

GRAŻYNA ANCYPAROWICZ

grazyna.ancyparowicz@nbp.pl

*Wybrane aspekty strategii celu inflacyjnego w teorii i praktyce
banków centralnych*

Chosen Aspects of the Inflation Target Strategy in Theory and Practice of Central Banks

Słowa kluczowe: bank centralny; strategia monetarna; inflacja; cel inflacyjny; pieniądz; waluta

Keywords: central bank; monetary strategy; inflation; inflation target; money; currency

Kod JEL: E52

Wstęp

„Nie można gospodarki napełnić, jak gąbki, pieniądzem. Trzeba mozolnie budować zaufanie do pieniądza. Nikt nie przegrał na mocnym pieniądzu, zawsze przegrywa się na inflacji” – powiedział w jednym z wywiadów L. Balcerowicz [*Słynne cytaty*]. Myśl wyrażoną w tym sugestywnym cytacie można potraktować jako generalne zalecenie polityki monetarnej, które jednak nie ma mocy absolutnej. W konkretnych przypadkach należy bowiem uwzględnić również inne okoliczności określające sytuację społeczną i gospodarczą, a także istniejące i potencjalne zagrożenia stabilności makroekonomicznej, w szczególności stopień zagrożenia inflacyjnego (lub deflacyjnego) oraz skuteczność instrumentów kontrolowania tych procesów. Inflacja jest procesem sekularnym, nie można jej zatem na trwałe wyeliminować, ale można i należy kontrolować jej poziom i tempo zmian. Wysoka zmienność inflacji zwiększa awersję do ryzyka [Friedman, 1977, s. 451–472; Fischer, Modigliani, 1978, s. 810–833], a w konsekwencji powoduje zwiększenie premii terminowej i wzrost

długoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym. Implikuje to wzrost kosztów pieniądza, co z kolei hamuje tempo inwestycji i spowalnia dynamikę wzrostu gospodarczego [Doepke, Schneider, 2006, s. 1069–1097]. Chodzi więc o to, aby stworzyć metody diagnostyczne oraz instrumenty efektywnej kontroli tempa zmian cen, pozwalające utrzymywać inflację (lub deflację) na optymalnym poziomie.

W epoce pieniądza fiducyjnego tempo zmian cen jest zazwyczaj wypadkową polityki monetarnej, fiskalnej, strukturalnej i społecznej, jednakże odpowiedzialność za utrzymanie siły nabywczej waluty spoczywa przede wszystkim na jej emitencie – banku centralnym. W niniejszym opracowaniu omówiono przesłanki i uwarunkowania, jakimi kierują się banki centralne, podejmując decyzje o wykorzystaniu kanału stopy procentowej do realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

1. Podstawy prawne autonomii ESBC w zakresie polityki monetarnej i ich wdrożenie w Polsce

W warunkach demokracji parlamentarnej, gdy rywalizujące ze sobą ugrupowania zabiegają o poparcie elektoratu, składając kosztowne obietnice, „rząd zawsze chciałby mieć niskie stopy procentowe, bo rząd nie odpowiada za inflację, a bank centralny przeciwnie – odpowiada” [cyt. za: Przybylska-Kapuścińska, 2007, s. 373]. Tę sprzeczność interesów dostrzegli architekci europejskiej unii walutowej, nakładając na kraje członkowskie obowiązek spełnienia norm konwergencji nominalnej i prawnej. Konwergencja nominalna polega na wypełnieniu wymogów ilościowych¹, natomiast konwergencja prawna dotyczy pozycji banku centralnego jako autonomicznej władzy monetarnej. Banki centralne krajów Unii Europejskiej mają przy tym obowiązek harmonizacji ich własnych celów z celami Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz integracji z Eurosystemem; w szczególności są one zobligowane do utrzymywania relatywnie stabilnej siły nabywczej emitowanego przez nie pieniądza. Misja ta wymaga m.in. systematycznej obserwacji indeksów cen na rynku towarów i usług konsumpcyjnych² oraz badania, w jakim stopniu na dynamikę

¹ Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych nie może przekroczyć 60% PKB, zaś strukturalny deficyt tego sektora nie może być wyższy niż 3% PKB; średnia stopa inflacji nie może być wyższa o więcej niż 1,5 p.p. od średniej wartości tego indeksu w trzech krajach o najbardziej stabilnym poziomie cen; średnia długoterminowa stopa procentowa obligacji skarbowych nie może być wyższa o więcej niż 2 p.p. od średniej z analogicznych stóp procentowych w trzech państwach członkowskich o najbardziej stabilnych cenach; kurs waluty narodowej powinien oscylować wokół parytetu centralnego z dopuszczalnym odchyleniem +/- 15%. Ten ostatni wymóg dotyczy wyłącznie krajów aspirujących do unii walutowej, uczestniczących w ERM II.

² Do pomiaru inflacji w Unii Europejskiej stosuje się *Harmonised Index of Consumer Prices* (HICP), jednakże Narodowy Bank Polski wykorzystuje do celów polityki pieniężnej *Consumer Price Index* (CPI), obliczany przez Główny Urząd Statystyczny według nieco innej metodologii niż europejski wskaźnik zharmonizowany oraz wskaźniki tzw. inflacji bazowej.

cen wpływa polityka monetarna, a w jakim czynniki egzogeniczne, niezależne od sytuacji na rynku pieniężnym.

Postanowienia szczegółowe dotyczące pozycji narodowych banków centralnych wobec organów administracji państwa zawiera Protokół w sprawie statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z tym dokumentem polityka monetarna ESBC jest nakierowana na utrzymanie stabilności cen, przy czym „bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze we Wspólnocie [...] w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów”. Tak zdefiniowana misja banków centralnych wymaga zapewnienia im pełnej niezależności, toteż:

[...] przy wykonywaniu uprawnień oraz zadań i obowiązków, które zostały im powierzone, ani EBC, ani krajowy bank centralny, ani członek któregośkolwiek z ich organów decyzyjnych, nie zwracają się o instrukcje ani ich nie przyjmują od instytucji czy organów wspólnotowych, rządów Państw Członkowskich ani jakiegokolwiek innego organu. Instytucje i organy wspólnotowe oraz rządy Państw Członkowskich zobowiązują się respektować tę zasadę i nie dążyć do wywierania wpływu na członków organów decyzyjnych EBC lub krajowych banków centralnych przy wykonywaniu ich zadań.

Kryterium konwergencji prawnej z wymogami traktatowymi dotyczącymi ESBC Polska wypełniła, przyjmując w kwietniu 1997 r. konstytucję gwarantującą niezależność polskiego banku centralnego i uchwalając w sierpniu tego samego roku nową ustawę o Narodowym Banku Polskim. Zabiegając o pełną zewnętrzną wymienialność polskiego złotego, w stanowisku negocjacyjnym w obszarze swoboda świadczenia usług Polska zadeklarowała, że dyrektywy Unii Europejskiej dotyczące instrumentarium polityki pieniężnej będą implementowane do końca 2002 r. Zobowiązanie to zrealizowano w drodze kolejnych nowelizacji ustawy – Prawo bankowe i wprowadzenia ustaw dotyczących takich aspektów funkcjonowania systemu bankowego, jak: nadzór skonsolidowany, wymogi adekwatności kapitałowej, bezpieczeństwo depozytów, stabilność sektora finansowego. Instytucjami odpowiedzialnymi za harmonizację prawa z zakresu bankowości ustanowiono wówczas Ministerstwo Finansów jako instytucję wiodącą w zakresie nadzoru regulacyjnego oraz Narodowy Bank Polski w zakresie nadzoru monetarnego. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Bankowy Fundusz Gwarancyjny i Komisja Nadzoru Finansowego (odpowiedzialna za nadzór ostrożnościowy) mają status podmiotów współorganizujących rynek finansowy [Drop, Czeszek (red.), 2000, s. 45]. Za wczesne wykrywanie zagrożeń i harmonijne funkcjonowanie rynków finansowych odpowiada (od 2008 r.) Komitet Stabilności Finansowej³.

³ Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym poszerzyła kompetencje tej instytucji. Reprezentowane są tam cztery główne ogniwa sieci bezpieczeństwa finansowego: Narodowy Bank Polski, Komisja

2. Typologia strategii polityki monetarnej

Cel polityki pieniężnej to oczekiwany stan, do którego dąży bank centralny, stosując instrumenty polityki pieniężnej zgodnie z przyjętą strategią. Wyróżnia się cele finalne, pośrednie i operacyjne. Cel finalny (główny i nadrzędny) to odpowiednio zdefiniowany cel ogólny wynikający z realizacji polityki gospodarczej danego kraju, np. utrzymanie stabilnego poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to realizacji tego celu. Cel pośredni sprowadza się do wyznaczenia określonej kategorii ekonomicznej, która pozostaje w stabilnej relacji z celem finalnym – zazwyczaj chodzi o pomiar siły nabywczej waluty emitowanej przez dany bank centralny⁴. Cele operacyjne zależą od celu finalnego i powinny wpływać na cel pośredni przez utrzymywanie ceny pieniądza na rynku międzybankowym na poziomie referencyjnym⁵.

Stopień realizacji tych celów budzi wiele emocji wśród inwestorów i analityków finansowych, dlatego po każdym posiedzeniu decyzyjnym organ banku centralnego odpowiedzialny za politykę pieniężną podaje wysokość podstawowych stóp procentowych, informuje o swoim nastawieniu, wskazując również na okoliczności wpływające na to nastawienie. Zakres informacji zawartej w komunikacie nie wynika z prawa, lecz z dobrych praktyk. Jest on uwarunkowany realizowaną strategią polityki pieniężnej (w tym przede wszystkim reżimem kursowym) oraz – związanym z założoną strategią – systemem operacyjnym polityki pieniężnej [Blinder, 2009]. Treść i forma komunikatów banku centralnego dotyczących instrumentów polityki pieniężnej różni się w poszczególnych krajach [więcej: Grostal i in., 2016].

Polityka pieniężna jest realizowana w ramach jednej z pięciu teoretycznie możliwych strategii banku centralnego: stabilizowania nominalnego PKB, kontroli podaży pieniądza, stabilizowania poziomu cen, celu inflacyjnego, stabilizowania kursu walutowego. Każda z tych strategii ma zarówno zalety, jak i wady.

Najlepsza – z punktu widzenia potrzeb całej gospodarki – byłaby strategia gwarantująca stabilność kursu i siły nabywczej walut możliwie najmniejszym kosztem, tzn. przy minimalnym hamowaniu popytu, prowadząca do wzrostu inwestycji, produkcji i zatrudnienia⁶. Byłaby to strategia podtrzymywania nominalnej stopy wzrostu

Nadzoru Finansowego, Ministerstwo Finansów oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Pracom w zakresie nadzoru makroostrożnościowego przewodniczy Prezes NBP, a obsługę Komitetu zapewnia NBP; pracom w zakresie zarządzania kryzysowego przewodniczy Minister Finansów, a obsługę Komitetu zapewnia Ministerstwo Finansów.

⁴ NBP stosuje do pomiaru inflacji wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz wskaźniki inflacji bazowej.

⁵ W Polsce celem operacyjnym była dawniej sytuacja na rynku międzybankowym mierzona WIBOR, a od 2008 r. obowiązuje stawka Polonia.

⁶ W przypadku silnego szoku inflacyjnego brak możliwości obniżenia płac nominalnych w gospodarce zwiększa bezrobocie, podczas gdy sztywność płac przy niewielkim wzroście inflacji (np. o 1 p.p.) odbija się negatywnie na dochodach pracowników w tej samej, stosunkowo niewielkiej, skali [Bauer i in., 2007, s. 508–529].

produktu krajowego brutto na z góry określonym poziomie i dostosowywania do niej podaży pieniądza na rynek międzybankowy. Nie ma ona jednak praktycznego zastosowania, ponieważ informacje dotyczące dynamiki i struktury PKB docierają z opóźnieniem co najmniej kwartalnym i często podlegają rewizjom, co uniemożliwia podjęcie działań prewencyjnych z odpowiednim wyprzedzeniem. Ponadto siła oddziaływania na koniunkturę instrumentów polityki monetarnej zmniejszyła się w warunkach współczesnych. W szczególności, gdy okazało się, że nie można skutecznie wpływać na dynamikę cen przez emisję i poziom oprocentowania bonów skarbowych [Stiglitz, 2016, s. 8–20], pojawiły się niestandardowe instrumenty interwencji banku centralnego⁷. Jednakże ich skuteczność jest ograniczona ze względu na szybko pogłębiającą się alienację rynków kapitałowych i rozprzestrzenianie się złożonych instrumentów finansowych nowych generacji. Teoretycznie rzecz biorąc, bank centralny nadal ma wpływ na ceny towarów i usług przez kanał stopy procentowej i kursu waluty, lecz instrumenty te nie mogą być celem – są one tylko środkiem dochodzenia do celu, a ponadto działają z opóźnieniem kilku, a nawet kilkunastu miesięcy, więc strategia ta nie zapewnia realizacji misji banku centralnego.

W tych okolicznościach stosunkowo najbezpieczniejsza i najbardziej efektywna wydaje się strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, zastosowana po raz pierwszy na początku lat 30. XX w., kiedy bank centralny Szwecji zobowiązał się do utrzymania cen na określonym przez siebie poziomie. O tym precedensowym wydarzeniu przypomniano sobie 50 lat później, gdy banki centralne, które dążyły w polityce monetarnej do tradycyjnej triady celów, zrozumiały, że nie jest to wykonalne w warunkach pogłębiającej się alienacji rynków finansowych względem realnej sfery gospodarki. Ponieważ okazało się, że związek między kreacją pieniądza bankowego a wielkością inflacji stawał się coraz słabszy i trudniejszy do statystycznej obserwacji, postanowiono skoncentrować uwagę na dynamice cen.

Numeryczne ujęcie celu inflacyjnego w polityce pieniężnej banku centralnego zależy nie tylko od faktycznej wysokości wskaźnika i tempa inflacji, ale także od poziomu rozwoju gospodarki i szybkości jej wzrostu. Tok rozumowania jest następujący: wysoki poziom dobrobytu prowadzi do nasycenia potrzeb konsumentów, a tym samym hamuje presję popytową gospodarstw domowych, co z kolei powinno wpływać hamująco na dynamikę cen⁸. W nawiązaniu do powyższego mechanizmu kontroli popytu krajowego w 1990 r. bank centralny Nowej Zelandii ogłosił, że zamierza prowadzić politykę pieniężną zorientowaną na uzyskanie (w określonej

⁷ W szczególności chodzi tu o ujemne stopy referencyjne banku centralnego, luzowanie ilościowe (*Quantitative Easing* – QE) oraz skup obligacji korporacyjnych (*Corporate Sector Purchase Programme*).

⁸ Badania empiryczne [Davis, Kanago, 1966, s. 163–175; Grier, Perry, 2000, s. 45–58; Elder, 2004, s. 911–928; Nakamura, Steinsson, 2008, s. 1415–1464; Davis, 2014; Ball, 2014, s. 14–92] dowiodły, że żywiołowa (niekontrolowana) inflacja prowadzi do nieuzasadnionej redystrybucji dochodów, zwiększa niepewność inwestorów, a tym samym ogranicza popyt krajowy i aktywność gospodarczą. Natomiast umiarkowana i stabilna inflacja tworzy w średniej i długiej perspektywie czasowej korzystne warunki dla zrównoważonego rozwoju gospodarki.

perspektywie czasowej) wyznaczonej *a priori* stopy inflacji. W następnym roku podobną deklarację złożyły banki centralne w Chile, Kanadzie oraz Izraelu, a następnie w Szwecji i Finlandii (1993), Hiszpanii i Australii (1994), Czechach (1998), Brazylii i Meksyku (1999), Republice Południowej Afryki (2000), Norwegii (2001) i Polsce (2004). Do końca 2016 r. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) przyjęło około 20% banków centralnych państw członkowskich Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

3. Bezpośredni cel inflacyjny w strategii polityki pieniężnej a inflacja bazowa

Ważną wskazówką w procesie podejmowania decyzji dotyczących wyboru instrumentów polityki pieniężnej jest inflacja bazowa. Umożliwia ona wyeliminowanie niemonetarnych czynników generujących zmiany wskaźnika cen konsumpcyjnych. Indeksy inflacji bazowej tworzy się, oczyszczając inflację rejestrowaną od wpływu presji popytowej, skutków zmian w systemie podatkowym i innych zdarzeń. Najbardziej popularna metoda obliczania inflacji bazowej polega na wyłączeniu z koszyka towarów i usług konsumpcyjnych surowców energetycznych i żywności⁹ oraz innych wystandaryzowanych produktów, których ceny charakteryzują się wysoką zmiennością¹⁰, a także tych usług i świadczeń, na które wywierają istotny wpływ decyzje administracyjne¹¹. W zależności od warunków makroekonomicznych i charakteru szoków, poszczególne miary inflacji bazowej mogą z różną precyzją przybliżać faktyczny trend wzrostu ogólnego poziomu cen.

⁹ Ceny surowców energetycznych i wielu produktów żywnościowych mogą znacznie zmieniać się w zależności od relacji podaży do popytu; wahania cen tych produktów wynikają z sezonowości, kwestii technicznych bądź (nierzadko) działań spekulacyjnych w skali globalnej oraz przesłanek czysto politycznych.

¹⁰ W Polsce wyznaczenie koszyka cen najbardziej zmiennych następuje metodą empiryczną, a koszyk jest weryfikowany na początku każdego roku przy uwzględnieniu danych, które napłynęły w poprzednim roku. Do koszyka cen najbardziej zmiennych zalicza się towary i usługi, aż ich łączna waga osiągnie 20% koszyka CPI (*Consumer Price Index*). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych powstaje przez obliczenie zagregowanego wskaźnika wzrostu cen na zbiorze okrojonym o wyznaczony według powyższej metody koszyk cen najbardziej zmiennych.

¹¹ Ceny administrowane obejmują towary i usługi, których ceny finalne zależą w pełni lub w znacznym stopniu (powyżej 50%) od decyzji instytucji rządowych, samorządowych oraz innych regulatorów. Powyższa definicja Eurostatu oraz (tożsama z nią) definicja Europejskiego Banku Centralnego obejmuje ceny, które wynikają wprost z aktów prawnych lub decyzji administracyjnych, są przedmiotem zatwierdzenia lub nie mogą zostać zmienione bez zgody odpowiednich organów państwa (np. opłaty za transport publiczny, opłaty za wykonanie czynności urzędowych). W Polsce, w ramach wyodrębnionej grupy cen administrowanych, ze wskaźnika inflacji CPI są wyłączone: czynsze mieszkaniowe, zaopatrzenie w wodę, kanalizacja, wywóz nieczystości, niektóre nośniki energii (gaz, energia elektryczna, ciepła woda, centralne ogrzewanie), transport mieszany, usługi pocztowe, usługi związane z opieką społeczną oraz „pozostałe usługi socjalne” [Eurostat, 2016; NBP, 2016a, s. 6].

Narodowy Bank Polski zbadał szereg czasowy rzeczywistej i prognozowanej inflacji w latach 1991–2015 i na tej podstawie oszacował odchylenia rzeczywistej inflacji od linii trendu (rys. 2). Okazało się, że strategia BCI zazwyczaj jest bardziej skuteczna przy niskim (nieprzekraczającym 2–2,5% rocznie) tempie wzrostu cen, czyli na poziomie, na jakim większość banków centralnych krajów rozwiniętych gospodarczo wyznacza swój cel inflacyjny. Błąd pomiaru inflacji zmienia się znacznie w zależności od kraju, wysokości inflacji i czasu pomiaru (np. wynosił on w 2003 r. w Czechach 5 p.p., a tylko 0,1 p.p. w 2016 r. w przypadku Polski).

W warunkach stabilnych cen wartość celu inflacyjnego podana do publicznej wiadomości pełni rolę kotwicy dla oczekiwań inflacyjnych, stanowiąc zarazem punkt odniesienia przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wskaźnik ten jest również istotnym kryterium decyzyjnym w realizacji polityki pieniężnej.

Bank centralny z reguły nie wyznacza konkretnego terminu, w jakim cel inflacyjny będzie osiągnięty. Zdecydowana większość krajów stosujących strategię BCI używa określenia „średni okres”, cztery kraje mówią o „dłuższym okresie”, ale istnieją wyjątki. Przykładowo Izrael wyznacza cel inflacyjny na 2 lata, Turcja – na 3, centralny Bank Japonii deklaruje, że cel inflacyjny „jak najszybciej” powinien odpowiadać realiom gospodarczym, zaś w Wielkiej Brytanii cel inflacyjny ma być „rozsądny”. Ten sposób komunikowania się z rynkiem daje bankom centralnym dużo swobody, jednakże w warunkach względnie trwałej stabilności cen banki centralne rzadko zmieniają cel inflacyjny pod wpływem obserwacji statystycznej wskazującej na umiarkowane odchylenia w górę lub w dół od wartości referencyjnej, traktując go jako kotwicę polityki monetarnej. Mierniki inflacji są bowiem niedoskonałe i z opóźnieniem uwzględniają wpływ postępu technicznego i organizacyjnego na dynamikę cen.

Podsumowanie

W realizacji swej misji bank centralny napotyka liczne problemy koniunkturalne i strukturalne, którym stara się przeciwdziałać, wybierając optymalną strategię stabilizacji siły nabywczej emitowanego pieniądza. Wymaga to wnikliwej analizy globalnych, regionalnych i krajowych uwarunkowań bieżącej i przyszłej koniunktury w gospodarce oraz trafnej identyfikacji zdarzeń mogących wpłynąć na prognozowaną inflację. Przyjęcie strategii BCI nakłada na władze monetarne obowiązek utrzymywania zbieżności między celem inflacyjnym a dynamiką CPI (HCPI), co jest zarazem ważną przesłanką oceny skuteczności polityki pieniężnej przez państwowe organy kontrolne.

Ponieważ efekty polityki pieniężnej banku centralnego są na ogół widoczne z pewnym opóźnieniem (czasem sięgającym nawet kilku kwartałów), polityka ta nie zawsze spotyka się ze zrozumieniem i aprobatą zarówno ze strony środowiska biznesowego, jak i administracji gospodarczej państwa, które oczekują szybkich

i punktowych efektów. Jednakże w niektórych krajach tolerowane jest nawet dość znaczne odchylenie empirycznego poziomu inflacji od celu inflacyjnego, pod warunkiem, że nie pociąga to za sobą zbyt daleko idących ujemnych konsekwencji dla rynków finansowych i sfery realnej gospodarki¹². Natomiast w innych krajach (np. w Polsce czy Wielkiej Brytanii) każde odchylenie wskaźników od celu inflacyjnego musi być wyjaśnione na piśmie uprawnionym do kontroli polityki makroekonomicznej organom państwa. I tak Narodowy Bank Polski przedstawia Najwyższej Izbie Kontroli powody, dla których faktyczna inflacja (w ujęciu rok do roku) różni się od celu inflacyjnego, zaś Prezes Banku Anglii wysłał list otwarty do brytyjskiego Ministra Finansów, gdy odchylenie inflacji od celu inflacyjnego przekracza 1 p.p. Obowiązek wyjaśniania przyczyn rozbieżności między faktycznym poziomem inflacji a celem inflacyjnym jest w ramach ESBC czysto formalny i nie pociąga za sobą żadnych konsekwencji. Innymi słowy, w ramach zaleceń pokontrolnych nie można nakazać autonomicznemu bankowi centralnemu rewizji polityki monetarnej, nawet jeśli dane empiryczne wskazują na rozbieżność między deklarowanym celem strategicznym a stanem faktycznym.

Bibliografia

- Ball L.M., *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, International Monetary Fund Working Paper 2014.
- Bauer T., Bonin H., Goette L., Sunde U., *Real and Nominal Wage Rigidities and the Rate of Inflation: Evidence from West German Micro Data*, "The Economic Journal" 2007, Vol. 117(524), DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2007.02094.x>.
- Blinder A., *Talking About Monetary Policy: The Virtues (and Vice?) of Central Bank Communication*, BIS Working Papers 2009, www.bis.org/publ/work274.pdf [dostęp: 14.04.2017].
- Davis G., Kanago B., *On measuring the effect of inflation uncertainty on real GNP growth*, "Oxford Economic Papers" 1996, Vol. 48(1), DOI: <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a028558>.
- Davis J.S., *Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations: Cross-country evidence from consensus forecasts*, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 174, Federal Reserve Bank of Dallas, 2014.
- Doepke M., Schneider M., *Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth*, "Journal of Political Economy" 2006, Vol. 114(6), DOI: <https://doi.org/10.1086/508379>.
- Drop A., Czyszczek T. (red.), *Stanowisko Polski w ramach negocjacji o członkostwo Rzeczypospolitej Polskiej w Unii Europejskiej. Pełnomocnik Rządu ds. Negocjacji o Członkostwo w Unii Europejskiej. Swoboda Świadczenia Usług*, Kancelaria Prezesa Rady Ministrów UKiE, Warszawa 2000.
- Elder J., *Another Perspective on the Effects of Inflation Uncertainty*, "Journal of Money, Credit, and Banking" 2004, Vol. 36(5), DOI: <https://doi.org/10.1353/mcb.2004.0073>.
- Eurostat, *Your Key to European Statistics*, 2016, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/methodology/hicp-administered-prices> [dostęp: 26.11.2016].
- Fischer S., Modigliani F., *Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation*, "Review of World Economics" 1978, Vol. 114(4), DOI: <https://doi.org/10.1007/BF02696381>.

¹² Nie ma precyzyjnej odpowiedzi na pytanie o optymalny poziom celu inflacyjnego, choć większość ekspertów sugeruje przedział 1–4%.

- Friedman M., *Nobel Lecture: Inflation and Unemployment*, "The Journal of Political Economy" 1977, www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1976/friedman-lecture.pdf [dostęp: 12.04.2017].
- Grier K.B., Perry M.J., *The Effects of Real and Nominal Uncertainty on Inflation and Output Growth: Some GARCH-M Evidence*, "Journal of Applied Econometrics" 2000, Vol. 15(1), DOI: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1255\(20001/02\)15:1<45::AID-JAE542>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1255(20001/02)15:1<45::AID-JAE542>3.0.CO;2-K).
- Grostal W., Jabłecki J., Beniak P., Ciżkowicz-Pękała M., Skrzyszewska-Paczek E., Wesołowski G., Żuk P., *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*, 2016, https://www.nbp.pl/publikacje/bci/Alternatywne_Strategie_PP.pdf [dostęp: 12.04.2017].
- Nakamura E., Steinsson J., *Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models*, "The Quarterly Journal of Economics" 2008, Vol. 123(4), DOI: <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.4.1415>.
- NBP, *Metodyka obliczania miar inflacji bazowej przez Narodowy Bank Polski*, Warszawa 2016a (marzec).
- NBP, *Poziom celu inflacyjnego. Wnioski z literatury i praktyka banków centralnych*, Warszawa 2016b (grudzień).
- Protokół w sprawie statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (Dz.U. C 191 z dnia 29 lipca 1992 r.).
- Przybylska-Kapuścińska W., *O transformacji przez inflację do integracji*, Oficyna Wolters Kluwer biznes, Warszawa–Kraków–Łódź 2007.
- Słynne cytaty*, www.nbportal.pl/sownik?queries_search_query=inflation+target¤t_result_page=1&results_per_page=0&submitted_search_category=&mode=results [dostęp: 08.12.2016].
- Stiglitz J.E., *The Theory of Credit and Macro-Economic Stability*, Working Paper 22837 National Bureau Of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, November 2016, www.nber.org/papers/w22837 [dostęp: 12.04.2017].
- Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. 2015, poz. 1513 ze zm.).

Chosen Aspects of the Inflation Target Strategy in Theory and Practice of Central Banks

The Maastricht Treaty requires, among others, that the European Union member states should implement standards, principles and instruments of the European System of Central Banks. From the viewpoint of responsibilities of the central bank, this implies domination of the monetary policy over the needs of the economic policy, because the principal goal of this institution is to keep stable the purchasing power of the issued currency. Different strategies can be used to achieve this goal. One such strategy concentrates directly on controlling the inflation target, which is commonly considered a very effective method of stabilizing the purchasing power of the currency. This strategy strengthens the general macroeconomic stability via the channel of monetary transmission, which brings best results in countries with stable and well developed economies, but it is often implemented also in the emerging market countries.

Wybrane aspekty strategii celu inflacyjnego w teorii i praktyce banków centralnych

Traktat z Maastricht zobowiązał kraje Unii Europejskiej m.in. do wprowadzenia standardów, zasad oraz instrumentów Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Z punktu widzenia zadań banku centralnego oznacza to prymat polityki pieniężnej nad wymogami polityki gospodarczej, ponieważ celem nadrzędnym tej instytucji jest utrzymanie stabilnej siły nabywczej pieniądza emitowanego przez dany bank centralny. W realizacji tej misji banki centralne stosują różne strategie. Jedną z nich jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Strategia ta, przez kanał transmisji monetarnej, kształtując cenę pieniądza, sprzyja ogólnej równowadze makroekonomicznej. Przynosi ona najlepsze efekty w krajach o relatywnie stabilnej i wysoko rozwiniętej gospodarce, ale jest także rozpowszechniona w krajach zaliczanych do rynków wschodzących.