

Dariusz Filar

Inflacja bazowa jako cel pomocniczy w realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce

W wielu krajach, w tym w Polsce, banki centralne przyjęły strategię w polityce pieniężnej określaną jako cel inflacyjny. Cele inflacyjne są zazwyczaj formułowane jako określony poziom wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (*Consumer Price Index* – CPI). Wskaźnik ten obejmuje jednakże ceny żywności i energii, które niemal całkowicie pozostają poza oddziaływaniem decyzji polityki pieniężnej. Wydaje się więc uzasadnione uwzględnianie w kształtowaniu reakcji polityki pieniężnej inflacji bazowej (z wyłączeniem cen żywności i energii).

Słowa kluczowe: cel inflacyjny, wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, inflacja bazowa, stopa referencyjna banku centralnego, reakcja polityki pieniężnej.

One important choice is whether inflation should be measured by a “headline” or “core” concept, that is, should it include or exclude energy prices? I am firmly in the “core” camp for three related reasons. First, monetary policy is unlikely to have much leverage over energy (or food) prices; so it makes sense to focus the central bank’s attention on the inflation it can actually do something about. Second, even if the bank’s true concern is headline inflation – which is, after all, the inflation that consumers actually experience – it can probably forecast future headline inflation better by using current and lagged values of core inflation.(...) Third, I believe that concentrating on core inflation is likely to produce more sensible monetary policy in the face of oil shocks.

Alan S. Blinder

Wstęp

Przytoczona jako motto niniejszych rozważań deklaracja Alana S. Blindera, że zdecydowanie widzi siebie w obozie zwolenników inflacji bazowej jako narzędzia w prowadzeniu polityki pieniężnej, zawiera w sobie syntetyczne ujęcie jednego z najważniejszych dylematów i paradoksów strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Z jednej strony CPI – stosowany przez większość banków centralnych jako miara wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych i jednocześnie jako wskaźnik, w którego wartościach wyrażony jest cel inflacyjny – jest najpowszechniej znany i postrzegany przez uczestników życia gospodarczego, a zarazem najszerzej

odzwierciedlający wzrost cen („inflację, której konsumenci rzeczywiście doświadczają” – jak to określa Blinder). Z drugiej strony wielu autorów od dawna zwraca uwagę na niedoskonałości informacyjne CPI z punktu widzenia potrzeb polityki pieniężnej. Dimitri B. Papadimitriou i L. Randall Wray piszą: „Konkludujemy, że CPI nie odzwierciedla warunków rynkowych, ani też te jego składniki, które podtrzymują inflację, nie poddają się bezpośredniemu oddziaływaniu polityki pieniężnej. To prowadzi nas do postawienia pytania, czy stopa wzrostu CPI rzeczywiście stanowi odpowiedni „ostateczny cel” (*ultimate goal*) polityki pieniężnej. (...) Stawiamy również pytanie, czy „sukces” lub „porażka” Fed-u jest właściwie mierzona stopą zmian CPI” (Papadimitriou, Wray 1996, s. 2).

Najsilniejsze zakłócenia informacyjne – mogące wywierać wpływ zarówno na decyzje podejmowane w polityce pieniężnej, jak i na późniejszą ocenę ich trafności – powstają w obrębie CPI w wyniku szoków podaźowych, które pojawiają się głównie na rynku energetycznym i w branży żywnościowej. Źródłem tych szoków pojawiających się w gospodarkach poszczególnych krajów jest najczęściej rynek globalny – zaistniałe na nim wzrosty cen ropy naftowej lub kawy i cukru mogą znacząco przesunąć w górę odczyty krajowego CPI, mimo iż w gospodarce nie będzie występować presja popytowa. Równocześnie dokonane w takich okolicznościach zaostrożenie polityki pieniężnej może się okazać działaniem niecelowym, bo faktycznym kluczem do obniżenia CPI jest po prostu oczekiwanie na wygaśnięcie szoku podaźowego. Tłumienie zaś popytu i wzrostu cen w innych obszarach, by uzyskać w ten sposób skompensowanie niepoddającego się kontroli wzrostu cen energii lub żywności, dowodziłoby swoistego absolutyzowania znaczenia CPI nie tylko dla polityki pieniężnej, lecz w ogóle dla całokształtu polityki gospodarczej.

W obliczu możliwości istotnych i jednocześnie niepoddających się kontroli fluktuacji po stronie CPI właściwsze wydaje się – zgodnie z sugestią Blindera – orientowanie polityki pieniężnej w oparciu o odczyty inflacji bazowej. Jednak i ona nie stanowi nieskrzywionego, „czystego” odzwierciedlenia narastających w gospodarce nierównowag i wynikającej z nich presji inflacyjnej. Tomasz Chmielewski i Adam Kot (2006), analizując kształtowanie się inflacji w Polsce w pierwszym dziesięcioleciu XXI w., zwracają uwagę na wpływ taniego importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania (np. z Chin, Indonezji, Wietnamu), który może zaniżyć odczyty inflacji bazowej nawet przez stosunkowo długi okres. Piszą: „Mimo szybkiego wzrostu gospodarczego, rosnących jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, znaczących wahań kursu walutowego (...) i rosnących cen wielu innych towarów i usług – ceny obuwia, odzieży, aparatury audio-wideo i sprzętu telekomunikacyjnego wykazywały spadek” (s. 6). I w innym miejscu: „Ceny tych czterech składników koszyka konsumpcyjnego wykazywały trend spadkowy niezależnie od tego, jak przebiegał pozostały proces konsumpcji, przez szereg lat” (s. 1). Wymienione

przez tych autorów cztery składniki – a zwłaszcza dwa z nich, czyli odzież i obuwie – nadal wpływają redukująco na inflację bazową, ale trend uległ już odwróceniu. Jeśli w poszczególnych miesiącach 2009 r. odzież i obuwie obniżyły inflację bazową nawet o 0,7–0,8 punktu procentowego (p.p.), to od 2011 r. efekt ten skurczył się do zaledwie 0,1–0,2 p.p., a w niektórych miesiącach spadał wręcz do zera.

Ceny towarów wchodzące do tej części „koszyka inflacyjnego”, która służy wyliczeniu inflacji bazowej, podlegają także efektowi przenoszenia, a więc oddziaływaniu zmian kursu walutowego na ceny krajowe (zob. Rubaszek 2011, s. 94). Jeśli badania dotyczące Polski wskazują, że całkowity efekt przenoszenia zawiera się w przedziale 0,2–0,4 p.p. (deprecjacja nominalnego kursu złotego o 10% prowadzi do wzrostu CPI o 2–4%), to należy liczyć się z faktem, że część tego efektu będzie się pojawiać w obrębie inflacji bazowej.

Niektóre ceny, które są uwzględniane przy obliczaniu inflacji bazowej, ulegają zmianom na skutek decyzji administracyjnych (np. koszty usług związanych z użytkowaniem mieszkania). One również oddalają ten wskaźnik od możliwości niezakłóconego odzwierciedlenia faktycznych napięć inflacyjnych.

Nie lekceważąc faktu, że zmiany cen, na których podstawie oblicza się inflację bazową, nie są wyłącznie efektem presji popytowych, lecz mogą również podlegać zarysowanym wyżej wpływom, można przecież zaryzykować powtórzenie za Blinderem, że to jednak „skoncentrowanie się na inflacji bazowej daje możliwość ukształtowania rozsądniejszej polityki pieniężnej”.

Celem niniejszego opracowania jest przeanalizowanie decyzji podjętych w polskiej polityce pieniężnej w latach 2004–2012 w kontekście inflacji bazowej, jaka im towarzyszyła i jaka ukształtowała się – z pewnym prawdopodobieństwem – w ich wyniku. Rozważania rozpoczęte zostaną zaprezentowaniem zmiennych relacji między wskaźnikami CPI i inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii we wskazanym okresie wraz z próbą interpretacji zachodzących zmian.

1. CPI oraz inflacja bazowa w latach 2004–2012

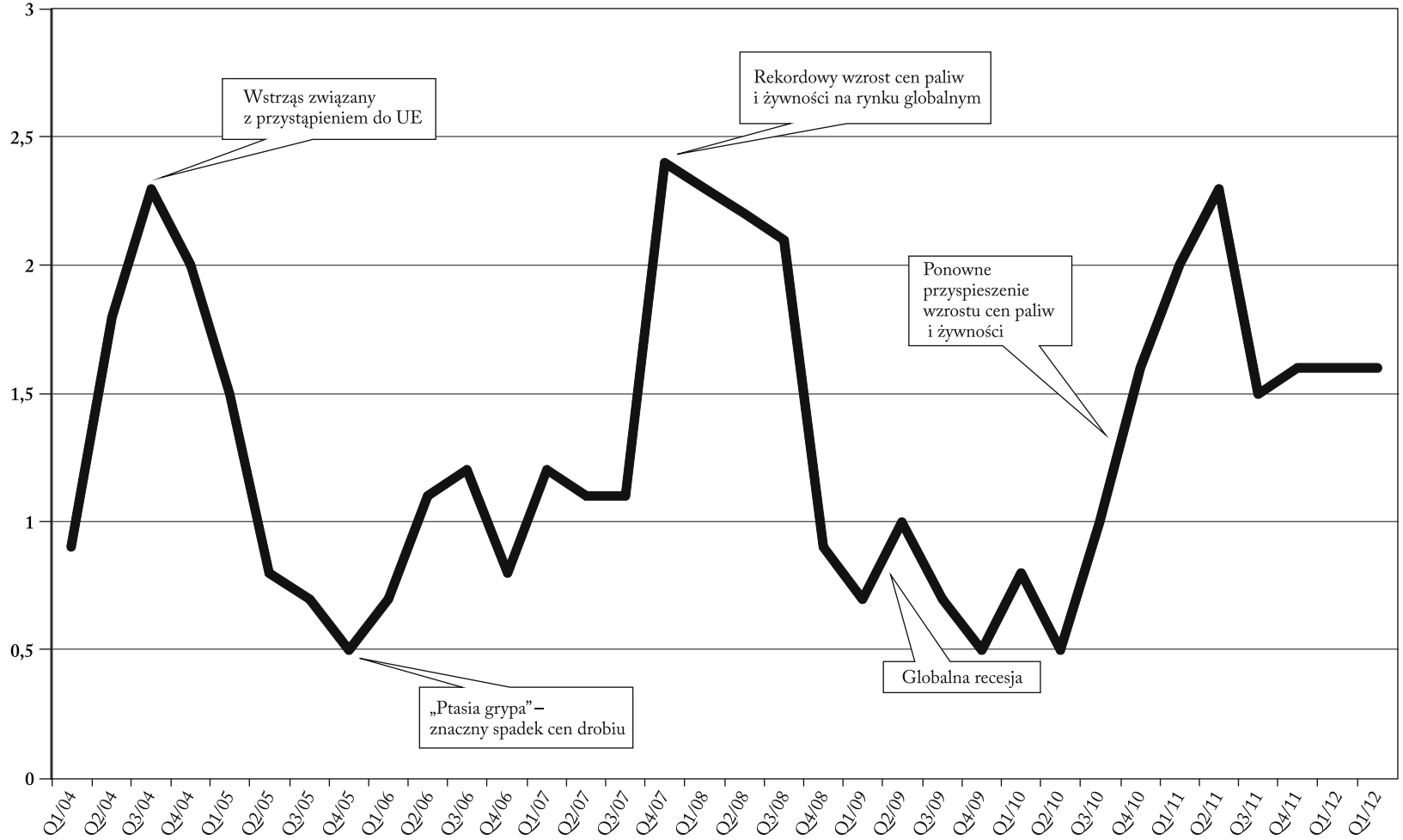
Nawet pobieżny rzut oka na wskaźniki CPI i inflacji bazowej w latach 2004–2012 w Polsce pozwala zauważyć, że ich odchylenia od siebie podlegały istotnym zmianom. W ośmioletnim okresie od Q1/2004 do Q2/2012 przewyższenie wskaźnika CPI ponad wskaźnik inflacji bazowej wahało się od 0,5 do 2,4 p.p.. Średnia wartość tego przewyższenia wyniosła we wskazanym okresie 1,3 p.p. Pozwala to na sformułowanie dwóch spostrzeżeń o bardziej ogólnym charakterze:

- po pierwsze – w okresie minionych ośmiu lat nie zdarzyło się, by **łącznie** efekt zmian cen żywności i energii wniósł do CPI wartość ujemną. Przeciwnie – kontrybucja tej części „koszyka inflacyjnego” oznaczona była zawsze znakiem dodatnim. Nawet, jeśli w zakresie cen żywności okresowo odnotowywano deflację, to nie niwelowała ona całkowicie występującego równocześnie wzrostu cen energii. Zjawisko to skłoniło mnie do posługiwania się w tekstach publicystycznych terminem „dokładki żywnościowo-energetycznej” (lub „nakładki żywnościowo-energetycznej”), który syntetycznie obrazować miał fakt, że ceny żywności i energii potraktowane łącznie stanowią komponent, który w sposób nieprzerwany – chociaż z różną intensywnością – przesuwa CPI w górę;
- po drugie – nawet, gdyby założyć sytuację – czysto hipotetyczną – trwałego ustabilizowania inflacji bazowej na pewnym określonym poziomie, to i tak należałoby się liczyć z możliwością wzrostów CPI nawet o mniej więcej 2 p.p., co stanowiłoby konsekwencję zmian cen żywności i energii. Gdyby ów hipotetyczny, stabilny poziom inflacji bazowej oznaczyć jako „x”, to – w świetle danych historycznych – możliwe byłyby sytuacje, gdy CPI wynosiłby „x + 0,5 p.p.” (w warunkach bardzo spokojnej sytuacji na rynkach żywności i energii), „x + 2,4 p.p.” (w warunkach silnych napięć na wspomnianych rynkach) oraz „x + 1,3 p.p.” (gdy warunki na rynkach zbliżone byłyby do stanów średnich). Jednocześnie porównanie trzech opisanych sytuacji z celem inflacyjnym pozwala wskazać, że taki hipotetyczny poziom inflacji bazowej, który dawał-

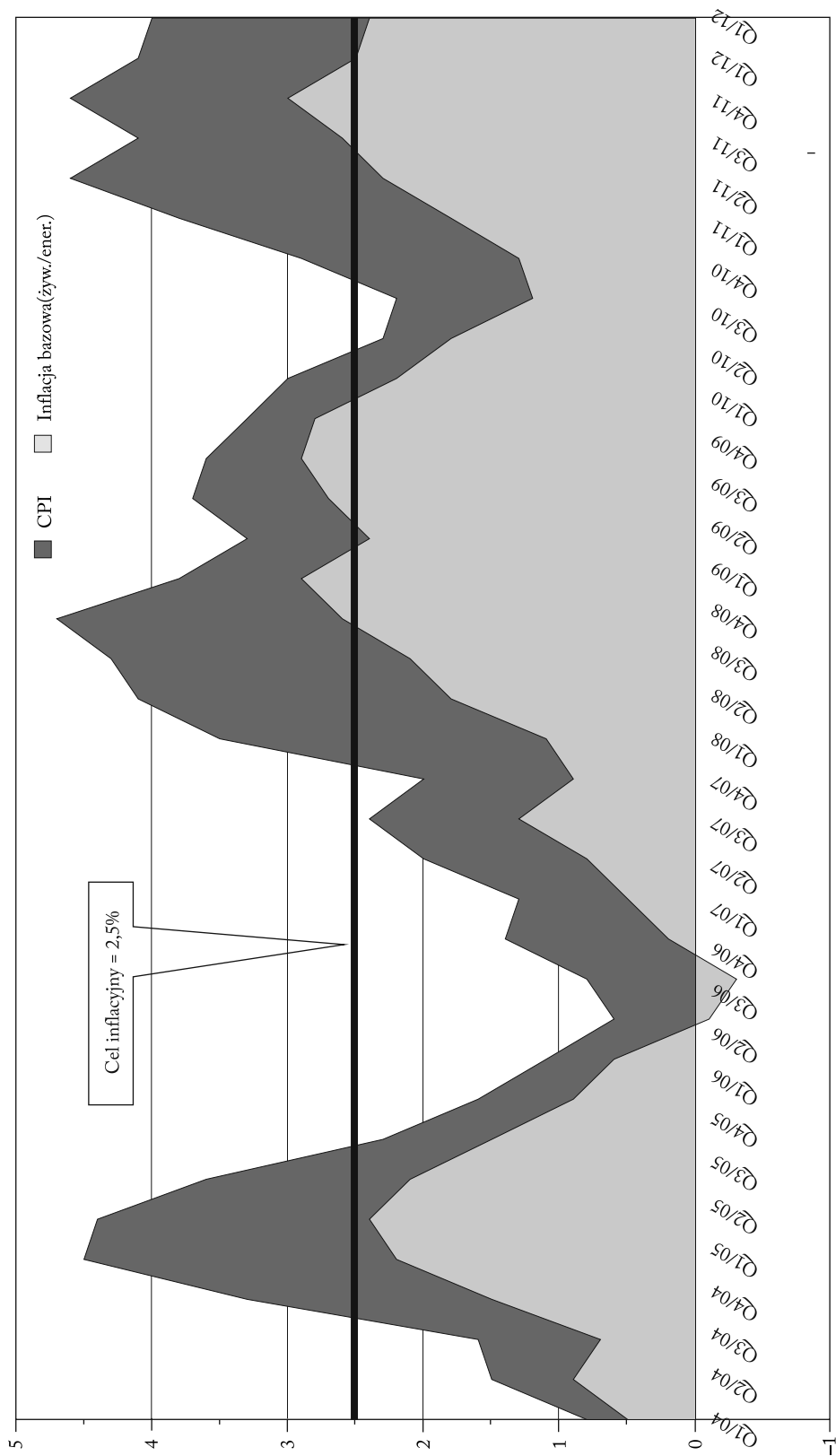
by wysokie prawdopodobieństwo utrzymania CPI na celu inflacyjnym lub przynajmniej wewnątrz przedziałów odchyień od niego, powinien pozostawać w bardzo wąskim przedziale 1,0–1,1% (byłaby to – używając języka Fed-u – swoista *Comfort Zone* dla inflacji bazowej w Polsce). Ze względu na to, jak wąski jest ów przedział, być może należałoby mówić po prostu o punktowym utrzymaniu inflacji bazowej na poziomie zbliżonym do 1%.

Patrząc z dzisiejszej perspektywy, stosunkowo łatwo możemy zidentyfikować przyczyny fluktuacji w przewyższeniu CPI ponad inflację bazową – uwarunkowania rozszerzania się lub zawężania tego przewyższenia w poszczególnych okresach (trafnych ocen uwarunkowań, które mają znaczenie dla polityki pieniężnej, zawsze najłatwiej dokonuje się *ex post*). W kwartałach drugim i trzecim 2004 r. znaczące rozszerzenie przewyższenia CPI ponad inflację bazową spowodowane było głównie „szokiem unijnym”, czyli wzrostem cen związanym z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej (głównie chodzi o efekt wprowadzenia uregulowań UE dotyczących polityki rolnej, a także wzrost popytu zewnętrznego na żywność). Wyraźne skurczenie się odstępu między CPI a inflacją bazową na początku 2006 r. miało źródło w wygasaniu wstrząsów związanych z przystąpieniem do UE, w epidemii „ptasiej grypy” i w głębokim spadku cen mięsa drobiowego, które stanowi znaczący składnik grupy artykułów żywnościowych, a także w znaczącej aprecjacji złotego, moderującej cenę importowanej ropy naftowej. Ponowne rozszerzenie się opisywanego odstępu w ostatnim kwartale 2007 r. i utrzymanie się w tej postaci w pierwszej połowie 2008 r. towarzyszyło końcówce fazy ekspansji, która przypadła w gospodarce globalnej na lata 2004–2008. Z kolei globalna recesja w 2009 r. raz jeszcze zawężyła odstęp i stan taki utrzymał się aż do czasu zżycia na przełomie 2009–2010.

Jeśli CPI osiąga umiarkowanie lub znacząco wyższy poziom za sprawą mniejszej lub większej „dokładki żywnościowo-energetycznej”, to przecież należy pamiętać o tym, że u podstaw wskaźnika znajduje się około 60% „koszyka inflacyjnego”, która to część stanowi zbiór służący do obliczania inflacji bazowej. W latach 2004–2012 jej wahania kształtowały się w przedziale od



Ryc. 1. Różnica między CPI a inflacją bazową



Ryc. 2. Inflacja bazowa na tle CPI oraz celu inflacyjnego: Q3/2003 – Q2/2012

–0,3% (wartość średnia kwartalna w Q2/2006) do 3% (w Q4/2011) – rozpiętość przedziału wyniosła 3,3 p.p. Należy zwrócić uwagę na fakt, że najniższy poziom przedziału wyznaczyła wartość ujemna. W tym samym okresie skala wahań CPI była większa – od 0,6% (wartość średnia kwartalna w Q1/2006) do 4,7% (w Q3/2008), co daje rozpiętość przedziału w wysokości 4,1 p.p. Jednakże w przypadku CPI – w ujęciu średnich wartości kwartalnych – zjawisk deflacyjnych nie zaobserwowano.

Wykres 2 potwierdza postawioną wcześniej hipotezę, że trafienie w cel inflacyjny najbardziej prawdopodobne jest wtedy, gdy inflacja bazowa zbliżona jest do polskiej *Comfort Zone* (1,0–1,1%), a wielkość „dokładki żywnościowo-energetycznej” kształtuje się blisko wieloletniej średniej (1,3 p.p.). Z sytuacją zbliżoną do takiej mieliśmy do czynienia w trzech pierwszych kwartałach 2007 r. (inflacja średnioroczna w 2007 r. wyniosła 2,5%) oraz od drugiego do ostatniego kwartału 2010 r. (inflacja średnioroczna w 2010 r. osiągnęła 2,6%). Nie zapominając o umowności postrzegania inflacji w zamkniętych, określonych odcinkach czasu, a tym samym o umowności średniorocznych wartości CPI, lata 2007 i 2010 traktować można jako okres jednoznacznych sukcesów w polityce pieniężnej, która opierała się na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ustanowionego na poziomie 2,5%.

Jeśli komponenty żywnościowy i energetyczny wskaźnika inflacji pozostają poza kontrolą polityki pieniężnej, to jednak inflacja bazowa zdaje się poddawać jej działaniom. Kolejny fragment niniejszych rozważań poświęcony zostanie kwestii reakcji władzy monetarnej w okresach zmian inflacji bazowej i próbie uchwycenia efektów podjętych decyzji.

2. Decyzje polityki pieniężnej wobec zmian inflacji bazowej

W latach 2004–2012 odnotować można trzy okresy wyraźnego wzrostu inflacji bazowej. Pierwszy z nich towarzyszył przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej i widoczny był przez wszystkie kwartały 2004 r. Drugi zbiegł się z końcową częścią fazy ekspansji w latach

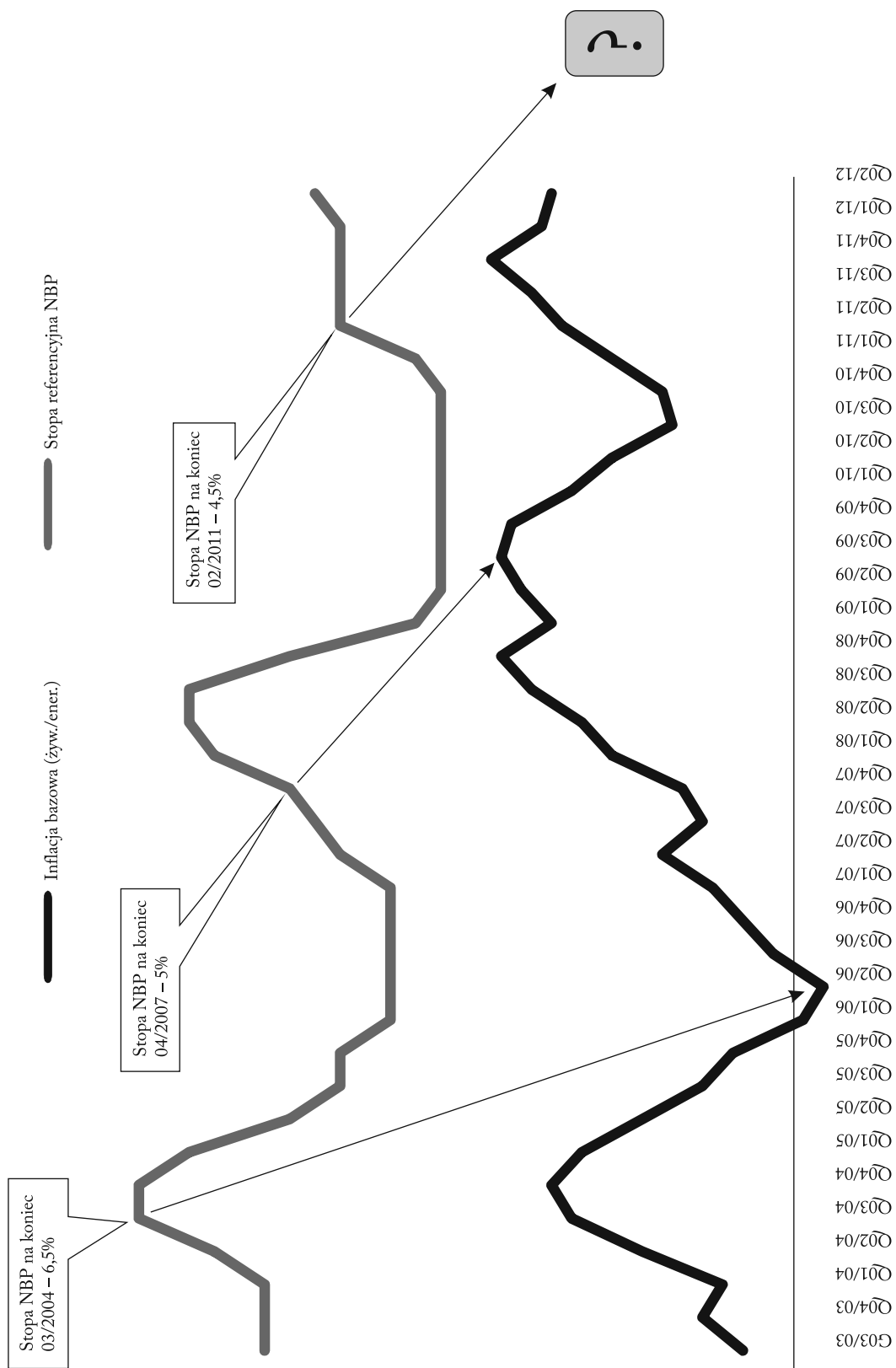
2007–2008. Trzeci rozpoczął się wraz z ożywieniem w roku 2010 i przedłużył na wszystkie kwartały 2011.

We wszystkich trzech przypadkach na wzrost inflacji bazowej nałożyły się reakcje polityki pieniężnej, ale ich charakter był odmienny i przyniósł zróżnicowane efekty.

W pierwszym przypadku reakcja RPP była szybka, mocna i skoncentrowana w czasie. Szybki wzrost inflacji bazowej dokonał się w drugim kwartale 2004 r. i jej wyjście poza *Comfort Zone* nastąpiło pod koniec tego kwartału, a już w trzecim przeprowadzona została znaczna podwyżka referencyjnej stopy procentowej (o 125 punktów bazowych), która skoncentrowana została w trzech ruchach w kolejnych miesiącach kwartału¹. Akceptując przeprowadzone w NBP wyliczenia, w myśl których najsilniejsza reakcja inflacji na prowadzoną politykę pieniężną dokonuje się z opóźnieniem około siedmiu kwartałów (opóźnienie w transmisji polityki pieniężnej)², odpowiedzi na pytanie o trafność decyzji podjętych w trzecim kwartale 2004 r. należy szukać w drugim kwartale 2006 r. W zakresie inflacji bazowej odnotowano w tym kwartale odczyt ujemny (–0,3%), co było najniższą wartością w całym okresie 2004–2012. Ponieważ równocześnie wkład komponentu żywnościowo-energetycznego do CPI uległ zawężeniu do 1,1 p.p., CPI ukształtował się na poziomie 0,8%, a więc znacząco poniżej dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Sytuacja taka stała się źródłem opinii, że reakcja RPP w 2004 r. cechowała się nadmiernym natężeniem, a nawet, że wręcz była błędem (komentarze takie pojawiają się zresztą do chwili obecnej). Wydaje się, że świadomość pewnego przereagowania w odpowiedzi na wy-

¹ Nie sugeruję oczywiście, że RPP II kadencji w lecie 2004 r. operowała pojęciem *Comfort Zone*, ani że odczyt inflacji bazowej stanowił wówczas główną przesłankę jej decyzji. Spojrzenie na ówczesne działania przez pryzmat inflacji bazowej wynika wyłącznie z koncepcji niniejszych rozważań, a nie jest w żadnym stopniu próbą zaprezentowania historycznego opisu procesu podejmowania decyzji przez RPP II kadencji. Uwaga ta odnosi się również do zaprezentowanych tutaj pozostałych dwóch przypadków wzrostu inflacji bazowej.

² Oszacowania w tym zakresie przeprowadził – między innymi – T. Łyziak (2002).



Ryc. 3. Inflacja bazowa i stopa referencyjna NBP: Q3/2003 – Q2/2012

zwanie powstałe w roku 2004, nie pozostała bez wpływu na działania RPP II kadencji w późniejszym okresie.

W drugim przypadku proces wzrostu inflacji bazowej dokonywał się w odmienny sposób niż w przypadku pierwszym. W 2004 r. inflacja bazowa wzrosła i wykroczyła poza *Comfort Zone* w okresie jednego kwartału. Natomiast w 2006, po osiągnięciu minimum w kwartale drugim, zaczęła się wyraźnie podnosić, ale przez trzy kolejne kwartały, aż do pierwszego w 2007 r. włącznie, pozostawała **poniżej** *Comfort Zone*. Rozpoczynając cykl zacieśnienia polityki pieniężnej w kwietniu 2007 r., RPP raczej nie była spóźniona (nie działała *too late*). Problematyczne jest natomiast to, czy cykl zacieśnienia został zrealizowany z dostateczną intensywnością (a więc – czy nie zrobiono *too little*). Cykl rozciągnięto na pięć kwartałów, trzy pierwsze cechowały się bardzo ostrożnymi ruchami, a działania w dwóch ostatnich – zwłaszcza w kwartale pierwszym 2008 r. – nosiły znamiona nadrabiania niedostatków działań wcześniejszych. Patrząc na wysokie poziomy inflacji bazowej w dwóch ostatnich kwartałach 2009 r. (odpowiednio 2,9% i 2,8%), można dojść do wniosku, że – być może – dałoby się tych poziomów uniknąć, gdyby siedem kwartałów wcześniej stopa referencyjna nie wynosiła 5%, lecz 6% lub 6,25%. Innymi słowy – gdyby podwyżki stopy referencyjnej nie zostały przesunięte na pierwsze półrocze 2008 r., ale cały cykl zacieśnienia został skoncentrowany w trzech kwartałach roku 2007. Można wprowadzić argumentację, że w trzecim kwartale 2010 inflacja bazowa wróciła do *Comfort Zone* i że stało się to w dziewięć kwartałów (długość opóźnień może być zmienna) po ostatniej podwyżce stopy referencyjnej w roku 2008, ale przecież równocześnie trudno przeczyć, iż zasadniczą rolę w obniżeniu wskaźnika inflacji bazowej odegrała globalna recesja, a polityka pieniężna prowadzona w 2008 r. w najlepszym razie stanowiła jej wsparcie. W pewnym sensie globalna recesja wyręczyła RPP II kadencji z działań niepodjętych rok wcześniej.

Trzeci przypadek wzrostu inflacji bazowej nastąpił w warunkach ożywienia gospodarczego na przełomie lat 2010–2011. Po okresie jej przebywania w pobliżu *Comfort Zone* w drugiej połowie 2010, pierwszy kwartał 2011 r. wystar-

czył, by znalazła się ona na poziomie znacząco wyższym i zarazem wyraźnie poza tą strefą. Z punktu widzenia tempa przemieszczenia się wskaźnika inflacji bazowej poza *Comfort Zone* przypadek trzeci przypominał więc przypadek pierwszy. Różnica polegała na tym, że tym razem kontynuacja wzrostu wskaźnika była dłuższa i w czwartym kwartale roku 2011 wyprowadziła go na najwyższy poziom w całym okresie 2004–2012 (3%). W połączeniu z kolejnym, znacznym powiększeniem się w pierwszej połowie 2011 r. wkładu komponentów żywnościowego i energetycznego do CPI sprawiło to, że rekordowa okazała się także inflacja średnioroczna roku 2011 (średnioroczny CPI osiągnął 4,3%). Wracając do perspektywy, która lata 2007 i 2010 pozwoliła ocenić jako okresy największych sukcesów w realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, 2011 r. potraktować wypada jako czas największej porażki. Uwzględnienie opóźnień w reakcji inflacji na prowadzoną politykę pieniężną nie pozwala odpowiedzialności za tę porażkę złożyć na barki RPP III kadencji, lecz każe się bardzo poważnie zastanowić nad trafnością dwóch ostatnich obniżek stopy procentowej w 2009 r. dokonanych przez RPP II kadencji.

Reakcja RPP na wzrost inflacji bazowej nie wydaje się spóźniona – przeprowadzenie pierwszej podwyżki stopy referencyjnej na początku 2011 r. uznać można za działanie nadążające za zmianą wskaźnika. Wątpliwości budzi natomiast przesunięcie dalszych podwyżek na drugi kwartał i ich łączna skala (100 punktów bazowych). W świetle obu wcześniejszych doświadczeń należy zaryzykować twierdzenie, że z większym prawdopodobieństwem można byłoby oczekiwać powrotu inflacji bazowej do *Comfort Zone* w czwartym kwartale 2012 r., gdyby podwyżki stopy referencyjnej skoncentrowane zostały w pierwszym kwartale 2011 i wyniosły łącznie 125 punktów bazowych. Osiągnięcie sytuacji powrotu do *Comfort Zone* o kwartał później – w pierwszym w roku 2013 – obarczone jest większym znakiem zapytania. Oczywiście nie można wykluczyć, że również w przypadku trzecim – podobnie jak w drugim – RPP zostanie wyręczona przez spowolnienie gospodarcze.

3. Wnioski

Przeprowadzone rozważania pozwalają na sformułowanie kilku wniosków:

- po pierwsze – w obliczu powtarzających się szoków podaźowych (przede wszystkim na rynkach żywności i energii) i wynikających z nich silnych wzrostów wkładu tych komponentów do CPI, właściwym sposobem na utrzymanie tego wskaźnika w pobliżu celu inflacyjnego 2,5% lub przynajmniej w przedziałach odchyień od celu jest ustabilizowanie inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii);
- po drugie – doświadczenie lat 2004–2012 wskazuje, że wspomniana wyżej stabilizacja inflacji bazowej powinna zostać dokonana w przedziale 1,0–1,1%. Może być on traktowany jako *Comfort Zone* inflacji bazowej w Polsce. Fakt, że jest bardzo wąski, skłania ku rozważeniu punktowej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie zbliżonym do 1%;
- po trzecie – polityka pieniężna może efektywnie powstrzymać wzrost inflacji bazowej ponad *Comfort Zone* pod warunkiem, że podwyżki stopy referencyjnej podejmowane są natychmiast po zaobserwowaniu pierwszych objawów nadmiernego wzrostu inflacji bazowej (wraz z zagrożeniem jego kontynuacji – *forward-looking approach*), mają znaczącą skalę (100–125 punktów bazowych) i skoncentrowane w relatywnie krótkim okresie (najlepiej w jednym kwartale);
- po czwarte – jeśli reakcja polityki pieniężnej na wzrost inflacji bazowej (postrzegany

aktualnie i oczekiwany w przyszłości) okaże się zbyt słaba, jedynym procesem, który inflację bazową może sprowadzić ponownie do *Comfort Zone*, staje się recesja lub poważne spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Przedstawione rozważania zawierają sugestię, że trafiać w „zewnętrzny” cel inflacyjny (wrażony w CPI i przekazany do wiadomości publicznej), wymaga posiadania przez bank centralny pomocniczego celu „wewnętrznego” wyrażonego we wskaźniku inflacji bazowej. Jest to sugestia daleko idąca, jednak w świetle dotychczasowych doświadczeń wydaje się, że jej rozważenie może być uzasadnione.

Bibliografia

Blinder A.S. (2006). *Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers*. CEPS Working Paper, nr 129.

Chmielewski T., Kot A. (2006). „Impact of globalization? Changes in the MTM in Poland”. MPRA – Munich Personal RePEc Archive.

Łyziak T. (2002). *Monetary Transmission Mechanism in Poland, The Strength and Delays*. Working Paper, nr 26, Narodowy Bank Polski.

Papadimitriou D.B., Wray L.R. (1996). *The Consumer Price Index as a Measure of Inflation and Target of Monetary Policy: Does the FED Know What it is Fighting?* Working Paper, nr 164. Annandale-on-Hudson: The Jerome Levy Economics Institute.

Rubaszek M. (2011). „Kurs równowagi. Wpływ kursu walutowego na gospodarkę”, w: A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Core inflation as an auxiliary target in the achievement of the primary inflation target in Poland

In many countries, including Poland, central banks have adopted the monetary policy strategy known as inflation targeting. Usually, inflation targets are formulated as a given level of consumer price index (CPI). However, this measure includes food and energy prices, which are almost entirely beyond the impact of monetary policy decisions. Thus, while shaping monetary policy reactions, it seems justified to take into account core inflation (excluding food and energy prices).

Key words: inflation target, consumer price index, core inflation, central bank's reference rate, monetary policy reaction.