KRYSTIAN MUCHA

Kraków

Proponowane modyfikacje strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w świetle doświadczeń kryzysu finansowego

Wprowadzenie

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI¹) w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy zdobyła niezachwianą, jak się wówczas wydawało, pozycję wśród strategii polityki pieniężnej. Ponad trzydzieści banków centralnych zarówno w Europie, jak i na całym świecie stosowało *explicite* jedną z jego wersji, a najważniejsze banki – Rezerwa Federalna i EBC – choć oficjalnie posługiwały się strategiami określanymi jako „uznaniowe” czy „mieszane”, w praktyce przejęły wiele rozwiązań wypracowanych w ramach BCI. Dwudziestolecie poprzedzające kryzys finansowy było, w przeciwieństwie do lat 70. i początku lat 80., okresem o niskiej i stabilnej inflacji oraz płytkich, krótkotrwałych recesjach. Wielu ekonomistów sukces ten tłumaczyło rozsądną polityką pieniężną.

¹ Choć brak powszechnie przyjętej definicji, w praktyce BCI określa się jako strategię obejmującą szereg podstawowych elementów (zob. np. Hammond, *State of the art inflation targeting*, Handbook No. 29, Centre for Central Bank Studies, Bank of England, 2012): 1) uznanie stabilności cen (inflacji) za podstawowy cel polityki pieniężnej; 2) publiczne ogłoszenie wyrażonego ilościowo celu; 3) oparcie polityki na wielu informacjach; 4) przejrzystość prowadzonej polityki; 5) istnienie mechanizmów zapewniających odpowiedzialność za osiągnięcie celu.

Kryzys finansowy przyniósł nasilenie głosów krytycznych względem teoretycznego *status quo* w polityce monetarnej. Krytyce poddano teoretyczne podstawy BCI, w szczególności oddzielenie stabilności cen od stabilności finansowej oraz, niewymienioną wcześniej, wiarę w możliwość analizowania polityki monetarnej w oderwaniu od pozostałych elementów polityki gospodarczej państwa. Strategia z jednej strony miała przyczynić się do powstania kryzysu, a z drugiej uniemożliwić szybkie jego przezwyciężenie. Przedmiotem wątpliwości stało się w pewnym momencie samo dalsze istnienie strategii, która, jak się zdawało, „rozmyła się” w morzu narzędzi niestandardowych zastosowanych przez banki w reakcji na kryzys². Jako reakcje na zaistniałą sytuację pojawiają się propozycje zastąpienia BCI inną strategią, w której zmienną stabilizowaną byłby na przykład poziom cen (w przeciwieństwie do poziomu inflacji) lub nominalny PKB. Propozycje te nie powinny być może dziwić: jak zauważa Genberg³, zmiana reżimu dokonuje się zawsze w reakcji na kryzys. Wielu komentatorów⁴ uspokaja zbyt rewolucyjnie nastawionych ekonomistów, zauważając, że nawet jeżeli mówimy o niepowodzeniu BCI, to mamy na myśli raczej pewną jego wersję niż strategię jako taką, niepewność zaś związana z kryzysem przemawia raczej za oparciem polityki na rozwiązaniach sprawdzonych. Co więcej, konsensusu nie ma w przypadku określenia roli polityki pieniężnej w spowodowaniu kryzysu⁵.

W niniejszym artykule dokonano przeglądu i krytycznej analizy pojawiających się w literaturze propozycji zmian BCI pod kątem ich znaczenia dla jej oceny jako pożądanej strategii polityki pieniężnej. Celem będzie pokazanie, czy i na ile kryzys finansowy ujawnił słabości w strategii BCI oraz w jakim stopniu wpływa to na jej atrakcyjność w stosunku do strategii konkurencyjnych.

² J. Frankel, *The death of inflation targeting*, Project Syndicate, 2012.

³ H. Genberg, *The financial crisis as an opportunity to strengthen inflation-targeting frameworks*, w: *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.

⁴ Zob. np. M. Woodford, *Inflation targeting and financial stability*, Working Paper 17967, NBER, 2012.

⁵ Doświadczenia związane ze stosowaniem BCI w różnych grupach krajów omówiono szerzej w: I. De Carvalho Filho, *28 months later: how inflation targeters outperformed their peers in the great recession*, „The B.E. Journal of Macroeconomics” 2011, vol. 11.

1. Konsensus dotyczący BCI przed kryzysem finansowym

Poza racjami praktycznymi (powszechność stosowania, osiągnięta skuteczność w utrzymywaniu stabilnych cen, elastyczność instytucjonalna wiążąca się z możliwością dostosowania strategii do lokalnych uwarunkowań) na rzecz BCI przemawiały racje natury teoretycznej czy „metateoretycznej”. Strategia ta dobrze wpisała się w główny nurt badań poświęconych optymalnej polityce pieniężnej, będąc praktyczną odpowiedzią na wiele przedstawionych w teorii problemów: niespójności polityki w czasie, skrzywienia inflacyjnego, wiarygodności polityki prowadzonej w warunkach formułowania oczekiwań przez podmioty gospodarujące. W pierwszych latach XXI wieku badania te osiągnęły taki stopień konsensusu, że, jak przytacza Mishkin⁶, określano tę część ekonomii jako „dobrze ustaloną naukę o polityce monetarnej”. Konsensus ten, określany przez komentatorów mianem „nowej syntezy neoklasycznej”, z jednej strony odwoływał się do prac Friedmana dotyczących pionowego kształtu długookresowej krzywej Phillipsa oraz prac Kydlanda i Prescottta dotyczących problemu niespójności polityki w czasie, z drugiej opierał się na wypracowanych metodach modelowania polityki pieniężnej⁷. Oparcie się na wymienionych poglądach i ich rozwinięciu przez następców pozwoliło na skonstruowanie argumentów, które *ex post* uzasadniały dokonany na początku lat 90. wybór BCI jako strategii zgodnej ze stanem myśli teoretycznej⁸. Argumentami, czy raczej twierdzeniami przyjętymi w ramach tego konsensusu były: 1) niski poziom inflacji jest optymalnym celem banku centralnego; 2) ramy instytucjonalne BCI zapewniają polityce pieniężnej niezależność i decyzyjność; 3) przejrzystość BCI zapewnia wiarygodność ułatwiającą komunikowanie podjętych decyzji; 4) BCI zachowuje

⁶ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy: lessons from the crisis*, Working Paper 16755, NBER, 2011.

⁷ Zob. M. Friedman, *The role of monetary policy*, „The American Economic Review” 1968, vol. 58, s. 1–17 oraz F.E. Kydland, E.C. Prescott, *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*, „Journal of Political Economy” 1977, vol. 85, s. 473–492. Jednym z ważniejszych podręczników napisanych w tym duchu jest F.S. Mishkin, *The economics of money, banking and financial markets*, 10th edition, Pearson 2013.

⁸ Niektóre komentarze wskazują na to, że w sensie historycznym pojawienie się BCI było związane w większym stopniu z niepowodzeniem stosowanych wcześniej strategii niż z samym tylko pojawieniem się nowego nurtu badań, zob. S. Jahan, *Inflation targeting: holding the line*, IMF Publications: Finance and Development, March, 2012. W interesujący sposób o relacjach między teorią a praktyką w bankowości centralnej pisze Blinder, zob. A. blinder, *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa, 2001.

elastyczność w krótkim okresie; 5) BCI jest strategią powszechnie stosowaną. Jak zauważa Fouejieu⁹, obszerność literatury poświęconej korzyściom płynącym ze strategii BCI (poza wymienionymi powyżej: pozytywny wpływ na dyscyplinę fiskalną, redukcja wahań kursowych i zmienności nasilenia przepływów kapitału spekulacyjnego) spowodowała, że można było oczekiwać od niej w czasie kryzysu wyników lepszych od tych osiągniętych przez konkurencyjne strategie. Ocena BCI często formułowana była *ex post* przez pryzmat tych oczekiwań.

2. Bezpośredni cel inflacyjny w świetle doświadczeń kryzysu – pęknięty konsensus?

2.1. Uwzględnienie stabilności finansowej

Jak zauważa Allsop¹⁰, w literaturze przedmiotu po kryzysie pojawiają się trzy podstawowe „sugestie” dotyczące wprowadzenia zmian do strategii BCI, których realizacja pociągałaby za sobą modyfikację funkcji reakcji: 1) zmiana stopy procentowej powinna następować w reakcji na pojawiające się w gospodarce nierównowagi; 2) poziom stóp procentowych powinien z wyprzedzeniem reagować na pojawienie się baniek na rynku aktywów (strategia *lean against the wind*); 3) polityka pieniężna powinna zająć się minimalizowaniem szkód spowodowanych przez banki, które pękły. Propozycję reagowania na pojawiające się nierównowagi (np. w bilansie płatniczym) należy, zdaniem tego autora, odrzucić ze względu na niewystarczającą ilość instrumentów oraz możliwy negatywny wpływ na podstawowy cel w postaci inflacji i, co za tym idzie – wiarygodność reżimu. Allsop nie neguje przy tym znaczenia nierównowag, lecz stwierdza, że ich rozwiązywaniem powinny zająć się inne elementy systemu polityki ekonomicznej.

Z punktu widzenia oceny strategii BCI większą rolę odgrywają propozycje (2) i (3), które jeszcze przed kryzysem stały się tematem poważnej dyskusji, określanej przez Mishkina¹¹ jako debata *lean versus clean*. Jej punktem wyjścia

⁹ A. Fouejieu, *Coping with the recent financial crisis, did inflation targeting make any difference?*, Laboratoire d'Economie d'Orleans, Document de Recherche, No. 2012-05, 2012.

¹⁰ Ch. Allsop, *Inflation targeting and asset prices*, w: *Twenty years of inflation targeting...*

¹¹ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy...*

był osiągnięty w latach 90. konsensus opisany przez Vickersa¹² jako składający się z trzech twierdzeń, zgodnie z którymi: 1) ceny aktywów nie powinny być uwzględnione w funkcjach straty czy definicjach celu inflacyjnego; 2) ceny aktywów są źródłem cennych informacji przydatnych w procesie prognozowania; 3) jednak powinny być wykorzystywane przez władze monetarne o tyle, o ile są przydatne do prognozowania presji inflacyjnej¹³.

Zwolennicy wyprzedzającej reakcji polityki pieniężnej powołują się m.in. na doświadczenia Japonii, gdzie pozwolono na powstanie bańki na rynku nieruchomości. Ich zdaniem, wcześniejsze podniesienie stóp procentowych mogło spowodować, że wzrost cen nieruchomości byłby mniejszy, a skutki załamania mniej kosztowne. W okresie poprzedzającym ostatni kryzys finansowy przeważały jednak argumenty przeciwników takich wyprzedzających interwencji, których poglądy określano jako „doktryna Greenspana”. Mishkin¹⁴ podaje podstawowe uzasadnienia tego stanowiska. Po pierwsze, umiejętność oceny wzrostu cen aktywów *ex ante* jako nieuzasadniony oznaczałaby, że bank centralny ma przewagę informacyjną nad uczestnikami rynku, którego ta ocena dotyczy. Po drugie, w sytuacji gdy uczestnicy rynku oczekują bardzo wysokich zysków, podniesienie stóp procentowych nie będzie skutecznym czynnikiem mogącym ich zniechęcić. Po trzecie, choć ekonomiści posługują się uproszczeniami typu „rynek aktywów”, w rzeczywistości mamy do czynienia z wieloma różnymi rynkami, na których skala wzrostu cen jest bardzo zróżnicowana. Stopa procentowa nie jest narzędziem o działaniu lokalnym, jej zastosowanie w celu naprawy sytuacji na danym rynku oznaczałoby niechcianą ingerencję na wszystkich pozostałych rynkach. Po czwarte, twierdzenie, zgodnie z którym podniesienie stopy procentowej ogranicza wzrost cen aktywów, nie znalazło jednoznacznego potwierdzenia w pracach teoretycznych. Doświadczenia historyczne, takie jak zacieśnienie polityki w 1928 roku w USA czy w 1989 w Japonii, sugerują, że próby „przekłucia” bańki spekulacyjnej mogą doprowadzić do głębokiej recesji. Po piąte, „doktryna Greenspana” była oparta na wierze w skuteczną reakcję

¹² J. Vickers, *Monetary policy and asset prices*, Bank of England Quarterly Bulletin” 1999, vol. 38(4), s. 368–375.

¹³ Zgodnie z tym poglądem BCI jest strategią, w której decyzje są podejmowane na podstawie wszystkich potencjalnie ważnych danych, a zatem nie ma powodu do wyróżniania cen aktywów.

¹⁴ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy*...

banku centralnego na ewentualne załamanie¹⁵. Po szóste, uwzględnienie cen aktywów doprowadziłoby do skomplikowania funkcji reakcji oraz, co za tym idzie, do spadku przejrzystości polityki pieniężnej i jej wiarygodności. Dale¹⁶ zwraca uwagę na to, że podobny negatywny wpływ na wiarygodność tej strategii mogłaby mieć, paradoksalnie, jej skuteczność: wyprzedzające zaostrenienie polityki pieniężnej, któremu udałoby się nie dopuścić do powstania bańki spekulacyjnej, mogłoby zostać odebrane *ex post* jako nieuzasadnione.

Badania teoretyczne prowadzone w ostatnich latach oraz doświadczenia kryzysu nie unieważniły wszystkich wyżej wymienionych argumentów, w tym podstawowego związanego z niemożnością osiągnięcia wielu celów przy wykorzystaniu jednego narzędzia, jakim jest stopa procentowa (tzw. reguła Tinbergen) oraz charakterem tego narzędzia, które oddziałuje na wszystkie rynki jednocześnie¹⁷. Wyplosz¹⁸ podaje trzy argumenty, dla których banki centralne powinny skoncentrować więcej uwagi na sferze finansowej: 1) dysfunkcje systemu finansowego zakłócają działanie mechanizmu transmisji polityki monetarnej, zmniejszając jej efektywność; 2) doświadczenia pokazują, że banki centralne są zmuszone pełnić w trakcie kryzysu funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, co staje się źródłem pokusy nadużycia i prowadzi do rozmycia granicy między polityką monetarną a fiskalną; 3) kryzysy finansowe są jednymi z podstawowych szoków w gospodarce. Autor ten interpretuje doświadczenia kryzysu jako przemawiające za wzmocnieniem roli banku centralnego jako regulatora systemu finansowego, oddzielając funkcje nadzorcze od polityki pieniężnej¹⁹.

Pomimo tych zastrzeżeń wydaje się, że obecnie stanowisko przemawiające na rzecz zapobiegania powstawaniu nierównowag na rynkach aktywów ma

¹⁵ Warto zaznaczyć, że zgodnie z tym poglądem polityka pieniężna zachowuje skuteczność również po obniżeniu stóp procentowych w pobliże zera dzięki możliwości zastosowania: 1) zarządzania oczekiwaniami, np. zapewnienia o utrzymywaniu niskiej stopy procentowej przez dłuższy okres; 2) zakupów papierów wartościowych; 3) sprzyjających eksportowi interwencji na rynku walutowym. Zapisy posiedzeń ciał decyzyjnych w bankach centralnych ujawniają jednak, że poszczególni członkowie często znacznie różnili się w ocenach długości trwania recesji poprzedzonej wzrostem cen aktywów.

¹⁶ S. Dale, *Inflation targeting: learning the lessons from the financial crisis*, w: *Twenty years of inflation targeting...*

¹⁷ P.-R. Agénor, L.A. Pereira da Silva, *Inflation targeting and financial stability: a perspective from the developing world*, Working Papres 324, Banco Central do Brasil, September, 2013.

¹⁸ Ch. Wyplosz, *Will central banking change? w: Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013, s. 121.

¹⁹ Zdaniem Wyplosza (*Will central banking change...*), kryzys finansowy został spowodowany nie zbyt niskimi stopami procentowymi, lecz błędami w nadzorze.

mocniejsze uzasadnienie niż przed kryzysem²⁰. Po pierwsze, koszty działań ratunkowych okazały się dla rządów i banków centralnych wyższe niż oczekiwano. Po drugie, nowsze badania nad wpływem polityki pieniężnej na ryzyko podejmowane przez instytucje finansowe wskazały na wiele mechanizmów, dzięki którym niższe stopy procentowe mogą zwiększać prawdopodobieństwo pojawienia się baniek na rynkach aktywów²¹. Po trzecie, na co wskazują doświadczenia amerykańskie, strategia polegająca na minimalizowaniu skutków kryzysu finansowego może stwarzać sytuację pokusy nadużycia. Choć jako błąd interpretuje się przede wszystkim wyrażoną przez Greenspana zapowiedź ograniczenia strat sektora finansowego (tzw. *Greenspan put*), nie jest jasne, czy da się prowadzić tego typu politykę, nie ogłaszając jej. Po czwarte, kryzys lat 2007–2009 ukazuje szczególne niebezpieczeństwo związane z bankami finansowanymi kredytem. W związku z tym, że nadzór dysponuje często danymi o obniżeniu standardów udzielania kredytów, wysokości premii za ryzyko oraz przyroście kredytu, są one łatwiejsze do identyfikacji *ex ante* niż mniej niebezpieczne banki napędzane wyłącznie nieracjonalnymi oczekiwaniami. Whelan²² podaje argument piąty, zgodnie z którym kryzys finansowy pokazał, że banki centralne dysponują *de facto* większą liczbą instrumentów. Dzięki temu ich polityka nie musi podlegać ograniczeniom, na które wskazywała reguła Tinbergen: obok celu podstawowego w postaci stabilności cen jest możliwy do osiągnięcia cel w postaci na przykład stabilności finansowej. Prawdziwość tego wniosku zależy od tego, czy owe dodatkowe instrumenty – w szczególności regulacje makroostrożnościowe – okazały się niezależne²³.

Okazuje się zatem, że debata poświęcona roli stabilności finansowej w polityce pieniężnej nie osiągnęła jeszcze konsensusu. Co istotne z punktu widzenia

²⁰ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy...*

²¹ Sposób wynagradzania kadry menedżerskiej oznacza, że przy niskich nominalnych stopach procentowych maksymalizacja jej przychodów prowadzi przez zwiększanie ryzyka; niskie stopy procentowe zwiększają ponadto możliwość lewarowania oraz mogą powodować niedoszacowanie ryzyka.

²² K. Whelan, *A broader mandate: Why inflation targeting is inadequate*, w: *Is inflation targeting...*

²³ Regulacje makroostrożnościowe odnoszą się do sektora finansowego w sposób bardziej bezpośredni niż polityka pieniężna (rozumiana jako ustalanie stóp procentowych), przez co podlegają większej presji politycznej. Okres inflacji aktywów jest okresem, w którym zyski sektora finansowego, a co za tym idzie – możliwości lobbingu, są największe. Mishkin (*Monetary Policy strategy...*) podaje za przykład ewolucję tzw. Bazylei III. Na problem braku wystarczającego potwierdzenia skuteczności nowych narzędzi zwracają uwagę Agénor i Pereira da Silva (*Inflation targeting...*).

naszych rozważań, nie jest do końca jasne, na ile wynik tej debaty ma znaczenie dla przyszłości strategii BCI. Allsop²⁴, cytując prace poświęcone omawianej debacie, podaje argumenty przeciwko traktowaniu podejścia *leaning against the wind* jako prostej reguły polityki. Jego zdaniem, zróżnicowanie przyczyn inflacji aktywów, jej znaczenia oraz dynamiki, stanowi argument za pozostawieniem polityce pewnej dozy uznaniowości. Instytucjonalny kształt strategii BCI umożliwia bankowi centralnemu reagowanie na inflację aktywów, a dyskusja porównująca uproszczone modele polityki (np. podejście *leaning against the wind* czy regułę Taylora) niewiele wnosi do praktycznych wyborów, przed którymi stoi polityka pieniężna²⁵.

2.2. Wysokość celu inflacyjnego

Poza argumentami na rzecz poszerzenia zakresu odpowiedzialności banku centralnego o sferę finansową w ostatnich latach w literaturze poświęconej bankowości centralnej pojawiły się propozycje modyfikacji strategii BCI w ten sposób, by celem finalnym był zamiast inflacji poziom cen (*price level targeting*) lub nominalny PKB (*nominal GDP targeting*). Choć za zmianami tymi przemawia wiele argumentów²⁶, nie są one przez znaczną część komentatorów oceniane jako prawdopodobne. Co więcej, omówienie tych propozycji wymaga odrębnego studium. Z tego powodu w niniejszym punkcie skupimy się na „skromniejszej” propozycji, mianowicie na podwyższeniu celu inflacyjnego.

Propozycję porzucenia konsensusu, zgodnie z którym wyrażony (najczęściej) CPI cel inflacyjny powinien wynosić około 2%, wysunęli Blanchard i in., których zdaniem podniesienie tego celu do 4% ograniczyłoby znacznie ryzyko związane z dolną zerową granicą stóp procentowych²⁷. Autorzy popierający

²⁴ Ch. Allsop, *Inflation targeting and asset prices...*

²⁵ W sensie teoretycznym Allsopp ma rację: BCI zakłada wykorzystanie wszelkich informacji, a zatem również cen aktywów, dla osiągnięcia niskiej inflacji. W praktyce jednak są uwzględniane tylko te czynniki, które ocenia się przez decydentów jako ważne dla osiągnięcia celu finalnego. To zaś, które czynniki są postrzegane jako istotne, zależy od argumentów wypracowanych w dyskusji teoretycznej. Być może to właśnie będzie największą przysługą, jaką omawiana debata wyświadczy strategii BCI.

²⁶ Propozycje te prezentuje m.in. Wojtyna, zob. A. Wojtyna, *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?*, w: *Zmiany instytucjonalne w reakcji na obecny kryzys*, red. A. Wojtyna, PWE, Warszawa 2013.

²⁷ O. Blanchard i in., *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, February, 2010.

podniesienie celu inflacyjnego, np. Ball²⁸, jako kolejny argument przemawiający za taką modyfikacją podają pozytywny wpływ, jaki w związku z istnieniem w gospodarce sztywności płac nominalnych miałyby ona na poziom bezrobocia. Co więcej, zdaniem Balla, przyjęta wysokość 2% nie znajduje przekonującego uzasadnienia w literaturze teoretycznej, a koszty związane z podniesieniem inflacji nie są znaczne. Podstawowy argument przemawiający na rzecz wprowadzenia omawianej zmiany dotyczy jednak sytuacji, w której stopy procentowe osiągają niski poziom, a zwiększenie możliwości zmiany nominalnych stóp procentowych oznacza większą skuteczność polityki pieniężnej²⁹.

Przeciwko propozycji podwyższenia celu inflacyjnego wysunęło wiele argumentów, z których najważniejszy dotyczy ryzyka utraty zakotwiczenia oczekiwań. Zdaniem Mishkina³⁰, potoczne rozumienie stabilności cen koresponduje z inflacją na poziomie poniżej 4%, a zatem zmiana będzie oznaczać ryzyko utraty wiarygodności. Podobny negatywny wpływ na wiarygodność może wyrzucić to, że wyższa inflacja była historycznie stosowana jako forma finansowania rządowego deficytu, i tak pozostaje postrzegana w społeczeństwie. Przeciwko zmianie przemawiają wreszcie koszty związane z indeksacją.

Wobec znacznej liczby argumentów przeciwnych okazuje się, że ocena zgłoszonej propozycji jest uzależniona od oceny ryzyka wystąpienia problemu zerowej granicy nominalnych stóp procentowych oraz od oceny skuteczności polityki pieniężnej w takich warunkach przy celu inflacyjnym na poziomie około 2%. Doświadczenia kryzysu finansowego (a wcześniej Japonii) pokazują, że zagrożenie deflacją może być poważniejsze niż wcześniej sądzono. Co więcej, jak stwierdza Ball³¹, sugerowana przez modele konstruowane w ramach nowego keynesizmu skuteczność polityki pieniężnej przy niskiej inflacji (a także niskie prawdopodobieństwo zajścia takiej sytuacji) jest uzależniona od przyjęcia mocnych założeń odnośnie do sposobu formułowania oczekiwań. Z drugiej jednak

²⁸ L. Ball, *The case for four percent inflation*, Central Bank Review, Central Bank of the Republic of Turkey, 2013.

²⁹ Warto tu zauważyć, że skuteczność polityki przy obecnym – niższym – celu inflacyjnym można również rozumieć jako skuteczność zmian stóp procentowych przy jednoczesnym wykorzystaniu narzędzi standardowych. Przy założeniu, że stosowanie narzędzi niestandardowych może wiązać się ze względu na ich charakter z większymi naciskami politycznymi, argument ten oznaczałby, paradoksalnie, że podniesienie celu inflacyjnego może w pewnych sytuacjach zwiększyć niezależność banku centralnego.

³⁰ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy...*

³¹ L. Ball, *The case for four percent inflation...*

strony ocena skuteczności prowadzonej przez banki centralne polityki nie jest jednoznaczna, a wielu autorów ocenia doświadczenia pozytywnie związane ze stosowaniem narzędzi niestandardowych³². Wobec wymienionych wcześniej kosztów wyższego celu inflacyjnego oznacza to, że nie ma obecnie przekonujących argumentów na rzecz zmiany definicji stabilności cen.

2.3. Czy prowadzenie polityki pieniężnej na podstawie BCI gwarantuje jej przejrzystość i niezależność?

Doświadczenia ostatnich lat skłoniły wielu komentatorów do postawienia pytań o istotnym znaczeniu z punktu widzenia teoretycznego uzasadnienia skuteczności BCI. Pytania te dotyczyły takich kwestii, jak niezależność polityki czy jej przejrzystość.

Omawiany problem porusza Goodhart³³, zadając w tytule artykułu pytanie, czy działania podjęte przez banki centralne w czasie kryzysu zagrażają ich niezależności. Stosowanie polityki polegającej na antycypowaniu zmian cen aktywów prowadziłoby do utraty przejrzystości podejmowanych działań oraz, w związku z niemożnością osiągnięcia wielu celów przy wykorzystaniu jednego instrumentu, rozmyłoby odpowiedzialność banku centralnego za osiągnięte wyniki³⁴. Za sposób na uniknięcie wymienionych trudności uważa Goodhart dbanie o stabilność finansową przez zwiększanie płynności za pomocą tzw. narzędzi niestandardowych. Również w tym przypadku pojawia się jednak wątpliwość: powiązanie koncepcji płynności z wypłacalnością oznacza, że pewne działania muszą być podejmowane wspólnie przez bank centralny, nadzór nad systemem finansowym i władze odpowiedzialne za politykę fiskalną. Czy rodzi

³² Zdanie to podziela cytowany już Mishkin (*Monetary Policy strategy...*) oraz Woodford (*Inflation targeting...*), którzy wysoko oceniają skuteczność zarządzania oczekiwaniami w sytuacji niskich stóp procentowych. Ocenę polityki komplikuje dodatkowo fakt, że jej nieskuteczność można interpretować jako nieskuteczność narzędzia lub błędne jego użycie (np. zbyt późne obniżenie stóp procentowych). Co więcej, ocena skuteczności polityki wymaga znajomości celów podjętych działań. Dostarczenie instytucjom bankowym płynności przy jednoczesnym wprowadzeniu oprocentowania lokat w banku centralnym stawia pod znakiem zapytania to, czy brak wpływu zwiększenia bazy monetarnej na podaż pieniądza czy ceny można nazwać „nieskutecznością” polityki pieniężnej.

³³ Ch. Goodhart, *Have crisis monetary policy initiatives jeopardized central bank independence?*, w: *Twenty years of inflation targeting...*

³⁴ Według Goodharta pozostanie przy jednym celu w postaci poziomu cen jest ważne szczególnie w sytuacji, gdy oczekiwania inflacyjne i deflacyjne rozkładają się w społeczeństwie w miarę po równo, wskazując na wysoki stopień niepewności.

to zagrożenie dla niezależności banku centralnego? Zdaniem Goodharta – nie, gdyż konieczne do podjęcia działania da się w praktyce podzielić między zaangażowane instytucje; mówiąc inaczej – politykę pieniężną da się oddzielić od polityki mającej na celu stabilność finansową.

W stosunku do tak wyrażonego stanowiska wysunięto wiele zastrzeżeń. Agénor i Pereira da Silva³⁵ zwrócili uwagę na to, że pomiar skuteczności polityki jest znacznie trudniejszy w sytuacji, gdy za jeden z celów przyjmuje się stabilność finansową. Zdaniem Reichlin³⁶, prawdą jest, że wyposażony w dodatkowy instrument bank centralny może prowadzić politykę mającą na celu stabilność finansową. Użycie niektórych z tych instrumentów, nawet jeżeli okazały się skuteczne i formalnie nie stały w sprzeczności z założeniami strategii BCI, pociągnęło za sobą skutki mogące tej strategii w dłuższym okresie zagrozić. Zdaniem tej autorki, z doświadczeń kryzysu wynika, że trudno jednoznacznie odróżnić płynność od wypłacalności oraz dług prywatny od publicznego. W tej sytuacji bank centralny, zapewniając (np. poprzez „poluzowanie ilościowe”) płynność instytucjom finansowym, wyręcza rząd niemogący poradzić sobie z leżącym u podstaw złej sytuacji problemem zadłużenia, co oznacza silne powiązanie polityki pieniężnej z fiskalną oraz pojawienie się niepożądanego systemu bodźców. Co więcej, bank centralny doprowadza do pogorszenia jakości swojego bilansu. Związane z tym ryzyko kredytowe może oznaczać, w przypadku przedłużającej się recesji, konieczność pokrycia strat dodrukiem pieniądza. El-Erian³⁷ zauważa, że przy takim scenariuszu politycy mogą poczuć się zmuszeni do wzięcia polityki pieniężnej w swoje ręce.

Goodhart³⁸ uznaje istnienie zagrożenia związanego z pogorszeniem bilansu, podaje jednak – jako rozwiązanie „raczej pragmatyczne niż teoretyczne” – przykład Banku Anglii, w którego przypadku Minister Skarbu zaingerował, przedstawiając wytyczne dotyczące limitu kwotowego oraz rodzajów przyjmowanych aktywów, lecz uczynił to bez naruszenia niezależności operacyjnej banku. Autor ten przyznaje jednak, że podobne rozwiązanie nie musi sprawdzić się w krajach o innych niż w Wielkiej Brytanii uwarunkowaniach instytucjonalnych.

³⁵ *Inflation targeting and financial stability...*

³⁶ L. Reichlin, *Challenges to inflation targeting after the crisis*, w: *Is inflation targeting dead?...*

³⁷ M.A. El-Erian, *The evolution of modern central banking: what happens next?*, w: *Is inflation targeting dead?...*

³⁸ Ch. Goodhart, *Have crisis monetary policy initiatives...*

2.4. Czy strategia bezpośredniego celu inflacyjnego zapewniła bankom centralnym wymagany w czasie kryzysu stopień elastyczności?

Doświadczenia związane z kryzysem potwierdzają, zdaniem Mishkina³⁹, opinie o nieliniowym charakterze gospodarki, dużym znaczeniu sektora finansowego oraz zagrożeniu sytuacją zerowych stóp procentowych. Czynniki te, według wielu komentatorów, uzasadniają tezę o konieczności dysponowania przez bank centralny krótkookresową elastycznością. Jak stwierdzają Banerjee i in.⁴⁰, również wyzwania stojące przed bankami centralnymi po zakończeniu kryzysu, zwłaszcza w sytuacji, gdy produkcja utrzymuje się poniżej długookresowego trendu, wskazują na koszty związane ze zbyt wąskim postrzeganiem BCI. Zdaniem tych autorów, wskazane mogą okazać się modyfikacje polegające na wydłużeniu horyzontu czasowego powyżej dwóch lat oraz na dalszym rozwijaniu tzw. narzędzi niestandardowych. Zasadność tego typu propozycji jest uzależniona od oceny stopnia elastyczności, jaką stosujące ją banki centralne wykazały się w czasie kryzysu. Choć brakuje jeszcze całościowego opracowania tego zagadnienia, dostępne dane potwierdzają tezę o wysokim stopniu elastyczności strategii BCI. Na przykład Dale⁴¹ opisuje decyzje podjęte przez Bank Anglii (m.in. obniżenie stopy procentowej o 1,5 pkt proc. czy zapowiedź skupu aktywów) jako „odważne” i wiąże je ze stosowaną przez bank strategią BCI.

Kuttner i Posen⁴², dokonując przeglądu modeli teoretycznych (Fausta i Svenssona oraz Cukiermana i Meltzera) poświęconych zależnościom między wiarygodnością polityki pieniężnej a jej elastycznością, zauważają, że rozmiar i wariancja wstrząsów po stronie produkcji wpływa na rozwiązanie problemu optymalnej polityki: przy większych wstrząsach podmiotom łatwiej jest odróżnić oportunistyczne zachowanie banku centralnego od reakcji uzasadnionej. Modele teoretyczne sugerują zatem, że w sytuacji kryzysowej polityka pieniężna działająca w ramach strategii BCI może zareagować „agresywnie” bez narażania na szwank długookresowej wiarygodności. W celu oszacowania faktycznego stopnia elastyczności Kuttner i Posen porównują działania podjęte przez

³⁹ F.S. Mishkin, *Monetary Policy strategy...*

⁴⁰ R. Banerjee, S. Cecchetti, B. Hoffman, *Flexible inflation targeting: performance and challenges*, w: *Is inflation targeting dead?...*

⁴¹ S. Dale, *Inflation targeting: learning the lessons...*

⁴² K.N. Kuttner, A.S. Posen, *How flexible can inflation targeting be and still work?*, WP 11-15, Peterson Institute for International Economics, September, 2011.

amerykański Fed (strategia uznaniowa) i Bank Anglii (BCI). Przeprowadzona analiza pozwala im postawić wniosek potwierdzający wyniki badań teoretycznych: w obu krajach długookresowe oczekiwania inflacyjne nie reagowały na bieżące wydarzenia oraz na zmienność samej inflacji, przy czym „zakotwiczenie” oczekiwań było lepsze w Wielkiej Brytanii. Pozwoliło to obu bankom na skoncentrowanie się na stabilizowaniu gospodarki, co również znajduje odzwierciedlenie w danych – inflacja utrzymywała się poza celem przez większość badanego okresu. Co szczególnie interesujące, tempo powrotu do celu było wolniejsze w przypadku Banku Anglii⁴³.

Podsumowanie

Kolejne odsłony kryzysu oraz podjęte w ich następstwie działania doprowadziły do zakwestionowania wielu uznanych wcześniej tez dotyczących pożądanego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Chociaż, na co zwrócono uwagę w powyższych punktach, poszczególne elementy zakwestionowanej strategii BCI rzadko da się na obecnym etapie jednoznacznie ocenić, powszechne wydaje się poczucie, że pewne zmiany są konieczne. Jak wskazano w przedmowie do zbioru artykułów poświęconych przyszłemu kształtowi polityki pieniężnej⁴⁴, z opinii uczonych wyłonił się pomimo to „zadziwiający konsensus”, który można streścić następująco: 1) podjęte przez banki centralne w związku z kryzysem innowacyjne działania doprowadziły do na tyle mocnego przekształcenia strategii BCI, że – w wąskim sensie – można mówić o jej końcu w 2008 roku; 2) strategię BCI – w szerokim sensie⁴⁵ – należy ulepszyć raczej niż zastąpić; 3) skład i wielkość aktywów banków centralnych stanowi poważne zagrożenie dla niezależności polityki pieniężnej; 4) BCI ma ważną funkcję do spełnienia, jeśli chodzi o ominięcie tego zagrożenia. Wydaje się zatem, że po początkowej fali krytyki, której towarzyszyły wysuwane propozycje porzucenia strategii

⁴³ Niewielka liczba obserwacji nie pozwala oczywiście na uogólnienie tego wyniku, niemniej przykład ten pokazuje, że stosowanie strategii BCI nie musi oznaczać dążenia do osiągnięcia niskiej inflacji „za wszelką cenę”.

⁴⁴ *Is inflation targeting dead?...*, s. viii.

⁴⁵ BCI w sensie szerokim oznacza „ogólne ramy kształtowania polityki pieniężnej”, zob. Bernanke i in. *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press, Princeton, 1999. Rozumienie „wąskie” koncentruje się na konkretnych rozwiązaniach instytucjonalnych (zob. przypis 1).

BCI, obecnie dominuje pogląd o potrzebie szukania modyfikacji w ramach tej strategii⁴⁶. Na rzecz takiego podejścia przemawiają jej duża, jak się okazało, zdolność do adaptacji i wciąż niejednoznaczne wyniki badań nad strategiami alternatywnymi.

Jak uważają Reichlin i Balwin,⁴⁷ spór o ocenę BCI przypomina na obecnym etapie spór o to, czy szklanka jest do połowy pusta, czy pełna. Precyzyjnej odpowiedzi na postawione pytania nie można teraz udzielić, gdyż, zdaniem tych autorów, zależy ona od dalszych decyzji podejmowanych przez władze banków centralnych. Do uwagi tej można dodać, że przed dokonaniem pełnej oceny strategii BCI konieczne jest lepsze zrozumienie długookresowych skutków podjętych w czasie kryzysu działań.

Literatura

- Agénor P.-R., Pereira da Silva L.A., *Inflation targeting and financial stability: a perspective from the developing world*, Working Papres 324, Banco Central do Brasil, September, 2013.
- Allsop Ch., *Inflation targeting and asset prices*, w: *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, ed. D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Ball L., *The case for four percent inflation*, Central Bank Review, Central Bank of the Republic of Turkey, 2013.
- Banerjee R., Cecchetti S., Hoffman B., *Flexible inflation targeting: performance and challenges*, w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Bernanke B. i in., *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press, Princeton, 1999.
- Blanchard O. i in., *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, February, 2010.
- Blinder A., *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001.
- De Carvalho Filho I., *28 months later: how inflation targeters outperformed their peers in the great recession*, „The B.E. Journal of Macroeconomics” 2011, vol. 11.

⁴⁶ Zob. Ch. Wyplosz, *Will central banking change?...* oraz R. Banerjee, S. Cecchetti, B. Hoffman, *Flexible inflation targeting...* Nie bez znaczenia pozostaje fakt, że żaden z krajów stosujących strategię BCI nie zrezygnował z tej strategii ze względu na jej ograniczenia. Fakt, że strategia BCI przetrwała sześcioletni okres zawirowań, świadczy o jej elastyczności i jest przez jej zwolenników przedstawiany jako jeden z argumentów przemawiających na jej korzyść.

⁴⁷ *Is inflation targeting dead?...*

- Dale S., *Inflation targeting: learning the lessons from the financial crisis*, w: *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, ed. D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- El-Erian M.A., *The evolution of modern central banking: what happens next?*, w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Fouejieu A., *Coping with the recent financial crisis, did inflation targeting make any difference?*, Laboratoire d'Economie d'Orleans, Document de Recherche, No. 2012-05, 2012.
- Frankel J., *The death of inflation targeting*, Project Syndicate, 2012.
- Friedman M., *The role of monetary policy*, „The American Economic Review” 1968, vol. 58, s. 1–17.
- Genberg H., *The financial crisis as an opportunity to strengthen inflation-targeting frameworks*, w: *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, ed. D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Goodhart Ch., *Have crisis monetary policy initiatives jeopardized central bank independence?*, w: *Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, ed. D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Hammond G., *State of the art inflation targeting*, Handbook No. 29, Centre for Central Bank Studies, Bank of England, 2012.
- Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Jahan S., *Inflation targeting: holding the line*, IMF Publications: Finance and Development, March, 2012.
- Kuttner K.N., Posen A.S., *How flexible can inflation targeting be and still work?*, WP 11-15, Peterson Institute for International Economics, September, 2011.
- Kydland F.E., Prescott E.C., *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*, „Journal of Political Economy” 1977, vol. 85, s. 473–492.
- Mishkin F.S., *Monetary Policy strategy: lessons from the crisis*, Working Paper 16755, NBER, 2011.
- Mishkin F.S., *The economics of money, banking and financial markets*, 10th edition, Pearson, 2013.
- Reichlin L., *Challenges to inflation targeting after the crisis*, w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Twenty years of inflation targeting. Lessons learned and future prospects*, ed. D. Cobham i in., Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Vickers J., *Monetary policy and asset prices*, „Bank of England Quarterly Bulletin” 1999, vol. 38(4), s. 368–375.

- Whelan K., *A broader mandate: Why inflation targeting is inadequate*, w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Wojtyna A., *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?* w: *Zmiany instytucjonalne w reakcji na obecny kryzys*, red. A. Wojtyna, PWE, Warszawa 2013.
- Woodford M., *Inflation targeting and financial stability*, Working Paper 17967, NBER, 2012.
- Woodford M., *Inflation targeting: fix it, don't scrap it*, w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.
- Wyplosz Ch., *Will central banking change?* w: *Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*, ed. L. Reichlin, R. Baldwin, CEPR, London 2013.

The proposed modifications of the inflation targeting strategy in the light of financial crisis experiences

Summary

The aim of this paper is the presentation and critical assessment of influence of financial crisis experiences on views concerning both theoretical and institutional framework of inflation targeting (IT). The main theses of pre-financial crisis consensus on optimal monetary policy are presented and, in the light of these, the main proposals concerning the possible modifications of IT, put forward since the beginning of the crisis, are assessed. The proposals concern the role of financial stability in the conduct of monetary policy, optimal nominal value of inflation target, transparency and independence of monetary policy, degree of elasticity of IT. As the IT remains the dominant monetary policy strategy, eventual changes would result in considerable shift in monetary and financial stability on the global scale.

Keywords: Inflation targeting, financial stability, monetary policy, financial crisis

Translated by Krystian Mucha