

Reakcje banków centralnych na wstrząsy naftowe lat 70.

Central Banks' Response to Oil Price Shocks in the 1970s

*Elżbieta Skrzyszewska-Paczek**

Streszczenie

Artykuł zawiera analizę porównawczą reakcji banków centralnych Niemiec, Szwajcarii, Japonii, USA, Wielkiej Brytanii i Kanady na pierwszy (1973–1974) i drugi (1979–1980) wstrząs naftowy. W obliczu pierwszego wstrząsu naftowego banki centralne Niemiec, Szwajcarii i Japonii utrzymały prowadzoną wówczas restrykcyjną politykę pieniężną, w znacznym stopniu ograniczając wpływ wzrostu cen ropy na inflację do tzw. efektów pierwszej rundy. W rezultacie szybko zahamowały wzrost inflacji, prowadząc ją w drugiej połowie lat 70. do niższych poziomów niż w pozostałych analizowanych krajach, a w dodatku przy mniejszych kosztach w postaci wzrostu bezrobocia. Banki centralne USA, Wielkiej Brytanii i Kanady w obawie przed recesją dokonały natomiast gwałtownego zwrotu i zaczęły prowadzić ekspansywną politykę pieniężną. W rezultacie inflacja i bezrobocie w drugiej połowie lat 70. były wyższe w tej grupie krajów.

Po doświadczeniach z okresu pierwszego wstrząsu naftowego wszystkie analizowane banki podobnie zareagowały na drugi wstrząs naftowy: zacieśniły swoje polityki pieniężne, wykazując silną determinację w dążeniu do stłumienia inflacji.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, kontrola podaży pieniądza, wstrząs naftowy.

Abstract

This article compares responses to the first (1973/1974) and the second (1979/1980) oil price shocks by the central banks of Germany, Switzerland, Japan, the USA, the United Kingdom and Canada.

Faced with the first oil price shock the central banks of Germany, Switzerland and Japan continued the restrictive monetary policy stance, what allowed them to limit the impact of growing oil prices on inflation mostly to the first round effects. As a result, they quickly managed to slow down inflation growth to the levels lower than those in other analysed countries and, what is more, with lower costs as measured by the rise in unemployment. In contrast, the central banks of the USA, the United Kingdom and Canada, for fear of recession, turned abruptly towards expansive monetary policy stance. Consequently, in this group of countries inflation and unemployment in the second half of 1970s were higher.

Having in mind the experience of the first oil price shock, all the central banks under analysis reacted to the second oil price shock in a similar way: they tightened their monetary policies and showed strong determination in dampening inflation.

Keywords: monetary policy, monetary targeting, oil price shock.

JEL: E52, E58

* Narodowy Bank Polski, Departament Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych.

Wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych w ciągu ostatnich dwóch lat osiągnął poziom porównywalny z odnotowanym w okresie wstrząsów naftowych w latach 70. Podobnie jak wówczas ceny ropy osiągnęły swoje historyczne maksima. Warto w związku z tym przypomnieć, jaka była w latach 70. reakcja polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej, głównych krajów wysoko rozwiniętych na te wydarzenia.

Ogólna charakterystyka polityki gospodarczej krajów wysoko rozwiniętych w reakcji na wstrząsy naftowe lat 70.

Kryzys naftowy 1973-1974

Kryzys naftowy w latach 1973–1974 nastąpił w okresie wysokiego wzrostu gospodarki światowej, któremu towarzyszyła nasilająca się presja inflacyjna. Wzrost realnego PKB krajów G-7 w I półroczu 1973 r. wyniósł 8,5% (w ujęciu rocznym), przy inflacji sięgającej 7% (wobec 4% w 1972 r.)¹. W reakcji na tę sytuację jeszcze przed wybuchem kryzysu naftowego zacieśniono politykę pieniężną i fiskalną w krajach G-7: krótkoterminowe nominalne stopy procentowe wzrosły średnio dla G-7 z 4,5% w 1972 r. do prawie 8% w 1973 r. (w ujęciu realnym wzrost był znacznie niższy), odnotowano też pewną poprawę wyników sektora finansów publicznych. W rezultacie tempo wzrostu gospodarczego prawdopodobnie zaczęło spadać (choć z wysokiego poziomu), zanim nastąpił pierwszy kryzys naftowy.

Bezpośredni wpływ pogorszenia *terms of trade* krajów OECD, wywołanego pierwszym kryzysem naftowym, na ich PKB wyniósł według szacunków MFW około -2,6%. W połączeniu z wcześniejszym zacieśnieniem polityki makroekonomicznej spowodowało to spadek tempa ich wzrostu gospodarczego w 1974 r. i w pierwszym półroczu 1975 r.

Próbując przeciwdziałać recesji, kraje G-7 sięgnęły po środki polityki fiskalnej i pieniężnej. Jeśli chodzi o politykę fiskalną, to ich reakcja była podobna: znaczne złagodzenie polityki fiskalnej – głównie w 1975 r.

W zakresie polityki pieniężnej stosowano natomiast różne podejścia. W warunkach spadającej produkcji i rosnącej inflacji w latach 1974–1975 USA, Francja, Włochy, Wielka Brytania i Kanada zrezygnowały ze stosowanej wcześniej restrykcyjnej polityki

pieniężnej. W rezultacie np. w USA stopa procentowa (*federal funds rate*), która w połowie 1974 r. wzrosła do około 12%, w pierwszym półroczu 1975 r. spadła poniżej 6%, a w ujęciu realnym stopy procentowe pozostały bliskie zera do końca lat 70. Ekspansywna polityka pieniężna w tej grupie krajów mogła przyczynić się do ożywienia gospodarczego, które rozpoczęło się w drugiej połowie 1975 r. Jednak ze względu na opóźnienia reakcji gospodarki na zmiany stóp procentowych polityka ta mogła też nasilić późniejszą presję inflacyjną i przyczynić się do zwiększenia kosztów jej stłumienia.

Niemcy i Szwajcaria zastosowały odmienne podejście: utrzymały restrykcyjną politykę pieniężną wprowadzoną jeszcze przed kryzysem naftowym. Wpływ wzrostu cen ropy na inflację został w znacznym stopniu ograniczony do efektów pierwszej rundy i w drugiej połowie lat 70. inflacja wróciła w tych krajach do niskich poziomów.

Z kolei w Japonii ekspansywna polityka pieniężna prowadzona na początku lat 70. przyczyniła się do wzrostu produkcji i inflacji w 1973 r. W połowie 1973 r. Bank Japonii zacieśnił politykę pieniężną, utrzymując restrykcyjną politykę po wybuchu pierwszego kryzysu naftowego. W rezultacie, choć po skoku cen ropy inflacja wzrosła do 23% w 1974 r. (efekt wysokiej zależności Japonii od importowanej ropy), potem szybko spadła – do około 4% w 1978 r.

Istotną zmianą, która nastąpiła w okresie pierwszego kryzysu naftowego we wszystkich krajach G-7 z wyjątkiem USA, był znaczny wzrost udziału dochodów z pracy w dochodach narodowych tych krajów (*ang. labour share of national income*). Wynikało to z dużego w tym okresie rozpowszechnienia mechanizmów indeksacyjnych i, w rezultacie, silnej reakcji płac na wzrost cen ropy.

Kryzys naftowy 1979-1980

Gdy wybuchł drugi kryzys naftowy, tempo wzrostu gospodarczego największych krajów uprzemysłowionych było niższe niż przed pierwszym kryzysem. Towarzystwo mu wyższe bezrobocie i mniejszy stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Inflacja, choć w wielu krajach nadal wysoka, na ogół spadała, a nie rosła, jak to było w 1973 r. Wyjątkiem były USA, gdzie presja inflacyjna w tym okresie narastała.

Bezpośredni wpływ drugiego wstrząsu naftowego na PKB tych krajów poprzez pogorszenie *terms of trade* wyniósł, według szacunków MFW, około -3,7%, tj. był o 1 punkt procentowy silniejszy niż wpływ pierwszego wstrząsu.

W przeciwieństwie do sytuacji po pierwszym wstrząsie naftowym reakcja polityki gospodarczej krajów G-7 po drugim wstrząsie wskazywała przede wszystkim na silne dążenie do stłumienia inflacji,

¹ Przytoczone w tej części artykułu dane liczbowe pochodzą z aneksu *Lessons from the Response of Advanced Economies to Previous Oil Price Hikes* do opracowania IMF (2000). Aneks ten powstał na podstawie analiz efektów wstrząsów naftowych lat 70. przeprowadzonych przez OECD i IMF, opublikowanych w różnych numerach *OECD Economic Outlook* i *World Economic Outlook* IMF.

w tym do zapobieżenia powstaniu spirali płacowo-cenowej. Nastąpiło zacieśnienie polityki pieniężnej: krótkoterminowe stopy procentowe w głównych krajach uprzemysłowionych, rosące już przed drugim wstrząsem naftowym, w 1980 i 1981 r. nadal rosły – w sumie od 1979 r. do 1981 r. średnio o 3,5 punktu procentowego. W rezultacie nastąpił powrót do dodatnich realnych stóp procentowych, które na początku lat 80. wynosiły w krajach G-7 średnio 2,5%.

Polityka fiskalna także uległa zacieśnieniu – w latach 1979–1982 zmniejszyły się deficyty strukturalne w większości krajów wysoko rozwiniętych.

W przeciwieństwie do sytuacji po pierwszym wstrząsie naftowym nie odnotowano przyspieszenia tempa wzrostu płac. W rezultacie udział dochodów z pracy w dochodach narodowych krajów G-7 na początku lat 80. pozostał w zasadzie niezmienny.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych w reakcji na wstrząsy naftowe lat 70.

Początek lat 70. to schyłkowy okres systemu z Bretton Woods, w którym polityka pieniężna głównych banków centralnych wynikała ze strategii sztywnego kursu walutowego. Stopy procentowe stanowiły w tych warunkach wielkość wynikową, podporządkowaną celowi w postaci utrzymania poziomu kursu waluty krajowej. Nierzadko prowadziło to do konfliktu celów wewnętrznej polityki gospodarczej z celem kursowym, szczególnie w okresie zaburzeń na międzynarodowych rynkach kapitałowych, związanych z postępującym rozpadem systemu z Bretton Woods. Upłynięcie kursu marki niemieckiej wobec dolara amerykańskiego w marcu 1973 r. oznaczało ostateczny upadek tego systemu.

Wydarzenia te zbiegły się z nasileniem presji inflacyjnej stymulowanej ekspansywną polityką gospodarczą USA, a od jesieni 1973 r. – z gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej (wybuch pierwszego kryzysu naftowego). Priorytetem w polityce gospodarczej większości krajów stała się wówczas walka z inflacją. Brak światowego standardu monetarnego, a tym samym brak zewnętrznej kotwicy dla polityki pieniężnej, oraz wysoka inflacja zmusiły banki centralne krajów rozwiniętych do poszukiwania strategii polityki pieniężnej opartych na indywidualnie ustalonych kotwicach nominalnych.

W tych warunkach rosła popularność strategii polityki pieniężnej, w której pośrednim celem służącym realizacji celu głównego, tj. stabilizacji cenowej, stała się kontrola podaży pieniądza (ang. *monetary targeting*). Istotnym elementem tej strategii było oficjalne ogłaszanie przyjmowanego celu pośredniego, co miało zwiększać jego rolę jako nominalnej kotwicy.

Poniżej przeprowadzono analizę polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne Niemiec, Szwajcarii, Japonii, USA, Wielkiej Brytanii i Kanady² w reakcji na wstrząsy naftowe lat 70. Skutki tej polityki – w postaci zmian stóp inflacji i bezrobocia – zilustrowano na wykresach zamieszczonych na końcu artykułu.

Niemcy³

Na początku lat 70. w gospodarce niemieckiej utrzymywała się presja inflacyjna, którą stymulowały agresywne żądania płacowe niemieckich związków zawodowych (rezultat złożonych przez rząd W. Brandta gwarancji utrzymania pełnego zatrudnienia) oraz luźna polityka fiskalna (wydatki rządowe nieprzerwanie rosły wskutek realizacji przez rząd programów socjalnych). Rząd, odrzucając ze względów politycznych możliwość cięć wydatków budżetowych, na początku 1973 r. w warunkach narastającej inflacji otwarcie wzywał, by polityka pieniężna przejęła główną rolę w stabilizowaniu gospodarki⁴.

Nie było to jednak możliwe w pierwszych miesiącach 1973 r. (gdy nadal obowiązywał sztywny kurs marki wobec dolara) ze względu na silną wówczas presję na aprecjację marki. Zamiast hamować wzrost popytu krajowego poprzez zacieśnianie polityki pieniężnej, Bundesbank musiał w tych warunkach obniżyć stopy na rynku pieniężnym. W rezultacie praktycznie utracił kontrolę nad podażą pieniądza (roczne tempo wzrostu podaży pieniądza wynosiło wówczas około 15%). Dopiero po marcu 1973 r., tj. po upłynięciu kursu marki wobec dolara, nastąpił w Niemczech okres znacznych podwyżek stóp procentowych i w rezultacie wyraźnie widoczne od połowy 1973 r. spowolnienie tempa wzrostu podaży pieniądza.

Restrykcyjna polityka pieniężna pchnęła jednak gospodarkę w kierunku recesji. Dodatkowo pogłębił ją pierwszy kryzys naftowy, który wybuchł pod koniec 1973 r. W rezultacie w 1974 r. ogólny stan niemieckiej gospodarki zasadniczo się zmienił: inflacja zaczęła słabnąć, co było dużym sukcesem w porównaniu z ówczesną sytuacją w wielu innych krajach uprzemysłowionych, ale jednocześnie następował szybki wzrost bezrobocia⁵ i to ono stało się wówczas głównym problemem niemieckiej polityki gospodarczej.

² Kraje te wybrano ze względu na ich duże znaczenie w gospodarce światowej w tym okresie. Są to członkowie G-7 (bez Włoch i Francji ze względu na powiązanie kursów ich walut z kursem marki niemieckiej w ramach systemu tzw. węża walutowego) oraz Szwajcaria (ze względu na jej pozycję jako międzynarodowego centrum finansowego).

³ von Hagen (1999a), von Hagen (1999b), Clarida, Gertler (1996), Bofinger (2001), Bernanke, Mishkin (1992), Goodhart (1989), Szpunar (2000).

⁴ Deklaracja z 18 stycznia 1973 r., którą w swoim *Raporcie 1972/73* poparła także Niemiecka Rada Doradców Ekonomicznych (CEA).

⁵ Według opinii głównego ekonomisty Bundesbanku – Schlesingera w negocjacjach płacowych związki zawodowe i pracodawcy, nie doceniając determinacji Bundesbanku w zwalczaniu inflacji w 1973 r., uzgodnili nadmierny wzrost płac, co przyczyniło się do wzrostu bezrobocia (w poprzednich latach pracodawcy przyzwyczaili się w warunkach inflacji do akceptowania wysokich żądań płacowych, które „przenosili” później na ceny).

Tabela 1. *Przyrost podaży pieniądza w Niemczech w latach 1975–1982: przyjęty cel i jego realizacja (w %)*

Rok	Agregat pieniężny	Cel ^a	Realizacja	Realizacja minus cel ^b
1975	pieniądz banku centralnego	8,0	9,8	+1,8
1976	j.w.	8,0	9,2	+1,2
1977	j.w.	8,0	9,0	+1,0
1978	j.w.	8,0	11,5	+3,5
1979	j.w.	6,0–9,0	6,4	-1,1
1980	j.w.	5,0–8,0	4,8	-1,7
1981	j.w.	4,0–7,0	3,6	-1,9
1982	j.w.	4, 0–7,0	6,1	+0,6

^a Roczne tempo przyrostu pieniądza banku centralnego liczone: w 1975 r. w relacji grudzień do grudnia, w latach 1975–1978 jako średnią roczną, a w pozostałych latach w relacji czwarty kwartał do czwartego kwartału.

^b Dla lat 1979–1980 wielkość rzeczywista minus środek przedziału celu.

Źródło: OECD Economic Survey, różne numery, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

Od połowy 1974 r. coraz powszechniej krytykowano w Niemczech politykę Bundesbanku, domagając się jej złagodzenia w celu stymulacji zatrudnienia i wzrostu gospodarczego. W samym Bundesbanku także zaczęto przychylić się do tego poglądu. Problem polegał jednak na tym, jak złagodzić politykę pieniężną, żeby jednocześnie nie stworzyć wrażenia, że Bank rezygnuje z dotychczasowego kursu na stabilizację cenową, a tym samym nie wywołać wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Rozstrzygnięto ten dylemat, ogłaszając jako pośredni cel polityki pieniężnej kontrolę rocznego tempa wzrostu podaży pieniądza. Ustalenie tego celu na odpowiedniej wysokości dawało możliwość zasygnalizowania społeczeństwu z jednej strony złagodzenia polityki pieniężnej, a z drugiej zamiaru utrzymania pod kontrolą podaży pieniądza i inflacji.

W grudniu 1974 r. po raz pierwszy ogłoszono cel w postaci rocznego tempa wzrostu pieniądza banku centralnego (bazy monetarnej) w 1975 r. w wysokości 8%. W porównaniu z 6-procentowym tempem wzrostu podaży pieniądza odnotowanym w 1974 r. ustalony cel oznaczał łagodne rozluźnienie polityki pieniężnej, co odpowiadało zwolennikom aktywnej, antycyklicznej polityki pieniężnej. Zważywszy na prognozowane tempo wzrostu gospodarczego (2%) i inflacji (6%), cel w wysokości 8% można też było interpretować jako przejaw neutralnej polityki pieniężnej. Wobec oczekiwanego wzrostu produkcji potencjalnej o 3% w 1975 r. oraz oczekiwanej „nieuniknionej”⁶ inflacji – 5%, wyznaczony cel odpowiadał także zwolennikom średniookresowej orientacji polityki pieniężnej (von Hagen 1999a, s. 425).

Jak wynika z tabeli 1, Bank nie traktował ustalanych i publicznie ogłaszanych celów dotyczących

przyrostu podaży pieniądza jak sztywnych ograniczeń, lecz raczej jako wyznaczniki ogólnego kierunku działania, które w mniejszym lub większym stopniu brał pod uwagę przy podejmowaniu bieżących decyzji z zakresu polityki pieniężnej⁷. Najczęściej u podstaw tych decyzji leżały takie zmienne (formalnie nieuwzględniane przy ustalaniu celu pieniężnego), jak stopa bezrobocia czy kurs walutowy⁸.

Przykładowo, w latach 1975–1978 cele pieniężne były systematycznie przestrzelane. Wynikało to z obaw Banku o negatywne skutki ich zrealizowania dla poziomu zatrudnienia. Ponadto w tym okresie realizacji celów nie sprzyjały też posunięcia Banku skierowane na osłabienie presji na aprecjację marki, a tym samym przeciwdziałanie jej negatywnym następstwom dla sektora eksportowego odgrywającego istotną rolę w gospodarce niemieckiej (znaczące przestrzelenie celu w 1978 r. wynikało z napływu do kraju walut zagranicznych w związku z oczekiwaną aprecjacją marki (von Hagen 1999a, s. 431).

Należy jednak zaznaczyć, że mimo wspomnianych odchyień w realizacji ogłaszanych celów pieniężnych w latach 1975–1977 utrzymano restrykcyjny kierunek polityki pieniężnej. W rezultacie udało się znacznie stopniu ograniczyć tzw. efekty drugiej rundy wywołane wstrząsem naftowym, a inflacja w drugiej połowie lat 70. spadła poniżej poziomu sprzed kryzysu (patrz wykres 1a).

Istotną rolę w realizacji tej polityki odegrała dobra komunikacja ze społeczeństwem, do której Bundesbank przywiązywał dużą wagę. Ogłaszanie celów monetarnych służyło Bankowi przede wszystkim jako narzędzie tej komunikacji. Włożono olbrzymi wysiłek (liczne publikacje i wystąpienia przedstawicieli Ban-

⁶ Termin ten (używany przez Bundesbank do 1985 r.) dotyczył inflacji w przyszłym roku i oznaczał poziom inflacji, której nie mogła zmienić bieżąca polityka pieniężna.

⁷ Dążenie Banku do uzyskania większej elastyczności działania w ramach realizowanego celu znalazło wyraz m.in. w zmianie (począwszy od 1979 r.) formy ogłaszanego celu z punktowej na przedziałową.

⁸ Należy też pamiętać, że odchylenia od realizowanego celu wynikały również z braku technicznych możliwości doskonałego kontrolowania wzrostu agregatów monetarnych.

Tabela 2. Przyrost podaży pieniądza w Szwajcarii w latach 1975–1983: przyjęty cel i jego realizacja (w %)

Rok	Agregat pieniężny	Cel ^a	Realizacja	Realizacja minus cel
1975	M1	6	4,4	-1,6
1976	M1	6	7,7	+1,7
1977	M1	5	5,5	+0,5
1978	M1	5	16,2	+11,2
1979	–	–	–	–
1980	M0	4	-0,6	-4,6
1981	M0	4	-0,5	-4,5
1982	M0	3	2,6	-0,4
1983	M0	3	3,6	+0,6

^a średnia roczna.

Źródło: OECD Economic Survey, różne numery, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

ku) w popularyzację nowej strategii, w wyjaśnianie społeczeństwu działań podejmowanych przez Bank, a także przyczyn ewentualnych niepowodzeń. Przejawem przejrzystości prowadzonej polityki było też – odmiennie niż w wielu innych bankach centralnych – całkowicie jawne przeprowadzanie kalkulacji celów monetarnych na podstawie opracowywanych przez rząd prognoz gospodarczych wraz z podaniem celu inflacyjnego.

Wszystkie te wysiłki opłaciły się: zaufanie do polityki Bundesbanku rosło, zmniejszały się oczekiwania inflacyjne, a inflacja systematycznie spadała.

Poparcie społeczne dla realizowanej strategii polityki pieniężnej z pewnością ułatwiło Bankowi podejmowanie decyzji o ponownym znacznym zacieśnieniu polityki pieniężnej w warunkach nasilenia presji inflacyjnej wywołanej drugim wstrząsem naftowym. W latach 1979–1981 nie tylko wyznaczone cele pieniężne były coraz niższe, ale także ich realizacja – w przeciwieństwie do sytuacji w poprzednich latach – była mniejsza od zakładanej (porównaj tabela 1).

Zdecydowanie Bundesbanku, aby nie dopuścić, podobnie jak w przypadku pierwszego wstrząsu naftowego, do pojawienia się efektów drugiej rundy, także tym razem dało pozytywne rezultaty. W porównaniu z innymi krajami zdołano utrzymać inflację na niskim i stabilnym poziomie, przy relatywnie niewielkim bezrobociu, choć w Szwajcarii czy Japonii – krajach o bardziej elastycznym rynku pracy – podobne efekty uzyskano przy jeszcze mniejszych kosztach po stronie zatrudniania (patrz wykresy).

Źródeł większej niż w przypadku innych banków centralnych determinacji Bundesbanku w zwalczaniu inflacji (a także społecznego przyzwolenia na to) upatruje się m.in. w historycznych doświadczeniach gospodarki niemieckiej z dwóch hiperinflacji, które miały tam miejsce w XX w.

Szwajcaria⁹

Bank Szwajcarii rozpoczął ogłaszanie pośrednich celów polityki pieniężnej w postaci rocznego tempa wzrostu M1 w 1975 r. (od 1980 r. przeszedł na M₀). Cele monetarne, podobnie jak w przypadku Bundesbanku, były ustalane całkowicie jawnie, na podstawie prognoz gospodarczych, w tym wyraźnie podawanego celu inflacyjnego. Wychodząc z założenia, że gorzej odbierane jest nietrafienie w cel w postaci przedziału niż w cel punktowy, stosowano tę ostatnią formę (Schiltknecht 1983, s. 73).

Podobnie jak Bundesbank (co potwierdzają dane tabeli 2), Bank Szwajcarii nie dążył do realizacji celów monetarnych za wszelką cenę. Traktował je jako ograniczenia o charakterze średnio- lub długookresowym (sumy dodatnich i ujemnych odchyłeń od przyjętych celów w dłuższych okresach były niewielkie), a w krótkim okresie stosował podejście elastyczne, reagując głównie na zmiany kursu walutowego.

Dążąc do zahamowania rosnącej od kilku lat inflacji, której wzrost dodatkowo pobudził pierwszy kryzys naftowy, w 1975 r. Bank wyznaczył niski cel monetarny, jednak jego realizacja była jeszcze niższa. Po osiągnięciu znacznego spadku inflacji w kolejnych trzech latach cele były przestrelane w górę; w 1978 r. aż o 11,2 pkt proc.

Był to ekstremalny przykład wspomnianego elastycznego podejścia Banku Szwajcarii do realizacji ustalonego celu monetarnego. Znaczne złagodzenie polityki pieniężnej stanowiło reakcję Banku na aprecjację waluty krajowej. Ta szczególna troska o stabilność kursu walutowego wynikała z pozycji Szwajcarii jako światowego centrum finansowego. Po zażegnaniu zagrożenia kursowego Bank powrócił wiosną 1979 r. do polityki kontroli podaży pieniądza,

⁹ Schiltknecht (1983), Bernanke, Mishkin (1992), Mishkin (2004)

Tabela 3. Przyrost podaży pieniądza w Japonii w latach 1978-1983: przyjęty cel i jego realizacja (w %)

Rok	Agregat pieniężny	Cel ^a	Realizacja	Realizacja minus cel
1978	M2	12-13	12,6	+0,1 ^b
1979	M2 + CD ^c	11	10,3	-0,7
1980	M2 + CD	8	7,6	-0,4
1981	M2 + CD	10	10,4	+0,4
1982	M2 + CD	8	8,3	+0,3
1983	M2 + CD	7	6,8	-0,2

^a Ogłaszany na początku czwartego kwartału jako „prognoza” i mierzony w relacji czwarty kwartał do czwartego kwartału poprzedniego roku.

^b wielkość rzeczywista minus środek przedziału celu.

^c certyfikaty depozytowe.

Źródło: Bank for International Settlements, *Annual Report*, różne numery, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

choć nie ogłosił celu na ten rok. Począwszy od 1980 r. cele były jednak ogłaszane, choć w innej niż przedtem postaci, a mianowicie jako roczny przyrost bazy monetarnej.

W reakcji na wzrost inflacji w 1979 r., wywołany drugim wstrząsem naftowym, na 1980 r. i 1981 r. wyznaczono niższe cele monetarne, które przestrelono w dół (zamiast założonego wzrostu M0 nastąpił jego spadek). W rezultacie presja inflacyjna została stłumiona i przez następne pięć lat inflacja systematycznie spadała, przy stopie bezrobocia utrzymującej się przez cały czas na bardzo niskim poziomie (patrz wykresy). W tym okresie skala odchyień rzeczywistych przyrostów podaży pieniądza od celu była już nieznaczna.

W sumie więc restrykcyjna polityka Banku Szwajcarii w reakcji na oba kryzysy naftowe okazała się skuteczna w tłumieniu inflacji, przy jeszcze mniejszych niż w Niemczech kosztach w postaci wzrostu bezrobocia.

Japonia¹⁰

Wzrost cen ropy naftowej pod koniec 1973 r. był prawdziwym wstrząsem dla gospodarki japońskiej, silnie uzależnionej od importu ropy. Tempo wzrostu podaży pieniądza przekroczyło w 1973 r. 20%, a inflacja skoczyła w 1974 r. do 23%, przy jednoczesnym spadku produkcji. W reakcji na tę sytuację Bank Japonii znacznie zacieśnił politykę pieniężną. W rezultacie już w 1976 r. inflacja wróciła do poziomu jednocyfrowego, wykazując do 1979 r. tendencję spadkową, przy niewielkim tylko (dzięki elastycznemu rynkowi pracy) wzroście bezrobocia, które nadal utrzymywało się na niskim poziomie w porównaniu z analizowanymi krajami (patrz wykresy).

Po doświadczeniach z okresu pierwszego kryzysu naftowego Bank Japonii, podobnie jak inne banki centralne, zaczął większą wagę przywiązywać

do tempa wzrostu podaży pieniądza, a w 1978 r. rozpoczął publikowanie „prognoz” rocznego tempa wzrostu M2 (od 1979 r. były to prognozy M2 i certyfikatów depozytowych, które wówczas wprowadzono). W odróżnieniu od innych analizowanych banków, Bank Japonii nie nazywał ich „celami” (co sugerowało, że będzie raczej monitorował, niż kontrolował ich realizację) i oficjalnie nie przyjął strategii polityki pieniężnej opartej na kontroli podaży pieniądza. Takie podejście Bank uzasadniał niską niekiedy trafnością prognoz monetarnych oraz chęcią uwzględniania w swojej polityce (mimo nacisku położonego na podaż pieniądza) także wielu innych zmiennych ekonomicznych. Publikacja „prognoz” miała w tych warunkach służyć przybliżeniu problematyki inflacji i jej źródeł społeczeństwu, a tym samym przyczyniać się do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych (Shimamoto 1983, s. 81-82).

W rzeczywistości jednak polityka Banku Japonii po 1978 r. wyraźnie wskazywała na realizowanie strategii kontroli podaży pieniądza. Potwierdziła to reakcja Banku na drugi kryzys naftowy. W 1979 r. i 1980 r. Bank szybko zredukował tempo wzrostu podaży pieniądza, nie dopuszczając do powtórzenia się sytuacji z okresu pierwszego kryzysu naftowego, gdy tempo to gwałtownie wzrosło. W rezultacie nie odnotowano skoku inflacji, a tylko jej umiarkowany wzrost – do około 8%, przy praktycznie braku negatywnych skutków po stronie zatrudnienia (patrz wykresy).

USA¹¹

Od połowy 1972 r. do połowy 1973 r. gospodarka amerykańska przechodziła nieoczekiwany boom. M1 rosło wówczas w tempie około 8% rocznie, znacznie przewyższając poziom przyjętego przez Fed celu pieniężnego. Bank zareagował na tę sytuację, podwyższając stopę funduszy federalnych – łącznie w tym okresie z 4,5% do 8,5%. Mimo to nastąpiło przegrza-

¹⁰ Shimamoto (1983), Bernanke, Mishkin (1992), Bofinger (2001), Mishkin (2004).

¹¹ Mayer (1999), Bernanke, Mishkin (1992), Mishkin (2004), Bofinger (2001).

Tabela 4. Przyrost podaży pieniądza w USA w latach 1975–1980: przyjęty cel i jego realizacja (w %)

Rok	Agregat pieniężny	Cel ^a	Realizacja	Realizacja minus cel ^b
1975	M1	5,0–7,5	5,3	-1,0
	M2	8,5–10,5	9,7	+0,2
	M3	10,0–12,0	12,3	+1,3
1976	M1	4,5–7,5	5,8	-0,2
	M2	7,5–10,5	10,9	+1,9
	M3	9,0–12,0	12,7	+2,2
1977	M1	4,5–6,5	7,9	+2,4
	M2	7,0–10,0	3,8	-4,7
	M3	8,5–11,5	11,7	+1,7
1978	M1	4,0–6,5	7,2	+2,0
	M2	6,5–9,0	8,7	+1,0
	M3	7,5–10,0	9,5	+0,8
1979	M1	3,0–6,0	5,5	+1,0
	M2	5,0–8,0	8,3	+1,8
	M3	6,0–9,0	8,1	+0,6
1980	M1	4,0–6,5	7,3	+2,1
	M2	6,0–9,0	9,6	+2,1
	M3	6,5–9,5	10,2	+2,2
1981	M1	3,5–6,0	2,3	-3,0
	M2	6,0–9,0	9,5	+2,0
	M3	6,5–9,5	11,4	+3,4
1982	M1	2,5–5,5	8,5	+4,5
	M2	6,0–9,0	9,2	+1,7
	M3	6,5–9,5	10,1	+2,1

^a Cele podawane na początku roku (w latach 1979 i 1983 w połowie roku zmieniono cele, liczone w relacji czwarty kwartał do czwartego kwartału).

^b Wielkość rzeczywista minus środek przedziału celu.

Źródło: *Monetary Reports to Congress*, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

nie gospodarki, zaczęły narastać inflacja i bezrobocie. Sytuację dodatkowo pogarszały negatywne wstrząsy podażowe. Oprócz wstrząsu naftowego i związanego z nim gwałtownego skoku cen ropy naftowej znacznie wzrosły też ceny żywności (skutek niskich światowych zbiorów). Ponadto w związku z zakończeniem obowiązywania kontroli płac i cen wysunięto też żądania podwyżek płac.

W 1974 r., gdy okazało się, że gospodarce grozi recesja, Fed radykalnie zmienił politykę pieniężną: nastąpił okres szybkich obniżek stóp procentowych (z ponad 12% do 5%).

Fed stosował agregaty monetarne jako pośrednie cele realizowanej polityki pieniężnej począwszy od 1970 r. Jednak dopiero od 1975 r. cele te były ogłaszane publicznie. W praktyce Fed nie przywiązywał dużej wagi do realizacji celów pieniężnych. Potwierdzają to stosowane procedury operacyjne. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej Fed była stopa funduszy federalnych (ang. *federal funds rate*). Co sześć tygodni Komitet Otwartego Rynku ustalał na swoim posiedzeniu docelowe, stosunkowo szerokie przedziały tempa wzrostu dla różnych agregatów

monetarnych oraz odpowiadający im wąski przedział dla stopy funduszy federalnych. W przypadku odchyień wielkości rzeczywistych od planowanych przeprowadzano operacje otwartego rynku. Jeśli okazywało się, że nie można zrealizować jednocześnie wszystkich przyjętych celów, to pierwszeństwo miała stopa funduszy federalnych. W rzeczywistości więc to ona, a nie agregaty monetarne, była pośrednim celem Fed-u.

W praktyce do 1979 r. w amerykańskiej polityce pieniężnej – wbrew oficjalnym deklaracjom – większą wagę przywiązywano do redukcji bezrobocia i utrzymania stosunkowo stabilnych stóp procentowych niż do realizacji celów monetarnych.

Jak wynika z tabeli 4, rzeczywiste tempo wzrostu M1 w latach 1975–1978 rosło mimo ustalania na coraz niższych poziomach planowanych przedziałów jego wzrostu. Z perspektywy czasu lata 1976–1978 ocenia się jako okres nadmiernej ekspansji monetarnej. Bezrobocie stopniowo spadało, a inflacja rosła – stymulowana dodatkowo słabnącym dolarem.

Tempo wzrostu inflacji wyraźnie zwiększyło się w następstwie drugiego kryzysu naftowego.

W warunkach nasilającej się presji inflacyjnej w październiku 1979 r. nowy przewodniczący Fed – Paul Volcker wprowadził zmianę w stosowanych przez Fed procedurach operacyjnych. Polegała ona na tym, że podstawowym celem operacyjnym (zamiast dotychczas stosowanej stopy rezerwy federalnej) zostały tzw. *nonborrowed reserves*, tj. środki banków zdeponowane w banku centralnym z wyłączeniem środków pożyczonych z banku centralnego. W praktyce zmiana ta oznaczała, że Fed będzie przywiązywał większą niż dotychczas wagę do realizacji przyjmowanych celów monetarnych, tolerując wyższe i bardziej zmienne stopy procentowe.

Oczekiwania te znalazły wkrótce potwierdzenie w praktyce gospodarczej. Duża skala zmienności stóp procentowych, jaką odnotowano po deklaracji Volkera, zaskoczyła rynek, przyzwyczajony do polityki łagodzenia przez Fed zmian stóp procentowych. Tempo wzrostu M1 w latach 1979–1981 było niższe i – podobnie jak stopy procentowe – bardziej zmienne niż w poprzednich latach. Cel w postaci stłumienia inflacji został osiągnięty. Inflacja zaczęła spadać począwszy od 1981 r. Ostateczne wykorzenienie wysokiej inflacji nastąpiło jednak dopiero po przejściu gospodarki amerykańskiej przez dwie recesje: w 1980 r. oraz na przełomie 1981 i 1982 r.

Podsumowując: znacznie silniejsza niż w przypadku pierwszego kryzysu naftowego determinacja Fed w zwalczaniu inflacji wywołanej drugim kryzysem naftowym zakończyła się sukcesem, który został jednak okupiony większym kosztem niż w przypadku Szwajcarii, Japonii czy Niemiec.

Wielka Brytania¹²

Bank Anglii zaczął stosować nową strategię polityki pieniężnej opartą na kontroli wzrostu M3 w sposób

¹² Goodhart (1989), Fforde (1983), Bernanke, Mishkin (1992), Bofinger (2001), Mishkin (2004).

nieformalny pod koniec 1973 r., reagując na nasilającą się presję inflacyjną. Publikację celów monetarnych Bank rozpoczął natomiast w 1976 r., po gwałtownym skoku inflacji w 1974 r. i 1975 r. (do blisko 24%).

W porozumieniu z MFW, od grudnia 1973 r. realizację przyjętych celów pieniężnych dodatkowo wspierano, stosując specjalny system ograniczający tempo wzrostu M3 poprzez opodatkowanie jednego z jego elementów – wysoko oprocentowanych depozytów bankowych (Supplementary Special Deposits Scheme, popularnie nazywany „gorsetem”). Stosowanie tego rozwiązania, zakłócającego relację między celem pośrednim (M3) a celem ostatecznym (inflacja), świadczyło o niezbyt poważnym traktowaniu przez Bank Anglii przyjętego celu pieniężnego (podobnie jak w przypadku Fed).

Mimo posługiwania się „gorsetem” Bank Anglii miał duże problemy z realizacją celów monetarnych. Nie tylko zwykle „przestrzelał” je w górę, ale też często rewidował lub odstępował od ich realizacji (patrz przypisy do tabeli 5). Jednym ze skutków takiej polityki była duża zmienność agregatów monetarnych w Wielkiej Brytanii, wyższa nawet niż w USA.

W rezultacie takiej polityki w Wielkiej Brytanii zdołano sprowadzić inflację do poziomu jednocyfrowego dopiero w 1978 r. Już w 1979 r., wraz z wybuchem drugiego kryzysu naftowego, wróciła ona jednak do poziomu dwucyfrowego, a w 1980 r. zbliżyła się do 18%.

W tej sytuacji premier M. Thatcher w 1980 r. wprowadziła *Średniokresową strategię finansową*, a w jej ramach stopniowe spowalnianie tempa wzrostu M3, eliminację różnorodnych ograniczeń funkcjonujących w gospodarce (m. in. „gorsetu”, restrykcji walutowych) oraz redukcję deficytu budżetowego.

W wyniku zastosowania tego programu inflacja – która do 1980 r. kształtowała się średnio na najwyższym wśród analizowanych krajów poziomie, przy jednocześnie wysokiej i zmiennej stopie bezro-

Tabela 5. Przyrost podaży pieniądza w Wielkiej Brytanii w latach 1976–1982: przyjęty cel i jego realizacja

Okres	Agregat pieniężny	Cel	Realizacja	Realizacja minus cel ^a
IV 1976 – IV 1977	M3	9–13 ^b	8,0	-3,0
IV 1977 – IV 1978	M3	9–13	15,1	+4,1
IV 1978 – IV 1979	M3	8–12 ^c	11,4	+1,4
X 1978 – X 1979	M3	8–12 ^d	13,7	+3,7
VI 1979 – X 1980	M3	7–11 ^e	17,2	+8,2
II 1980 – IV 1981	M3	7–11	19,4	+10,4
II 1981 – IV 1982	M3	6–10	12,8	+4,8

^a Wielkość rzeczywista minus środek przedziału celu.

^b Cel w wysokości 12% przyjęty w lipcu 1976 r. zastąpiono w grudniu 1976 r. celem w wysokości 9–13% określonym w liście intencyjnym do MFW.

^c Nowy cel wprowadzono po 6 miesiącach

^d Nowy cel wprowadzono po 8 miesiącach

^e Pierwotny cel obowiązywał do kwietnia 1980 r. Cel został przedłużony w październiku 1979 r. na rok, ale potem wprowadzono nowy cel na okres od lutego 1980 r. Źródło: OECD Economic Survey, różne numery, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

bocia – po 1980 r. wykazywała wyraźną tendencję spadkową i znacznie mniejszą zmienność (patrz wykresy).

Kanada¹³

Do wzrostu inflacji w Kanadzie w połowie lat 70. – oprócz wstrząsu naftowego – przyczyniło się też dążenie do utrzymania stałego kursu waluty krajowej wobec dolara USA po upadku systemu z Bretton Woods. W reakcji na narastającą presję inflacyjną w 1975 r. Bank Kanady przystąpił do realizacji strategii polityki pieniężnej opartej na kontroli podaży pieniądza. Program tzw. monetarnego gradualizmu, zgodnie z którym tempo wzrostu M1 miało być kontrolowane w ramach stopniowo obniżanego celu, ustalanego w formie przedziału, był częścią szerszej inicjatywy rządowej wprowadzającej kontrolę wzrostu płac i cen.

Program ten nie przyniósł w Kanadzie lepszych wyników niż w USA czy Wielkiej Brytanii, ponieważ podobnie jak w tamtych krajach bank centralny w praktyce nie traktował go poważnie. Przejawiało się to m.in. w tym, że cele monetarne ogłaszano nieregularnie, przy określaniu ich wysokości jako okresy bazowe przyjmowano okresy wyprzedzające moment ogłoszenia celu nawet o pół roku, a same cele były rzadko realizowane. Ponadto po przyjęciu nowej strategii nastąpiły: silna deprecjacja dolara kanadyjskiego i – podobnie jak w USA i Wielkiej Brytanii – wzrost inflacji.

W rezultacie od 1978 r. Bank zaczął się dystansować od strategii „monetarnego gradualizmu”, głównie ze względu na obawy związane z postępującą deprecjacją waluty krajowej. Obawy te nasiliły się na początku 1980 r., gdy dolar USA zaczął szybko aprecjować wobec dolara kanadyjskiego, co poprzez rosnące ceny w imporcie groziło skokiem inflacji w Kanadzie. Bank Kanady zareagował wówczas zacieśnienie

niem polityki pieniężnej – większym, niż wynikało to z przyjętego celu monetarnego (patrz tabela 6).

Niemożność pogodzenia dwóch celów: pieniężnego i kursowego, skłoniła w końcu Bank do wycofania się w listopadzie 1982 r. z realizacji strategii polityki pieniężnej opartej na kontroli podaży pieniądza. Inflacja przekraczała wówczas 10% i była najwyższa wśród analizowanych krajów, a jednocześnie gospodarka (podobnie jak w USA) znajdowała się w stanie recesji.

Podsumowanie – wnioski

W 1973 r. gospodarka światowa rozwijała się szybkim tempie i przy nasilającej się presji inflacyjnej. W tych warunkach analizowane kraje jeszcze przed wybuchem pierwszego kryzysu naftowego zaczęły prowadzić restrykcyjną politykę pieniężną. Wstrząs naftowy z lat 1973–1974 znacznie nasilił presję inflacyjną i jednocześnie, w połączeniu z restrykcyjną polityką pieniężną, hamował tempo wzrostu, spychając badane gospodarki w kierunku recesji.

W tej sytuacji stosowano dwa podejścia do polityki pieniężnej. Banki centralne USA, Wielkiej Brytanii i Kanady, z obawy przed dalszym pogłębieniem się recesji, dokonały gwałtownego zwrotu i zaczęły prowadzić ekspansywną politykę pieniężną. Banki centralne Niemiec, Szwajcarii i Japonii kontynuowały natomiast restrykcyjną politykę pieniężną. We wszystkich analizowanych bankach politykę tę realizowano w ramach nowej, stosowanej od połowy lat 70. strategii opartej na kontroli podaży pieniądza (w przypadku Banku Japonii – od 1978 r. i w sposób nieformalny).

Początek lat 70. był schyłkowym okresem systemu z Bretton Woods, w którym polityka banków centralnych wynikała ze strategii sztywnego kursu walutowego. Stopa procentowa była w tych warunkach wielkością wynikową, podporządkowaną celowi w postaci utrzymania kursu waluty krajowej na nie-

¹³ Thiessen (1983), Bernanke, Mishkin (1992), Mishkin (2004).

Tabela 6. Przyrost podaży pieniądza w Kanadzie w latach 1975–1982: przyjęty cel i jego realizacja (w %)

Data ogłoszenia celu	Okres bazowy	Cel (M1)	Realizacja ^a	Realizacja minus cel ^b
X 1975	V-VI 1975	10–15	9,2	-3,3
VIII 1976	II-IV 1976	8–12	15,9	+5,9
X 1977	VI 1977	7–11	14,9	+5,9
IX 1978	VI 1978	6–10	5,1	-2,9
XII 1979	IV-VI 1979	5–9	5,9	-1,1
II 1981	VIII-X 1980	4–8	0,5	-5,5
XI 1982		wycofanie się z ustalania celów		

^a Annualizowana (wyrównana sezonowo) stopa wzrostu M1 w okresie od okresu bazowego do daty ogłoszenia następnego celu monetarnego.

^b Wielkość rzeczywista minus środek przedziału celu.

Źródło: OECD Economic Survey oraz Bank of Canada Review, różne numery, cyt. za Bernanke, Mishkin (1992).

zmienionym poziomie. Ostateczny upadek tego systemu nastąpił wraz z upłynięciem w marcu 1973 r. kursu marki niemieckiej wobec dolara amerykańskiego. Brak światowego standardu monetarnego, a tym samym brak zewnętrznej kotwicy dla polityki pieniężnej, oraz wysoka inflacja zmusiły banki centralne krajów rozwiniętych do poszukiwania strategii polityki pieniężnej opartych na indywidualnie ustalanych kotwicach nominalnych. Rosnącą popularność uzyskiwała w tych warunkach strategia polityki pieniężnej, w której pośrednim celem służącym realizacji celu głównego, tj. stabilizacji cenowej, stała się kontrola podaży pieniądza. Istotnym elementem tej strategii było oficjalne ogłaszanie przyjmowanego celu pośredniego, co miało zwiększać jego rolę jako kotwicy nominalnej.

Banki centralne Niemiec, Szwajcarii, i Japonii, które w reakcji na pierwszy wstrząs naftowy prowadziły restrykcyjną politykę pieniężną, zdołały znacznie ograniczyć wpływ wzrostu cen ropy na inflację do tzw. efektów pierwszej rundy. W rezultacie szybko zahamowały wzrost inflacji, sprowadzając ją w drugiej połowie lat 70. do niższych poziomów niż w pozostałych analizowanych krajach, a w dodatku poniosły mniejsze koszty w postaci wzrostu bezrobocia.

W przypadku Niemiec i Szwajcarii bardzo pomocna w uzyskaniu tych wyników okazała się nowa strategia polityki pieniężnej. Oba banki wykorzystwały bowiem ogłaszanie celów monetarnych do poprawy komunikacji ze społeczeństwem, co zaowocowało dobrym odbiorem społecznym ich polityki, spadkiem oczekiwań inflacyjnych i systematycznym obniżaniem się inflacji, przy mniejszych kosztach niż w drugiej grupie analizowanych krajów.

Banki centralne USA, Wielkiej Brytanii i Kanady, które w reakcji na pierwszy kryzys naftowy zastosowały ekspansywną politykę pieniężną, nie uzyskały tak korzystnych rezultatów. Inflacja i bezrobocie w drugiej połowie lat 70. były wyższe w tej grupie krajów.

W USA, Wielkiej Brytanii i Kanadzie do poprawy wyników nie przyczyniła się też nowa strategia polityki pieniężnej, którą realizowano odmiennie niż w Niemczech czy Szwajcarii. Traktowano ją bowiem bardzo „elastycznie”, nie przywiązując szczególnej wagi ani do realizacji wyznaczanych celów, ani do społecznego odbioru polityki pieniężnej (np. wyznaczano jednocześnie kilka celów, ogłaszano je nieregularnie, rewidowano cele już ustalone, nie wyjaśniano przyczyn niezrealizowania celów). W rzeczywistości więc, wbrew oficjalnym deklaracjom, banki centralne tych krajów przywiązywały większą wagę do redukcji bezrobocia niż do walki z inflacją.

Odmienność podejść banków centralnych analizowanych krajów do realizacji nowej strategii polityki pieniężnej, szczególnie wyraźna w przypadku Nie-

miec i USA, miała korzenie m.in. w odmiennych doświadczeniach historycznych obu krajów. W Niemczech ukształtowały je przede wszystkim dwie hiperinflacje, przez które w XX wieku przeszła gospodarka niemiecka, a w USA – Wielki Kryzys (Kokoszczynski 2004, s. 75).

Po doświadczeniach z okresu pierwszego wstrząsu naftowego reakcje wszystkich analizowanych banków na drugi wstrząs naftowy były już podobne. Wszystkie wykazały silną determinację w dążeniu do stłumienia inflacji, w tym do zapobieżenia powstaniu spirali płacowo-cenowej. W rezultacie wszystkie zacieśniły swoją politykę pieniężną.

* * *

Zaskakujące wydarzenia, jakimi były wstrząsy naftowe lat 70., zmusiły wielu ówczesnych polityków gospodarczych do zrewidowania swoich poglądów na temat skuteczności i realnych kosztów prowadzonej polityki pieniężnej. Doświadczenia nagromadzone w tamtym okresie niewątpliwie wpłynęły na to, że współczesne banki centralne radzą sobie bez większych – jak dotąd – problemów z obserwowanym ostatnio wzrostem cen ropy. Należy oczywiście pamiętać, że obecna gospodarka światowa pod wieloma względami różni się od ówczesnej. Przede wszystkim znacznie zmniejszyła się jej zależność od ropy naftowej. Ponadto elastyczność rynków pracy w większości krajów rozwiniętych wyraźnie wzrosła, a tym samym zmalało prawdopodobieństwo pojawienia się żądań podwyżek płac w reakcji na wzrost cen ropy, tj. wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Podstawowe znaczenie dla poprawy efektywności działań podejmowanych przez współczesne banki centralne w reakcji m.in. na wstrząsy naftowe miało jednak rozpowszechnienie się od lat 90. nowej strategii polityki pieniężnej – strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), która w większości krajów okazała się skuteczną metodą stabilizowania oczekiwań inflacyjnych.

Istotą strategii BCI jest zobowiązanie banku centralnego do realizacji wyrażonego ilościowo celu inflacyjnego jako podstawowego celu polityki pieniężnej. Bank centralny, którego priorytetem jest stabilizowanie inflacji, w obliczu wstrząsu naftowego nie rozluźnia polityki pieniężnej, jak to robiło wiele banków centralnych w latach 70. Banki te stymulowały wówczas wzrost zagregowanego popytu w celu przeciwdziałania negatywnemu wpływowi wzrostu cen ropy naftowej na poziom dochodów i zatrudnienia w kraju. Ostatecznym skutkiem takiej polityki był jednak wzrost inflacji. Jeśli ponadto otoczenie banku (konsumenti, przedsiębiorstwa) spodziewało się takiej właśnie jego reakcji, powodowało to nasilenie oczekiwań inflacyjnych i – w przypadku kontynuacji takiej polityki – rozkręcenie spirali inflacyjnej. Powrót do ni-

skiej inflacji wymagał w tych warunkach zdecydowanego zacieśnienia polityki pieniężnej i, w konsekwencji, znacznego obniżenia dynamiki produkcji.

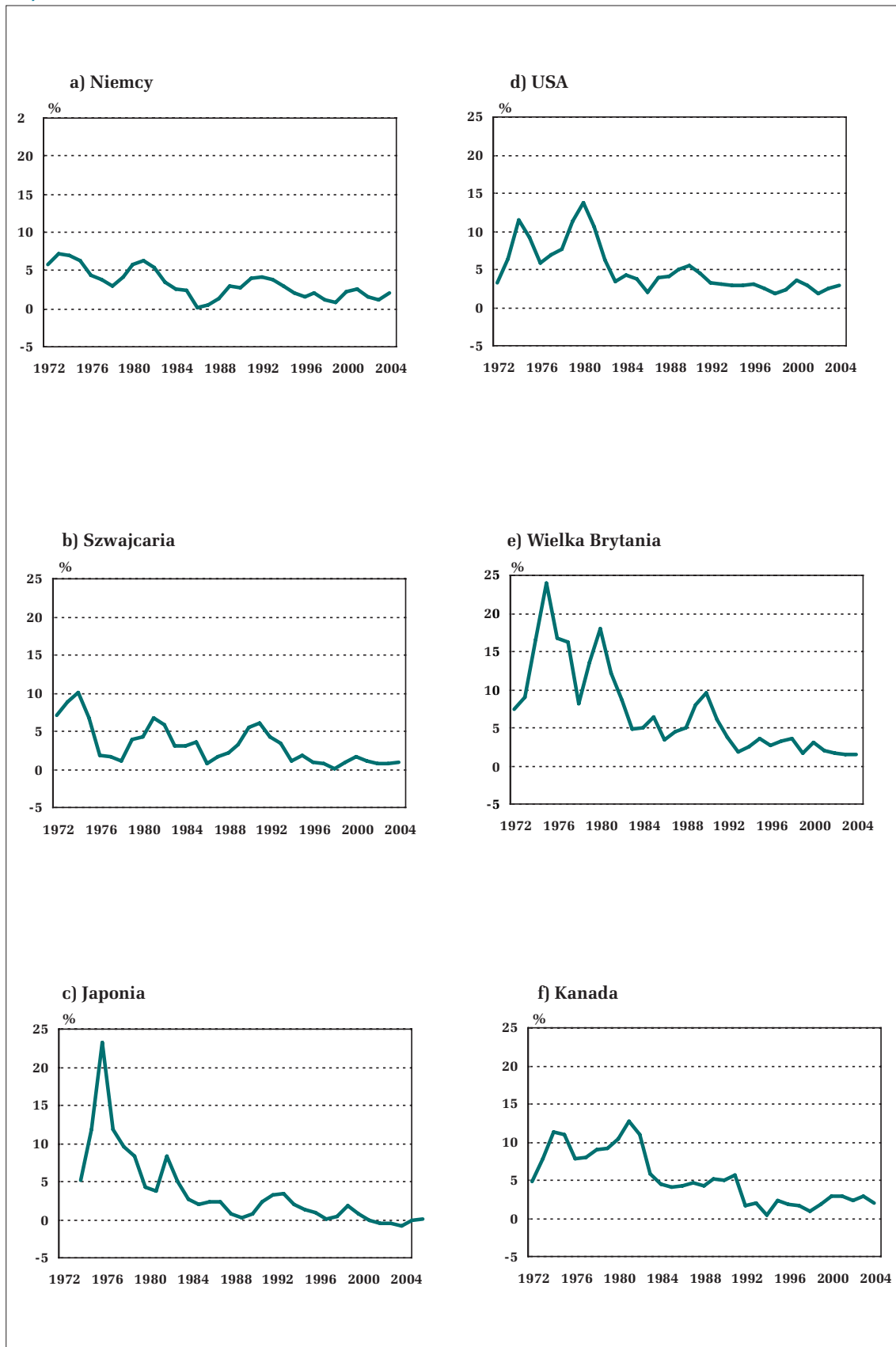
Optymalna reakcja na wstrząs naftowy banku centralnego realizującego strategię BCI zależy od reakcji konsumentów i producentów na ten wstrząs oraz od kształtowania się ich oczekiwań inflacyjnych. Gdy wstrząs naftowy nie wywołuje żądań kompensacyjnych i nie pociąga za sobą wzrostu płac i cen innych towarów, powodując tylko przejściowy wzrost inflacji (inflacja bazowa z wyłączeniem cen ropy pozostaje niezmienną), bank centralny nie musi zacieśniać polityki pieniężnej. Biorąc bowiem pod uwagę opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, taka reakcja byłaby spóźniona, a efekt inflacyjny i tak samoistnie uległby wygaszeniu.

Natomiast gdy wzrost cen ropy prowadzi do wzrostu płac i cen innych towarów (tj. wystąpienia efektów drugiej rundy) oraz utrwalenia się wyższych oczekiwań inflacyjnych, bank centralny musi reagować szybko, zacieśniając politykę pieniężną, co pozwala przywrócić inflację do poziomu celu. Im później jednak zareaguje, tj. im wyższe będą oczekiwania inflacyjne, tym większy musi być wzrost stóp procentowych, a więc tym wyższe będą koszty stłumienia inflacji w postaci obniżenia dynamiki produkcji.

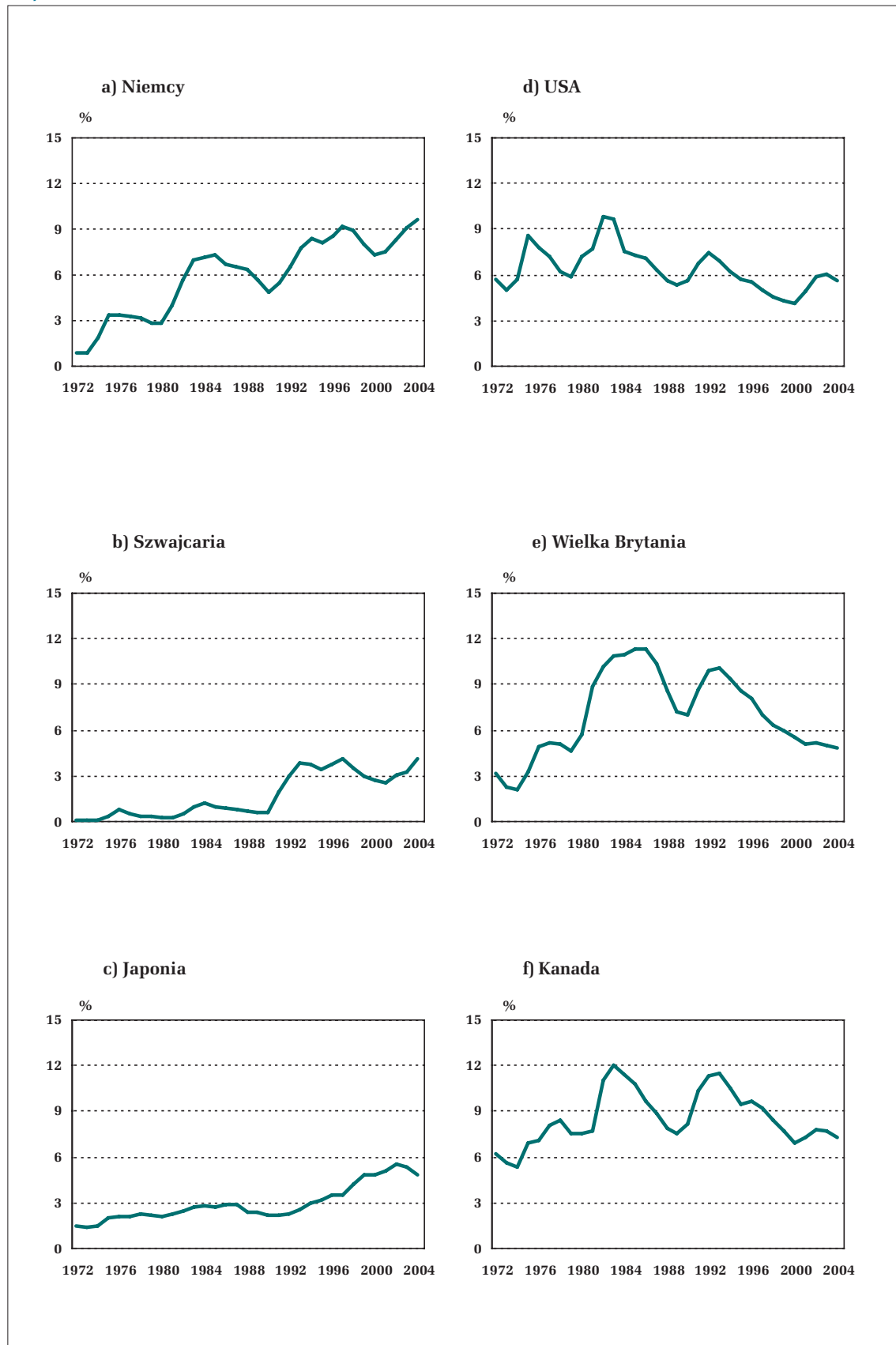
Jak wynika z doświadczeń współczesnych banków centralnych realizujących strategię BCI, straty produkcji wywołane wstrząsem naftowym można zminimalizować, jeśli bank centralny dąży przede wszystkim do ustabilizowania inflacji, a nie dochodów i zatrudnienia oraz jeśli uczestnicy rynku wierzą, że bank rzeczywiście tak postępuje. Wiarygodny bank centralny, który potrafi „zakotwiczyć” oczekiwania inflacyjne na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego, jest w stanie prowadzić efektywniejszą politykę pieniężną.

Z tego względu efektywność funkcjonowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zależy głównie od przejrzystości polityki pieniężnej oraz wypracowania przez bank centralny skutecznych technik komunikacji z otoczeniem. Pozwala to lepiej zrozumieć społeczeństwu politykę pieniężną banku oraz jego wiarygodność. W latach 70. spośród analizowanych banków centralnych tylko banki Niemiec i Szwajcarii dostrzegały znaczenie dobrej komunikacji ze społeczeństwem dla efektywności polityki pieniężnej i potrafiły tę wiedzę wykorzystać w praktyce, co przyczyniło się do ich sukcesów w walce z inflacją. Obecnie dbałość o przejrzystość polityki pieniężnej i dobrą komunikację z otoczeniem stała się standardową cechą najlepszych banków centralnych.

Wykres 1 Inflacja (CPI, średnioroczna)



Źródło: dane Komisji Europejskiej (baza danych AMECO).

Wykres 2 *Stopa bezrobocia*

Źródło: dane Komisji Europejskiej (baza danych AMECO).

Bibliografia

- Bernanke B., Mishkin F. (1992), *Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries*, "Working Paper", No. 4082, NBER, Cambridge.
- Bofinger P. (2001), *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, New York.
- Clarida R., Gertler M. (1996), *How the Bundesbank Conducts Monetary Policy*, "Working Paper", No. 5581, NBER, Cambridge.
- Fforde J.S. (1983), *The United Kingdom: Setting Monetary Objectives w: P. Meek (red.)*, *Central Bank Views on Monetary Targeting*, "Papers Presented at a Conference Held at the Federal Reserve Bank of New York in May 1982", Federal Reserve Bank of New York.
- Goodhart C.A.E. (1989), *Money, Information and Uncertainty*, The Macmillan Press Ltd, Houndmills, London.
- IMF (2000), *The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy*, IMF Research Department, Washington D.C.
- Kokoszcyński R. (2004), *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa.
- Mayer T. (1999), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States. The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965-79*, Edward Elgar Publishing, Inc., Cheltenham, Northampton.
- Mishkin F.S. (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley Longman, Boston.
- Schiltknecht K. (1983), *Switzerland: The Pursuit of Monetary Objectives*, w: P. Meek (red.) *Central Bank Views on Monetary Targeting*, "Papers Presented at a Conference Held at the Federal Reserve Bank of New York in May 1982", Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Shimamoto R. (1983), *Monetary Control in Japan*, w: P. Meek (red.) *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Papers Presented at a Conference Held at the Federal Reserve Bank of New York in May 1982, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Szpunar P. (2000), *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa.
- Thiessen G.G. (1983), *The Canadian Experience with Monetary Targeting*, w: P. Meek (red.) *Central Bank Views on Monetary Targeting*, "Papers Presented at a Conference Held at the Federal Reserve Bank of New York in May 1982", Federal Reserve Bank of New York, New York.
- von Hagen J. (1999a), *A New Approach to Monetary Policy (1971-8)*, w: Deutsche Bundesbank (red.), *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Oxford University Press, Oxford.
- von Hagen J. (1999b), *Money growth targeting by the Bundesbank*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 43, No. 3 (June).