

Dorota Zbierchowska

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Słowa kluczowe: *polityka pieniężna, inflacja, systemy kursu walutowego, Europa Środkowo-Wschodnia.*

Abstrakt: Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, która w ostatnich latach stosowana jest przez kilkadziesiąt banków centralnych na świecie, wiąże się z rezygnacją z wyznaczania celów pośrednich polityki pieniężnej. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej stanowią interesujący przykład stosowania strategii BCI w warunkach różnych systemów kursu walutowego (od kursu stałego z dopuszczalnym pasmem wahań do kursu płynnego niezależnego). Celem artykułu jest przedstawienie założeń teoretycznych strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, wskazanie zarówno korzyści, jak i potencjalnych zagrożeń płynących z przyjęcia tej strategii. Analiza empiryczna dotyczy porównania rezultatów prowadzenia strategii BCI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Czechy, Słowacja, Węgry).

WPROWADZENIE

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w ostatnich kilkunastu latach stała się popularnym sposobem prowadzenia polityki monetarnej przez banki centralne wielu krajów na świecie¹. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej stanowią interesujący przykład stosowania tej strategii w warunkach różnych systemów kursu walutowego – od reżimu kursu stałego z dopuszczalnym pasmem wahań do reżimu kursu płynnego niezależnego.

Celem artykułu jest przedstawienie założeń teoretycznych strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, wskazanie zarówno korzyści, jak i potencjalnych

¹ Według oficjalnych danych MFW na koniec 2006 roku strategię BCI prowadziło 27 krajów.

zagrożeń płynących z przyjęcia tej strategii. Analiza empiryczna dotyczy porównania rezultatów prowadzenia strategii BCI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Czechy, Rumunia, Słowacja, Węgry).

ZAŁOŻENIA TEORETYCZNE STRATEGII BCI

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) wiąże się z rezygnacją z wyznaczania celów pośrednich polityki pieniężnej i oznacza, że bank centralny nie powinien być zobowiązany lub wyrażać chęci osiągania innych celów, które mogą być postrzegane jako konkurencyjne względem celu inflacyjnego. W strategii BCI zadaniem banku centralnego jest prowadzenie polityki monetarnej w taki sposób, aby przyrost cen w średnim okresie nie przewyższał określonego, na ogół bardzo niskiego wskaźnika inflacji². Ściśle rzecz biorąc, bank centralny ustala cel inflacyjny, a następnie kontroluje jego realizację przez okresowo prowadzone prognozy inflacyjne. Kiedy istnieje zagrożenie przekroczenia założonego celu inflacyjnego, bank centralny zwiększa restrykcyjność prowadzonej polityki pieniężnej, poprzez podniesienie stóp procentowych w takim stopniu, w jakim jest to niezbędne dla osiągnięcia założonego celu³.

Masson i in. wymieniają dwa warunki wstępne niezbędne do prowadzenia w danym kraju strategii bezpośredniego celu inflacyjnego⁴:

- 1) niezależność banku centralnego,
- 2) brak zobowiązań banku centralnego, dotyczących poziomu kursu walutowego lub innej zmiennej nominalnej.

Warunek występowania w danym kraju systemu płynnego kursu walutowego pojawia się również w teoretycznej analizie właściwości strategii bezpośredniego celu inflacyjnego dokonanej przez B. Bernake i in.⁵. W zasadzie jest to warunek konieczny dla skuteczności tak prowadzonej polityki pieniężnej. W praktyce gospodarczej zdarzają się co prawda kraje, które stosują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego w systemach kursów pośrednich, są to jednak jednostkowe przypadki⁶. Ponadto po wprowadzeniu tej strategii widoczna jest w tych krajach ewolucja w kierunku kursów płynnych.

² A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, PWN, Warszawa 2008, s. 126.

³ M. Sobol, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s.60.

⁴ P. Masson, M. Savastano, S. Sharma, *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, IMF Working Paper, WP/97/30, IMF 1997, s. 3.

⁵ B. Bernake, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting - Lesson from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999, s. 4-6.

⁶ W Polsce strategię BCI wprowadzono jednak jeszcze w okresie stosowania kursu stałego w 1999 roku.

Inni teoretycy dodają kolejne elementy tej strategii. R. Kokoszczyński, dokonując analizy opracowań teoretycznych w tym zakresie, wymienia najważniejsze elementy strategii BCI⁷:

- publiczne ogłaszanie średniookresowego, skwantyfikowanego celu inflacyjnego;
- formalnoprawne przyjęcie stabilności cen jako najważniejszego długookresowego celu polityki pieniężnej;
- wykorzystanie wielu wskaźników ekonomicznych w procesie podejmowania decyzji;
- zwiększona przejrzystość strategii polityki pieniężnej oparta na intensywnej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi (jej przedmiotem są cele i plany działań polityki pieniężnej);
- zwiększona odpowiedzialność banku centralnego za realizację celów inflacyjnych.

KORZYŚCI I ZAGROŻENIA ZWIĄZANE ZE STOSOWANIEM STRATEGII BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO

Strategia BCI, ze względu na jej charakterystyczne cechy prowadzi do osiągnięcia przejrzystości i wiarygodności banku centralnego⁸. Do zwiększenia przejrzystości realizowanej polityki przyczynia się przede wszystkim poprawa polityki informacyjnej banku centralnego, czyli sposobu komunikowania się ze społeczeństwem. Natomiast wiarygodność wynika głównie z jasnego określenia celu inflacyjnego polityki monetarnej, który stanowi tzw. kotwicę nominalną, i jest bardziej zrozumiałą dla uczestników życia gospodarczego niż cele pośrednie, np. szerokie agregaty pieniężne, stopy procentowe czy kurs walutowy⁹. Ważną cechą strategii BCI jest fakt, iż nie narzuca ona żelaznych reguł reakcji na wystąpienia określonych zjawisk w gospodarce, zapewniając znaczną elastyczność działań banku centralnego. Jednocześnie jednak ogranicza ona w pewien sposób swobodę polityki pieniężnej, nie dając możliwości jej prowadzenia w sposób niespójny z realizowanym celem finalnym¹⁰.

⁷ R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 85.

⁸ M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny w Polsce. Z założenia i realizacja*, CeDuWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2007, s. 9.

⁹ Więcej na temat celów pośrednich polityki pieniężnej czytaj w: M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 26–32, P. Szpunar, *Cele polityki pieniężnej i jej skuteczność*, „Bank i Kredyt” 6/1998, s. 71–80.

¹⁰ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000, s. 120.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia bankowi centralnemu wpływ na kształtowanie się oczekiwań podmiotów gospodarczych. Pozwala także społeczeństwu na „uczenie się” zachowania podstawowych zmiennych makroekonomicznych oraz reakcji na nie polityki monetarnej¹¹.

W literaturze przedmiotu obok wielu potencjalnych korzyści, związanych ze stosowaniem strategii BCI, pojawiają się także liczne argumenty przeciwko prowadzeniu polityki pieniężnej opartej na tej strategii. Do najważniejszych zaliczyć można¹²:

- 1) zbytnią sztywność,
- 2) dopuszczanie zbyt wielu możliwości działań dyskrejonalnych,
- 3) możliwość zwiększenia cyklicznych wahań produkcji,
- 4) ryzyko obniżenia wzrostu gospodarczego,
- 5) możliwość ograniczenia wiarygodności banku centralnego, z powodu trudności realizacji celu inflacyjnego, zwłaszcza w warunkach długich i zmiennych opóźnień,
- 6) niezapobieganie dominacji fiskalnej,
- 7) zagrożenie niestabilnością finansową z powodu stosowania wymaganego dla skuteczności tej strategii systemu kursu płynnego.

Zagrożenia te wynikają przede wszystkim z tego, że kontrola władzy monetarnej nad inflacją nie jest pełna, gdyż inflacja zależy od wielu czynników, w tym takich, na które bank centralny nie ma żadnego wpływu¹³. Problemem jest także kwestia opóźnień czasowych transmisji monetarnej, wszelkie posunięcia banku centralnego odbijają się bowiem na poziomie inflacji dopiero po upływie kilku kwartałów¹⁴. Niektóre badania pokazują nawet, że w wyniku zmiany w polityce pieniężnej inflacja spada dopiero po około 15–20 miesiącach¹⁵. Do skutecznej realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego konieczna jest znajomość przez bank centralny mechanizmów transmisji i długości opóźnień od zmiany polityki pieniężnej do ich wpływu na procesy realne, pieniężne i inflację. Bez dobrej znajomości tych mechanizmów trafienie w cel inflacyjny za pomocą instrumentów polityki pieniężnej jest trudne, a czasem nawet niemożliwe¹⁶.

Z wprowadzeniem i stosowaniem w danym kraju strategii BCI wiążą się też liczne dylematy¹⁷: sformułowanie celu inflacyjnego punktowo czy w postaci pasma (w przypadku wyboru pasma ustalenie jego optymalnej

¹¹ M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wyd. AE, Poznań 2007, s. 27.

¹² Ibidem, s. 28.

¹³ M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 9.

¹⁴ M. Sobol, op. cit., s. 61.

¹⁵ Szerzej na temat analizy mechanizmów transmisji w Polsce czytaj w: K. Rybiński, *Wpływ polityki pieniężnej na proces dezinflacji w Polsce*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000, s. 56–57.

¹⁶ K. Rybiński, op. cit., s. 56.

¹⁷ A. Wojtyła, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004, s. 152.

szerokości); decyzja o tym, kto ogłasza cel inflacyjny; wyznaczenie właściwego horyzontu czasowego ogłaszanych celów oraz odpowiedź na pytanie, czy słuszne jest dokonywanie korekty celu w trakcie jego obowiązywania; wybór miary zmian cen.

STOSOWANIE STRATEGII BCI W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ – ANALIZA EMPIRYCZNA

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej strategia bezpośredniego celu inflacyjnego najwcześniej została przyjęta w Czechach, krajem zaś, który ma najkrótsze doświadczenia ze stosowaniem tej strategii, jest Rumunia (od 2005 r.). Strategia ta wprowadzana była w warunkach różnych systemów kursowych,

Tabela 1. Systemy kursowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej stosujących strategię BCI

Kraj	Data wprowadzenia strategii BCI	System kursu walutowego w momencie wprowadzenia strategii	Zmiany w polityce kursu walutowego
Czechy	1.01.1998 r.	system kursu płynnego kierowanego	b.z.
Słowacja	implicite 1.10.1998 r. explicite 1.01.2005 r.	system kursu płynnego kierowanego	od 28.11.2005 r. – ERM II – system stałego kursu walutowego z dopuszczalnym pasmem wahań +/- 1%
Polska	1.01.1999 r.	system pełzającego pasma wahań +/- 12,5 %	marzec 1999 r. – rozszerzenie pasma wahań do +/- 15%; od 11.01.2000 – system płynnego kursu walutowego
Węgry	12.06.2001 r.	system pełzającego pasma wahań +/- 15 %	od października 2001 r. – system stałego kursu walutowego z +/- 15% pasmem wahań
Rumunia	sierpień 2005 r.	system kursu płynnego kierowanego	b.z.

Źródło: opracowanie własne.

w tych krajach mieliśmy również do czynienia ze zmianami polityki kursu walutowego. W tabeli 1 przedstawiono datę wprowadzenia strategii BCI oraz systemu kursu walutowego w okresie jej obowiązywania.

Wprowadzenie w styczniu 1998 r. w Czechach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego nastąpiło w warunkach niestabilnej sytuacji na rynkach finansowych spowodowanej kryzysem walutowym w maju 1997 roku, w wyniku którego – po okresie stosowania systemu stałego kursu walutowego – został upłynniony kurs korony, nastąpił też wzrost inflacji i oczekiwań inflacyjnych¹⁸. Początkowo zdecydowano się na przyjęcie wskaźnika inflacyjnego w postaci inflacji netto, obliczanego poprzez wyłączenie ze wskaźnika CPI cen regulowanych i podatków pośrednich. Wybór ten był uzasadniony przede wszystkim ówczesną skalą deregulacji cen¹⁹. Od kwietnia 2001 r. jako odniesienie ustalono wskaźnik CPI. Cele inflacyjne na lata 1998–2001 ogłaszane były przez bank centralny corocznie, następnie na okres 2002–2005 i 2006–2009. Publikowano również kwartalne raporty o inflacji i prognozy inflacyjne. Prowadzona polityka pieniężna była w dużym stopniu wiarygodna i udało osiągnąć część zakładanych celów inflacyjnych (tabela 2). Przykład Czech wskazuje ponadto, że w przypadku otwartej gospodarki bardzo ważne jest od początku wprowadzenia strategii BCI budowanie wiarygodności banku centralnego poprzez klarowne założenia oraz intensywną komunikację ze społeczeństwem i rynkami finansowymi²⁰.

Na Słowacji strategia BCI prowadzona była *implicite* od momentu wprowadzenia systemu kursu płynnego w październiku 1998 r. Bank centralny prowadził politykę walutową ukierunkowaną jedynie na ograniczenie nadmiernych wahań kursu walutowego. Powodem wprowadzenia wówczas tej strategii tylko domyślnie była duża wrażliwość inflacji na niestabilny proces deregulacji cen, a także mała przejrzystość polityki monetarnej²¹. Cel inflacyjny na okres „t+1” był określany w grudniu roku „t” i regularnie uaktualniany w maju roku „t+1”, od 2001 r. bank centralny publikował również prognozę średnioterminową dla okresu „t+4”. W okresie 1998–2004 mieliśmy do czynienia z dużymi wahaniami inflacji (w 1999 r. nawet do 12%, a w 2003 r. wzrosła ona do poziomu 7% z ok. 2% w 2002 r.). Od 2005 r., kiedy to przyjęto *explicite* strategię BCI i usztywniono kurs korony słowackiej, wprowadzając mechanizm ERM II, cel inflacyjny w postaci wskaźnika

¹⁸ Szerzej na temat warunków wprowadzenia strategii BCI w Czechach czytaj w: J. Maciewicz-Łyziak, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w Czechach, Polsce i na Węgrzech*, „Ekonomista” 6/2007, s. 910.

¹⁹ Czytaj więcej w: *Ten Years of Inflation Targeting 1998–2007*, National Czech Bank, March 2008, s. 2.

²⁰ W. Coats (red.) *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of Czech Republic*, Czech National Bank and International Monetary Fund 2000, s. 200–201.

²¹ Por. W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 256.

Tabela 2. Cele inflacyjne i ich realizacja w Czechach w latach 1998-2008

Rok	Założenia (%)	Inflacja na koniec roku (%) – CPI	Odchylenia (pkt. proc.)
1998	5,5 – 6,5	6,8	+ 0,3
1999	4,0 – 5,0	2,5	- 1,5
2000	3,5 – 5,5	4,0	ok.
2001	2,0 – 4,0	4,1	+ 0,1
2002	2,0 – 4,0	0,6	- 1,4
2003	2,0 – 4,0	1,0	- 1,0
2004	2,0 – 4,0	2,8	ok.
2005	1,0 – 3,0	2,2	ok.
2006	3,0 +/-1,0	1,7	- 0,3
2007	3,0 +/-1,0	5,4	+ 1,4
2008	3,0 +/-1,0	6,6 (IX 2008)	+ 2,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Czech.

HICP ustalono na poziomie ok. 2% (tabela 3). Pozwoliło to – pomimo nieosiągnięcia wszystkich zakładanych celów – na spełnienie kryteriów konwergencji i przystąpienie Słowacji do strefy euro (od 1 stycznia 2009 r.).

Tabela 3. Cele inflacyjne i ich realizacja na Słowacji w latach 2005–2008

Rok	Założenia (%)	Inflacja na koniec roku (%) – HICP	Odchylenia (pkt. proc.)
2005	3,5 +/-0,5	3,75	ok.
2006	pon. 2,5	3,7	+ 1,2
2007	pon. 2,0	2,5	+ 0,5
2008	pon. 2,0	4,5 (IX 2008)	+ 2,5

Źródło: jak w tabeli 2.

W Polsce strategia BCI została przyjęta, podobnie jak w Czechach i na Węgrzech, w obliczu utraty skuteczności przez dotychczas stosowaną politykę pieniężną. Jednym z głównych argumentów za jej wprowadzeniem od stycznia 1999 r. było dążenie do przełamania oczekiwań inflacyjnych. Efekty stosowania tej strategii przez Narodowy Bank Polski przedstawiono w tabeli 4. Widać wyraźnie, że w całym okresie jej stosowania nie udało się ani razu osiągnąć wskaźnika inflacji odpowiadającego zaplanowanej. W tym czasie inflacja charakteryzowała się co prawda dużą zmiennością, ale jednocześnie polityka pieniężna realizowana w okresie 1999–2006 w znacz-

nym stopniu przyczyniła się do spadku inflacji i przyczyniła się do stabilizacji makroekonomicznej w Polsce²².

Tabela 4. Cele inflacyjne i ich realizacja w Polsce w latach 1999–2008

Rok	Założenia (%)	Inflacja na koniec roku (%) – CPI	Odchylenia (pkt. proc.)
1999	8,0 – 8,5; 6,6 – 7,8*	9,8	+ 2,0
2000	5,4 – 6,8	8,5	+ 1,7
2001	6,0 – 8,0	3,6	- 2,4
2002	5,0 +/- 1,0; 3,0 +/- 1,0**	0,8	- 1,2
2003	3,0 +/- 1,0	1,7	- 0,3
2004	2,5 +/- 1,0	4,4	+ 0,9
2005	2,5 +/- 1,0	0,7	- 0,8
2006	2,5 +/- 1,0	1,4	- 0,1
2007	2,5 +/- 1,0	4,0	+ 0,5
2008	2,5 +/- 1,0	4,5 (IX 2008)	+ 1,0

* zmiana w marcu 1999 r.

** zmiana w czerwcu 2002 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Węgry, które zastosowały strategię BCI w połowie 2001 roku, w związku z wprowadzeniem nowego ustawodawstwa o bankowości centralnej, są przykładem realizacji tej strategii w warunkach stałego kursu walutowego. Cele inflacyjne wyznaczano w stosunku do wskaźnika CPI (patrz tabela 5), jednocześnie jednak bank centralny przyjął sprecyzowany cel kursowy (do 2003 r. Narodowy Bank Węgier podawał do publicznej wiadomości także pożądany poziom kursu forinta, po utracie wiarygodności polityki pieniężnej w 2004 r. dane te nie są już upubliczniane)²³. Mimo takiego dualizmu celów prowadzonej polityki monetarnej udało się osiągnąć część zakładanych celów inflacyjnych²⁴. W takich warunkach jednak władze węgierskie wciąż borykają się z wyborami – wynikającymi z logiki niespójnego trójkąta rozwiązań systemowych – pomiędzy kontrolą kursu walutowego a realizacją zakładanych celów polityki pieniężnej.

²² Na temat ewolucji polityki pieniężnej NBP i jej skuteczności czytaj w: M. Sobol, op. cit., s. 156–167.

²³ Więcej na temat polityki pieniężnej Węgier w tym okresie czytaj w: ibidem, s. 309–321.

²⁴ Szczegółową analizę dotyczącą stosowania strategii BCI na Węgrzech w latach 2001–2006 znaleźć można w artykule: Á. Csermely, I. Hamecz, G. Orbán, *The inflation targeting regime in Hungary*, Magyar Nemzeti Bank, //english.mnb.hu (17.11.2008).

Tabela 5. Cele inflacyjne i ich realizacja na Węgrzech w latach 2001–2008

Rok	Założenia (%)	Inflacja na koniec roku (%) - CPI	Odchylenia (pkt. proc.)
2001	7,0 +/-1,0	6,8	ok.
2002	4,5 +/-1,0	4,8	ok.
2003	3,5 +/-1,0	5,7	+ 1,2
2004	3,5 +/-1,0	6,8	+ 2,3
2005	4,0 +/-1,0	3,6	ok.
2006	3,5 +/-1,0	3,9	ok.
2007	3,0 +/-1,0	8,0	+ 4,0
2008	3,0 +/-1,0	6,3 (VIII 2008)	+ 2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Węgier.

Rumunia, która w sierpniu 2005 r., w warunkach systemu płynnego kursu kierowanego, przyjęła strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, podobnie jak większość krajów zastosowała wskaźnik inflacji CPI oraz – poza pierwszym rokiem stosowania tej strategii - cel w postaci pasma. Bank centralny od tego momentu ogłasza kwartalne raporty o inflacji, podaje również do wiadomości społeczeństwa prognozy inflacyjne. Dane w tabeli 6. pokazują że poza rokiem 2006 nie udało się ustabilizować dynamiki cen na poziomie zgodnym z ogłaszanym celem. Trudno jednak w tym stosunkowo krótkim okresie oceniać skuteczność prowadzenia strategii BCI w Rumunii.

Tabela 6. Cele inflacyjne i ich realizacja w Rumunii w latach 2005–2008

Rok	Założenia (%)	Inflacja na koniec roku (%) – CPI	Odchylenia (pkt. proc.)
2005	7,5	8,6	+ 1,1
2006	5,0 +/- 1,0	4,9	ok.
2007	4,0 +/- 1,0	6,6	+ 1,6
2008	3,8 +/- 1,0	7,3 (X 2008)	+ 2,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Rumunii.

ZAKOŃCZENIE

Jak pokazuje powyższa analiza, mimo podobieństw w założeniach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, które wybrały ten rodzaj strategii polityki pieniężnej w różnych momentach procesu transformacji, w samej realizacji strategii BCI zauważyć można pewne różnice (wskaźnik inflacji, horyzont czasowy). Widoczne są także wyraźne różnice w prowadzonej polityce kursowej. Mimo iż w teorii zakłada

się niemożność realizacji strategii BCI w warunkach kontroli kursu walutowego, w praktyce na Węgrzech oraz na Słowacji istniał dodatkowy cel banku centralnego w postaci kursu walutowego.

Widać wyraźnie, że pomimo realizacji jedynie niewielkiej części z zakładanych celów inflacyjnych w Czechach, Słowacji, na Węgrzech i w Rumunii, w Polsce zaś żadnego z oficjalnych celów, te kraje osiągnęły wyraźne postępy w ograniczaniu inflacji.

Literatura

- Bernake B., Laubach T., Mishkin F., Posen A., *Inflation Targeting – Lesson from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999.
- Coats (red.) *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of Czech Republic*, Czech National Bank and International Monetary Fund 2000.
- Csermely Á, Hamecz I., Orbán G., *The inflation targeting regime in Hungary*, Magyar Nemzeti Bank, //english.mnb.hu (17.11.2008).
- Czech National Bank, //www.cnb.cz/en (17.11.2008).
- Jurek M., Marszałek P., *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wyd. AE, Poznań 2007.
- Każmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, PWN, Warszawa 2008.
- Kokoszcyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004.
- Mackiewicz-Łyziak J., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w Czechach, Polsce i na Węgrzech*, „Ekonomista” 6/2007.
- Magyar Nemzeti Bank, //english.mnb.hu (17.11.2008).
- Masson P., Savastano M., Sharma S., *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, IMF Working Paper, WP/97/30, IMF 1997.
- Musielak-Linkowska M., *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDuWu, Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2007.
- Narodowy Bank Polski, //www.nbp.pl (17.11.2008).
- National Bank of Romania, //www.bnro.ro (17.11.2008).
- National Bank of Slovakia, //http://www.nbs.sk (17.11.2008).
- Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wolters Kluwer 2007.
- Rybiński K., *Wpływ polityki pieniężnej na proces dezinflacji w Polsce*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000.
- Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Szpunar P., *Cele polityki pieniężnej i jej skuteczność*, „Bank i Kredyt” 6/1998.
- Szpunar P., *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000.
- Ten Years of Inflation Targeting 1998–2007*, National Czech Bank, March 2008.
- Wojtyła A., *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.

The Strategy of Direct Inflation Targeting – Experiences of the Countries of Middle-East Europe

Summary

This paper aims at presenting theoretical assumptions of the strategy of direct inflation targeting as well as profits and potential threats stemming from the acceptance of that strategy. Empirical analysis compares the results of implementation of the BCI strategy in the Central and Eastern European countries (Poland, Czech Republic, Romania, Slovakia, Hungary).

