoki poziom merytoryczny. Raport nie tylko analizuje w klarowny sposób warunki panujące w gospodarce i perspektywy inflacji, ale zawiera również prognozy inflacyjne przy różnych scenariuszach, przy czym wykorzystuje również stosowane przez Bank Anglii tzw. diagramy wachlarzowe *(fan charts)* obrazujące prawdopodobieństwo alternatywnych ścieżek inflacji. Na podkreślenie zasługuje też bardzo szybkie skonstruowanie i wykorzystywanie do podejmowania decyzji w zakresie polityki pieniężnej dwu grup modeli: a) niedużych strukturalnych modeli makroekonomicznych służących badaniu różnych kanałów transmisji, b) krótkookresowych modeli do prognozowania inflacji.

Cele inflacyjne zostały ustalone na następującym poziomie: 8% dla 1999 r., 6% dla 2000 r. oraz 4% dla 2001 r. przy dopuszczalnym paśmie odchyleń

±2%. Wbrew sceptycznym opiniom, początkowe efekty nowej strategii należy uznać za pomyślne. Wyraźnie zmniejszył się zakres przenoszenia się deprecjacji waluty na ceny (tzw. *passthough*), a inflacja w końcu 1999 r. osiągnęła poziom 8,9% mieszcząc się w przyjętym paśmie. Również dane z 2000 r. (7,0% we wrześniu)[12] sugerowały, że w kolejnym roku cel zostanie zrealizowany. Tempo dezinflacji uległo jednak spowolnieniu: mimo bardzo niskiego tempa wzrostu PKB (0,8%) i zerowego tempa produkcji przemysłowej (we wrześniu 2001), inflacja utrzymywała się na poziomie 7,3%[13].

Przyjmuje się [Mishkin i Sevastano, 2000], że źródeł początkowego sukcesu nowej strategii należy upatrywać w trzech czynnikach: a) relatywnej sile brazylijskiego systemu bankowego (w którym dokonała się istotna restrukturyzacja po kryzysie bankowym lat 1994-1996), b) niskim poziomie aktywności gospodarczej (spowodowanym częściowo przez utrzymujące się wysokie stopy procentowe w okresie *real plan*, c) szybkim działaniom podjętym przez prezesa banku centralnego w celu przywrócenia wiarygodności polityki pieniężnej. Natomiast skuteczność strategii w przyszłości zależeć będzie przede wszystkim od utrzymania przez bank centralny niezależności od rządu oraz od podjęcia przez rząd reform umożliwiających prowadzenie polityki fiskalnej spójnej z niską inflacją.

Przypadek Izraela

Izrael należy do tych krajów, w których strategia bezpośredniego celu inflacyjnego została wprowadzona w sposób stopniowy i nadal w sposób dosyć znaczny odbiega od „przypadku modelowego". Obecny kształt strategii wynika z pewnych specyficznych uwarunkowań, do których można zaliczyć [Leiderman i Bar-Or, 2000]; [Bufman i Leiderman, 2000, s. 486]:

* długi okres wysokiej inflacji, który doprowadził do powstania różnych instytucji i mechanizmów indeksacyjnych sprzyjających inercji inflacyjnej;
* brak konsensusu w sprawie korzyści z ograniczenia inflacji, co istotnie ogranicza wiarygodność polityki pieniężnej opartej na celach inflacyjnych;
* przeciążenie polityki pieniężnej, szczególnie w sytuacji, gdy polityka fiskalna była niespójna z przyjętymi celami;
* współwystępowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i pełzającego pasma wahań jako reżimu kursowego.

Prawdopodobnie najważniejszą cechą jest to, że mimo trwale wysokiej inflacji, poparcie społeczne i polityczne dla dezinflacji oraz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego było relatywnie słabe. Niemniej jednak inflację udało się w końcu obniżyć z ok. 18% w końcu lat 80. do mniej niż 4% w końcu lat 90. Na lata 2000 i 2001 przyjęto cel inflacyjny w wysokości 3-4%. W sierpniu 2000 r. inflacja spadła zdecydowanie poniżej przyjętego pasma i wynosiła za-

[12] Według „The Economist" z 11 listopada 2000.
[13] Według „The Economist" z 3 listopada 2001.

ledwie 0,1%, natomiast rok później (wrzesień 2001 r.) była ona wyższa, ale nadal poniżej pasma (2,5%)[14].

Inną ważną cechą strategii jest zachowanie władz, które jest zbieżne z hipotezą oczekiwań adaptacyjnych, a nie racjonalnych. Otóż cel na rok następny był z reguły ustalany na poziomie bardzo zbliżonym do inflacji, jaka występowała (w przeliczeniu rocznym) w okresie bezpośrednio poprzedzającym decyzję. Stopniowo coraz większą rolę przypisuje się jednak prognozom inflacyjnym, aczkolwiek jak dotąd bank nie formułuje własnej prognozy, lecz korzysta z oceny kształtowania się oczekiwań inflacyjnych na podstawie zachowania rynków finansowych.

Cel inflacyjny został po raz pierwszy zastosowany w Izraelu w końcu 1991. Jak zauważają [Leiderman i Bar-Or, 2000], został on „wprowadzony tylnymi drzwiami", co należy rozumieć w ten sposób, że służył on określeniu tempa pełzającej dewaluacji. Efektem takiego sposobu wprowadzania strategii była niejasność co do priorytetów polityki makroekonomicznej, na czym musiała ucierpieć wiarygodność polityki antyinflacyjnej.

Podobnie jak w wielu innych krajach, również w Izraelu utrzymują się kontrowersje na temat relatywnego znaczenia poszczególnych przyczyn dezinflacji. Zdaniem [Bufmana i Leidermana, 2000, s. 503], sprowadzenie inflacji do ok. 10% na początku lat 90. nie było wynikiem zaprojektowanego przez władze zestawu narzędzi polityki, lecz kombinacji kilku czynników, które oprócz polityki pieniężnej i fiskalnej obejmowały także zmiany na rynku pracy i sytuację makroekonomiczną za granicą. W warunkach nadspodziewanie szybkiego spadku tempa inflacji bank centralny Izraela stanął przed podobnym dylematem, jak NBP na przełomie 1998 i 1999 r.: czy należy zrewidować w dół wcześniej przyjęty cel inflacyjny?

Zarówno reżim kursowy, jak i cel inflacyjny są ustalane przez rząd, z reguły w następstwie propozycji ministra finansów. W ostatnich kilku latach, ze względu na szybko zwiększającą się mobilność kapitału konflikt między celem w zakresie inflacji i w zakresie kursu walutowego stał się coraz ostrzejszy. Mimo braku niezależności w zakresie ustalania celów polityki pieniężnej *(goal independence)* i mimo dysponowania jedynie niezależnością w odniesieniu do narzędzi polityki *(instrument independence)*, bank centralny próbował przesuwać stopniowo priorytet na korzyść celu dotyczącego inflacji, co okazało się możliwe dzięki poszerzeniu pasma wahań i stopniowemu ograniczeniu zakresu interwencji na rynku walutowym. [Bufman i Lederman, 2000, s. 517] uważają, że sposób prowadzenia polityki pieniężnej przypomina obecnie coraz bardziej rozwiązanie zaproponowane w teorii przez [Svenssona, 1997], a polegające na przyjęciu za cel pośredni prognozy inflacyjnej. Zgodnie z tą koncepcją, dostosowanie instrumentu polityki następuje wówczas, gdy pojawia się rozbieżność między celem inflacyjnym a prognozą inflacyjną.

---

[14] Według „The Economist" z 18 listopada 2000 r. i 3 listopada 2001.

Przykład Korei Płd.

Możliwość przejścia na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego stworzyła nowelizacja ustawy o Banku Korei, która weszła w życie 1 kwietnia 1998 r. W wyniku nowelizacji celem banku centralnego jest stabilizacja cen, co oznacza, że został on zwolniony z realizacji równoległego celu w postaci umacniania systemu bankowego. Corocznie, w porozumieniu z rządem, bank ma ustalać cel w zakresie stabilności cen oraz opracowywać program jego realizacji. W nowej ustawie obecnych jest kilka innych ważnych elementów charakterystycznych dla strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, takich jak obowiązek publicznego ogłaszania programu polityki pieniężnej, publikowania protokołów z posiedzeń rady polityki pieniężnej oraz przygotowywania szczegółowego raportu o realizacji polityki, który co najmniej raz w roku musi zostać przedłożony parlamentowi.

Zwiększony został także stopień niezależności banku, co wyraża się w tym, że [Bank of Korea, 1998]:

* minister finansów i gospodarki przestał przewodniczyć radzie polityki pieniężnej; funkcję tę pełni obecnie prezes banku centralnego;
* członkowie rady nie są już mianowani przede wszystkim przez rząd; spośród siedmiu członków rady tylko jeden jest obecnie mianowany przez ministerstwo finansów i gospodarki;
* członkowie rady są wybierani na czteroletnią kadencję i nie mogą zostać zdymisjonowani w jej trakcie.

Na praktyczne efekty zmian ustawy trzeba będzie z pewnością zaczekać. Należy bowiem pamiętać, że weszła ona w życie w trakcie trwania kryzysu finansowego, czyli w okresie, w którym skoncentrowanie się banku centralnego wyłącznie na ograniczaniu inflacji staje się szczególnie dyskusyjne. Niemniej jednak [Hoffmaister, 1999] w swoim interesującym opracowaniu podjął próbę przeanalizowania, jaki kształt może i powinna przybrać strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w warunkach koreańskich.

Jednym z ważnych aspektów strategii bezpośredniego celu inflacyjnego analizowanych przez tego autora jest przydatność wskaźnika inflacji bazowej. Z analizy wynika, że spośród składników CPI zdecydowanie najsilniejsze szoki oddziałują na żywność oraz na paliwa[15]. Skonstruowanie indeksu inflacji bazowej (który pomija bezpośredni wpływ wzrostu cen żywności) i porównanie jego zmiany w wyniku szoku ze zmianą wskaźnika CPI pozwala określić wielkość tzw. efektu pierwszej rundy. Okazuje się, że efekt pierwszej rundy przyspieszenia wzrostu cen żywności o 1 punkt procentowy wynosi ok. 0,5 punktu procentowego. Bardzo ciekawe – również w kontekście polityki monetarnej w Polsce – są wyniki dotyczące szybkości wygasania skutków szoku: sześć miesięcy

[15] W koszyku dóbr żywność ma najwyższą wagę (ok.1/3), natomiast paliwa mają wagę poniżej 5%. Utrzymywanie się skutków szoków *(persistence)* jest podobne we wszystkich grupach cen, które (obok żywności i paliw) stanowią: mieszkania, meble, ubrania, usługi medyczne, edukacja, transport, inne.

po szoku zwiększającym „inflację cen żywności" o 1 punkt procentowy różnica miedzy reakcją CPI oraz inflacji bazowej wynosi 0,30 punktu proc., a następnie spada do 0,13, 0,06 i 0,03 punktu proc. odpowiednio po 12, 18 i 24 miesiącach. Niewielka wartość tej różnicy po okresie roku skłania Hoffmaistera do sformułowania ważnego wniosku, że przy horyzoncie czasowym strategii dłuższym niż rok, nie ma właściwie znaczenia to, czy ceny żywności są uwzględniane w indeksie cen konsumpcyjnych, który jest wykorzystywany do określania celu inflacyjnego[16].

Podobnie jak wielu innych autorów zajmujących się strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, Hoffmaister przywiązuje bardzo duże znaczenie do możliwości konstruowania przez bank centralny prognozy inflacyjnej. Uważa, że w przypadku Korei przewidywalność inflacji nie powinna być poważną barierą wprowadzenia strategii, jak bowiem wykazała przeprowadzona analiza, w przeszłości była ona podobna, jak w innych krajach, które taką strategię zastosowały.

Próba symulowania działania strategii za pomocą modelu wektorowej autoregresji (VAR) pokazała ponadto, że 18-miesięczny horyzont czasowy przy formułowaniu celu oferuje dobry kompromis między wahaniami zmiennych realnych a utrzymywaniem się wpływu szoków podażowych na inflację. Jednocześnie okazało się, że pasmo o odchyleniach w wysokości jednego punktu procentowego powinno być wystarczające dla skutecznego funkcjonowania strategii.

Bibliografia

Alfaro S., Schwartz M.J., [2000], *Inflation and Money Goals: the Recent Experience of Monetary Policy in Mexico*, w: Mahadeva L., Sterne, G. (2000).

Bank of Korea, [1998], *The Monetary Policy Framework in Korea*, maszynopis, Bank of Korea, February.

Bogdanski J., Tombini A.A., Werlang S.R., [2000], *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Central Bank of Brazil, maszynopis.

Bufman G., Leiderman L., [2000], *Monetary Policy and Disinflation in Israel*, w: Mahadeva L., Sterne G. (2000).

Calvo G.A., Mendoza E.G., [1999], *Empirical Puzzles of Chilean Stabilization Policy*, w: Perry G., Leipziger D.M. (red.), *Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*, World Bank, Washington.

Carstens A.G., Werner A.W., [1999], *Mexico's Monetary Policy Framework under a Floating Exchange Rate Regime*, Documento de Investigación No. 9905, Banco de México.

Cecchetti S., Ehrmann M., [2000], *Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes*, Central Bank of Chile Working Papers, no. 69 (April).

Corbo V., Schmidt-Hebbel K., [2001], *Inflation Targeting in Latin America*, Central Bank of Chile Working Papers, no. 105 (September).

[16] Hoffmaister zwraca uwagę, że w dyskusji nad strategią bezpośredniego celu inflacyjnego pomija się istotną kwestię. Otóż dla tej strategii istotna nie jest tak naprawdę krótkookresowa zmienność indeksu cen, ale jej wpływ na inflację w horyzoncie czasowym obejmującym skutki oddziaływania stosowanych narzędzi *(target policy effectiveness horizon)*.

Fry M., Julius D., Mahadeva L., Roger S., Sterne G., [2000], *Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework*, w: Mahadeva L., Sterne G. (2000).

Hoffmaister A.W., [1999], *Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration*, „IMF Working Paper" WP/99/7, January.

Landerrechte O., Morandé F., Schmidt-Hebbel K., [2000], *Inflation Targets and Stabilisation in Chile*, w: Mahadeva L., Sterne G., red. (2000).

Landerrechte O., Corbo V., Schmidt-Hebbel K., [2001], *Does Inflation Targeting Make a Difference?*, Central Bank of Chile Working Papers, no. 106 (September).

Lee J., [1999], *Inflation Targeting in Practice: Further Evidence*, „Contemporary Economic Policy", nr 3.

Leiderman L., Bar-Or H., [2000], *Monetary Policy Rules and Transmission Mechanism under Inflation Targeting in Israel*, Research Department, Bank of Israel, maszynopis powielany.

Lucas R.E., [1996], *Monetary Neutrality*, „Journal of Political Economy", August.

Mahadeva L., Sterne G., red. [2000], *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, London.

Mishkin F.S., Sevastano M.A., [2000], *Monetary Policy Strategies for Latin America*, NBER Working Paper no. 7617.

Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K., [2001], *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER Working Paper no. 8397 (July).

Svensson L.E.O., [1997], *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, „European Economic Review", nr 6.

Ząbkowicz A., [2001], *Instytucje i wzrost gospodarczy w Chile*, PWN, Warszawa.