

Tomasz GRABIA\*

## UWARUNKOWANIA SKUTECZNOŚCI REALIZACJI CELU INFLACYJNEGO PRZEZ BANKI CENTRALNE

### (Streszczenie)

Celem artykułu jest identyfikacja uwarunkowań skuteczności realizacji celu inflacyjnego przez banki centralne we współczesnym świecie. Weryfikacji poddano następującą hipotezę badawczą: przyjęcie strategii nakierowanej wyłącznie na realizację celu inflacyjnego umożliwia skuteczną jego realizację z uwagi na to, że nie ma wówczas sprzeczności zadań, jakie stoją przed bankami centralnymi. Biorąc pod uwagę obowiązujące uwarunkowania prawno-instytucjonalne, hipotezę tę można postawić w przypadku większości banków centralnych w Europie.

Postawiona hipoteza, na przykładzie strefy euro oraz Polski, zweryfikowana została negatywnie. W artykule omówiono hipotetyczne problemy utrudniające skuteczną realizację celu inflacyjnego przez banki centralne. Zaliczono do nich m.in.: różne przyczyny inflacji, zmiany szybkości obiegu pieniądza, różnorodność czynników kreacji pieniądza, opóźnienia wewnętrzne i zewnętrzne polityki pieniężnej, nadpłynność sektora bankowego, zbyt ekspansywną politykę fiskalną, dezintermediację, globalizację oraz granicę zerowych stóp procentowych. Współcześnie szczególne utrudnienie dla banków centralnych stanowią trzy ostatnie spośród ww. problemów.

**Słowa kluczowe:** inflacja; deflacja; strategia bezpośredniego celu inflacyjnego; globalizacja; granica zerowych stóp procentowych

**Klasyfikacja JEL:** E31, E43, E58, E64

### 1. Wstęp

Celem artykułu jest identyfikacja uwarunkowań związanych z realizacją celu inflacyjnego przez banki centralne we współczesnym świecie. Weryfikacji poddana zostanie następująca hipoteza badawcza: przyjęcie strategii nakierowanej wyłącznie na cel inflacyjny umożliwia skuteczną jego realizację z uwagi na to,

---

\* Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Mikroekonomii; e-mail: tomasz.grabia@poczta.onet.pl

że nie ma wówczas sprzeczności zadań, jakie stoją przed bankami centralnymi. Biorąc pod uwagę obowiązujące uwarunkowania prawno-instytucjonalne, sytuacja taka dotyczy większości banków centralnych w Europie.

Opracowanie składa się z niniejszego wstępu (pkt 1) oraz dwóch części zasadniczych i podsumowania. W pierwszej z nich (pkt 2) na przykładzie Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polskiego zweryfikowane zostanie, czy wybrane banki centralne w Europie, stosujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (NBP), lub zbliżoną (EBC), bez problemów realizowały wyznaczone zadanie w poszczególnych latach okresu 2000–2014. W drugiej części zasadniczej (pkt 3) przedstawione zostaną czynniki utrudniające realizację wyznaczonego celu współczesnym europejskim bankom centralnym. W podsumowaniu (pkt 4) zawarte zostaną najważniejsze wnioski końcowe.

## 2. Realizacja celu inflacyjnego przez EBC i NBP w okresie 2000–2014

Do ogólnych podstawowych celów polityki makroekonomicznej należy zaliczyć pełne zatrudnienie, niskie bezrobocie i niską inflację. Bardzo często pierwsze dwa z ww. przypisywane są (bardziej lub mniej formalnie) polityce fiskalnej, podczas gdy ostatni – polityce pieniężnej. Nie jest to jednak reguła. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych za cel finalny Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) uznano wytyczanie takiej polityki pieniężnej, która zapewni pełne zatrudnienie, stabilność cen oraz umiarkowany poziom długookresowej stopy procentowej<sup>1</sup>. Oznacza to, że cele polityki pieniężnej są tam zbieżne z celami całej polityki makroekonomicznej.

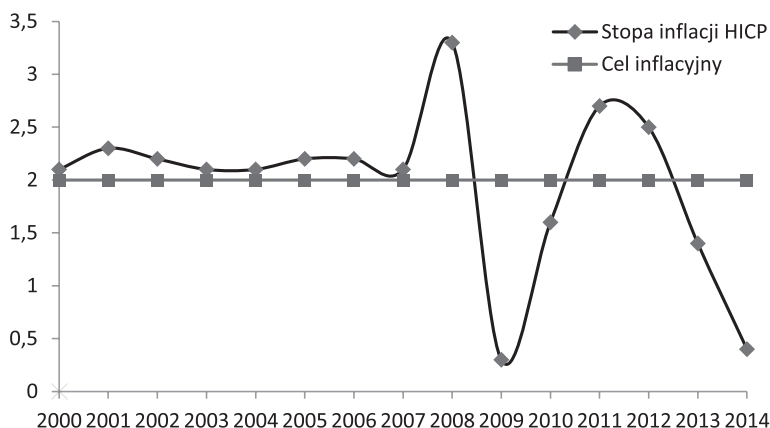
Inaczej kwestia ta wygląda w większości krajów Europy, gdzie praktyka formułowania różnorodnych celów dla banków centralnych nie jest stosowana. Przykładowo, w myśl zapisów Traktatu o Unii Europejskiej (art. 105) podstawowym celem Europejskiego Banku Centralnego jest utrzymywanie stabilności cen. EBC przyjął definicję, zgodnie z którą stabilność ta oznacza wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) w obszarze euro poniżej 2% w skali roku.

Warto zauważyć, że nawet przyjęcie celu inflacyjnego za jedyny i priorytetowy nie oznacza, że jego realizacja jest bezproblemowa. W przypadku EBC odchylenie od zamierzonego celu do 2007 r. było zazwyczaj niewielkie. Sytuacja zmieniła się jednak od 2008 r. Od tego czasu wyraźne „przestrzelenie” celu infla-

<sup>1</sup> D. Gerdesmeir, F.P. Mongelli, B. Roffia, *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and Differences*, ECB Working Paper Series 2007/742, s. 13–14.

cyjnego – niekiedy w górę, niekiedy w dół – zaczęło być normą. Zaobserwować to można na podstawie wykresu 1, w którym zamieszczono porównanie przyjętego celu z rocznymi stopami inflacji HICP w latach 2000–2014.

WYKRES 1: Porównanie stopy inflacji HICP z celem inflacyjnym w strefie euro w latach 2000–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>; stan na 1.06.2014 r.

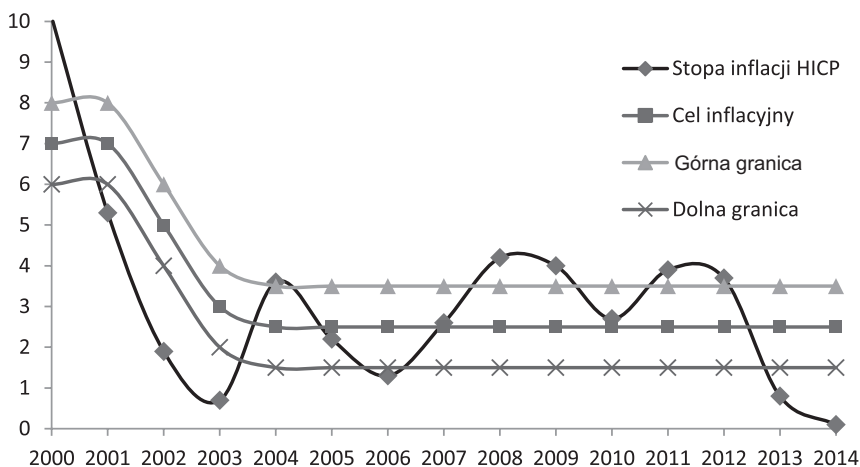
Jeszcze większe trudności z realizacją celu inflacyjnego miało wiele krajów Unii Europejskiej spoza strefy euro. Bardzo dobrym przykładem potwierdzającym tę tezę jest Polska, gdzie trudności te występowały zazwyczaj nie tylko w realizacji ściśle określonego celu (2,5%), ale także w ramach przyjętych dopuszczalnych wahań  $\pm 1\%$ . Zaobserwować to można na podstawie wykresu 2. Wynika z niego, że w ciągu badanego piętnastoletniego okresu inflacja w Polsce kształtowała się w przedziale dopuszczalnych wahań jedynie w trzech latach (w 2005, 2007 i 2010 r.).

Trudności w realizacji celu inflacyjnego przez banki centralne w Europie (np. przez EBC lub NBP) mogą nieco zaskakiwać, jeśli weźmie się pod uwagę, że nie ma tam sprzeczności celów stawianych przed polityką pieniężną, w przeciwieństwie do chociażby Stanów Zjednoczonych. Zaskoczenie to może potęgować fakt, że za prowadzenie polityki pieniężnej odpowiedzialni są fachowcy z dziedziny finansów<sup>2</sup>. Ponadto, w większości banków centralnych w Europie

<sup>2</sup> Przykładowo, w Polsce jest to zapis zawarty w Konstytucji RP (w art. 227, ust. 5). Brzmi on następująco: „w skład Rady Polityki Pieniężnej wchodzi Prezes Narodowego Banku Polskiego jako przewodniczący oraz osoby wyróżniające się wiedzą z zakresu finansów powoływane na 6 lat, w równej liczbie przez Prezydenta Rzeczypospolitej, Sejm i Senat”.

obowiązuje płynny kurs walutowy, wobec czego nie występuje tam tzw. trójkąt niemożliwości<sup>3</sup>.

WYKRES 2: Porównanie stopy inflacji HICP z celem inflacyjnym w Polsce w latach 2000–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>; stan na 1.06.2014 r.

### 3. Czynniki utrudniające prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej w zakresie realizacji celu inflacyjnego

Analiza przeprowadzona w poprzednim punkcie wykazała, że nawet wówczas, gdy obowiązuje płynny kurs walutowy, a banki centralne mają postawiony przed sobą wyłącznie jeden cel (utrzymanie stabilizacji cen), bardzo często występują trudności z jego realizacją. Wynika z tego, że skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej musi być z jakichś przyczyn poważnie utrudnione. Do najważniejszych czynników, które mogą powodować taki stan rzeczy, można zaliczyć m.in.:

- (1) różne przyczyny inflacji,
- (2) zmiany szybkości obiegu pieniądza,
- (3) różnorodność czynników kreacji pieniądza,
- (4) opóźnienia wewnętrzne i zewnętrzne polityki pieniężnej,
- (5) nadpłynność sektora bankowego,
- (6) dezintermediację,

<sup>3</sup> Zgodnie z tą koncepcją nie jest możliwe równoczesne kontrolowanie inflacji i kursu walutowego przy utrzymaniu swobody przepływów kapitałowych. Usztywnienie kursu powoduje, że podaż pieniądza uzależniona jest od sytuacji w bilansie płatniczym – nadwyżka bilansu płatniczego przyczynia się do wzrostu podaży pieniądza, podczas gdy deficyt bilansu płatniczego do jej spadku. Poważnie ogranicza to możliwość skutecznej manipulacji wielkością poszczególnych agregatów pieniężnych.

(7) zbyt ekspansywną politykę fiskalną, (8) globalizację, (9) granicę zerowych stóp procentowych<sup>4</sup>. Każdy z tych problemów zostanie krótko omówiony w dalszej części analizy.

**Ad 1.** Zazwyczaj przyjmuje się, że bank centralny walczy z inflacją poprzez podnoszenie stóp procentowych, co w konsekwencji ma doprowadzić do ograniczenia wzrostu globalnego popytu. Jednakże, inflacja nie zawsze ma charakter popytowy. Niekiedy występować bowiem może inflacja kosztowa, a ceny są zmienną antycykliczną. Jest to założenie zgodne ze szkołą realnego cyklu koniunkturalnego, według której inflacja jest zawsze wynikiem niekorzystnego szoku leżącego po stronie podaży.

W takim wypadku skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej jest poważnie utrudnione. Oddziałuje ona bowiem przede wszystkim na stronę popytową gospodarki, nie mogąc skutecznie przeciwdziałać inflacji w przypadku wystąpienia szoków podażowych, a także wstrząsów związanych ze zmianą kursu walutowego lub stawek podatkowych<sup>5</sup>. Szczególnie widoczne jest to na przykładzie zmian cen żywności, które są silnie uzależnione od podaży rynkowej. Ta ostatnia spada na skutek niekorzystnych warunków pogodowych, co powoduje wzrost cen towarów żywnościowych i całego wskaźnika CPI.

Warto także zwrócić uwagę, że restrykcyjna polityka monetarna w sytuacji, gdy inflacja nie ma charakteru popytowego, może wzmacniać inercję inflacyjną poprzez wzrost kosztu kredytu, który dla wielu podmiotów oznacza jednoczesny wzrost kosztów wytwarzania. W okresach szczególnie silnych impulsów kosztowych wysokie stopy procentowe mogą zatem przyczynić się wręcz do wzrostu inflacji. Do podejmowania właściwych decyzji niezbędne jest zatem precyzyjne zidentyfikowanie czynników sprawczych inflacji.

**Ad 2.** Współcześnie, oprócz podaży pieniądza, na zmiany poziomu cen wpływają także zmiany szybkości obiegu pieniężnego. Zgodnie z klasyczną teorią friedmanowską ta ostatnia wielkość traktowana była do niedawna jako względnie stała. Niemniej jednak we współczesnej rzeczywistości gospodarczej może ona niekiedy ulegać stosunkowo dużym zmianom. Przyczyny takiego stanu rzeczy mogą być różnorodne, m.in.: zmiana stawek podatkowych, innowacje finansowe, substytucja pieniądza przez karty kredytowe i elektroniczne, zmiana

<sup>4</sup> Analiza ma charakter uniwersalny i obejmuje identyfikację hipotetycznych problemów mogących w niektórych państwach i obszarach (nie tylko w strefie euro i w Polsce) utrudniać skuteczną realizację celu inflacyjnego. Należy zaznaczyć, że nie wszystkie z tych problemów występują jednocześnie i we wszystkich krajach.

<sup>5</sup> **P. Woźniak**, *Różne miary inflacji bazowej w Polsce w latach 1995–1998*, w: **A. Wojtyła** (red.), *Alternatywne strategie dezinflacji*, Raporty CASE 1999/32, s. 33–34.

transakcji finansowych w stosunku do całkowitej produkcji, zmiana systemu wypłacania wynagrodzeń i opłacania rachunków, zawirowania w gospodarce, zawirowania polityczne<sup>6</sup>.

Czynników mogących współcześnie zwiększać wahania podaży pieniądza jest zatem sporo. Poważnie utrudnia to realizację określonych celów przez politykę pieniężną. Im większe są bowiem wahania szybkości obiegu pieniądza, tym mniej użyteczny w zastosowaniach praktycznych staje się wskaźnik dynamiki podaży pieniądza dla prawidłowego badania jej wpływu na procesy inflacyjne<sup>7</sup>.

**Ad 3.** Do najważniejszych czynników kreacji pieniądza zalicza się: należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych, zadłużenie netto sektora budżetowego oraz aktywa zagraniczne netto<sup>8</sup>. Zmiana stóp procentowych przez bank centralny może oddziaływać na te czynniki w sposób różnokierunkowy, co poważnie eliminuje możliwość pełnej kontroli podaży pieniądza. Przykładowo, podwyżki stóp procentowych przyczyniają się do zmniejszenia akcji kredytowej, hamując wzrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Jednocześnie podwyżki te nie są bez znaczenia dla przyspieszenia wzrostu aktywów zagranicznych netto. Oddziaływanie stopy procentowej na poszczególne czynniki kreacji pieniądza w różnych kierunkach powoduje zatem utrudnienia w zmniejszaniu lub zwiększaniu (w zależności od potrzeby) dynamiki podaży pieniądza.

**Ad 4.** Bardzo ważnym czynnikiem ograniczającym skuteczność polityki monetarnej w oddziaływaniu na inflację są różnego typu opóźnienia. W tym kontekście można wyodrębnić cztery ich rodzaje:

- od wystąpienia zjawiska wymagającego korekty do podjęcia decyzji przez bank centralny,
- od podjęcia decyzji przez bank centralny do reakcji banków komercyjnych,
- od reakcji banków komercyjnych do reakcji klientów,
- od reakcji klientów do ich wpływu na różne zmienne makroekonomiczne.

Pierwsze z tych opóźnień należy zaliczyć do wewnętrznych, a trzy kolejne – do zewnętrznych. Te ostatnie oznaczają czas niezbędny na dostosowanie się

<sup>6</sup> **B.M. Friedman**, *The Future of Monetary Policy: The Central Bank: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps*, International Finance 1999/2:3, s. 327–328; **D. Kamerschen**, **R. McKenzie**, **C. Nardinelli**, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1993, s. 386–388; **O. Blanchard**, *Makroekonomia*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 824.

<sup>7</sup> **S. Albinowski**, *Próba empirycznej weryfikacji monetarystycznej teorii inflacji*, *Ekonomista* 1993/5–6, s. 636.

<sup>8</sup> **NBP**, *Biuletyn Informacyjny* 2012/12, s. 43–45.

gospodarki i jej podmiotów do nowych warunków wywołanych zmianą polityki gospodarczej. W przypadku polityki pieniężnej opóźnienia wewnętrzne nie są zwykle tak duże jak w polityce fiskalnej. Realizacja polityki pieniężnej nie podlega bowiem procedurze parlamentarnej i przetargom politycznym. Ponadto, częstotliwość posiedzeń władz monetarnych jest relatywnie wysoka (zwykle raz w miesiącu), a jej przedstawiciele, jak już wspomniano, muszą być specjalistami w dziedzinie finansów, co sprawia, że na ogół są oni dobrze przygotowani merytorycznie.

W przeciwieństwie do opóźnień wewnętrznych, opóźnienia zewnętrzne w polityce pieniężnej są często większe niż w przypadku polityki fiskalnej. Kanały transmisji polityki monetarnej są bowiem bardziej skomplikowane i mniej przejrzyste niż budżetowej. Wpływ zastosowanych narzędzi na gospodarkę jest bowiem trudniejszy do określenia. Zależy on bowiem od wielu czynników obiektywnych i psychologicznych, w tym m.in. od oczekiwań podmiotów gospodarczych<sup>9</sup>.

Z badań empirycznych wynika, że łączny czas (wynikający z opóźnień wewnętrznych i zewnętrznych) potrzebny do wystąpienia najsilniejszej reakcji poziomu cen na zmiany stóp procentowych jest zróżnicowany – zarówno w zależności od kraju, jak i przyjętego modelu. Najkrótszy (1–4 kwartały) jest on w modelach DSGE, nieco dłuższy w modelach VAR (3–7 kwartałów), a najdłuższy w modelach strukturalnych (8–9 kwartałów)<sup>10</sup>.

**Ad 5.** Osobnym problemem, poza opóźnieniami, pozostaje siła reakcji banków komercyjnych na zmiany stóp procentowych banku centralnego. Dostosowania nie zawsze są bowiem pełne. Oznacza to, że zmiany oprocentowania kredytów i depozytów dla sektora niefinansowego nie zawsze wynoszą tyle samo punktów bazowych, o ile bank centralny zmienił swoje stopy. Zwłaszcza jeśli mamy do czynienia z nadpłynnością w systemie bankowym. Zjawisko to oznacza, że bank centralny jest zadłużony (netto) w sektorze banków komercyjnych<sup>11</sup>. W takiej sytuacji nawet wówczas, gdy bank centralny podnosi stopy procentowe, banki są w stanie ograniczać i odsuwać w czasie podwyżki oprocentowania kredytów

<sup>9</sup> **P. Marszałek**, *Trudności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej we współczesnej gospodarce*, Gospodarka Narodowa 2006/11–12, s. 58–61.

<sup>10</sup> **P. Baranowski**, *Reguły polityki pieniężnej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 42; **R. Kokoszczyński**, **T. Łyziak**, **M. Pawłowska**, **J. Przystupa**, **E. Wróbel**, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski*, Materiały i Studia 2002/151, s. 40.

<sup>11</sup> **B. Grabowski**, *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, Bank i Kredyt 1999/7–8, s. 20.

i depozytów. Nie muszą one bowiem na zbyt wielką skalę zaciągać na swą działalność wysoko oprocentowanych kredytów w banku centralnym<sup>12</sup>.

**Ad 6.** Zjawisko występującej niekiedy nadpłynności w sektorze bankowym współcześnie potęgowane jest także przez dezintermediację oznaczającą ogólne zmniejszenie znaczenia pośredników finansowych z uwagi na większe współcześnie możliwości bezpośrednich inwestycji na rynku kapitałowym. W innym, węższym, ujęciu termin ten oznacza spadek roli i udziału banków wśród instytucji pośrednictwa finansowego<sup>13</sup>. Tego typu instytucje pozabankowe nie muszą odprowadzać rezerwy obowiązkowej, w związku z czym w stosownym czasie nie zgłaszają popytu na oferowany przez bank centralny kredyt. Niekiedy mogą w związku z tym zaproponować potencjalnym pożyczkobiorcom korzystniejsze niż w bankach oprocentowanie. Następuje wówczas zjawisko tzw. proliferacji (rozprzestrzeniania się) kredytów niebankowych<sup>14</sup>. W rezultacie stopy procentowe związane z ogólną liczbą kredytów dla firm i gospodarstw domowych jeszcze bardziej różnią się od stóp ustalanych przez bank centralny.

**Ad 7.** Prowadzenie skutecznej polityki monetarnej często utrudnione jest również z uwagi na brak koordynacji z polityką fiskalną, która bardzo często wykazuje się nadmierną ekspansywnością. Rządy poszczególnych krajów nie obniżają bowiem realnych wydatków nawet w okresie dobrej koniunktury, kierując się głównie względami społecznymi, a zwłaszcza politycznymi. Zwiększająca wydatki budżetowe i dług publiczny nadmierna ekspansywność polityki fiskalnej może często niwelować wysiłki banku centralnego zmierzające do obniżenia podaży pieniądza i inflacji.

Osobnym problemem pozostaje kwestia reakcji polityki pieniężnej na nadmiernie ekspansywną politykę budżetową. Bank centralny często zwiększa wówczas stopień restrykcyjności swojej polityki. W efekcie potęgowany jest efekt wypychania inwestycji sektora prywatnego. Ogranicza to wzrost potencjału

<sup>12</sup> Warto przypomnieć z najnowszej historii gospodarczej Polski ciekawe zjawisko, z jakim mieliśmy do czynienia w 1997 r. Stosunkowo niewielki wpływ stóp redyskonta weksli i kredytu lombardowego na wielkość akcji kredytowej banków komercyjnych spowodował wówczas, że NBP zdecydował się na przyjmowanie bezpośrednio od ludności wysoko oprocentowanych depozytów [NBP, *Raport o inflacji 1997*, s. 31–32], mimo że tego typu działalność nie należy do rozpowszechnionych na świecie narzędzi polityki pieniężnej.

<sup>13</sup> **P. Marszałek**, *Wybrane elementy funkcjonowania współczesnych banków centralnych*, w: **J. Czech-Rogosz**, *Koordinacja gospodarcza a reakcje podmiotów gospodarujących*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009, s. 344–346.

<sup>14</sup> **B.M. Friedman**, *The Future of Monetary Policy: The Central Bank: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps*, *International Finance* 1999/2:3, s. 330–332.



wytwórczego i globalnej podaży w przyszłości, stanowiąc tym samym zagrożenie w utrzymaniu inflacji na niskim poziomie w długim okresie.

**Ad 8.** Szczególnie istotne znaczenie dla inflacji i polityki pieniężnej w ostatnim czasie ma proces globalizacji. Powoduje on zmniejszenie wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę. Współcześnie występuje bowiem globalny cykl koniunkturalny, a uwarunkowania finansowe i monetarne mogą rozprzestrzeniać się z jednych krajów do drugich. Naturalnie globalizacja, wzmacniając konkurencję, sprawia, że inflacja światowa wyraźnie w ostatnich latach obniża się. Dotyczy to także, a może nawet zwłaszcza inflacji płacowej. Sytuacja taka niekiedy pozytywnie oddziałuje na możliwe strategie narodowych polityk pieniężnych, które mogą wówczas, przy ocenie presji inflacyjnej, skupić się nie tylko na znaczeniu czynników pieniężnych, ale także realnych<sup>15</sup>.

Jednocześnie globalizacja sprawia, że nawet skuteczne oddziaływanie polityki monetarnej na łączny popyt krajowy może okazać się niewystarczające do skutecznego oddziaływania na krajową inflację. Ponadto, globalizacja powoduje, że krajowe podmioty gospodarcze mogą obecnie zaciągać kredyty również w walutach obcych. Zmiany krajowych stóp procentowych nie mają w związku z tym większego znaczenia. Pewną rolę odgrywają one jedynie poprzez ich oddziaływanie na kurs walutowy<sup>16</sup>.

Warto także zaznaczyć, że na gruncie teorii makroekonomii zauważono, że globalizacja, w połączeniu z większą niezależnością banków centralnych i wzrostem wydajności pracy<sup>17</sup>, przyczyniła się w ostatnim czasie do spłaszczenia krzywej Phillipsa. Wszystkie te czynniki spowodowały bowiem wspomniane już ustabilizowanie inflacji na stosunkowo niskim poziomie. Z jednej strony oznacza to, że gdy bezrobocie spada, inflacja rośnie relatywnie wolno. Z drugiej strony, jeśli już inflacja wzrośnie znacząco, dla jej powrotu do wyznaczonego celu niezbędne jest silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej, oznaczające większy wzrost bezrobocia<sup>18</sup>, a tym samym większy współczynnik poświęcenia.

W kontekście analizowanych problemów warto także zwrócić uwagę, że spłaszczenie krzywej Phillipsa nie zawsze musi ułatwiać prowadzenie polityki

<sup>15</sup> **M. Ciccarelli, B. Mojon**, *Global Inflation*, ECB Working Paper Series 2005/537, s. 27–28.

<sup>16</sup> **Ch.B. Rosenberg**, *Czy warto mieć euro*, Rzeczpospolita 2007/22.06.

<sup>17</sup> **J.W. Eller, R.J. Gordon**, *Inflation and Unemployment in the New Economy: Is the Trade-off Dead or Alive?*, draft of a paper to be presented at Workshop on The Phillips Curve: New Theory and Evidence, Trade Union Institute For Economic Research, Stockholm, Sweden, 2002/May 25–26, s. 3–6.

<sup>18</sup> **The Economist**, *Curve Ball. A link between unemployment and inflation is fashionable again*, 2006/Sep 28th; <http://www.economist.com/node/7967976>; stan na 1.05.2014 r.

pieniężnej. Zjawisko to tworzy bowiem ryzyko, że niska inflacja uśpi czujność banku centralnego, który nie podniesie stóp procentowych nawet wówczas, gdy presja popytowa w gospodarce będzie wzrastać. W takiej sytuacji może nastąpić niespodziewany wzrost inflacji, a jej sprowadzenie do odpowiedniego poziomu może wymagać większego zaostrzenia polityki pieniężnej niż byłoby to konieczne w przypadku reakcji odpowiednio wcześniej<sup>19</sup>.

**Ad 9.** Problem granicy zerowych stóp procentowych teoretycznie nie jest nowy, ale w największym stopniu objawił się podczas ostatniego kryzysu gospodarczego. Aby jemu przeciwdziałać, wiele banków centralnych ustaliło nominalne stopy procentowe na poziomie bliskim zeru. Powoduje to jednak często negatywne konsekwencje. Po pierwsze, z uwagi na fakt, że nominalne stopy procentowe nie powinny być ujemne (nikt nie byłby bowiem wówczas zainteresowany nabywaniem papierów wartościowych przynoszących ujemną stopę zwrotu), może doprowadzić do pułapki płynności oraz sytuacji, w której w dalekiej trwającym okresie słabej koniunktury (co przy deflacji jest bardzo prawdopodobne) banki centralne tracą jakąkolwiek możliwość wpływania na nią za pomocą stóp procentowych<sup>20</sup>. Po drugie, sytuacja taka uniemożliwia przeciwdziałanie szokom deflacyjnym. W sytuacji ich wystąpienia należałoby bowiem pobudzać globalny popyt poprzez obniżanie stóp procentowych.

Warto w tym kontekście zaznaczyć, że w warunkach współczesnych (deflacji i niskiego wzrostu gospodarczego) na konieczność ustalania nominalnych stóp procentowych na poziomie ujemnym wskazywałaby większość reguł polityki pieniężnej, w tym najpopularniejsza wersja reguły Taylora. Dodatkowo lub nawet zerowe stopy procentowe oznaczają w takim wypadku nadmierną restrykcyjność polityki monetarnej. Z uwagi na to, że obniżenie nominalnych stóp procentowych poniżej zera byłoby nieracjonalne, problem ich zerowej granicy wydaje się być w dzisiejszych czasach jednym z najpoważniejszych spośród wszystkich analizowanych.

#### 4. Zakończenie

Na podstawie powyższej analizy można wyciągnąć następujące wnioski:

1. Cel inflacyjny w strefie euro, a także wielu krajach spoza Unii Gospodarczej i Walutowej bardzo często jest „przestrzelony” – niekiedy w górę, niekiedy

<sup>19</sup> K. Rybiński, *Wpływ globalizacji na inflację i politykę pieniężną*, w: A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 170.

<sup>20</sup> P. Marszałek, *Trudności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej we współczesnej gospodarce*, *Gospodarka Narodowa* 2006/11–12, s. 68–70.

w dół. Z analizy przedstawionej w artykule wynika, że dotyczyło to m.in. EBC, a w jeszcze większym stopniu NBP. Tym samym postawioną na wstępie hipotezę, iż przyjęcie strategii nakierowanej wyłącznie na realizację celu inflacyjnego niemal zawsze umożliwia skuteczną jego realizację, należy zweryfikować negatywnie.

2. „Przestrzelenie” celu wynika z trudności w skutecznym oddziaływaniu banków centralnych na podaż pieniądza, globalny popyt i inflację. Można do nich zaliczyć m.in.: różne przyczyny inflacji, zmiany szybkości obiegu pieniądza, różnorodność czynników kreacji pieniądza, opóźnienia wewnętrzne i zewnętrzne polityki pieniężnej, nadpłynność sektora bankowego, zbyt ekspansywną politykę fiskalną, dezintermediację, globalizację oraz granicę zerowych stóp procentowych.
3. Spośród ww. czynników największą współcześnie rolę odgrywa globalizacja oraz granica zerowych stóp procentowych. Czynniki te przyczyniają się obecnie w wielu krajach do deflacji, która może stać się poważnym zagrożeniem dla szybszego rozwoju gospodarczego.

## Bibliografia

### Akty prawne:

*Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r.*

### Opracowania:

**Albinowski Stanisław**, *Próba empirycznej weryfikacji monetarystycznej teorii inflacji*, Ekonomista 1993/5–6.

**Baranowski Paweł**, *Reguly polityki pieniężnej w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014.

**Blanchard Olivier**, *Makroekonomia*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.

**Ciccarelli Matteo, Mojon Benoit**, *Global Inflation*, ECB Working Paper Series 2005/537.

**Eller Jon W., Gordon Robert J.**, *Inflation and Unemployment in the New Economy: Is the Trade-off Dead or Alive?, draft of a paper to be presented at Workshop on The Phillips Curve: New Theory and Evidence*, Trade Union Institute For Economic Research, Stockholm, Sweden, 2002/May 25–26.

**Friedman Benjamin M.**, *The Future of Monetary Policy: The Central Bank: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps*, International Finance 1999/2:3.

**Gerdesmeir Dieter, Mongelli Francesco P., Roffia Barbara**, *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and Differences*, ECB Working Paper Series 2007/742.

**Grabowski Bogusław**, *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, NBP, Bank i Kredyt, 1999/7–8.

- Kamerschen Dawid R., McKenzie Richard B., Nardinelli Clark**, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1993.
- Kokoszcyński Ryszard, Lyziak Tomasz, Pawłowska Małgorzata, Przystupa Jan, Wróbel Ewa**, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski*, NBP, Materiały i Studia 2002/151.
- Marszałek Paweł**, *Trudności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej we współczesnej gospodarce*, Gospodarka Narodowa 2006/11–12.
- Marszałek Paweł**, *Wybrane elementy funkcjonowania współczesnych banków centralnych*, w: Joanna Czech-Rogosz, *Koordinacja gospodarcza a reakcje podmiotów gospodarujących*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009.
- NBP, *Biuletyn Informacyjny* 2012/12, Warszawa.
- NBP, *Raport o inflacji* 1997, Warszawa.
- Rosenberg Christoph B.**, *Czy warto mieć euro*, Rzeczpospolita 2007/22.06.
- Rybiński Krzysztof**, *Wpływ globalizacji na inflację i politykę pieniężną*, w: Andrzej Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Woźniak Przemysław**, *Różne miary inflacji bazowej w Polsce w latach 1995–1998*, w: Andrzej Wożytna (red.), *Alternatywne strategie dezinflacji*, Raporty CASE, 32, Warszawa 1999.

**Strony internetowe:**

- „The Economist” [2006], *Curve Ball. A link between unemployment and inflation is fashionable again*, Sep 28th, <http://www.economist.com/node/7967976>; stan na 1.05.2014 r.
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>; stan na 1.06.2015 r.

Tomasz GRABIA

## CONDITIONS OF EFFECTIVENESS OF MEETING THE INFLATION TARGET BY CENTRAL BANKS

### ( Summary )

The article aims to identify some determinants associated with the implementation of inflation targeting by central banks in the contemporary world. The following hypothesis was verified: the adoption of the strategy of focusing exclusively on achieving the inflation target allows to meet the target due to the fact that there is no contradiction among tasks faced by central banks. Taking into account the existing legal and institutional conditions, that hypothesis can be put forward for most central banks in Europe.

The proposed hypothesis was negatively verified, based on the example of the euro zone and Poland. The article discusses hypothetical problems hindering the effective implementation of inflation targeting by central banks. They included among others: various causes of inflation, changes in the velocity of money, variety of money creation factors, internal and external monetary policy delays, excess liquidity of the banking sector, too expansionary fiscal policy, disintermediation, globalization, as well as zero interest rates boundary. Nowadays special difficulties for central banks are connected with the last two of the above-mentioned problems.

**Keywords:** inflation; deflation; direct inflation targeting strategy; globalization; zero lower bound