

Karolina Tura¹

KIERUNKI ROZWOJU STRATEGII BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO – STUDIUM PRZYPADKU WYBRANYCH PAŃSTW EUROPEJSKICH²

„Do roku 2000 badania naukowe i doświadczenia banków centralnych doprowadziły do niemal powszechnego poparcia dla strategii polityki pieniężnej, która stała się znana jako elastyczna strategia celu inflacyjnego”.
F. Mishkin³

Streszczenie

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest od prawie 20 lat stosowana w co najmniej dziesięciu państwach europejskich. W artykule przedstawiono kierunki jej ewolucji w czterech wybranych krajach: w Polsce, Czechach, Norwegii oraz Szwecji. Z punktu widzenia „stylu” realizacji strategii BCI kraje te podzielone zostały ze względu na kryterium wdrażania strategii BCI pod koniec lat 90. Grupa pierwsza obejmuje Szwecję oraz Norwegię – państwa, które od samego początku wdrażały ciągły cel inflacyjny. Druga grupa państw łączy kraje przechodzące w latach 90. transformację ustrojową – Polskę oraz Czechy. Specyfika wdrażania w nich strategii oparta była na wstępnej modyfikacji celów inflacyjnych. We wszystkich wybranych państwach strategia ta ewoluowała w kierunku jej jak najelastyczniejszej wersji.

Słowa kluczowe: strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, elastyczna strategia celu inflacyjnego, cel inflacyjny, projekcja inflacji

DEVELOPMENT DIRECTIONS OF INFLATION TARGETING STRATEGY: A STUDY OF SELECTED EUROPEAN COUNTRIES

Abstract

Inflation targeting strategy has been used for nearly 20 years in at least ten European countries. The paper presents the directions of the strategy’s evolution in four selected countries: Poland, the Czech Republic, Norway and Sweden. These countries have been divided according to the type of implementation the inflation targeting strategy in the late 1990s. The first group comprises Sweden and Norway, states that have been implementing continuous inflation targets from the very begin-

¹ dr Karolina Tura – Politechnika Gdańska, Katedra Nauk Ekonomicznych

² Praca powstała w wyniku realizacji projektu badawczego o nr 2013/09/N/HS4/03766, finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

³ F. Mishkin, *Central Banking after the Crisis*, The Working Papers Series of the Central Bank of Chile, No. 714, Chile, December 2013, s. 5.

ning. The second group includes countries which have undergone an economic transformation: Poland and the Czech Republic. The implementation of the strategy in these countries was based on a preliminary modification of inflation targets. In all of the selected European countries, inflation targeting strategy has evolved towards its most flexible version.

Key words: inflation targeting regime, flexible inflation targeting, inflation target, inflation projection

Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie ewolucji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) na przykładzie wybranych państw europejskich: Polski, Czech, Norwegii oraz Szwecji w latach 2000-2012. Teza artykułu brzmi: polityka pieniężna państw europejskich, stosujących strategię BCI, zmierza w kierunku jak najpełniejszej realizacji jej elastycznej wersji, kładąc coraz większy nacisk na utrzymanie sfery realnej gospodarki na normalnym poziomie i wykorzystując w tym celu coraz większe spectrum narzędzi.

Artykuł został podzielony na cztery części. W pierwszej oraz drugiej z nich zaprezentowano ewolucję pojęcia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz jej typy. W części trzeciej przedstawione zostały etapy wdrażania strategii na przykładzie Norwegii, Szwecji, Czech oraz Polski. Część czwarta określa ewolucję strategii w kierunku jej jak najelastyczniejszej wersji. W zakończeniu zawarto implikacje dla prowadzenia współczesnej polityki monetarnej.

1. Ewolucja pojęcia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest obecnie wdrażana w 26 państwach, z czego co najmniej 10 to kraje europejskie. Reżim ten wyłonił się z praktyki bankowości centralnej, dlatego też pierwsze próby jego zdefiniowania rozpoczęły się w latach 90. minionego wieku oraz podlegały drobnym zmianom oraz uszczegółowieniu w ramach jego coraz dłuższego stosowania. Ich głównymi autorami pozostają F. Mishkin oraz L. E. O. Svensson. Jedne z pierwszych określeń strategii BCI stworzył pod koniec lat 90. L. E. O. Svensson, kładąc w nim nacisk na prognozę inflacyjną, pełniącą funkcję celu pośredniego. W przedstawieniu tego reżimu L. E. O. Svensson uwzględnił trzy główne elementy takie jak: 1) ilościowy cel inflacyjny; 2) procedurę operacyjną, uwzględniającą *inflation forecast targeting*, którego wewnętrznym warunkiem jest prognoza inflacyjna, będąca zmienną celu pośredniego; 3) wysoki stopień przejrzystości i wiarygodności prowadzonej polityki pieniężnej⁴. Svenssonowska definicja strategii BCI prowadziła do wyodrębnienia swoistej, nowej reguły prowadzenia polityki pieniężnej, tzw. *inflation forecasts*

⁴ L. E. O. Svensson, *Inflation forecasts targeting: implementing and monitoring inflations targets*, NBER Working Paper Series, No. 5797, October 1996, s. 1-3.

*targeting*⁵. Podejście to określane jest w polskiej literaturze jako celowanie w prognozę⁶ i obejmuje podejmowanie decyzji odnośnie do stóp procentowych w oparciu o kształtowanie się prognozowanej inflacji w stosunku do celu inflacyjnego, a zasadniczą funkcją prognozy inflacyjnej jest kotwiczenie oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Ze stworzonego przez L. E. O. Svenssona modelu wynika, iż bank centralny nie jest w stanie przeciwdziałać odchyleniom od celu inflacyjnego, powstałym na skutek zaburzeń w okresie horyzontu transmisji monetarnej, a może jedynie kontrolować odchylenia prognozy inflacji o horyzoncie transmisji monetarnej od celu inflacyjnego. Stąd też stopa procentowa powinna być ustalana w stosunku do relacji pomiędzy kształtowaniem się prognozy inflacji a celem inflacyjnym⁷.

Bernanke w tym samym roku przedstawił strategię BCI poprzez dokładniejsze wyodrębnienie i uszczegółowienie jej składowych:

- publiczne ogłaszanie średniookresowego, skwantyfikowanego celu inflacyjnego;
- formalnoprawne przyjęcie stabilności cen jako najważniejszego długookresowego celu polityki pieniężnej;
- wykorzystanie wielu wskaźników ekonomicznych w procesie podejmowania decyzji;
- zwiększona przejrzystość strategii polityki pieniężnej, opartej na intensywnej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi;
- zwiększona odpowiedzialność banku centralnego za realizację celów inflacyjnych;
- dodatkowo immanentnym elementem strategii BCI jest publikowanie przez BC prognoz inflacji i podporządkowanie polityki stóp procentowych chęci osiągnięcia zgodności inflacji prognozowanej z docelową w horyzoncie wyznaczonym przez właściwe danemu krajowi opóźnienia w reakcji inflacji na zmiany stopy procentowej banku centralnego⁸.

W swojej definicji uwzględnił on stosowanie dostępnych danych oraz wskaźników makroekonomicznych przy podejmowania decyzji na zasadzie „patrzenia na wszystko”. Element ten stanowi furtkę do bardziej elastycznego podejścia do realizacji postulatów strategii.

Mishkin określił w 2001 roku definicję strategii BCI kładącą nacisk na stworzenie określonych ram formalno-organizacyjnych i nie uwzględnił w niej prognozy inflacyjnej. Obejmowała ona wdrożenie w polityce monetarnej pięciu głównych elementów w postaci:

⁵ L. E. O. Svensson określa *inflation forecast targeting* jako „procedurę operacyjną, której wewnętrznym warunkiem jest prognoza inflacyjna będąca zmienną celu pośredniego”. Ibidem, s. 3-7.

⁶ Określenie to wprowadziła M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, C. H. Beck, Warszawa 2009.

⁷ L. E. O. Svensson, *Inflation forecasts targeting...*, op. cit., s. 4-10.

⁸ B. Bernanke et al., *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999, s. 4-9.

- publicznego ogłaszania ilościowego średniookresowego celu inflacyjnego;
- zaangażowania instytucji BC do dbałości o stabilność cen jako głównego celu polityki pieniężnej;
- uzależnienia decyzji w sprawie instrumentów polityki pieniężnej od szerokiego zakresu informacji dotyczących wielu zmiennych;
- większej przejrzystości i odpowiedniej komunikacji BC ze społeczeństwem oraz rynkami w związku z celami, zadaniami i decyzjami władz monetarnych;
- zwiększenia odpowiedzialności banku centralnego jako demokratycznej instytucji odpowiedzialnej za realizację celów⁹.

Podejście organizacyjne do definiowania strategii BCI, uwzględniające projekcję inflacji, podkreślili: D. Cobham, O. Eitrheim, S. Gerlach oraz J. Qvigstad z norweskiego banku centralnego w 2010 roku. Opisali oni strategię BCI poprzez trzy elementy organizacyjne:

- wcześniejsze ogłoszenie ilościowego celu inflacyjnego dla dobranej miary inflacji;
- skupienie uwagi banku centralnego, jako prowadzącego politykę pieniężną, na ogłaszaniu i komunikowaniu opinii publicznej zarówno o decyzjach, jak i przesłankach podjętych decyzji oraz tych decyzjach, które mają zostać podjęte w przyszłości, m.in. w oparciu o projekcje inflacji;
- wysoki poziom wiarygodności banku centralnego, uzyskany poprzez publikację informacji o decyzjach Komitetów Monetarnych oraz regularne wystąpienia gremiów decyzyjnych¹⁰.

Kryzys w bankowości centralnej w latach 2007-2009 postawił pod wątpliwość wiele elementów strategii BCI. W następstwie F. Mishkin w 2011 roku uzupełnił swoje określenie reżimu BCI o dodatkowe założenia, dotyczące stabilności finansowej. Jego zdaniem, udana realizacja strategii powinna być oparta na sześciu filarach strukturalnych:

- braku innych kotwic nominalnych;
- zaangażowaniu instytucjonalnym w utrzymanie stabilności cen i osiągnięciu celu inflacyjnego;
- niezależności instrumentów banku centralnego;
- większej przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej dzięki komunikacji z opinią publiczną;
- braku dominacji fiskalnej;
- bezpiecznym i zdrowym systemie finansowym¹¹.

⁹ F. Mishkin, *Inflation targeting*, "National Bureau of Economic Research" 2001, No. 714, s. 1.

¹⁰ D. Cobham et al., *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge 2010, s. 1.

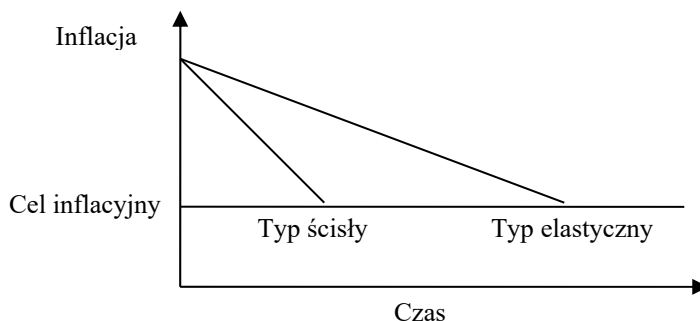
¹¹ F. Mishkin, *Monetary Policy: Lessons for the Crisis*, NBER Working Paper Series, Working Paper 16755, Cambridge 2011, s. 22-40.

Z powyższych rozważań można wywnioskować, iż definicje strategii BCI są nie we wszystkich składowych spójne. Wynika to z faktu, iż strategia ta cały czas ewoluuje.

2. Typy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Banki centralne realizują strategię BCI na dwa główne sposoby rozróżniane w literaturze jako ścisły lub elastyczny typ. L. E. O. Svensson wprowadził to rozróżnienie w 1997 roku i na początku polegało ono na nieformalnym wydłużeniu horyzontu realizacji celu inflacyjnego. Dokładnie oznacza to, że Komitety Monetarne (KM), podejmując decyzje odnośnie do poziomu stóp procentowych, mogą opierać się na dwóch zasadach. Pierwsza, określana jako ścisła, obejmuje jak najszybszą realizację celu inflacyjnego. Druga, nazywana elastyczną, dotyczy realizacji celu inflacyjnego w nieco dłuższym okresie, ale przy zwróceniu uwagi na wybrane cele dotyczące sfery realnej¹². Idea tego podziału przedstawiona została na schemacie 1.

Schemat 1. Ścisła oraz elastyczna strategia BCI



Źródło: K. Tura, *Wykorzystanie modeli DSGE w procesie prognostycznym na podstawie modeli stosowanych przez wybrane banki centralne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2011, No. 1, s. 89

Svensson skonstruował model pozwalający na bardziej matematyczne rozróżnienie obu przedstawionych typów strategii. Celowanie w prognozę oparte zostało na standardowej kwadratowej funkcji straty banku centralnego $L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - \bar{y}_t)^2$, gdzie π_t oznacza inflację w czasie t , π^* cel inflacyjny, λ względną wagę położoną na stabilizację luki popytowej, y_t logarytmiczną funkcję popytu, \bar{y}_t logarytmiczną funkcję potencjalnego popytu oraz

¹² L. E. O. Svensson, *Inflation forecasts targeting...*, op. cit., s. 13-16.

$(y_t - \bar{y}_t)$ lukę popytową w czasie t . Wówczas rozróżnienie obu typów ścisłego i elastycznego strategii BCI bazuje na wartości współczynnika λ . W przypadku typu ścisłego strategii λ jest równa zero, a dla elastycznego przyjmuje ona dowolną wielkość, większą od zera¹³. W rzeczywistości jednak współczynnik λ będzie zawsze większy od zera i z punktu widzenia maksymalizacji funkcji straty każdy BC stosuje typ elastyczny. Natomiast względny ciężar, umieszczony na stabilizacji gospodarki realnej wokół poziomu normalnego, tj. λ , może być zróżnicowany (mniejszy lub większy); waga przykładana do stabilizacji sfery realnej gospodarki zależy właśnie od banku centralnego.

Zatem L. E. O. Svensson zauważył, iż zasadniczą różnicą pomiędzy typem ścisłym a elastycznym strategii jest rozłożenie nacisku na cel inflacyjny i dobre cele, związane ze sferą realną gospodarki. Typ ścisły polega zatem na publicznym ogłaszaniu celu inflacyjnego, który stanowi jedyny i zasadniczy cel prowadzonej polityki pieniężnej. W praktyce bankowości centralnej oznacza to stabilizowanie wyłącznie inflacji, bez względu na stabilność gospodarki realnej w państwie¹⁴. Zwolennicy tego podejścia określane są potocznie w literaturze jako *inflation nutters*. W rzeczywistości niewiele banków centralnych stosuje strategię ścisłego celu inflacyjnego. Wówczas cel polityki pieniężnej określane jest jako utrzymanie stabilnego poziomu cen; o ile nie przeszkadza to celowi podstawowemu, bank centralny powinien wspierać wybrane zmienne sfery realnej gospodarki. Meyer wprowadził do literatury dotyczącej strategii polityki pieniężnej pojęcia *dual mandates* oraz *hierarchical mandates* w kontekście równoległego lub hierarchicznego uwzględniania stabilności cen i stabilizacji sfery realnej gospodarki¹⁵.

Zdaniem autorki, w przypadku ścisłym strategii występuje tylko jeden mandat, a dla typu elastycznego możliwe jest tylko hierarchiczne uwzględnianie celów, dające pierwszeństwo stabilności cen, na którą bank centralny ma bezpośredni wpływ, natomiast pojęcie równoległego mandatu nie powinno być łączone ze strategią BCI. Tym samym typ elastyczny będzie dotyczył publikacji co najmniej dwóch celów polityki pieniężnej, z których stabilność cen będzie pierwszorzędna. Wówczas BC w praktyce określają swój cel sformułowaniem, że celem głównym jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy czym polityka pieniężna powinna również przyczynić się do realizacji celów sfery realnej gospodarki. Te drobne niuanse, dotyczące zapisu celu polityki pieniężnej w ustawach o bankach centralnych, mogą stanowić zatem kluczowe znaczenie w rozróżnieniu typów strategii BCI, a co za tym idzie rodzajów prowadzonej polityki utrzymania stabilnego poziomu cen. Od tego bowiem zależy, w jakim stopniu uwzględniane będą informacje dotyczące sfery realnej, jaki będzie horyzont realizacji celu inflacyjnego.

¹³ Idem, *Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis*, Speech at the workshop: *Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis*, The Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009, s. 7- 8.

¹⁴ Ibidem, s. 9.

¹⁵ L. Meyer, *Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting*, "Federal Reserve Bank of St. Luis Review" 2004, Vol. 86, No. 4.

Realizacja strategii elastycznej oznacza, że głównym zadaniem polityki pieniężnej jest zarówno stabilizacja inflacji wokół celu inflacyjnego, jak i stabilizacja sfery realnej gospodarki. W tym przypadku stabilizacja sfery realnej gospodarki określana jest przy założeniu, że decyzje dotyczące polityki monetarnej nie mają w długim okresie wpływu na wykorzystanie zasobów. Stąd też jest rozumiana jako dążenie do wykorzystania zasobów na normalnym poziomie¹⁶. Celowanie w prognozę w ramach strategii wymaga podejmowania decyzji przez KM w oparciu o prognozy inflacji i sfery realnej. Bank centralny wybiera ścieżkę stopy procentowej, dla której prognoza inflacji i sfery realnej „wygląda dobrze”¹⁷, czyli prognozy te korespondują ze sobą. W praktyce oznacza to takie ułożenie inflacji w prognozie, która jest już na poziomie celu inflacyjnego i odpowiednio dobrego wskaźnika sfery realnej na poziomie normalnym lub gdy inflacja zbliża się do celu inflacyjnego a wykorzystanie zasobów zbliża się do normalnego poziomu w odpowiednim tempie. Dokładniej oznacza to prognozę inflacji i wykorzystania zasobów, która jak najskuteczniej stabilizuje inflację wokół celu inflacyjnego i wykorzystanie zasobów wokół normalnego poziomu. W przypadku sprzecznych celów osiągnąć jest rozsądny kompromis pomiędzy stabilnością inflacji i stabilnością zasobów¹⁸.

Mishkin określił natomiast w skrócie, że elastyczna strategia celu inflacyjnego polega na silnym i wiarygodnym zaangażowaniu banku centralnego w ustabilizowanie inflacji w długim okresie, co wiąże się z ogłoszeniem wyraźnego celu liczbowego i pozwala na prowadzenie polityki stabilizacji sfery realnej gospodarki wokół jego naturalnego poziomu w krótkim okresie¹⁹.

3. Etapy wdrażania strategii BCI w wybranych państwach europejskich

Cztery wybrane państwa: Norwegia, Szwecja, Czechy oraz Polska zostały podzielone na dwie grupy z punktu widzenia etapów wdrażania strategii BCI.

Pierwsza z grup obejmuje kraje, które przeszły pod koniec XX wieku transformację ustrojową – Polskę oraz Czechy. Wdrażanie strategii BCI odbywało się w nich w dwóch etapach. Pierwszy związany był z tworzeniem ram prawno-organizacyjnych strategii oraz stopniowym obniżaniem inflacji. Wówczas bank centralny ogłaszał roczne lub średniookresowe cele inflacyjne, z jasno sprecyzowanym okresem ich obowiązywania oraz najczęściej w postaci przedziału. Drugi etap, następujący po obniżeniu inflacji, dotyczył utrzymania inflacji na danym optymalnym poziomie i był odzwierciedlony w postaci ustanowienia jednego ciągłego celu inflacyjnego z symetrycznym przedziałem odchyień. Na schemacie 2.

¹⁶ Inaczej: na stabilnym poziomie.

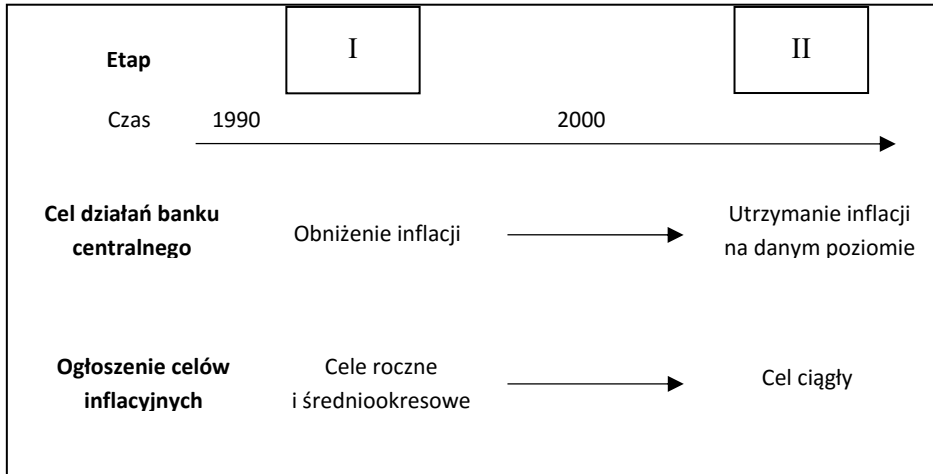
¹⁷ Używane potocznie przez L. E. O. Svenssona określenie *forecasts looks good*.

¹⁸ L. E. O. Svensson, *Flexible inflation targeting...*, op. cit., s. 4.

¹⁹ F. Mishkin, *Central Banking...*, op. cit., s. 5.

zaprezentowano etapy wdrażania strategii BCI z punktu widzenia zastosowania typów celów inflacyjnych w Czechach oraz Polsce.

Schemat 2. Etapy wdrażania strategii BCI z punktu widzenia zastosowania typów celów inflacyjnych w Czechach oraz Polsce

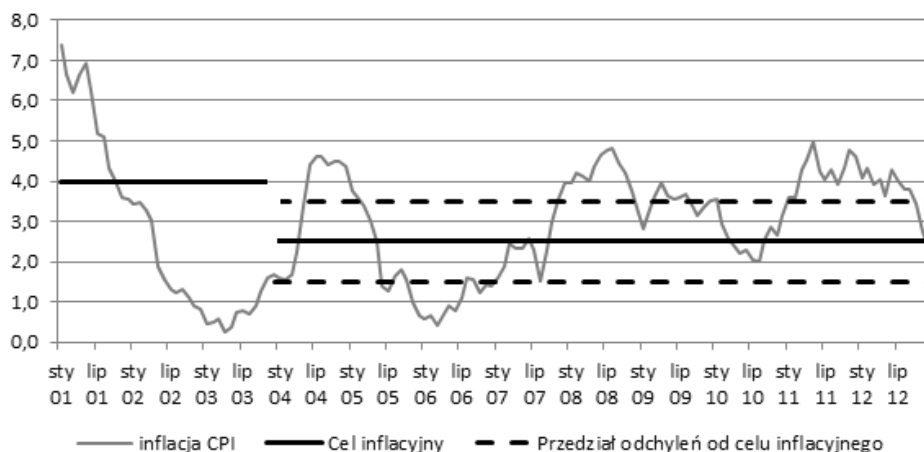


Źródło: opracowanie własne

Na wykresie 1. przedstawiono kształtowanie się inflacji CPI w Polsce w latach 2001-2012 w stosunku do celu inflacyjnego. Do końca 2003 roku obowiązywał w Polsce średniookresowy cel inflacyjny poniżej 4%. Od 2004 roku NBP realizuje ciągły cel inflacyjny 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień +/-1%, mierzony wskaźnikiem CPI.

Od początku wdrażania strategii ČNB ogłosił kilka typów celów inflacyjnych, których zastosowanie wiązało się z koniecznością trwałego obniżenia oczekiwań inflacyjnych oraz samej inflacji. Pierwszy z typów, stosowany w latach 1998-2001, obejmował rok i mierzony był wskaźnikiem inflacji bazowej oraz przedstawiany w formie przedziału. Drugi typ celu stanowił równoległe ogłoszony w 1999 na koniec 2005 roku cel inflacyjny, także określony wskaźnikiem inflacji bazowej i przedstawiony w formie przedziału. W latach 2002-2005 obowiązywał jeszcze jeden z rodzajów celów – cel mierzony wskaźnikiem CPI i przyjmujący formę stopniowo obniżającego się przedziału. Od 2007 roku ČNB stosuje czwarty typ celu inflacyjnego, który jest celem ciągłym, mierzonym wskaźnikiem CPI, punktowym z symetrycznym przedziałem odchyień. W latach 2007-2009 cel ten wynosił 3% +/-1 punkt procentowy, a od 2010 roku. 2% +/-1 punkt procentowy.

Wykres 1. Kształtowanie się inflacji w stosunku do celu inflacyjnego w Polsce w latach 2001-2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Narodowego Banku Polskiego, <http://www.nbp.pl>, data dostępu 18.10.2014 r.

W tabeli 1. zaprezentowano cele inflacyjne, realizowane w Czechach oraz Polsce.

W drugiej grupie państw – Szwecji oraz Norwegii – celem działań banków centralnych było utrzymanie stabilnego poziomu cen. W Norwegii ciągły cel inflacyjny został wprowadzony od razu, w 2001 roku, przy czym jest to cel punktowy 2,5% z symetrycznym przedziałem odchylenia $\pm 1\%$, mierzony wskaźnikiem CPI. Ciągły cel inflacyjny w Szwecji określony został już w 1995 roku na poziomie 2% z symetrycznym przedziałem odchylenia 1%, mierzony wskaźnikiem CPI. Taka postać celu obowiązywała do maja 2010 roku, kiedy to usunięto dopuszczalny przedział jego odchylenia.

Tabela 1. Cele inflacyjne w Czechach oraz Polsce

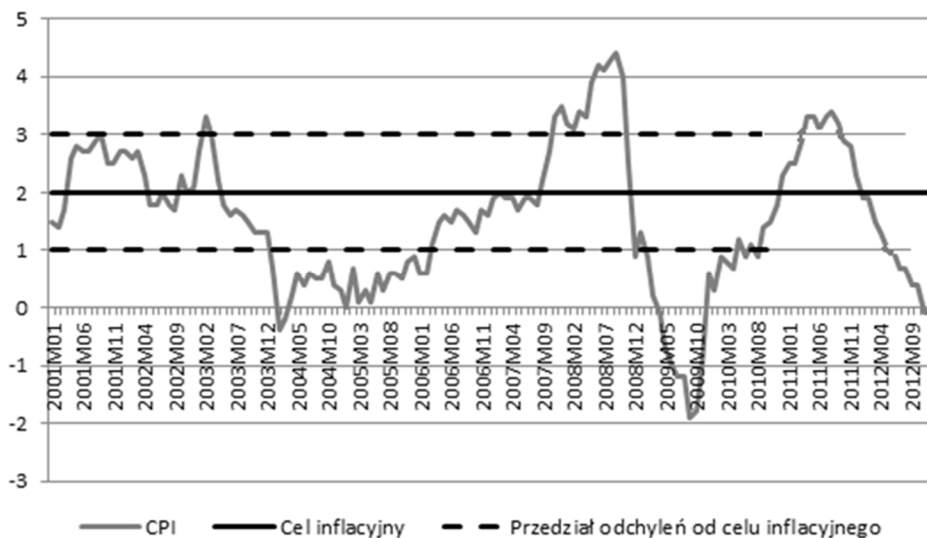
Rok	Wartość celu	Opis celu	Miara celu inflacyjnego
Polska			
1998	<9,5%	Cel asymetryczny	CPI
1999-2003	<4%	Cel asymetryczny	
2004-...	2,5% +/-1 punkt procentowy	Cel ciągły	
Czechy			
1998	5,5-6.5%	Cel ogłoszony w grudniu 1997 r. na koniec 1998 r.	Inflacja bazowa ²⁰
1999	4-5%	Cel ogłoszony w listopadzie 1998 r. na koniec 1999 r.	
2000	3,5-5.5%	Cel ogłoszony w grudniu 1997 r. na koniec 2000 r.	
2001	2-4%	Cel ogłoszony w kwietniu 2000 r. na koniec 2001r.	
2005	1-3%	Cel ogłoszony w kwietniu 1999 r. na koniec 2005r.	
2002-2005	<5,3%> – <4,2%>	Przedziały ogłoszone w kwietniu 2001 r. Cel przedziałowy <5,3%> wprowadzony w styczniu 2002 obejmuje jego stopniowe obniżanie do przedziału <4,2%> w grudniu 2005 r.	CPI
2007-2009	3% +/-1 punkt procentowy	Cel ciągły	
2010-...	2% +/-1 punkt procentowy	Cel ciągły	

Źródło: opracowanie własne na podstawie ČNB, Česká národní banka, <http://www.cnb.cz>, data dostępu 18.10.2014 r.; Narodowy Bank Polski, op. cit..

Na wykresach 2. i 3. (odpowiednio) przedstawiono kształtowanie się inflacji w stosunku celów inflacyjnych w Szwecji oraz Norwegii w latach 2001-2012. W tabeli 2. zaprezentowano etapy stabilności cen w Norwegii, Szwecji, Polsce oraz Czechach.

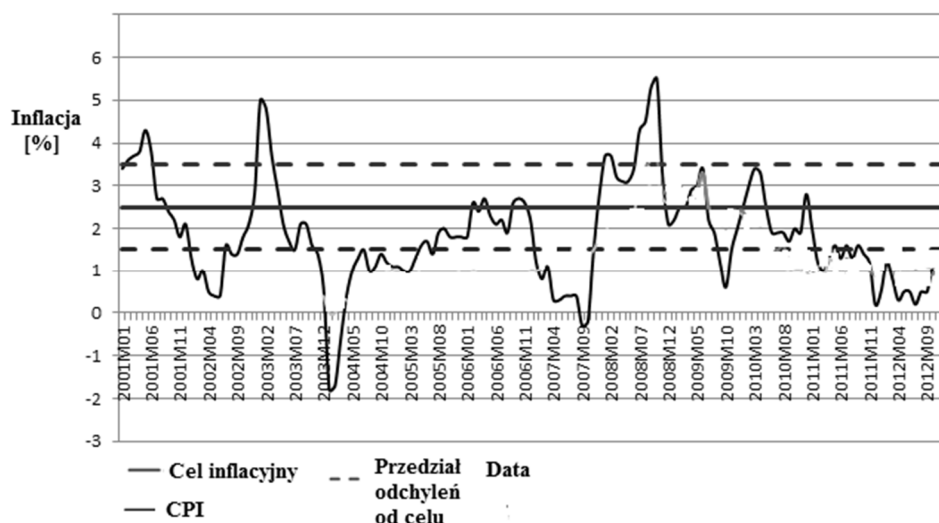
²⁰ Określona jako (z ang.) *net inflation*.

Wykres 2. Kształtowanie się inflacji w stosunku do celu inflacyjnego w Szwecji w latach 2001-2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Riksbanken, <http://www.riksbank.se>, data dostępu 18.10.2014 r.; SCB. Statistica centralbyrå, Statistics Sweden, <http://www.scb.se>, data dostępu 18.10.2014 r.

Wykres 3. Kształtowanie się inflacji w stosunku do celu inflacyjnego w Norwegii w latach 2001-2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Norges Bank, <http://www.norges-bank.no>, data dostępu 18.10.2014 r.; StatBank Norway, <http://www.ssb.no>, data dostępu 18.10.2014 r.

Tabela 2. Etapy stabilności cen w wybranych bankach centralnych

Państwo	Okres realizacji I etapu	Opis	Okres realizacji II etapu	Opis
Polska	1998-2002	Kilka celów rocznych i średniookresowych	2003-...	Cel ciągły 2,5% +/-1%
Czechy	1998-2002	Kilka celów rocznych i średniookresowych	2005-...	Cel ciągły
Norwegia			2001	Cel ciągły 2,5% +/-1%
Szwecja			1995	Cel ciągły 2% +/-1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ČNB, op. cit.; Narodowego Banku Polskiego, op. cit.; Norges Bank, op. cit.; Riksbanken, op. cit.

4. Ewolucja strategii BCI na przykładzie wybranych państw europejskich

Zmiany strategii BCI w latach 2001-2012 zachodziły na dwóch płaszczyznach. Pierwsza z nich oscyluje na krawędzi teorii i praktyki bankowości centralnej i dotyczy ewolucji strategii w kierunku jej jak najelastyczniejszej wersji. Druga z płaszczyzn obejmuje jej operacyjne elementy. W artykule zostały one okrojone do tych świadczących o rozszerzeniu całego spektrum narzędzi w ramach właśnie jej elastycznego typu.

W tabeli 3. dokonano porównania deklarowanych celów oraz typów strategii BCI w wybranych bankach centralnych, a w tabeli 4. przedstawiono wykorzystanie projekcji. Każdy z wybranych banków centralnych oficjalnie deklaruje stosowanie strategii elastycznej oraz hierarchiczne uwzględnienie wybranych celów sfery realnej. Także w praktyce wybrane banki centralne stosują elastyczną strategię a nacisk na stabilizację sfery realnej gospodarki nabiera coraz większego znaczenia. Początkowo Narodowy Bank Polski oraz Narodowy Bank Czech publikowały jedynie projekcję inflacji. Obecnie tworzą i udostępniają opinii publicznej także projekcję PKB (ČNB także stopy procentowej oraz inflacji bazowej), a wykorzystanie pozostałych celów sfery realnej jest coraz większe. W szwedzkim oraz norweskim banku centralnym projekcja PKB, inflacja bazowa oraz stopa procentowa publikowane są od prawie samego początku. Niezależnie od typu implementacji strategii BCI (czy dane państwo przechodziło przez dwa etapy, czy tylko jeden etap wdrażania strategii BCI), każdy z wybranych banków centralnych realizuje obecnie strategię elastyczną i bierze pod uwagę coraz większe spektrum narzędzi dotyczące sfery realnej gospodarki.

Na schemacie 3. przedstawiono ogólną ewolucję strategii BCI na podstawie wybranych banków centralnych.

Tabela 3. Porównanie deklarowanych celów oraz typów strategii BCI w wybranych bankach centralnych

Bank centralny	Deklarowany cel polityki monetarnej	Deklarowany typ strategii BCI
Narodowy Bank Czech	ČNB jest zobowiązany do utrzymania stabilności cen. Bez uszczerbku dla jego głównego celu ČNB wspiera ogólną politykę gospodarczą rządu, prowadzącą do zrównoważonego wzrostu gospodarczego.	Strategia elastyczna
Narodowy Bank Polski	Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.	Strategia elastyczna
Bank Szwecji	Celem polityki pieniężnej jest „utrzymanie stabilności cen”. Riksbank zinterpretował ten cel jako niską i stabilną inflację.	Strategia elastyczna
Bank Norwegii	Realizacja polityki pieniężnej powinna być ukierunkowana na niską i stabilną inflację.	Strategia elastyczna (waga położona jest zarówno na zmienność inflacji, jak i zmienność produkcji i zatrudnienia)

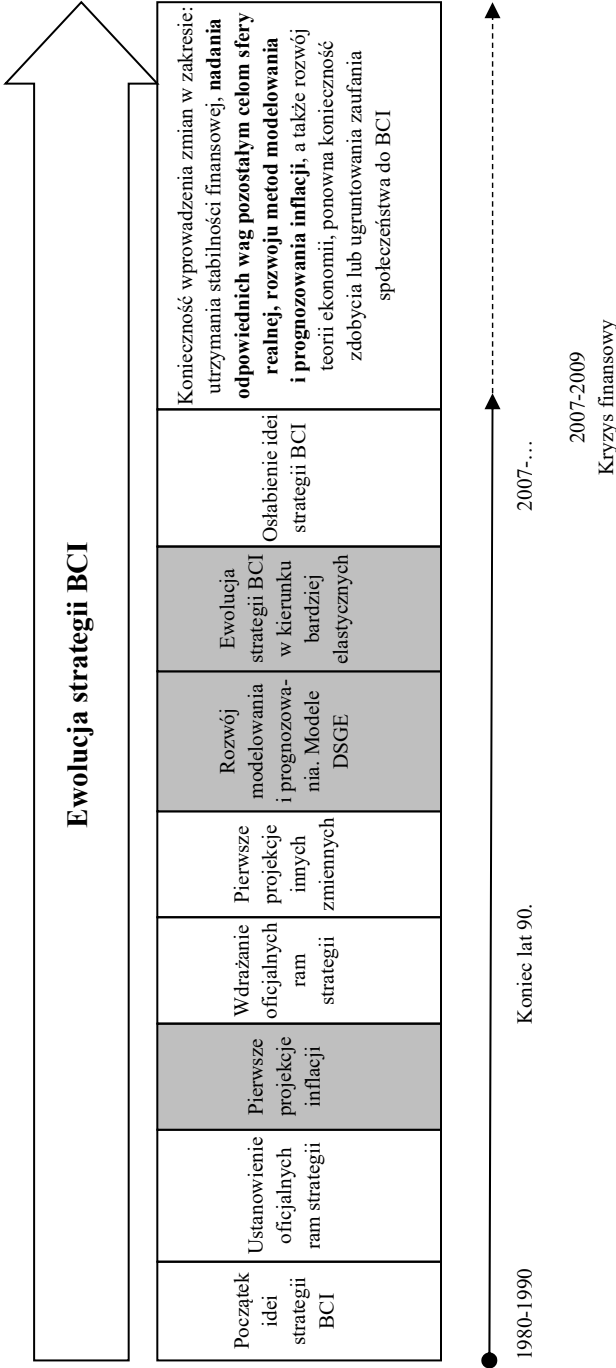
Źródło: Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. 2013 poz. 908 z późn. zm.; ČNB, op. cit.; Norges Bank, op. cit.; Riksbanken, op. cit.

Tabela 4. Wykorzystanie projekcji w wybranych bankach centralnych

Bank centralny	Projekcja inflacji rejestrowanej	Projekcja inflacji bazowej	Projekcja pozostałych celów sfery realnej	Projekcja stopy procentowej
Narodowy Bank Czech	CPI	<i>Monetary policy relevant inflation</i>	PKB	PRIBOR 3M
Narodowy Bank Polski	CPI		PKB	
<i>Sveriges Riksbank</i>	CPI	UND1,UND1X/CPIX, CPIX	PKB	<i>Repo rate</i>
<i>Norges Bank</i>	CPI	CPIXE, CPI-ATE	PKB	<i>Key policy rate</i>

Źródło: ČNB, op. cit.; Narodowy Bank Polski, op. cit.; Norges Bank, op. cit.; Riksbanken, op. cit.

Schemat 3. Ogólna ewolucja strategii BCI na podstawie wybranych państw europejskich



Źródło: opracowanie własne

Zakończenie

Założenia strategii BCI poddawane są obecnie pod wątpliwość. Z tego powodu autorka artykułu celowo dobrała, jako horyzont analizy, lata 2000-2012, by prześledzić zmiany, jakie występowały w ramach jej realizacji w wybranych państwach europejskich. Jasnym jest, że założenia te są rewidowane oraz poddawane w wątpliwość w obliczu kryzysu finansowego w latach 2007-2009. Należy jednak pamiętać, że nie wszystkie założenia teoretyczne strategii były w państwach ją stosujących w pełni i szczegółowo wdrażane. Jak widać, podlegała ona ciągłym zmianom, dlatego trudno teraz mówić o przewróceniu do góry nogami pewnego sposobu myślenia, czy nawet paradygmatu, ponieważ wdrażana strategia nigdy nie przyjmie dokładnie takiego kształtu, jaki postulują teoretycy ekonomii. Panaceum na obecny dyskurs może okazać się jej dalszy rozwój w kierunku jej jeszcze bardziej elastycznej wersji, z uwzględnieniem stabilności finansowej, lub przewrót w kierunku alternatywnych strategii celu.

Bibliografia

1. Angeriz A., Arestis P., *Inflation targeting: assessing the evidence*, Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Cambridge 2011.
2. Bernanke B. et al., *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999.
3. Cobham D. et al., *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge University Press, Cambridge 2010.
4. Dorovic-Todorovic J., Djordjevic M., *Features of inflation targeting as a type of monetary strategy*, "Facta Universitatis, Economic and Organizations Series" 2008, Vol. 5, No. 1.
5. Giavazzi M., Mishkin F., *An evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*, Ricckstagstryckeriet, Stockholm 2006.
6. Heikensten L., Vredin A., *The art of targeting inflation*, "Sveriges Riksbank Quarterly Review" 2002, No. 4.
7. Meyer L., *Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting*, "Federal Reserve Bank of St. Luis Review" 2004, Vol. 86, No.4.
8. Mishkin F., *Central Banking after the Crisis*, The Working Papers Series of the Central Bank of Chile, No. 714, Chile, December 2013.
9. Mishkin F., *Inflation targeting*, "National Bureau of Economic Research" 2001, No. 714.
10. Mishkin F., *Monetary Policy: Lessons for the Crisis*, NBER Working Paper Series, Working Paper 16755, Cambridge 2011.
11. Svensson L. E. O. et al., *An independent review of monetary policy and institutions in Norway*, Norges Bank Watch, Centre for Monetary Economics, September 2002.
12. Svensson L. E. O., *Evaluating monetary policy*, NBER Working Paper Series, Cambridge, August 2011.

13. Svensson L. E. O., *Flexible inflation targeting – lessons from the financial crisis*, Speech at the workshop: *Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis*, The Netherlands Bank, Amsterdam, 21 September 2009.
14. Svensson L. E. O., *Implementing optimal policy through inflation forecast targeting*, NBER Working Paper Series, Princeton 2003.
15. Svensson L. E. O., *Inflation forecasts targeting: implementing and monitoring inflations targets*, NBER Working Paper Series, No. 5797, October 1996.
16. Svensson L. E. O., *Inflation targeting*, NBER Working Paper Series, No. 16654, Cambridge, December 2010.
17. Svensson L. E. O., *Optimal inflation targeting: further developments of inflation targeting*, Central Bank of Chile conference: *Monetary policy under inflation targeting*, Santiago, October 2005.
18. Svensson L. E. O., *Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability*, NBER Working Paper Series, No. 7276, August 1999.
19. Szyszko M., *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, C. H. Beck, Warszawa 2009.
20. *The Riksbank states the target for monetary policy (1993)*, “Press Release” 1993, No. 5.
21. Tura K., *Prognozowanie inflacji w Polsce w latach 1999-2009 w ramach modeli budowanych w Narodowym Banku Polskim na potrzeby realizacji kryterium celu inflacyjnego*, Materiały i Studia, No. 279, NBP, Warszawa 2012.
22. Tura K., *Wykorzystanie modeli DSGE w procesie prognostycznym na podstawie modeli stosowanych przez wybrane banki centralne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2011, nr 1.
23. *Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o Narodowym Banku Polskim*, Dz. U. 2013, poz. 908, z późn. zm.

Źródła internetowe

1. ČNB, Česká národní banka, <http://www.cnb.cz>, data dostępu 18.10.2014 r.
2. Narodowy Bank Polski, <http://www.nbp.pl>, data dostępu 18.10.2014 r.
3. Norges Bank, <http://www.norges-bank.no>, data dostępu 18.10.2014 r.
4. Riksbanken, <http://www.riksbank.se>, data dostępu 18.10.2014 r.
5. SCB, Statistiska centralbyrån, Statistics Sweden, <http://www.scb.se>, data dostępu 18.10.2014 r.
6. StatBank Norway, <http://www.ssb.no>, data dostępu 18.10.2014 r.