Paweł BŁASZCZYK

DEFINICJA ORAZ TYPY STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ*

Wstęp

Wraz z ewolucją myśli ekonomicznej, a szczególnie ewolucją oczekiwań, coraz bardziej popularny stawał się pogląd, mówiący o nieskuteczności polityki pieniężnej w stymulowaniu sfery realnej gospodarki. W takich okolicznościach wskazuje się, że nadrzędnym celem polityki pieniężnej (a nawet jedynym) powinna być stabilność cen, a działania władz monetarnych powinny być przejrzyste i zrozumiałe dla podmiotów gospodarczych.

O ile pierwsze stwierdzenie (stabilność cen – nadrzędnym celem polityki pieniężnej) może budzić pewne wątpliwości, o tyle drugie, mówiące o przejrzystości polityki pieniężnej, jest w pełni uzasadnione. Przejrzyste działania władz monetarnych pozwalają na łatwe formułowanie oczekiwań inflacyjnych, od których w znacznym stopniu zależy sukces w walce z inflacją. Kanał oczekiwań bowiem odgrywa obecnie istotną rolę w kontroli inflacji i pozwala na mniej bolesną realizację polityki pieniężnej.

Jednym z głównych czynników determinujących transparentność działań monetarnych jest strategia polityki pieniężnej, stanowiąca ramy funkcjonalne dla niniejszych działań. Należy jednak pamiętać, że tak jak w innych dziedzinach, strategia ta ma charakter *ex ante* i tylko jej konsekwentna i skuteczna realizacja może przynieść oczekiwane korzyści.

Celem niniejszego opracowania jest usystematyzowanie wiedzy, dotyczącej strategii polityki pieniężnej. Zostanie on zrealizowany w dwóch kolejnych punktach. W pierwszym zdefiniowane będzie pojęcie strategii polityki pieniężnej. Przytoczone zostaną definicje m.in. Europejskiego Banku Centralnego oraz takich autorów, jak P. Schaal, A.C.F.J. Houben czy D. Duwendag. Wreszcie przedstawiona zostanie

---

* Opracowanie zostało przygotowane na podstawie pracy magisterskiej autora pt. *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: teoria oraz doświadczenia Polski i wybranych krajów* napisanej pod kierunkiem dra Włodzimierza Dymarskiego, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, 2005.

definicja odpowiednia dla potrzeb tego opracowania. Na tle tej definicji, w drugim punkcie, zaprezentowane będą tzw. współczesne strategie polityki pieniężnej. Wśród nich na szczególną uwagę zasługuje strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, której popularność w ostatnich 15 latach znacznie wzrosła. Stosuje ją coraz większa liczba krajów na całym świecie – zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących.

1. Pojęcie strategii polityki pieniężnej

Mogłoby się wydawać, że pojęcie strategii polityki pieniężnej jest jednoznaczne i nie budzi wątpliwości. Jednak jest to rozumowanie bardzo mylące. Mimo że strategiom polityki pieniężnej poświęcono wiele miejsca w literaturze ekonomicznej, to często pojęcie to nie jest precyzyjnie określane i bywa różnie rozumiane przez różnych autorów.

Przykładowo P. Schaal przy formułowaniu omawianego pojęcia nawiązuje do genezy terminu samej strategii, a więc do słownika wojskowego[1]. Zwraca uwagę na jej cechy charakterystyczne, takie jak niepewność warunków, w których jest przygotowywana oraz długookresowy charakter. Strategia polityki pieniężnej jest dla niego uszczegółowieniem ogólniejszej koncepcji strategii polityki gospodarczej, rozumianej jako metoda działań nastawiona na realizację długofalowych celów, polegająca na stosowaniu odpowiednich narzędzi[2]. O ile strategia bez wątpienia jest pewną metodą, służącą osiąganiu celów przy wykorzystaniu odpowiednich narzędzi, o tyle bezwzględny wymóg długookresowego charakteru celów i samej strategii może budzić wątpliwości.

Inną definicję przyjmuje Europejski Bank Centralny[3], określając strategię polityki pieniężnej jako „spójny i ustrukturalizowany opis tego, w jaki sposób będą

---

[1] To właśnie w tej dziedzinie zostało po raz pierwszy sformułowane pojęcie strategii, a następnie zastosowane w ekonomii, a dokładnie w teorii gier. Samo słowo narodziło się w starożytnych Atenach, gdzie „strategos" był dowódcą wojskowym (*stratos* – armia, *agein* – prowadzić). Następnie historycy rzymscy wprowadzili termin *strategia* na oznaczenie terytoriów, pozostających pod władzą „strategosa". To znaczenie przetrwało do 1779 roku, kiedy to francuski teoretyk wojskowy hrabia Guibert, pozostając pod wrażeniem kampanii wojskowych prowadzonych przez Fryderyka Wielkiego, użył słowa *strategia* w znaczeniu, jakie stosujemy do dzisiaj. Bardzo szeroką analizę tego pojęcia przeprowadził Karl von Clausewitz w książce *O wojnie* opublikowanej w 1832 roku. To ta praca w znacznym stopniu wpłynęła na kształt strategii w rozumieniu Igora Ansoffa, który jako pierwszy przeniósł ten termin w 1965 roku do sfery biznesu. Por. T. von Ghyczy, B. von Oetinger, C. Bassford, *Clausewitz o strategii*, PWE, Warszawa 2002, s. 50-53.

[2] Zob. P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996, s. 412, 413, oraz P. Szpunar, *Polityka pieniężna: cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 32.

[3] European Central Bank Monthly Bulletin, January 1999, s. 43.

podejmowane decyzje dotyczące polityki pieniężnej w świetle zmian wskaźników ekonomicznych, tak ażeby osiągnąć nadrzędny cel, jakim jest stabilność cen". Jednakże przyjęcie z góry zasady, że jedynym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen, nie wystarcza do uzyskania pełnego obrazu strategii polityki pieniężnej. W ramach tego pojęcia trzeba uwzględnić również wybór celu finalnego wraz z określeniem jego przejrzystej definicji i sposobu pomiaru. Niezbędne jest także określenie odpowiednich ram czasowych dla wprowadzenia i realizacji założonego celu[4].

Najbardziej chyba wszechstronną analizę omawianego pojęcia przeprowadził A.C.F.J. Houben. Autor określa pojęcie strategii polityki pieniężnej jako „postać funkcji reakcji[5] na wydarzenia w gospodarce przyjętą przez władze monetarne oraz ich komunikację z otoczeniem. Przedmiotem tej komunikacji jest zarówno sama funkcja reakcji, jak i konkretne decyzje z zakresu polityki pieniężnej"[6]. Podejście to, jak można zauważyć, niewiele różni się od poprzedniego. Oba uzależniają podejmowanie decyzji z zakresu polityki pieniężnej od pewnych zmiennych, charakteryzujących stan gospodarki, a centralne znaczenie dla strategii odgrywa określony sposób postępowania (w drugim wypadku w postaci funkcji reakcji). Jedyną istotną różnicą jest to, że strategia definiowana przez Europejski Bank Centralny jest jedynie opisem, a więc ma raczej charakter statyczny, natomiast w drugim wypadku mówi się także o podejmowaniu decyzji, co sugeruje pewną dynamikę.

Powyższe trzy podejścia tylko pozornie wydają się zróżnicowane. Zapoznając się z nimi bliżej, możemy dostrzec istotne podobieństwa. Mianowicie wszystkie utożsamiają strategię z pewnym sposobem, za pomocą którego władza monetarna będzie realizować założone cele. P. Schaal nazywa ten sposób metodą, z kolei dla A.C.F.J. Houbena jest nim funkcja reakcji. Wszystkie także zakładają istnienie pewnych celów, które stanowią element strategii. W pierwszym podejściu mówi się (ewentualnie) o więcej niż jednym celu, w drugim wskazuje się na konkretny cel, którym jest stabilność cen. Wreszcie w trzecim o celach mówi się w sposób pośredni.

W dalszych rozważaniach nad rodzajami strategii polityki pieniężnej przyjęta zostanie jeszcze inna definicja, która łączy najistotniejsze cechy wcześniejszych podejść. Jest ona bardzo przejrzysta i wydaje się najbardziej adekwatna dla potrzeb niniejszego opracowania. Definicję tę sformułował D. Duwendag[7] (a przytaczali ją

---

[4] Por. R. Kokoszczyński, *Strategie polityki pieniężnej – kryteria i sposoby wyboru*, Bank i Kredyt 1998, nr 6, s. 5.

[5] Przez pojęcie funkcji reakcji rozumie się funkcję, która uwzględniając różnego rodzaju wskaźniki ekonomiczne charakteryzujące wydarzenia w gospodarce, określa działania banku centralnego, które powinny być podjęte w związku z zaistniałymi okolicznościami.

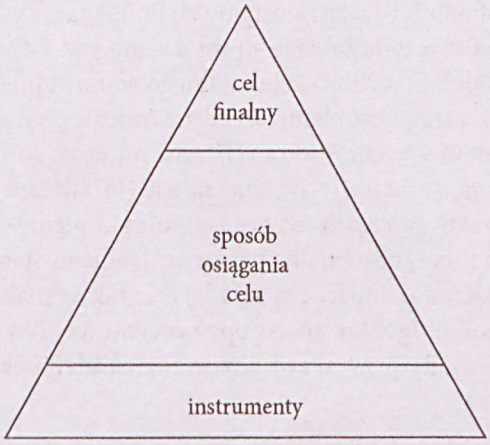
[6] Por. R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 59.

[7] D. Duwendag, K-H. Ketterer, W. Kosters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1996, s. 282.

m.in. R. Kokoszczyński[8] oraz P. Szpunar[9]). Według niego „strategia polityki pieniężnej opisuje sposób postępowania, jaki może stosować bank centralny dla osiągnięcia ostatecznych celów polityki pieniężnej za pośrednictwem swoich instrumentów". Kładzie więc nacisk na trzy główne elementy strategii, a mianowicie:

- wybór celu (ewentualnie celów),
- wybór najlepszego sposobu osiągnięcia możliwie najwyższego stopnia realizacji celu,
- wybór odpowiednich narzędzi (instrumentów) do realizacji celu finalnego.

Zatem o kształcie strategii będą przesądzać wybory, dokonywane w trzech wyżej wymienionych obszarach. W takiej sytuacji pojęcie strategii polityki pieniężnej można przedstawić w trójpoziomowym układzie, zaprezentowanym na rysunku 1.



Rys. 1. Ogólny schemat strategii polityki pieniężnej

Jednocześnie D. Duwendag zwraca uwagę na otoczenie, w którym będzie realizowana strategia. Mówi, że „podmioty polityki pieniężnej nie działają w próżni, lecz w wolnym i otwartym społeczeństwie i tym samym są one włączone w polityczne zależności demokratycznego ustroju". Są to okoliczności, które sprawiają, że bank centralny jako podmiot konstruujący i realizujący własną strategię musi liczyć się ze zmiennym, a nawet burzliwym otoczeniem. Musi więc działać w warunkach niepewności, które są bardzo ważnym wyznacznikiem strategii. W doskonały sposób ujmują ten fakt członkowie Boston Consulting Group, autorzy pracy *Clausewitz o strategii* mówiąc, że: „koncepcja strategii bez niepewności jest pusta"[10].

[8] R. Kokoszczyński, *Strategie*, s. 4.
[9] P. Szpunar, *Polityka*, s. 31.
[10] T. von Ghyczy, B. von Oetinger, C. Bassford, *Clausewitz*, s. 53-54.

Tak zdefiniowane pojęcie strategii polityki pieniężnej w dalszej części opracowania posłuży jako tło dla współczesnych strategii polityki pieniężnej. Strategie te zostaną przeanalizowane na podstawie schematu przedstawionego na rysunku 1. Dzięki temu możliwe będzie przejrzyste wskazanie różnic między poszczególnymi typami strategii polityki pieniężnej. Dodatkowo przyjęte zostaną dwa zasadnicze uproszczenia. Pierwsze będzie polegać na tym, że w dalszych rozważaniach pominięta zostanie kwestia wyboru instrumentów polityki pieniężnej (dolna część rysunku 1). Chociaż jest to istotna kwestia w kontekście realizacji działań monetarnych, to wydaje się, że nie determinuje typu strategii polityki pieniężnej. Dobór instrumentów powinien być podporządkowany założonym celom i sposobom ich realizacji. Drugie uproszczenie będzie polegać na pominięciu kwestii, dotyczącej wyboru celu finalnego (ewentualnie celów finalnych) polityki pieniężnej. Jako nadrzędny cel finalny przyjęta zostanie stabilność cen w rozumieniu niskiej i stabilnej inflacji[11]. Przyczyna takiego uproszczenia jest odmienna od przypadku instrumentów. Dylemat wyboru celu finalnego stanowi bowiem bardzo istotny element składowy szerszego problemu wyboru strategii polityki pieniężnej. Przyjęte uproszczenie wynika z ograniczonych ram niniejszego opracowania. Może być uzasadnione tym, że banki centralne na całym świecie przyjmują obecnie stabilność cen za główny, a często jedyny, cel polityki pieniężnej. Istotny wyjątek może stanowić cel, a raczej cele finalne banku centralnego Stanów Zjednoczonych (FED), na które oprócz stabilności cen składają się także: maksymalne zatrudnienie oraz umiarkowane długookresowe stopy procentowe. Ten przypadek zostanie krótko scharakteryzowany przy okazji omawiania strategii eklektycznych w dalszej części artykułu.

2. Współczesne strategie polityki pieniężnej

Współczesne strategie polityki pieniężnej można podzielić na dwa zasadnicze typy, a mianowicie:

- strategie **celów pośrednich** (CP),
- strategię **bezpośredniego celu inflacyjnego** (BCI, ang. *direct inflation targeting* – DIT lub *inflation targeting*).

Jednak oprócz nich można wyróżnić także strategie **mieszane** (eklektyczne), które powstają na skutek określonego połączenia elementów powyższych strategii podstawowych. Nie jest to podział ostateczny, ponieważ w obrębie strategii CP można dodatkowo wyróżnić:

---

[11] Definicja i wybór stabilności cen za cel polityki pieniężnej jest tematem wielu publikacji (szczególnie obcojęzycznych). Zob. *Why price stability?* First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany.

- strategię **kontroli kursu walutowego** (KKW, ang. *exchange-rate targeting*),
- strategię **kontroli podaży pieniądza** (KPP, ang. *monetary targeting*),
- strategię **kontroli stóp procentowych**[12],

które różnią się przyjętymi celami pośrednimi[13].

Nawiązując do schematu przedstawionego na rysunku 1 można w uproszczeniu powiedzieć, że kryterium różniącym współczesne strategie polityki pieniężnej jest „sposób", który łączy stosowane instrumenty z zamierzonymi celami i pozwala na osiągnięcie najwyższego stopnia ich realizacji.

2.1. Strategie celów pośrednich

Nietrudno zauważyć, że bank centralny nie ma bezpośredniego wpływu na stabilność cen, zatem aby móc oddziaływać na założony cel ostateczny, musi posłużyć się pewnym „sposobem". W odniesieniu do strategii CP są nim cele pośrednie oraz wpływające na nie cele operacyjne[14]. W ten sposób tworzy się swoisty łańcuch zależności (por. rysunek 3, s. 84), który – aby mógł sprawnie funkcjonować – wymaga spełnienia określonych warunków. Można zaliczyć do nich:

- cele operacyjne muszą podlegać dość precyzyjnej bieżącej kontroli władz monetarnych,
- cele operacyjne muszą być ściśle powiązane z celami pośrednimi,
- cele operacyjne muszą być łatwo kwantyfikowalne i obserwowalne statystycznie z bardzo małym opóźnieniem,
- cele pośrednie muszą mieć wpływ na cel finalny,
- cele pośrednie muszą pozostawać pod silnym wpływem zmiennych, reprezentujących cele operacyjne,
- dane statystyczne, opisujące cele pośrednie, powinny być dobrej jakości i powinny być znane z niewielkim opóźnieniem[15].

W taki właśnie sposób, na podstawie tzw. triady celów, funkcjonują strategie celów pośrednich, które dominowały w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku. Jednak aby ukazać pełny obraz strategii CP, należy odpowiedzieć

---

[12] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Polityka pieniężna: cele, strategie i instrumenty*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 14.

[13] Chociaż jest to podział strategii polityki pieniężnej najczęściej stosowany zarówno w literaturze, jak i praktyce, nie jest on jedyny. Odmienny podział prezentuje np. P. Schaal, *Pieniądz*, s. 412-425.

[14] Przykładami celów operacyjnych są wąskie agregaty pieniężne takie jak M_0 oraz stopy procentowe, jak np.: stopy procentowe O/N (*over night*) czy też T/N (*tomorrow next* lub w skrócie *tom next*). Por. R. Kokoszczyński, J. Stopyra, *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, Bank i Kredyt 1996, nr 6, s. 37, 40-43.

[15] Ibidem, s. 36, 37.

na pytanie, jakie wielkości mogą być wykorzystywane jako cele pośrednie? Odpowiedź na to pytanie pozwoli na wyróżnienie trzech typów strategii CP:

- kontrola kursu walutowego,
- kontrola agregatów pieniężnych,
- kontrola stóp procentowych.

Ze względu na to, że stopy procentowe były stosowane bardzo rzadko jako cel pośredni, w dalszej części tego punktu będzie mowa tylko o dwóch pierwszych typach strategii[16].

2.1.1. Strategia kontroli kursu walutowego

Jeśli za cel pośredni w strategii CP przyjmiemy kurs walutowy, a za cel operacyjny pieniądz rezerwowy[17], będziemy mieli do czynienia ze strategią kontroli kursu walutowego (rysunek 3). Strategia ta opiera się na założeniu, że cel finalny polityki pieniężnej można osiągnąć za pomocą stabilizacji kursu wymiennego pieniądza krajowego względem innej waluty. Polega więc na związaniu ceny waluty krajowej z ceną waluty innego kraju, najczęściej dużego, który charakteryzuje się niewielką inflacją. Możliwe jest także związanie waluty krajowej z koszykiem walut[18], czego przykładem może być Polska, która 17 maja 1991 roku zastąpiła parytet dolara ważonym koszykiem pięciu walut[19]. To za pośrednictwem tej waluty (ewentualnie walut) powinna być dokonywana większość transakcji zagranicznych danego kraju.

---

[16] Dylemat wyboru celów pośrednich polityki pieniężnej, o którym jest tu mowa, był bardzo ważną kwestią szczególnie w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku, kiedy to w praktyce gospodarczej dominowały strategie oparte na celach pośrednich. Był podejmowany w wielu opracowaniach, także polskich autorów, zob.: R. Kokoszczyński, J. Stopyra, *Dylematy*, s. 36-49, oraz P. Szpunar, *Polityka*, s. 130-143. Jednak ze względu na to, że nie jest to problem kluczowy dla głównego wątku niniejszego opracowania, zostanie pominięty.

[17] Pieniądz rezerwowy pełni w strategii kontroli kursu walutowego funkcję celu operacyjnego. W najwyższym stopniu bowiem spełnia stojące przed celem operacyjnym wymagania. Była już o nich mowa w omawianym punkcie. Por także: F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 594-600.

[18] Przykładowo J.E. Stiglitz uważa, że „dla państwa uczestniczącego w wymianie z wieloma państwami korzystniejsze jest przywiązanie waluty krajowej do ważonego koszyka walut (*trade-weighted basket of currencies*) niż do waluty jednego kraju": J.E. Stiglitz, *Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland*, Central Bank of Iceland, Economic Department, Working Papers no. 15, November 2001, s. 3, 4.

[19] W skład tego koszyka wchodziły następujące waluty: dolar USA (45%), marka niemiecka (35%), funt brytyjski (10%) oraz frank szwajcarski i frank francuski (po 5%), a od 1 stycznia 1999 euro (55%) i dolar (45%). Por. B. Pietrzak, Z. Polański, *System finansowy w Polsce – lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 105, oraz A. Urbańska, *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, Materiały i Studia NBP, nr 148, Warszawa 2002, s. 24.

Rozwiązanie takie wiąże się zatem z usztywnieniem lub też ograniczeniem wahań kursu własnej waluty wobec waluty odniesienia. Ten drugi przypadek jest bardziej elastyczny, gdyż umożliwia pewne ruchy kursu waluty krajowej w stosunku do ustalonego parytetu, a co za tym idzie, zwiększa nieco niezależność ekonomiczną banku centralnego[20]. Ruchy kursu mogą przyjmować dwojaką postać:

- regularne (np. comiesięczne) obniżanie wartości waluty w stosunku do waluty odniesienia (ewentualnie koszyka walut) o pewną założoną wartość w ujęciu procentowym, czyli tzw. system **pełzającej dewaluacji** (ang. *crawling peg*),
- wahania kursu waluty krajowej w granicach określonego dewaluowanego zakresu, czyli tzw. system **pełzającego pasma** (ang. *crawling band*)[21].

Głównym zamysłem strategii KKW jest stabilizacja zewnętrznej ceny pieniądza (czyli kursu walutowego) po to, aby ustabilizować jego wewnętrzną cenę nabywczą. Taki zabieg będzie możliwy pod warunkiem, że import kraju stosującego tę strategię będzie odgrywał znaczącą rolę w jego rozwoju gospodarczym oraz będzie miał duży wpływ na kształtowanie się inflacji krajowej. Można więc powiedzieć, że taka sytuacja będzie występowała w kraju, w którym dominującym rodzajem, a zarazem źródłem wzrostu cen, jest inflacja importowana, a co za tym idzie, występuje duży stopień otwartości gospodarki.

Strategia utrzymania stałego kursu walutowego ma znaczne ograniczenia. Pierwszym jest **brak uniwersalności,** o czym była mowa w poprzednim akapicie. Drugie ograniczenie polega na **braku możliwości reakcji polityki pieniężnej na szok występujący w gospodarce oraz tzw. ataki spekulacyjne**. Polegają one na gwałtownym wycofaniu się zagranicznych inwestorów z krajowych rynków finansowych, co pociąga za sobą obniżenie rezerw walutowych banku centralnego, następnie załamanie kursu waluty krajowej, a w konsekwencji konieczność odejścia od systemu stałego kursu[22]. Jednak najważniejszą słabością tej strategii jest **utrata**

---

[20] Jest to niezależność rozumiana jako nieingerowanie rządu i władzy ustawodawczej w działania banku centralnego w zakresie wyboru instrumentów niezbędnych do osiągnięcia stabilności cen. Por. T. Kowalski, *Ekonomiczne i instytucjonalne aspekty Ustawy o Narodowym Banku Polskim i Prawa bankowego z 29 sierpnia 1997 r.*, Bank i Kredyt, grudzień 1997, s. 10-14.

[21] System pełzającej dewaluacji został wprowadzony w Polsce 14 października 1991 roku i zakładał początkowo miesięczną stopę dewaluacji: 1,8%, która była w kolejnych latach obniżana. System pełzającego pasma znalazł natomiast zastosowanie w Polsce 16 maja 1995 roku i zakładał początkowe pasmo wahań kursowych ±7 %, które było później rozszerzane do ±10% i ±12,5% w 1998 roku oraz ±15% w 1999 roku. Od kwietnia 2000 roku wprowadzono system płynnego kursu walutowego. Por. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 144.

[22] Możliwa jest także skokowa dewaluacja waluty jednakże niesie ona ze sobą zagrożenie powstania tzw. kryzysu bilansu płatniczego, a w konsekwencji ucieczki kapitałowej. Zob. P.R. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 181-185.

niezależności ekonomicznej banku centralnego, realizującego politykę pieniężną na jej zasadach. Stabilizowanie kursu walutowego oznacza bowiem konieczność zaakceptowania przez bank centralny poziomu rynkowych stóp procentowych i przyrostów podaży pieniądza, który zapewni utrzymanie kursu walutowego na określonym poziomie. W wyniku czego bank centralny zostaje pozbawiony możliwości wpływu na sytuację w zakresie zagregowanego popytu. Z tego też powodu KKW jest często uznawana za odmienną strategię polityki gospodarczej, a nie strategii polityki pieniężnej[23].

Ze względu na powyższe ograniczenia obecnie strategia kontroli kursu walutowego ma raczej charakter historyczny. Stosowały ją m.in. Austria i Holandia, dla których walutą odniesienia była marka niemiecka oraz Polska w latach 1990-1991. Strategia Polski w tych latach była o tyle ciekawa, że mieliśmy do czynienia równolegle z dwoma celami pośrednimi: sztywnym kursem wobec dolara, a od 16 maja 1991 roku wobec koszyka walut, oraz z podażą pieniądza. Od 14 października 1991 roku strategią dominującą stała się kontrola podaży pieniądza w ramach pełzającej dewaluacji, a od 16 maja 1995 roku w ramach pełzającego pasma[24].

Obecnie strategia ta stosowana jest znacznie rzadziej. Wyjątkiem może być etap przygotowań do unii walutowej, czyli wstąpienie do systemu ERM2, który narzuca usztywnienie kursu waluty krajowej wobec ustalonego parytetu, dopuszczając jednocześnie wahania w granicach ±15% parytetu centralnego[25] oraz sama unia walutowa, która jest skrajnym przypadkiem KKW. Polega ona na rezygnacji z własnej waluty i pełnym usztywnieniu kursu waluty krajowej do waluty obowiązującej w unii. Strategię kontroli kursu walutowego realizuje także Narodowy Bank Danii, który związał kurs korony duńskiej z kursem euro.

2.1.2. Strategia kontroli podaży pieniądza

Teoretyczną podstawą strategii KPP jest teoria ilościowa, której czołowym przedstawicielem był M. Friedman. Zakłada ona, że między ilością pieniądza w gospodarce (podażą pieniądza), a poziomem cen występuje dodatnia korelacja. Zależność tę przedstawia tożsamość znana jako **równanie wymiany** lub **równanie Fishera** (por. wzór (1))[26], nazwane tak od nazwiska jego autora – I. Fishera.

$$MV = PY, \tag{1}$$

---

[23] P. Szpunar, *Polityka*, s. 157.

[24] A. Urbańska, *Polityka*, s. 23, 24 oraz B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System*, s. 142-154.

[25] Spełnienie wymogu dotyczącego kursu walutowego jest jednym z kryteriów zbieżności zapisanych w traktacie z Maastricht, uprawniających do przystąpienia do strefy euro. Por. *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa, luty 2003, s. 8, 9.

[26] Wzór zaczerpnięty z: N. Acocella, *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 175.

gdzie:

M – podaż pieniądza,
V – szybkość obiegu pieniądza,
P – poziom cen,
Y – wolumen produktu krajowego brutto, który zastąpił we wzorze pierwotnie uwzględnioną liczbę transakcji.

Po przekształceniu otrzymujemy:

$$P = \frac{MV}{Y}. \tag{2}$$

Jak wynika ze wzoru (2), jeśli dodatkowa podaż pieniądza (licznik) nie zostanie zrekompensowana wzrostem PKB (mianownik), czyli odpowiednim wzrostem wolumenu dóbr i usług w gospodarce, nastąpi wzrost cen. Władzy monetarnej nie pozostaje więc nic innego jak przyjąć za cel pośredni, w realizowanej strategii, podaż pieniądza i za pomocą jej kontroli ograniczyć inflację. Jednak tak sformułowany cel pośredni nie jest wielkością egzogeniczną, tzn. nie poddaje się pełnej kontroli banku centralnego, co zmusza do przyjęcia odpowiedniej wielkości za cel operacyjny. Zazwyczaj jest nim pewna odmiana krótkoterminowej stopy procentowej międzybankowego rynku pieniężnego, jak np.: T/N (*tom*(*orrow*) *next*), czy też O/N (*over night*).

W ten sposób sformułowaną strategię można schematycznie zobrazować na rysunku 3. Przez pojęcie podaży pieniądza rozumie się odpowiednie agregaty pieniężne, z których najczęściej stosowanymi w praktyce gospodarczej były M1, M2 i M3[27]. Przykładowo Bundesbank (bank centralny Niemiec), realizujący strategię kontroli podaży pieniądza w latach 1975-1998 stosował do 1988 roku agregat M2, a potem M3, aż do momentu utraty samodzielności (tj. powstania Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej; ang. EMU – European Monetary Union).

Strategia kontroli podaży pieniądza była stosowana na szeroką skalę na przełomie lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych minionego wieku i stanowiła alternatywę w stosunku do strategii kontroli kursu walutowego. Mogły ją stosować z powodzeniem (w przeciwieństwie do KKW) także kraje o gospodarce względnie zamkniętej oraz te, które nie miały potencjalnego kandydata do przywiązania swojej waluty. Dodatkową jej zaletą była możliwość reakcji na różnego rodzaju

[27] Agregaty pieniężne są to mierniki ilości pieniądza, których zakres zwiększa się wraz z rosnącą numeracją. I tak: M0 to pieniądz rezerwowy obejmujący gotówkę w obiegu i rezerwy banków komercyjnych utrzymywane w banku centralnym, M1 obejmuje M0 + depozyty na żądanie w bankach komercyjnych, M2 obejmuje M1 + depozyty krótkoterminowe, M3 obejmuje M2 + depozyty średnio- i długoterminowe, M4 to najszerszy agregat, a zarazem najmniej płynny obejmujący M3 oraz papiery wartościowe i dokumenty handlowe. Por. R. Kokoszczyński, J. Stopyra, *Dylematy*, s. 41, 42, oraz B. Pietrzak, Z. Polański, *System*, s. 24-26.

szok oraz ataki spekulacyjne. Nie ulegała także ograniczeniu niezależność ekonomiczna banku centralnego, stosującego KPP.

Była ona podstawą polityki pieniężnej m.in. w Niemczech w latach 1975-1998, w Szwajcarii od drugiej połowy lat siedemdziesiątych do połowy lat dziewięćdziesiątych, w Anglii od 1976 do połowy lat osiemdziesiątych oraz w Stanach Zjednoczonych w latach 1979-1982. Stosował ją formalnie także Narodowy Bank Polski w latach 1990-1997. W rzeczywistości jednak była to raczej strategia eklektyczna, w której jednocześnie próbowano kontrolować podaż pieniądza i kurs walutowy[28]. Z czasem okazało się jednak, że zależność między podażą pieniądza i poziomem inflacji jest coraz trudniejsza do uchwycenia, a „programowanie" wzrostu podaży pieniądza oparte na funkcji popytu na pieniądz staje się coraz trudniejsze[29]. Prowadzenie skutecznej polityki przez banki centralne na podstawie KPP stało się niemożliwe i dlatego też zaczęto szukać innej „drogi" realizacji polityki pieniężnej.

2.2. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

Problemy w prowadzeniu polityki pieniężnej na podstawie wyżej opisanych strategii celów pośrednich spowodowały, że na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku pojawił się nowy typ strategii, a mianowicie strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Formalnie za prekursora BCI uznaje się Nową Zelandię, gdzie w 1990 roku został wprowadzony do praktyki polityki pieniężnej nowy kształt strategii, będący w kolejnych latach przedmiotem teoretycznych i modelowych analiz[30] oraz przedmiotem naśladowania w wielu krajach na całym świecie. Wydaje się jednak, że korzenie strategii BCI sięgają znacznie głębiej, bo lat 1931-1937, kiedy to Sveriges Riksbank (Bank Szwecji) prowadził politykę pieniężną, zbliżoną swym kształtem do bezpośredniego celu inflacyjnego[31]. Jednak doświadczenia te nie odegrały w tamtym czasie żadnej roli w kształ-

---

[28] Por. punkt 2.3.3.

[29] Przyczynami tego był po pierwsze, rozwój innowacji finansowych, a co za tym idzie rozszerzanie agregatów pieniężnych. Po drugie, wzrost mobilności przepływów kapitałowych, który doprowadził do destabilizacji szacowanych funkcji popytu. Po trzecie, rozwój bankowości elektronicznej. Por. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System*, s. 126, oraz P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, Bank i Kredyt, lipiec-sierpień 2000, s. 117-119.

[30] Jest to sytuacja o tyle interesująca, że w większości wypadków praktyki gospodarczej, nowe działania poprzedzane są analizami modelowymi i teoretycznymi. W tym wypadku było inaczej.

[31] Mowa tu o strategii „price level targeting". Por. C. Berg, L. Jonung, *Pioneering Price Level Targeting: the Sweedish Experience 1931-1937*, Journal of Economics, special issue: „Monetary Policy Rules – A conference organized by Sveriges Riksbank and the institute for International Economic Studies", Stockholm University, vol. 43, 1999, no. 3, s. 525-551.

towaniu się polityki pieniężnej w innych krajach, a co więcej, zostały na wiele lat zapomniane.

Jak sama nazwa wskazuje, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego nie wykorzystuje celów pośrednich. Osiąganie celu finalnego – stabilności cen – odbywa się w sposób bezpośredni przy zastosowaniu stojących do dyspozycji banku centralnego narzędzi[32]. Za „sposób" osiągania stabilności cen[33] można uznać prognozę inflacyjną, która może pełnić w pewnym sensie rolę (choć nim w rzeczywistości nie jest) celu pośredniego (por. rysunek 3).

Za taką interpretacją optuje L.E.O. Svensson[34], który doszukuje się w prognozie inflacyjnej cech typowych dla celu pośredniego:

- łatwo obserwowalny,
- pozostaje pod kontrolą banku centralnego,
- silnie skorelowany z celem końcowym[35],

a samą strategię nazywa „inflation-forecast targeting".

Nie wszyscy jednak autorzy podzielają jego opinię, że prognoza inflacyjna jest niezbędnym elementem strategii BCI. Na przykład J.B. Taylor wyróżnia oprócz „inflation targeting" opartej na prognozie inflacyjnej, także wersję bardziej luźną, w której odchodzi się od „operacyjnego sposobu" stosowania tej strategii[36]. Niemniej jednak prognoza inflacyjna pełniąc w strategii BCI rolę „kotwicy stabilizującej oczekiwania", w dużym stopniu przyczynia się do skutecznej realizacji nadrzędnego celu.

Ogólnie rzecz biorąc, można więc powiedzieć, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego polega na określeniu przez bank centralny średniookresowego dopuszczalnego poziomu inflacji (celu inflacyjnego) i na podaniu tej informacji wraz z prognozą makroekonomiczną do publicznej wiadomości, dając w ten sposób podmiotom gospodarującym punkt odniesienia w kształtowaniu ich oczekiwań inflacyjnych. Jeśli podmioty te w swoich kontraktach płacowych uwzględnią cel inflacyjny banku centralnego, to prawdopodobieństwo jego realizacji zasadniczo wzrośnie. Jeśli natomiast tak się nie stanie i podmioty ocenią, że inflacja będzie wyższa od tej przewidzianej w prognozie, to osiągnięcie celu inflacyjnego stanie

---

[32] Wprowadzenie bezpośredniego celu inflacyjnego nie wpłynęło znacząco na zmianę instrumentarium polityki pieniężnej. Natomiast najczęściej wykorzystywanym narzędziem (a dokładniej grupą instrumentów) przez bank centralny w strategii BCI, są krótkookresowe stopy procentowe.

[33] Por. rysunek 1 w punkcie 1.

[34] L.E.O. Svensson, *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, Journal of Economics, special issue: „Monetary Policy Rules – A conference organized by Sveriges Riksbank and the institute for International Economic Studies", Stockholm University, vol. 43, no. 3, June 1999, s. 623, 624, 627-630.

[35] Por. z cechami celów pośrednich przedstawionymi w punkcie 2.1.

[36] J.B. Taylor, *Commentary*, w: *New Challenges for Monetary Policy – A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, August 26-28, s. 65-66.

się trudniejsze i będzie wymagało zastosowania restrykcyjnej polityki pieniężnej[37]. Duże znaczenie ma więc tutaj wiarygodność banku centralnego i zaufanie do jego prognoz inflacyjnych. Są to ważne i nieodłączne atrybuty strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, na które bank centralny musi „długo i ciężko pracować" przejrzystą i skuteczną realizacją polityki pieniężnej.

Jednocześnie bank centralny mając dużą swobodę wyboru zmiennych, które może obserwować i kształtować, zobowiązuje się do prowadzenia polityki nakierowanej na założony cel w średnim okresie[38]. Warunkiem koniecznym realizacji tak sformułowanej strategii jest odejście od sztywnego kursu walutowego, a najlepiej wprowadzenie systemu w pełni płynnego kursu. W systemie sztywnego kursu walutowego, o czym była mowa w punkcie 2.1, bank centralny ma „związane ręce" i nie może skutecznie prowadzić strategii bezpośredniej kontroli inflacji[39].

Mimo istnienia różnych możliwych form strategii bezpośredniego celu inflacyjnego można wymienić kilka następujących elementów wspólnych, stanowiących rdzeń BCI[40].

- **Publicznie ogłaszane są liczbowe średniookresowe cele, dotyczące inflacji**[41]. Cele te mogą przyjmować postać wartości punktowych lub pewnego pasma. Oba rozwiązania mają swoje zalety i wady. Przyjęcie pasma o pewnej szerokości sprawia, że osiągnięcie tak zdefiniowanego celu jest znacznie łatwiejsze, co z kolei (w przypadku „trafienia celu") podnosi wiarygodność polityki pieniężnej[42] i samego banku centralnego. Dodatkowo uzyskuje się pewną elastyczność, która pozwala z większą łatwością dostosowywać się do zaburzeń, występujących w gospodarce. Wadą takiego rozwiązania jest to, że w przypadku „przestrzelenia" tak „asekuracyjnie" sformułowanego celu (zarówno w górę, jak i w dół) wiarygodność polityki pieniężnej spadnie znacznie bardziej niż w przypadku nieosiągnięcia celu w postaci punktowej. Alternatywą może więc być cel punktowy.

---

[37] Opisany w tym akapicie mechanizm opisuje rolę tzw. kotwicy nominalnej, którą w strategii BCI pełni cel inflacyjny.

[38] T. Kowalski, *Oczekiwania racjonalne w sensie J.F. Mutha i nowa klasyczna makroekonomia*, w: J. Tarajkowski (red.), *Wokół inflacji. Fetysz czy ograniczenie rozwoju*, AE, Poznań 2002, s. 140.

[39] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System*, s. 128.

[40] J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia Bezpośredniego Celu Inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, Materiały i Studia, z. 118, Warszawa 2001, s. 6.

[41] Zakłada się tu, że stabilność cen jest jedynym celem BCI, co ma swoje uzasadnienie w praktyce gospodarczej. Teoretycznie jednak możliwe jest przyjęcie innych celów. Por. B.S. Bernanke, F.S. Mishkin, *Inflation targeting: A New Framework for Monetary Policy?* NBER Working Paper Series 5893, Cambridge, January 1997, s. 20, 21.

[42] Wiarygodność w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ma ogromne znaczenie. Przyczynia się do obniżenia oczekiwań inflacyjnych, które w strategii BCI odgrywają szczególną rolę, a co za tym idzie, podnosi skuteczność działań z zakresu polityki pieniężnej.

Należy także pamiętać o tym, aby przyjęty cel był „ambitny", a zarazem realny do osiągnięcia, gdyż jego niezrealizowanie może przynieść obniżenie wiarygodności i jednocześnie skuteczności tak prowadzonej polityki.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na kwestię horyzontu celu, który jest bardzo ważny w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Powinien on uwzględniać zarówno opóźnienia zewnętrzne w polityce pieniężnej (przemawiające za przyjęciem dłuższej perspektywy przyjmowania celu), jak i wiarygodność oraz przejrzystość, które z kolei są ujemną funkcją czasu. Przykładowo N. Batini i E. Nelson uważają, że optymalny horyzont powinien być taki, aby „bank centralny, który chce działać optymalnie, nie był zmuszony do natychmiastowej neutralizacji szoków inflacyjnych, ale powinien mieć wystarczającą ilość czasu, aby robić to stopniowo. Staje się to szczególnie istotne, gdy gospodarka dostosowuje się do zaburzeń w sposób ociężały. Horyzont ten powinien zasadniczo zależeć od stopnia ukierunkowania na przyszłość (ang. forward-looking) zachowań w gospodarce"[43]. Na podstawie modeli autorzy wnioskują, że horyzont ten może zawierać się w przedziale 8-19 kwartałów. Najczęściej przyjmuje się jednak, że optymalnym zakresem jest okres między rokiem a czterema latami[44].

- Wymagane jest **instytucjonalne zobowiązanie banku centralnego do traktowania stabilności cen jako podstawowego celu polityki pieniężnej.** Cecha ta wynika z samej istoty strategii BCI, która nakierowana jest na bezpośrednią kontrolę inflacji.
- **Decyzje, dotyczące wykorzystania narzędzi polityki uzależnione są od szerokiego zakresu informacji, odnoszących się do wielu zmiennych**[45], a nie tylko do agregatów pieniężnych czy kursu walutowego, jak to było w strategiach celów pośrednich. Taki sposób prowadzenia polityki pieniężnej wnosi dużą elastyczność do działań banku centralnego. Nie musi on zabiegać o osiągnięcie założonych wartości celu pośredniego oraz szacować, czy cel ten ma wystarczająco duży wpływ na cel finalny. Może natomiast skupić całą swoją uwagę i wszystkie „siły" na bezpośrednią realizacji celu ostatecznego.
- Zakłada się **większą przejrzystość realizowanej strategii poprzez komunikowanie się ze społeczeństwem i rynkami w zakresie zamierzeń, celów oraz decyzji władz monetarnych** oraz **zwiększoną odpowiedzialność** (ang. *accountability*) **niezależnego banku centralnego za realizację przyjętych celów.** Takie

---

[43] N. Batini, E. Nelson, *Optimal Horizons for Inflation Targeting*, Working Paper no. 119, Bank Of England, July 2000, s. 30.

[44] B.S. Bernanke, T. Laubach, F.S. Mishkin, A.S. Posen, *Inflation Targeting. Lessons from International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999, s. 31.

[45] W literaturze takie podejście nazywane jest podejściem wieloparametrycznym (ang. *multi-indicator approach*) i jest także charakterystyczne dla strategii Systemu Rezerwy Federalnej (FED). Por. opis strategii FED w punkcie 2.3.2.

rozwiązania mają na celu zwiększyć wiarygodność działań banku centralnego, a zarazem obniżyć oczekiwania inflacyjne.

Tabela 1. Wybrane cechy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

Cecha	Przesłanka	Teoria
• Dotyczy tylko inflacji	• Krótko- i długookresowa neutralność pieniądza	• Hipoteza oczekiwań adaptacyjnych + długookresowa krzywa Phillipsa (M. Friedman) • Hipoteza racjonalnych oczekiwań (J.F. Muth)
• Nie dotyczy krótkiego okresu	• Zmienność i znaczna długość opóźnień zewnętrznych polityki pieniężnej	• Teoria opóźnień efektów polityki pieniężnej w czasie
	• Możliwość wykorzystania polityki pieniężnej do celów wyborczych	• Teoria wyborczego cyklu koniunkturalnego*
• Prowadzona przez niezależny BC	• Możliwość presji ze strony rządu	• Teoria wyborczego cyklu koniunkturalnego
• Przejrzystość, • Publiczne ogłaszanie celu inflacyjnego • Większa odpowiedzialność banku za realizację celu inflacyjnego	• Stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych	• Teoria wpływu oczekiwań na rzeczywistą stopę inflacji

* Teoria wyborczego cyklu koniunkturalnego, ogólnie mówiąc, zakłada, że rząd w celu ponownego zwycięstwa w wyborach, w końcowej fazie kończącej się kadencji próbuje przy wykorzystaniu instrumentów polityki pieniężnej stymulować koniunkturę. W ten sposób, nie licząc się z długookresowymi skutkami (wzrost cen), wpływa na nastroje potencjalnego elektoratu. Racjonalnym posunięciem, w reakcji na krótkowzroczność rządu, wydaje się oddanie władzy monetarnej niezależnej instytucji (bankowi centralnemu), której kadencja członków nie pokrywa się z kadencją rządu. Szerzej o teorii wyborczego cyklu koniunkturalnego pisze T. Kowalski w: *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego. Implikacje dla polityki gospodarczej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001.

Powyższe cechy wynikają z kilku przesłanek teoretycznych. Pogrupowano je w tabeli 1, w której poszczególnym cechom strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (pierwsza kolumna) przyporządkowane są uzasadniające je przesłanki (druga kolumna) oraz teorie, z których te przesłanki wynikają (trzecia kolumna). Tabela ta obrazuje jak bardzo, mimo pozornie niewielkiej złożoności, skomplikowana jest strategia BCI i jak wielkie znaczenie odgrywają w niej oczekiwania (w szczególności oczekiwania racjonalne), które wydają się kluczowym elementem, warunkującym sprawne jej funkcjonowanie.

Podsumowując rozważania na temat strategii bezpośredniego celu inflacyjnego należy zauważyć, że ma ona wiele zalet, których brakowało poprzednim strategiom[46]. Jest przejrzysta, elastyczna oraz uwzględnia większy stopień racjonalności oczekiwań inflacyjnych, a co za tym idzie, pozwala na minimalizowanie kosztów gospodarczych, wynikających z redukcji inflacji. Jednak najważniejszą jej zaletą jest skuteczność w obniżaniu inflacji, co przesądziło o tym, że znalazła szerokie zastosowanie na całym świecie. Z powodzeniem stosują ją zarówno kraje rozwinięte, jak i wschodzące[47]. Wśród nich można wyróżnić m.in. takie kraje jak: Wielka Brytania, Szwecja oraz Izrael, Chile, a także Polska od 1998 roku[48].

2.3. Strategie mieszane

W punktach 2.1 i 2.2 zostały przedstawione tradycyjne typy strategii polityki pieniężnej. W praktyce jednak strategie często nie funkcjonują w tak „czystej" postaci, a w skrajnych przypadkach powstają typy eklektyczne, łączące elementy więcej niż jednej strategii tradycyjnej[49]. Do takich przypadków w literaturze zalicza się m.in. strategię Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz strategię FED, które w tym miejscu zostaną pokrótce przedstawione.

2.3.1. Strategia Europejskiego Banku Centralnego

Geneza eklektycznego charakteru strategii EBC wynika z tego, że w następstwie dyskusji nad kształtem polityki pieniężnej przyszłej Unii Gospodarczej i Walutowej (jeszcze przed jej utworzeniem) sformułowano pogląd, iż najlepiej byłoby, gdyby odzwierciedlała strategię najbardziej wiarygodnego banku centralnego kraju wchodzącego do Unii. Za taki bank powszechnie uważano niemiecki Bundesbank, realizujący strategię kontroli podaży pieniądza. Jednocześnie dużą skutecznością i coraz większą popularnością cieszyła się już strategia BCI. W ten sposób powstał dylemat, który z tych typów strategii wybrać. Badania ekspertów Europejskiego

---

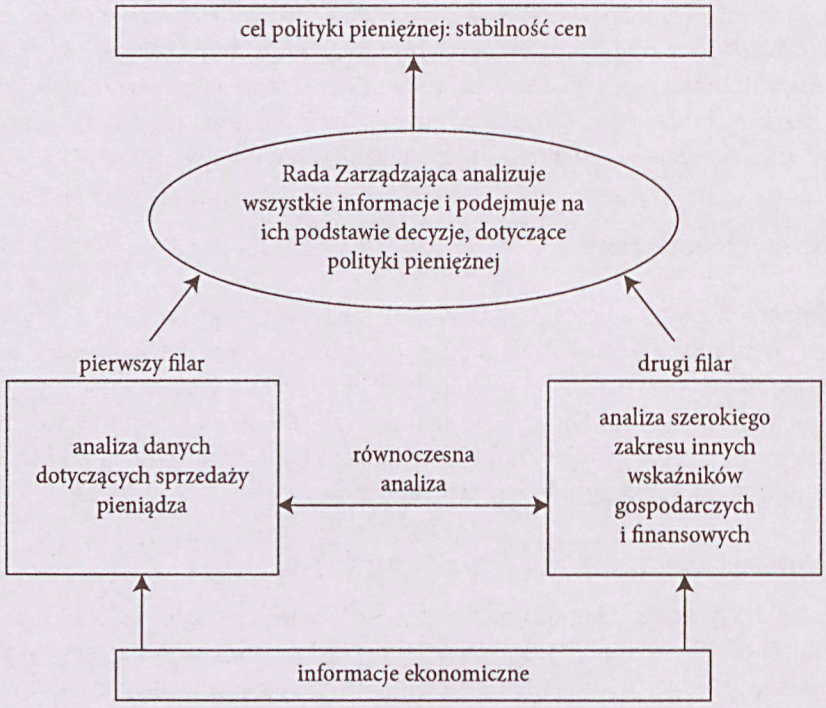
[46] Por. *Raport o inflacji 1998*, NBP, Warszawa, czerwiec 1999, s. 88.

[47] O różnicach strategii BCI w obu grupach krajów można przeczytać m.in. w: A. Schaechter, M.R. Stone, M. Zelmer, *Practical Issues in the Adoption of Inflation Targrting by Emerging Market Countries*, International Monetary Fund, Washington DC, August 30, 2000.

[48] Mimo że strategia BCI została formalnie zapisana w dokumencie NBP *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, to praktyczna jej realizacja rozpoczęła się od początku 1999 roku. Zob. *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, NBP, Warszawa, wrzesień 1998.

[49] Nie jest to zjawisko marginalne o czym świadczą badania przeprowadzone pod koniec lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku przez Bank Anglii. Wykazały one, że wśród 94 ankietowanych banków centralnych blisko połowa ogłaszała publicznie więcej niż jeden cel z listy: kurs walutowy, podaż pieniądza, inflacja, co wskazywałoby, że miały one do czynienia ze strategiami w „nieczystej" formie. R. Kokoszczyński, *Współczesna*, s. 86, 87.

Instytutu Walutowego (poprzednika EBC) wykazały, że możliwe jest zastosowanie kombinacji obu wariantów. Postanowiono, że strategia EBC będzie opierać się na dwóch filarach, odzwierciedlających oba typy strategii (rysunek 2).



Rys. 2. Schemat strategii Europejskiego Banku Centralnego

Źródło: „ECB Monthly Bulletin" December 2000, ECB, Frankfurt am Main, s. 39, za: J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia*, s. 42

Pierwszy filar jest adekwatny do strategii KPP i sprowadza się do prowadzenia analiz podaży pieniądza, która według EBC nie stanowi jednak celu monetarnego[50]. W praktyce EBC przyjmuje i ogłasza tzw. wartość referencyjną dla tempa wzrostu agregatu M3, który stanowi w strategii podstawowy miernik podaży pieniądza. Drugi filar, będący odzwierciedleniem strategii BCI, polega na analizie wszelkich danych makroekonomicznych, które mogą mieć wpływ na osiągnięcie stabilności cen. Oba filary są poddawane równoczesnej analizie i na tej podstawie podejmowane są odpowiednie działania w celu osiągnięcia w średnim okresie stabilności cen wyrażonej w tym przypadku w postaci pasma 0-2%[51]. Można za-

[50] *The Monetary Policy of the European Central Bank*, ECB, Frenkfurt am Main 2001, s. 47.

[51] Szczegółowy opis polityki pieniężnej EBC można znaleźć na przykład w: K. Szeląg, *Strategia polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, Materiały i Studia, Narodowy

uważyć, że sformułowana w ten sposób strategia jest niemal identyczna ze strategią BCI w „czystej" postaci, a jedyną zasadniczą różnicą jest wyróżnienie wśród wszystkich rozważanych przez EBC zmiennych ekonomicznych roli podaży pieniądza, która i tak w oczach wielu autorów jest podważana[52].

2.3.2. „Just do it" – dyskrecjonalna strategia Systemu Rezerwy Federalnej

Inny przykład strategii mieszanej stanowi polityka pieniężna, prowadzona przez System Rezerwy Federalnej (FED) w Stanach Zjednoczonych, często określana mianem „Just do it". Od 1993 roku ma ona charakter w pełni dyskrecjonalny, tzn. nie opiera się na żadnej podanej do publicznej wiadomości zasadzie, nie jest ogłaszana także pożądana wartość celu (a ściśle ujmując – celów) finalnego[53]. Podobnie jak w przypadku BCI strategia ta reprezentuje podejście wieloparametryczne, polegające na obserwacji wielu wskaźników makroekonomicznych, które mogą wpływać na cel finalny.

Celem finalnym jednak nie jest wyłącznie stabilność cen, ale także stabilizacja koniunktury i zatrudnienia. Potencjalny konflikt między tak sformułowanymi celami, FED rozwiązuje w ten sposób, że po prostu w sytuacji niskiej inflacji skupia swoją uwagę na stabilizacji koniunktury, z kolei w warunkach wysokiej inflacji koncentruje się na stabilności cen (=> podejście oportunistyczne). Natomiast podstawowy instrument, jakim posługuje się FED, tzn. krótkookresowa stopa procentowa, dostosowywany jest zgodnie z regułą Taylora do odchyleń celów finalnych (inflacji i PKB) od ich wartości docelowych (wzór (3))[54].

$$i_t = r^* + \Pi_t + 0{,}5(\Pi_t - \Pi^*) + 0{,}5y_t, \tag{3}$$

gdzie:

- i_t – nominalna stopa funduszy federalnych,
- r^* – realna stopa procentowa odpowiadająca stanowi pełnego zatrudnienia,
- Π_t – średnia stopa inflacji w ciągu minionych czterech kwartałów,
- Π^* – docelowa stopa inflacji,
- y_t – procentowe odchylenie PKB (Y) od jego poziomu odpowiadającemu stanowi pełnego zatrudnienia (Y^*) (tzw. luka produkcyjna). Wyrażone jest ono wzorem (4):

$$y_t = \frac{Y - Y^*}{Y} \cdot 100\%. \tag{4}$$

Bank Polski, Warszawa, czerwiec 2003, oraz K. Masuch, C. Brand, *The ECB's Monetary Policy and its Relation to Fiscal Policy*, Bank i Kredyt, NBP 2002, nr 11-12, s. 236-244.

[52] J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia*, s. 43, 44.

[53] Jest to główna cecha różniąca strategię „just do it" od strategii BCI.

[54] Wzór zaczerpnięty z: L.E.O. Svensson, *Inflation*, s. 614.

Zgodnie z powyższą regułą, gdy inflacja przewyższa cel inflacyjny lub też gdy produkcja kształtuje się powyżej poziomu potencjalnego, stopa funduszy federalnych powinna być utrzymywana na relatywnie wysokim poziomie. Odpowiednio w sytuacji przeciwnej stopa powinna być relatywnie niska.

Teoretycznie, wobec tak sformułowanej strategii, można przedstawić kilka zarzutów. Po pierwsze, jest mało przejrzysta. Po drugie, brak „kotwicy nominalnej" w postaci docelowego, publicznie ogłaszanego poziomu cen sprawia, że może być narażona na naciski polityczne, a wybór między celami finalnymi (nadanie im różnych wag) może być uzależniony od nastawienia osób, które w danym momencie decydują o kształcie polityki pieniężnej (=> personalizacja)[55]. Takie zagrożenia potencjalnie mogą spowodować spadek jej wiarygodności, a zarazem wzrost oczekiwań inflacyjnych. Doświadczenie jednak pokazuje, że mają one tylko charakter teoretyczny. FED prowadzi politykę w wysokim stopniu wiarygodną i cieszącą się dużym zaufaniem społecznym, za którym przemawia, może nie sama teoria, ale sprawdzona empirycznie skuteczność.

2.3.3. Strategia polityki pieniężnej w Polsce w latach 1990-1998

Ostatnim przykładem strategii eklektycznej, który zostanie omówiony w tym opracowaniu, jest polityka pieniężna w Polsce w latach 1990-1998. Choć formalnie była ona oparta na strategii kontroli podaży pieniądza, to w rzeczywistości miała charakter złożony. W tym okresie Narodowy Bank Polski wyznaczał cel pośredni w postaci oczekiwanego przyrostu podaży pieniądza mierzonej agregatem M2, a jednocześnie starał się kontrolować kurs walutowy (por. tabela 2). Należy zwrócić uwagę na pewną tendencję, występującą w tym okresie, a mianowicie zanikanie początkowej dominacji KKW na rzecz KPP. Za stwierdzeniem tym przemawiają następujące fakty i zdarzenia.

W styczniu 1990 roku nastąpiło całkowite usztywnienie[56] złotego w stosunku do dolara amerykańskiego, a w maju 1991 roku w stosunku do koszyka pięciu walut. Była to więc sytuacja znacznej dominacji strategii kontroli kursu walutowego nad kontrolą podaży pieniądza. Jednak już w październiku 1991 roku nastąpiło pewne poluzowanie kontroli kursu walutowego w postaci wprowadzenia mechanizmu pełzającej dewaluacji. Zostało ono pogłębione w maju 1995 roku, kiedy to wprowadzono system pełzającego pasma z możliwością wahań kursu ±7% w stosunku do przyjętego pełzającego parytetu, a od lutego 1998 roku ±10%. Pozwoliło to władzom monetarnym na sprawniejszą realizację drugiego celu pośredniego, a mianowicie

---

[55] Por. zjawisko wyborczego cyklu koniunkturalnego – tabela 1, a szerzej T. Kowalski, w: *Proces*.

[56] Przez całkowite usztywnienie waluty rozumiemy związanie jej z inną walutą (odniesienia) lub koszykiem walut według określonego parytetu bez określania tempa dewaluacji oraz pasma wahań.

kontroli podaży pieniądza. Dodatkowo w 1996 roku zaczęto realizować strategię kontroli podaży pieniądza, opartą na klasycznej triadzie celów, w której rolę celu operacyjnego pełnił pieniądz rezerwowy. Fakt ten sprawił, że w 1997 roku mieliśmy już w Polsce do czynienia z wyraźną dominacją strategii kontroli podaży pieniądza.

Tabela 2. Polityka monetarna w Polsce w latach 1990-1998

Lata	Cel ostateczny	Cel pośredni	Cel operacyjny	Główne instrumenty
1990-1992	kontrola (obniżanie) inflacji	sztywny kurs walutowy / dewaluacja pełzająca (*crawling peg*) + podaż pieniądza	----------	instrumenty administracyjnego oddziaływania, stopa rezerw obowiązkowych, stopy procentowe
1993	kontrola (obniżanie) inflacji	podaż pieniądza + dewaluacja pełzająca	jednodniowe stopy T/N (*tom next*)	operacje otwartego rynku, stopy procentowe
1994	kontrola (obniżanie) inflacji	podaż pieniądza + dewaluacja pełzająca	jednodniowe stopy T/N (*tom next*)	operacje otwartego rynku, stopy procentowe
1995	kontrola (obniżanie) inflacji	podaż pieniądza + pełzające pasmo (*crawling band*)	jednodniowe stopy T/N (*tom next*)	operacje otwartego rynku, stopy procentowe
1996	kontrola (obniżanie) inflacji	podaż pieniądza + pełzające pasmo	pieniądz rezerwowy	operacje otwartego rynku, stopy procentowe
1997	kontrola (obniżanie) inflacji	podaż pieniądza + pełzające pasmo	pieniądz rezerwowy	operacje otwartego rynku, stopy procentowe, stopa rezerw obowiązkowych

Źródło: A. Urbańska, *Polityka*, s. 23.

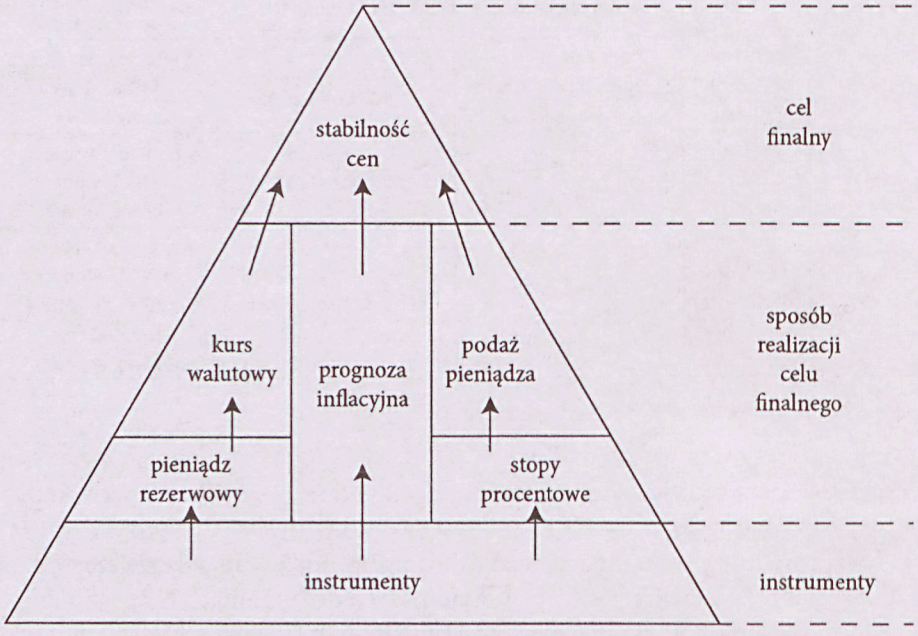
W takich okolicznościach niemożliwe jest skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej, o czym przekonał się NBP i w konsekwencji w 1998 roku wprowadził strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Obowiązuje ona do dnia dzisiejszego, a jej kształt został przedstawiony w dwóch zasadniczych dokumentach NBP: „Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003" oraz „Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku". Jej datą końcową będzie wstąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), które wymusi wprowadzenie strategii EBC[57].

[57] Kwestią nie do końca przejrzystą jest strategia polityki pieniężnej w Polsce jeszcze przed przystąpieniem do UGW, a w szczególności w dwuletnim okresie ERM2. Zob. P. Błaszczyk,

Zakończenie

W opracowaniu podjęto próbę usystematyzowania wiedzy, dotyczącej strategii polityki pieniężnej. Poszczególne typy strategii zostały przedstawione na tle sformułowanej definicji. Dzięki temu można w łatwy i przejrzysty sposób porównać różne typy strategii polityki pieniężnej oraz dostrzec różnice występujące między nimi. Najogólniej mówiąc, dystynkcje te polegają na różnym sposobie realizacji założonych celów przy odpowiednio dobranych instrumentach. To ten sposób będzie wskazywać, z jakim typem strategii mamy do czynienia. Kompleksowe zestawienie różnych strategii (przedstawionych w opracowaniu) na tle definicji strategii polityki pieniężnej zawiera rysunek 3.

Lewa jego część obrazuje strategię kontroli kursu walutowego, środkowa – strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, a prawa kontroli podaży pieniądza. Oprócz nich funkcjonują także strategie eklektyczne, łączące elementy strategii tradycyjnych. Przykładowo na rysunku 3 strategia Europejskiego Banku Centralnego obejmowałaby środkową oraz prawą jego część.



Rys. 3. Współczesne strategie polityki pieniężnej

Ewolucja strategii polityki pieniężnej na drodze do strefy euro, w: *Transformacja polskiej gospodarki, ocena kierunków i dynamiki zmian strukturalnych*, red. H. Ćwikliński, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2005, s. 128-140.

Dużo miejsca w opracowaniu poświęcono strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, której znaczenie od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku ciągle wzrasta. W przekonaniu autora jest ona najlepszym sposobem realizacji celu w postaci stabilności cen. Alternatywę mogą stanowić przede wszystkim strategie eklektyczne FED i EBC. O wyższości jednak jakiejkolwiek z przedstawionych w opracowaniu strategii nie powinny decydować względy wyłącznie teoretyczne, ale także praktyczna skuteczność poszczególnych rozwiązań.

Bibliografia

Acocella, N., *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Batini, N., Nelson, E., *Optimal Horizons for Inflation Targeting*, Working Paper no. 119, Bank of England, July 2000.

Berg, C., Jonung, L., *Pioneering Price Level Targeting: the Sweedish Experience 1931-1937*, Journal of Economics, special issue: „Monetary Policy Rules – A conference organized by Sveriges Riksbank and the institute for International Economic Studies", Stockholm University, vol. 43, 1999, no. 3.

Bernanke, B.S., Mishkin, F.S., *Inflation targeting: A New Framework for Monetary Policy?* NBER Working Paper Series 5893, Cambridge, January 1997.

Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S., Posen, A.S., *Inflation Targeting. Lessons from International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999.

Błaszczyk, P., *Ewolucja strategii polityki pieniężnej na drodze do strefy euro*, w: *Transformacja polskiej gospodarki*, ocena kierunków i dynamiki zmian strukturalnych, red. H. Ćwikliński, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2005.

Drop, J., Wojtyna, A., *Strategia Bezpośredniego Celu Inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, Materiały i Studia, z. 118, Warszawa 2001.

Duwendag, D., Ketterer, K-H., Kosters, W., Pohl, R., Simmert, D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1996.

European Central Bank Monthly Bulletin, January 1999.

von Ghyczy, T., von Oetinger, B., Bassford, C., *Clausewitz o strategii*, PWE, Warszawa 2002.

Kokoszczyński, R., *Strategie polityki pieniężnej – kryteria i sposoby wyboru*, Bank i Kredyt 1998, nr 6.

Kokoszczyński, R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004.

Kokoszczyński, R., Stopyra, J., *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, Bank i Kredyt 1996, nr 6.

Kowalski, T., *Ekonomiczne i instytucjonalne aspekty Ustawy o Narodowym Banku Polskim i Prawa bankowego z 29 sierpnia 1997 r.*, Bank i Kredyt, grudzień 1997.

Kowalski, T., *Oczekiwania racjonalne w sensie J.F. Mutha i nowa klasyczna makroekonomia*, w: *Wokół inflacji. Fetysz czy ograniczenie rozwoju*, red. J. Tarajkowski, AE, Poznań 2002.

Kowalski, T., *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego. Implikacje dla polityki gospodarczej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001.

Krugman, P.R., Obstfeld, M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Masuch, K., Brand, C., *The ECB's Monetary Policy and its Relation to Fiscal Policy*, Bank i Kredyt, NBP, 2002 nr 11-12.

Mishkin, F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

The Monetary Policy of the European Central Bank, ECB, Frenkfurt am Main 2001.

Pietrzak, B., Polański Z., *System finansowy w Polsce – lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

Pietrzak, B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), *Polityka pieniężna: cele, strategie i instrumenty*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2002.

Raport o inflacji 1998, NBP, Warszawa, czerwiec 1999.

Schaal, P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996,

Schaechter, A., Stone, M.R., Zelmer, M., *Practical Issues in the Adoption of Inflation Targrting by Emerging Market Countries*, International Monetary Fund, Washington DC, August 30, 2000.

Stiglitz, J.E., *Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland*, Central Bank of Iceland, Economic Department, Working Papers no. 15, November 2001.

Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku, NBP, Warszawa, luty 2003.

Svensson, L.E.O., *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, Journal of Economics, special issue: Monetary Policy Rules – A conference organized by Sveriges Riksbank and the institute for International Economic Studies, Stockholm University, vol. 43, 1999, no. 3.

Szpunar, P., *Polityka pieniężna: cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.

Szpunar, P., *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, Bank i Kredyt, lipiec-sierpień 2000.

Szeląg, K., *Strategia polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, Materiały i Studia, NBP, Warszawa, czerwiec 2003.

Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003, NBP, Warszawa, wrzesień 1998.

Taylor, J.B., *Commentary*, w: *New Challenges for Monetary Policy – A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, August 26-28.

Urbańska, A., *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, Materiały i Studia NBP nr 148, Warszawa, październik 2002.

Why price stability? First ECB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany.

DEFINITION AND TYPES OF MONETARY POLICY STRATEGIES

Summary

Along with evolution of economic though, especially of inflationary expectations (towards theory of rational expectations) appeared view, that transparency is important condition of monetary policy effectiveness. One of the main determinants of transparency is monetary policy strategy, that constitutes functional framework for policy-makers.
The main purpose of article entitled: Definition and types of monetary policy strategies is to systematize knowledge about monetary policy strategy. It is realized in two consecutive parts. In first, definition of monetary policy strategy is presented and constitutes background for types of monetary strategies in second part.
This approach allows to distinguish and compare different monetary policy strategies in a simple and transparent way. Generally this distinctions are determined by the type of connection between selected goal (eventually goals) and appropriate tools.