

Part II:

**Ewolucja polityki
pieniężnej**

**4. Strategia celu
inflacyjnego**

- **Strategia kontroli podaży pieniądza okazała się skuteczna. Im niższa jednak stawała się inflacja, tym trudniej było ją kontrolować poprzez kontrolę podaży pieniądza.**
- **Banki centralne musiały sięgnąć po nową kotwicę nominalną polityki pieniężnej.**



**Dlaczego banki centralne państw wysoko
rozwinionych ustalały swoje cele
inflacyjne najczęściej na poziomie 2-2.5%?**

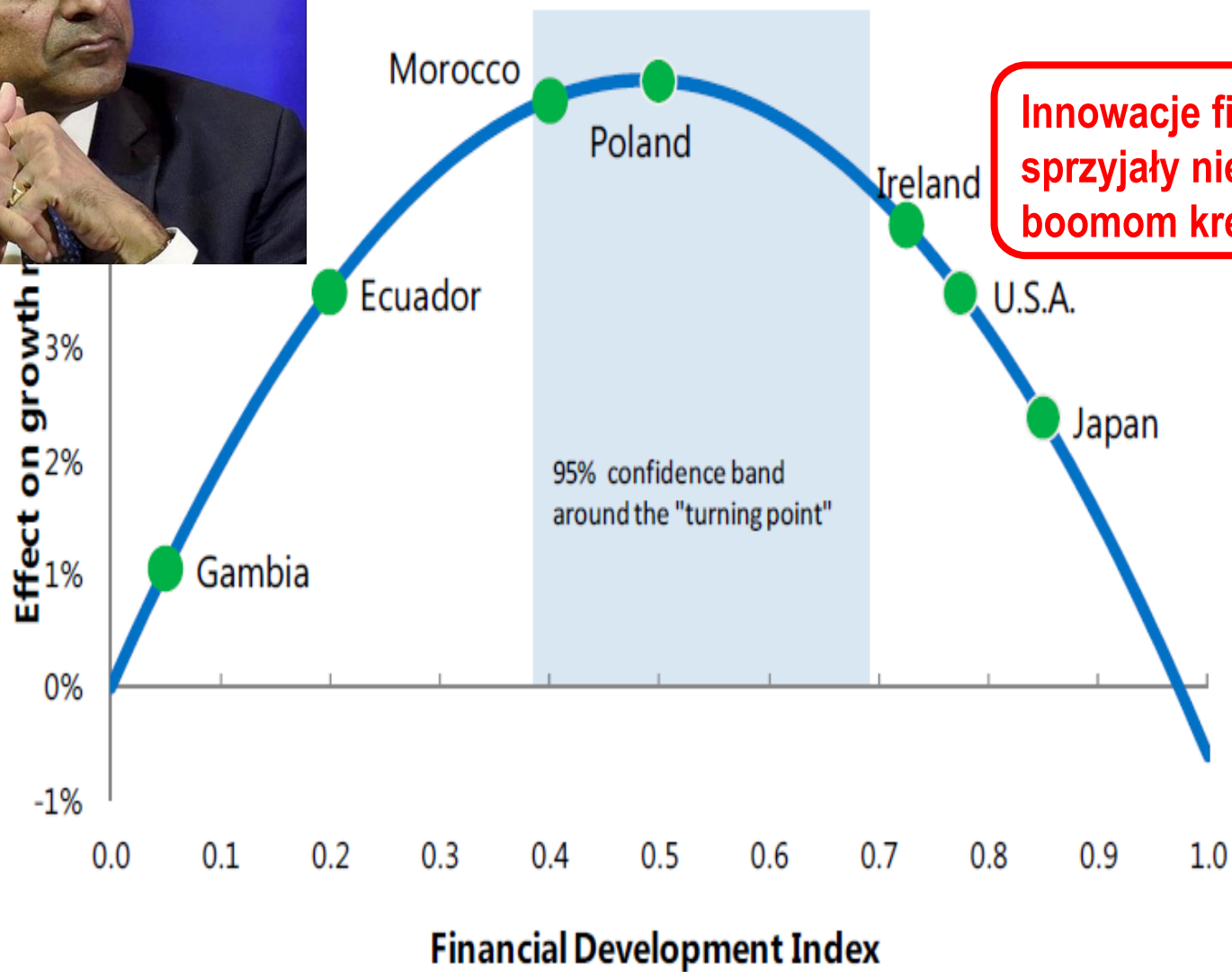
- **How high is too high?**
- **Careful analysis of evidence suggests that, for developed countries, that answer is less than 5 percent above which inflation appears to be harmful to economic performance.**

- **An empirical case for preferring 2,5% price-level growth can be supported by two key observations.**
- **First, the existence of well-developed and smoothly operating process of financial intermediation is a key contributor to economic growth, and...**
- **second, high inflation interferes with (financial) intermediation.**

- **Po globalnym kryzysie finansowym lat 2007-2009 wiemy, że nie każdy rozwój systemu finansowego sprzyja wzrostowi gospodarczemu.**



Financial Development Effect on Growth



**Innowacje finansowe
sprzyjały niestabilnym
boomom kredytowym**

Source: IMF staff estimates.

Sahay et. al. (2015) Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets, *IMF Discussion Note*

Zastosowanie strategii celu inflacyjnego:

- Nowa Zelandia 1990
- Kanada 1991
- Wielka Brytania 1992
- Szwecja 1993
- Hiszpania 1994
- Francja 1994
- Włochy 1995
- Portugalia 1997



Co stanowi punkty odniesienia dla decyzji podejmowanych przez banki centralne?

Teoretycznie są nimi:

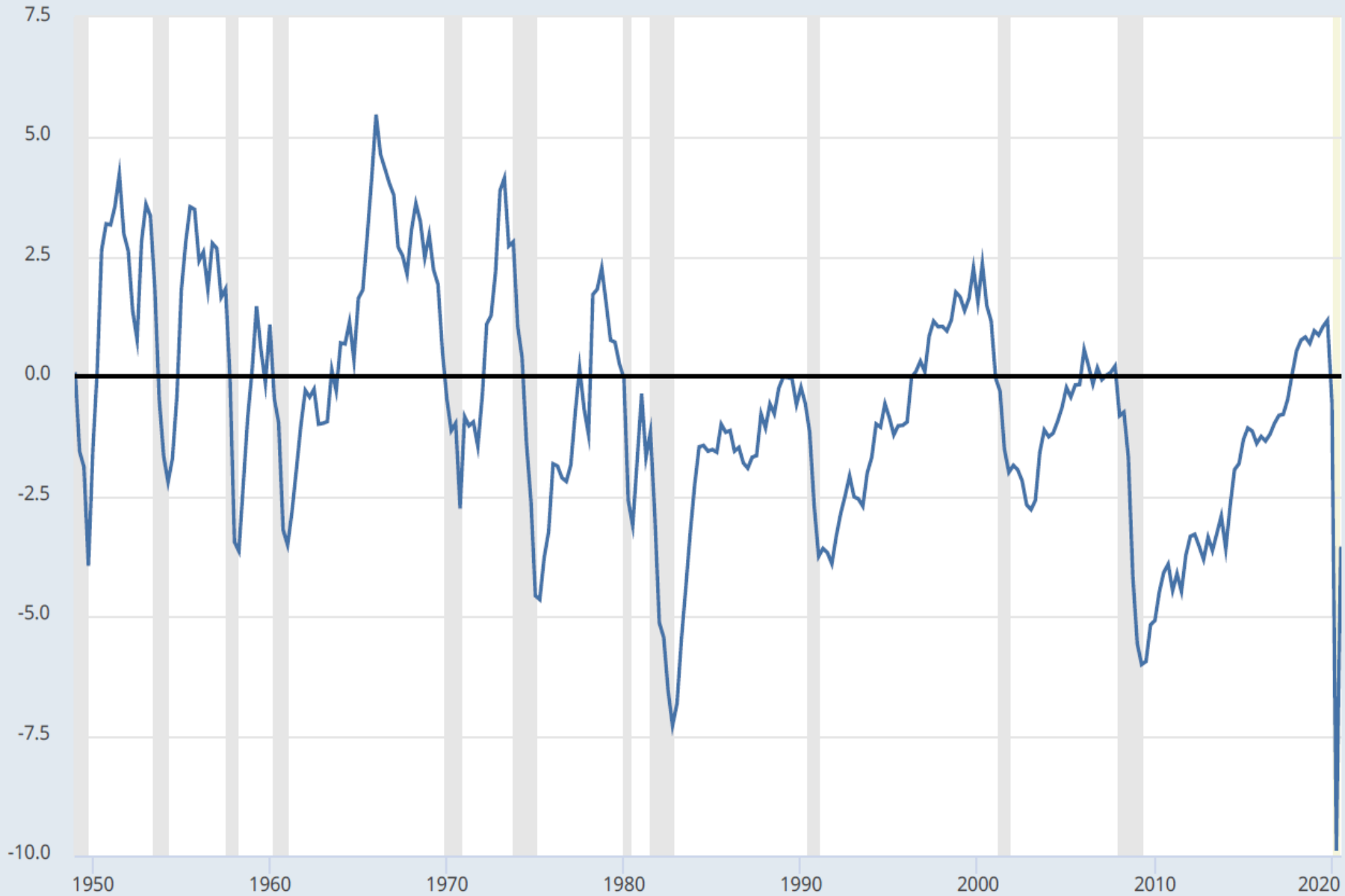
Naturalna stopa procentowa

Luka popytowa

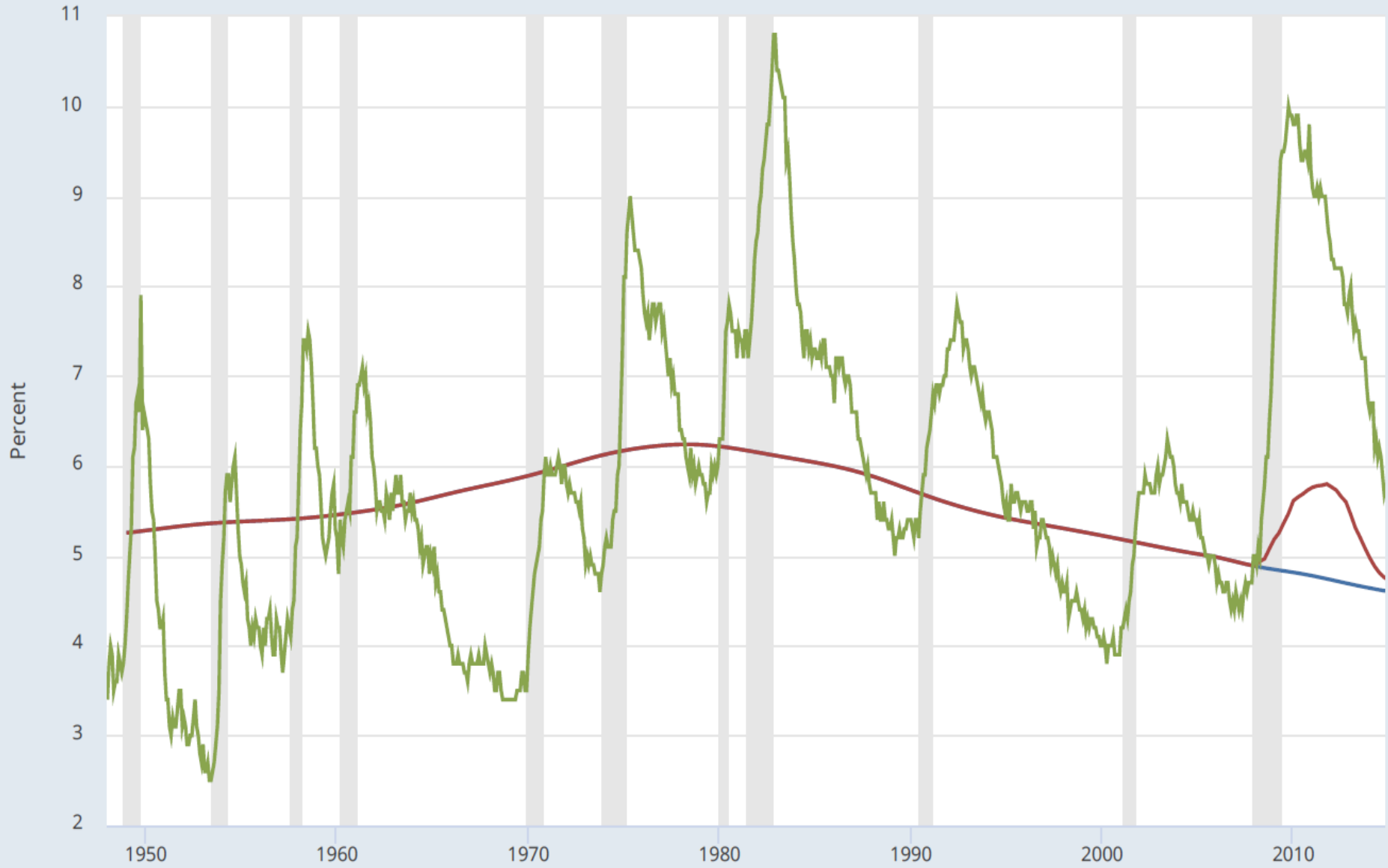
NAIRU

— $100 \times (\text{Real Gross Domestic Product} - \text{Real Potential Gross Domestic Product}) / \text{Real Potential Gross Domestic Product}$

100*(Bil. of Chn. 2012 \$-Bil. of Chn. 2012 \$)/Bil. of Chn. 2012 \$



- Natural Rate of Unemployment (Long-Term)
- Natural Rate of Unemployment (Short-Term)
- Unemployment Rate



**Co mówią o punktach odniesienia dla polityki
pieniężnej mówią same banki centralne?**

**We do not guide our policy
on the basis of the natural interest rate**

**We do not guide our policy
on the basis of the output gap**

**We do not guide our policy
on the basis of the NAIRU**

Jean Claude Trichet: press conference after ECB Governing
Council meeting, 7 December, 2006

**We embark on a large array of analyses
and we do not exclude any concept**

Jean Claude Trichet: press conference after ECB Governing
Council meeting, 7 December, 2006

Financial crisis are driven by common factors well-founded in economic theory.

Yet, the underlying details are usually unique to each event.

Each crisis had unique aspects, and the most of these were missed at the time of 2007-2009 crisis.

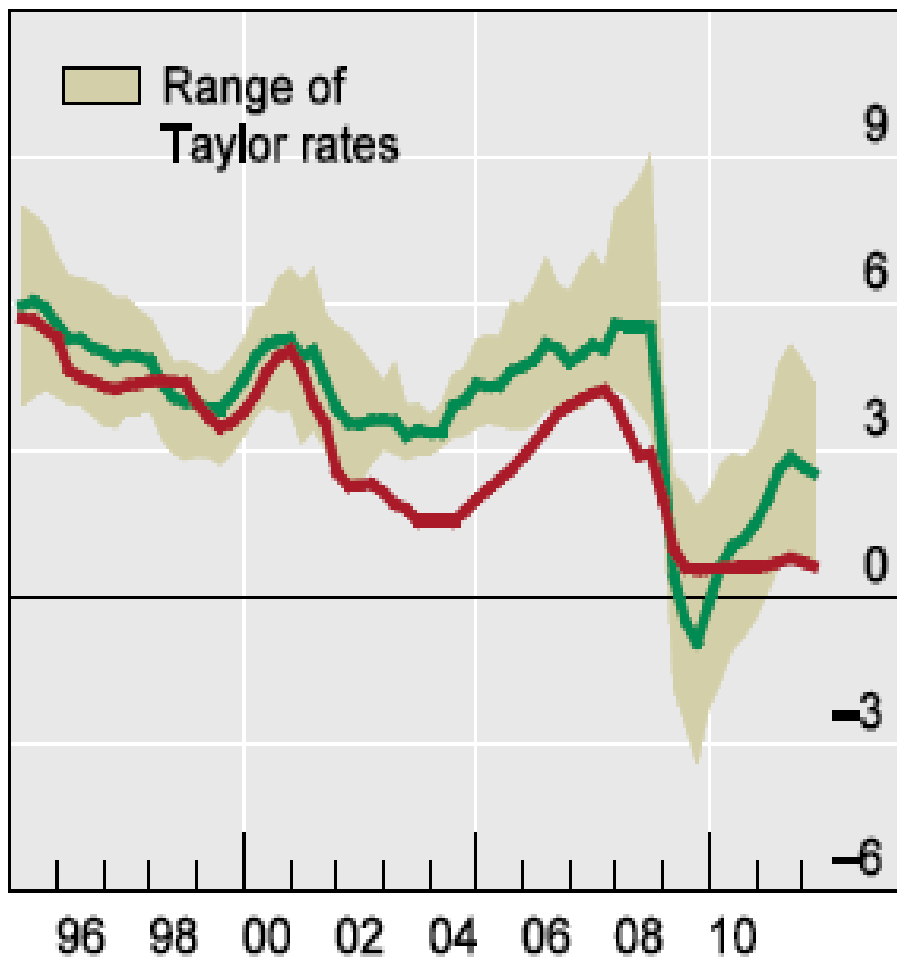
Jon Danielsson, Robert Macrae, Andreas Uthemann (2019), „Artificial Intelligence and Systemic Risk“, Financial Markets Group Special Paper, no. 250, LSE Systemic Risk Centre

**Co jest celem operacyjnym
polityki pieniężnej?**

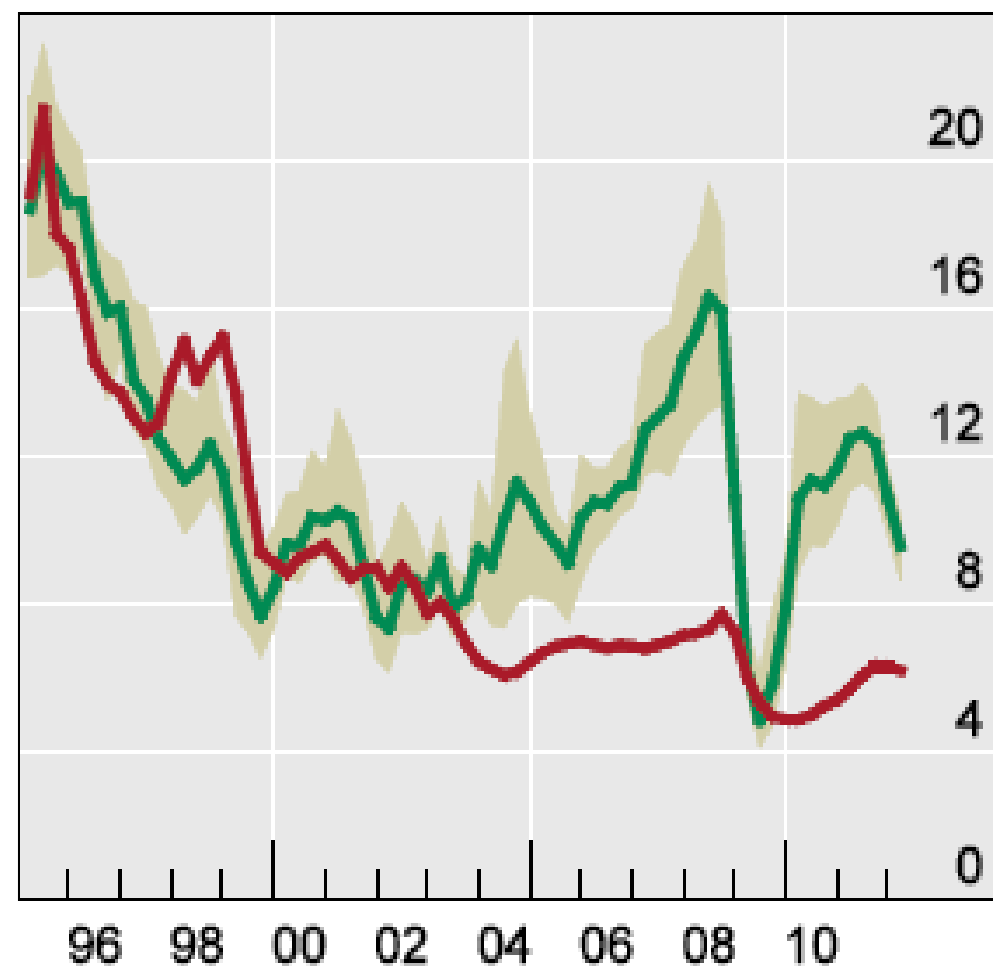
Reguła Taylora

$$i_{BC} = i_R + \pi_i + \gamma_1(\pi_i - \pi^*) + \gamma_2(y_i - y^*)$$

Advanced economies

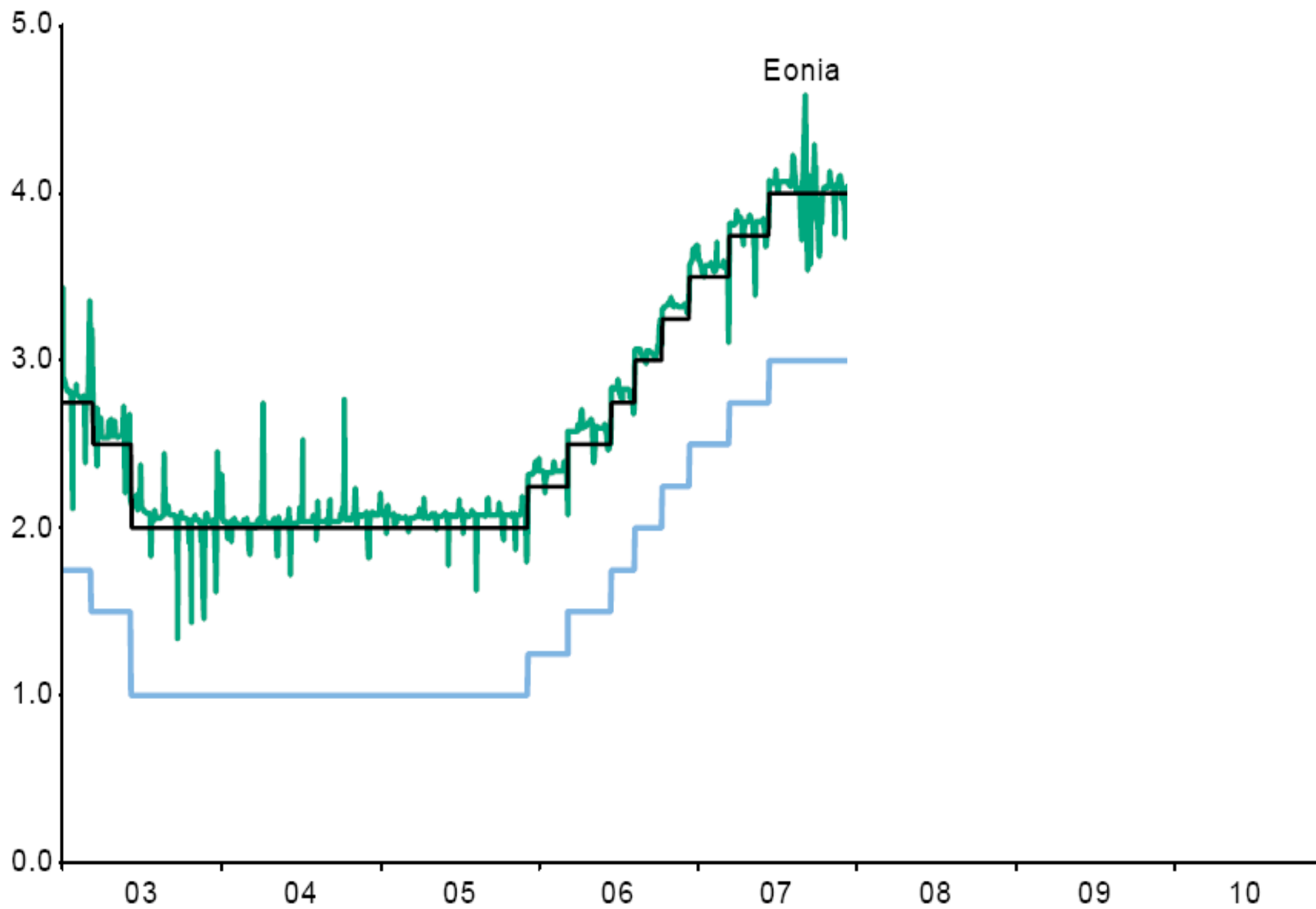


Emerging market economies



Boris Hofman, Bilyana Bogdanova (2012). Taylor rules and monetary policy: a global „Great Deviation“?, BIS Quarterly Review, September

**Dlaczego banki centralne
zmieniają stopy procentowe
zazwyczaj stopniowo?**



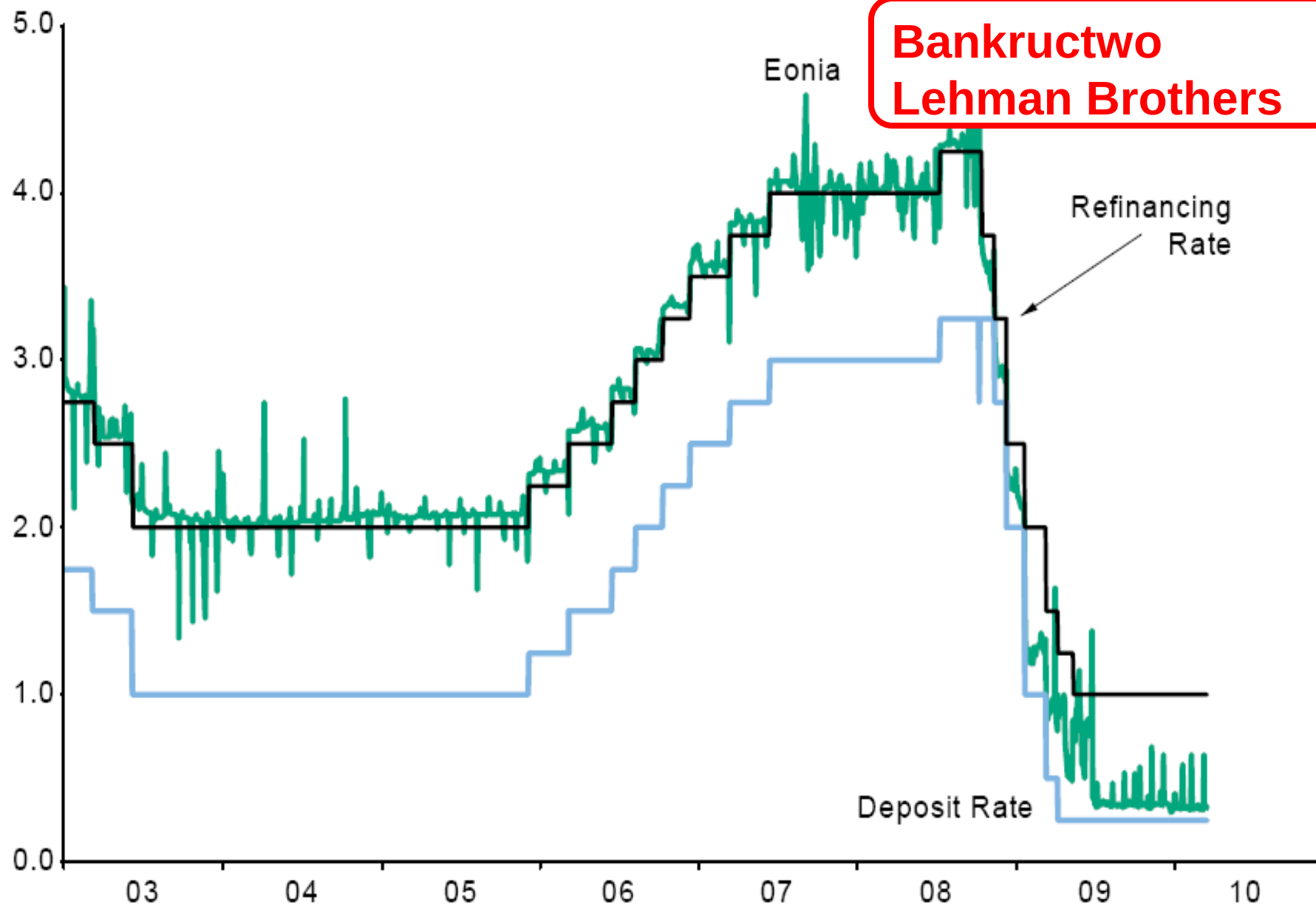
Source: Reuters EcoWin Pro

- **“We don’t say where interest rates will go next...**
- **for the simple reason that we don’t know.**
- **And it would be quite misleading to pretend otherwise”**

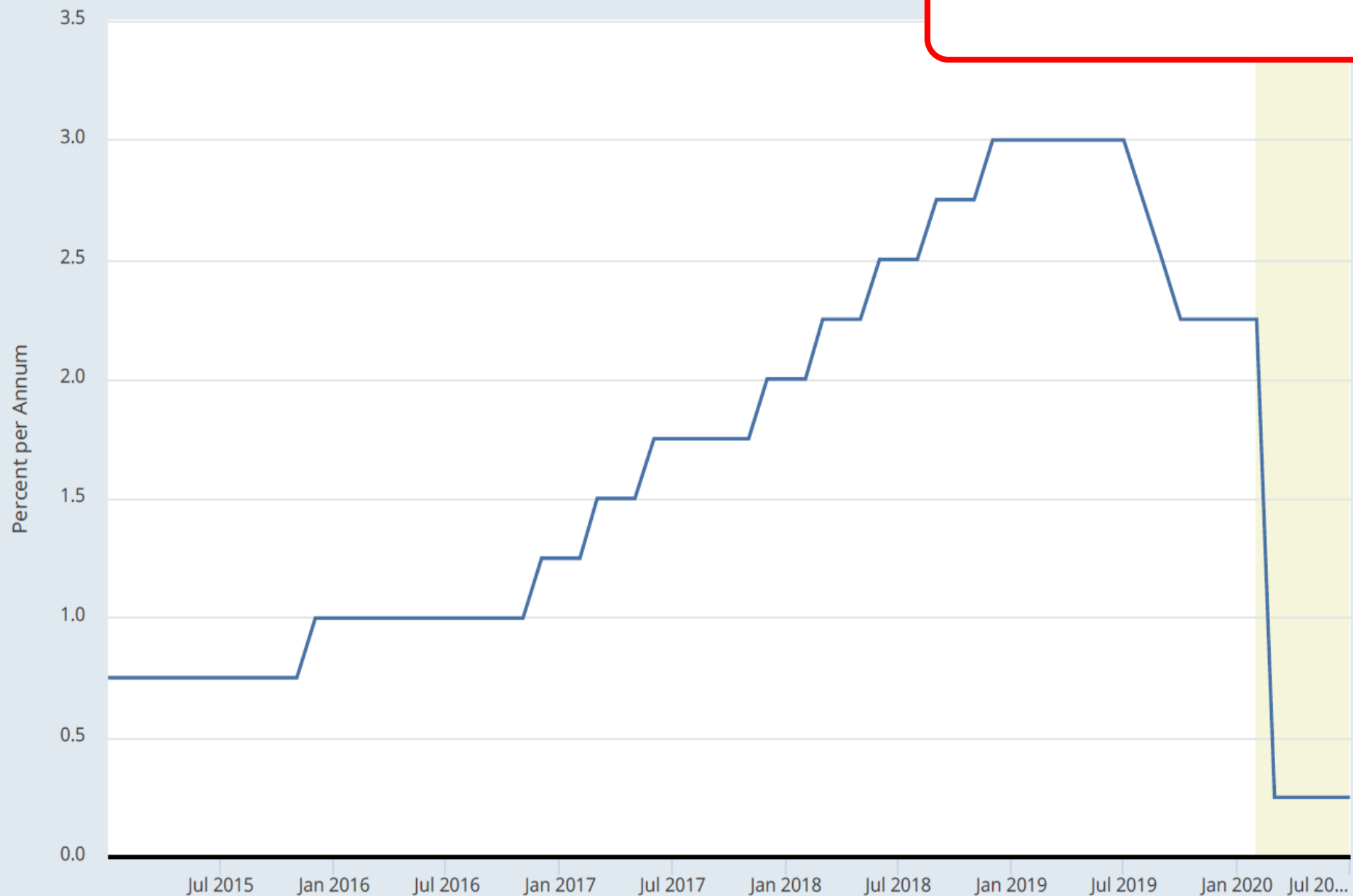
Mervyn King, 2006

**W jakiej sytuacji banki centralne
bardzo szybko i zdecydowanie
zmieniają stopy procentowe?**

**Bankructwo
Lehman Brothers**



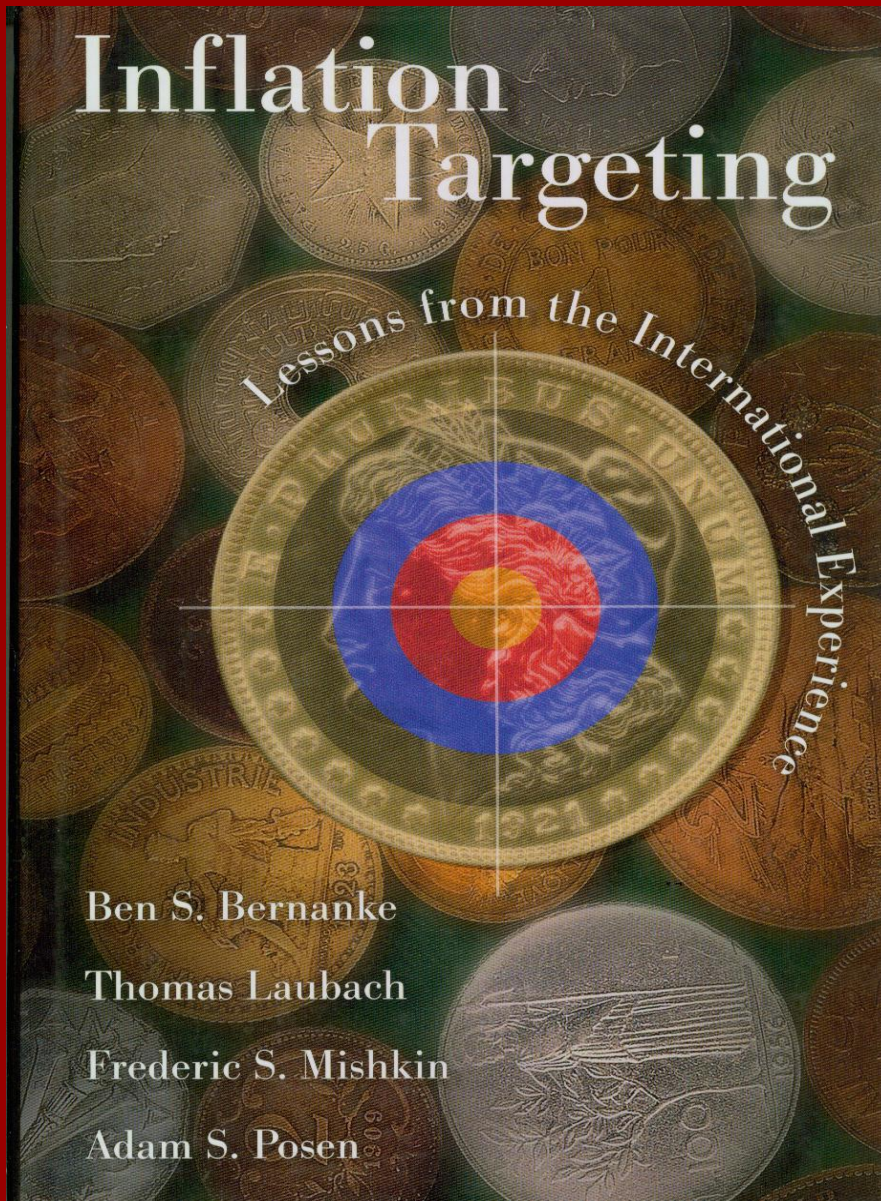
Covid-19



**Jak prowadzić politykę pieniężną w warunkach
nieuniknionej niepewności prognoz ?**



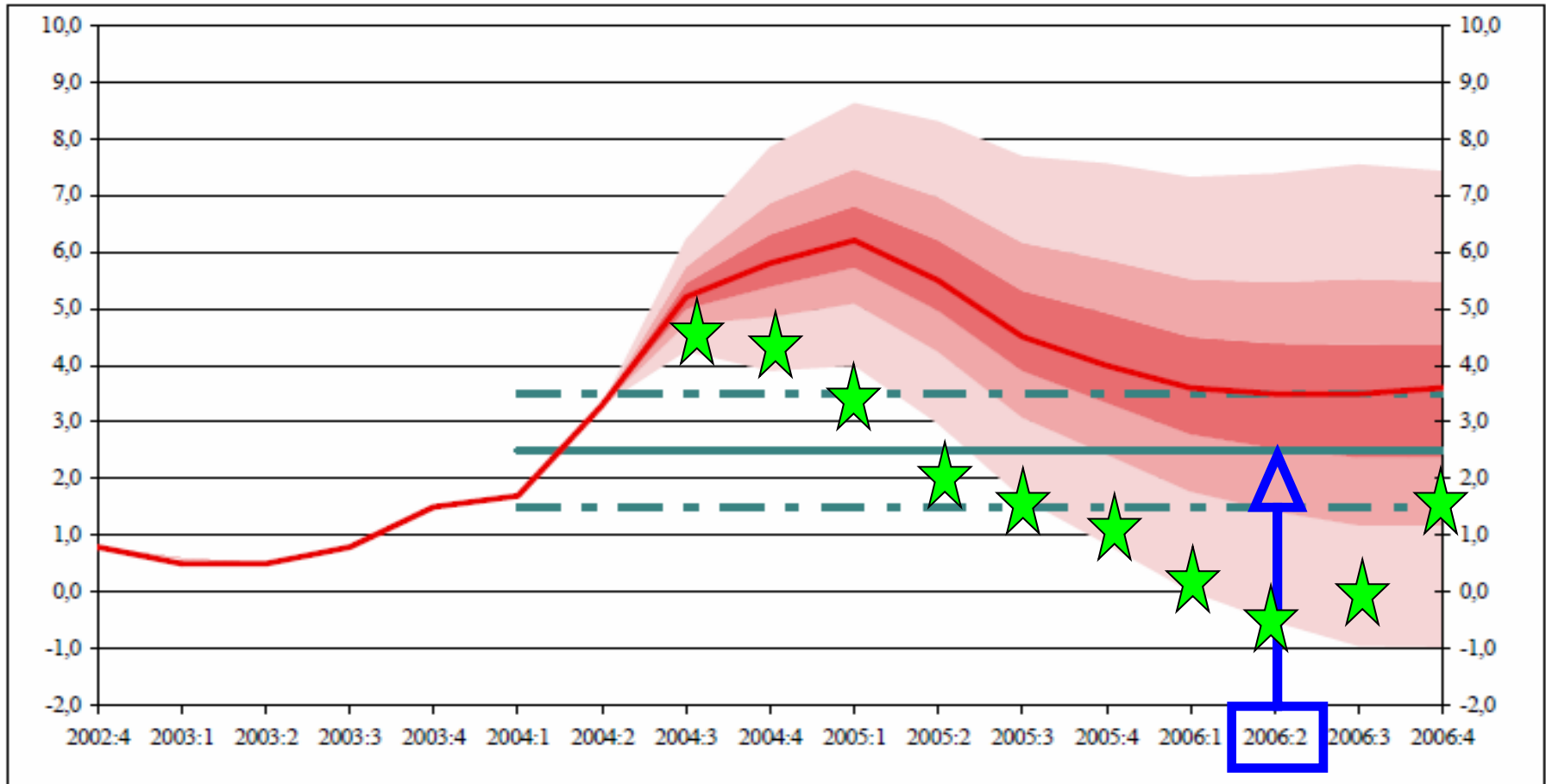
Polityka pieniężna: nauka czy sztuka?



Alchemia w praktyce

Projekcja inflacji: sierpień 2004

Inflation projection with the assumption of constant interest rates and the inflation target – August 2004



Solid green line: inflation target

Dashed green line: tolerance limits for deviations of inflation from the target

Red line: CPI rate (quarter to the corresponding quarter of the previous year)

Source: National Bank of Poland

- Laurence Meyer's charming memoir *A term at the Fed* leaves the reader with clear impression: Recent developments in business cycle theory, promulgated by both new classics and new Keynesians, have had close to zero impact on practical policymaking.
- Meyer's world view would be easy to dismiss as outdated, but it it's not. It is typical of economists who have held top positions in the world's central banks.

N. Gregory Mankiw „The Macroeconomist as Scientist and Engineer”, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 20(4), , Fall 2006, pages 29-46

**Dlaczego banki centralne
ostrożnie interpretują wyniki
prognoz z modeli zakładających
racjonalność oczekiwań?**

- **Wyniki z takich prognoz mogą wskazywać, że wahania cykliczne będą płytsze i krótsze niż będzie to miało miejsce w rzeczywistości.**

- **The attempt to develop an empirical counterpart on the PIP (policy ineffectiveness proposition) was a research failure**

- **Central banks have been like monasteries, hoarding and studying the ancient texts lost to the rest of the world. Even as the real business cycle people took over the professional journals, to the point where it became very hard to publish models in which monetary policy, let alone fiscal policy, matters, the research departments of the Fed system continued to study counter-cyclical policy in a relatively realistic way.**

**Paul Krugman, „Mr Keynes and the moderns”, 21 June 2011
<http://www.voxeu.org/article/mr-keynes-and-moderns>**



**Dlaczego decyzje dotyczące polityki pieniężnej
zaczęły podejmować ciała kolegialne?**

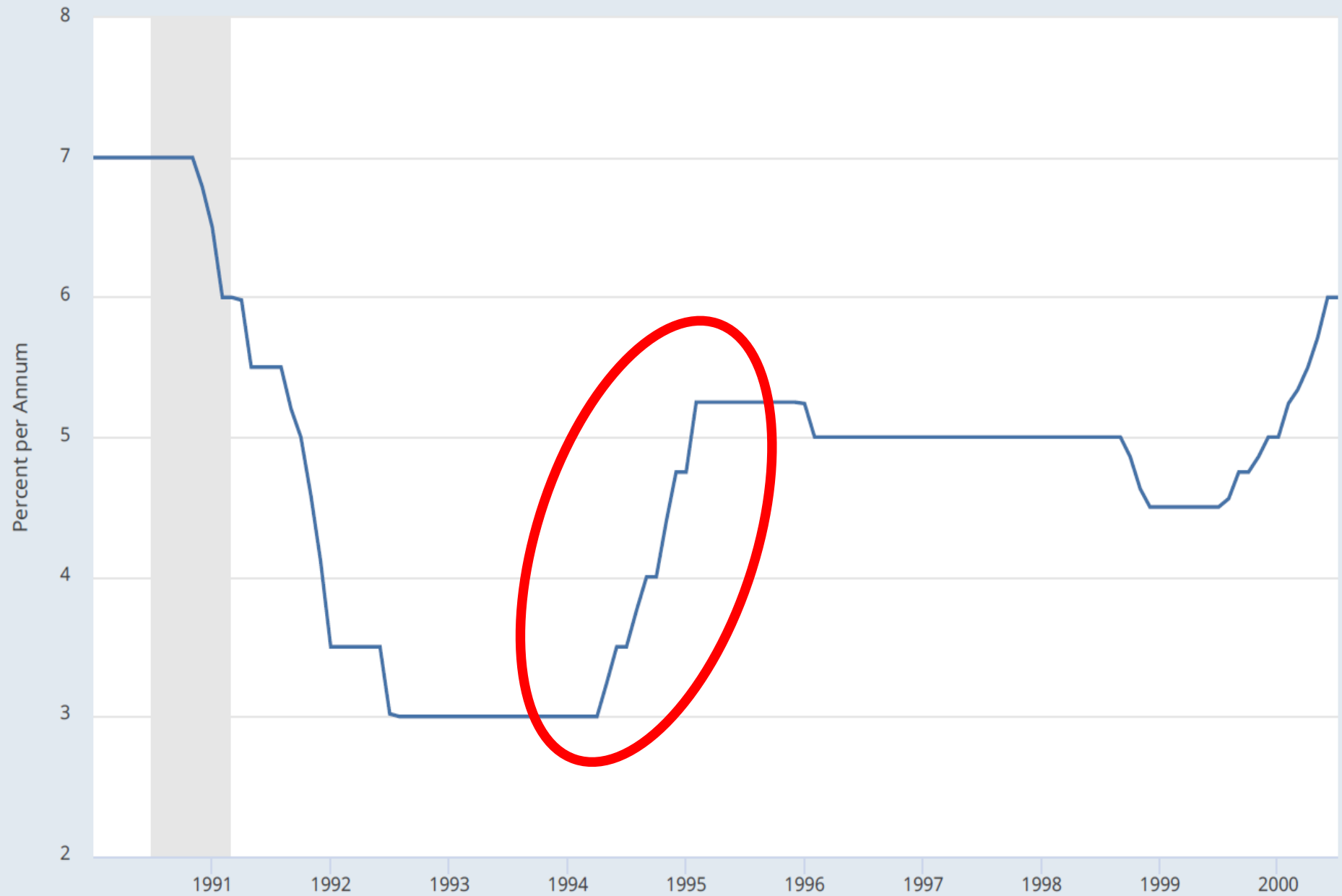
- **Reasons why central banks might prefer a committee to an individual:**
- ***Pooling:* a committee pools the disparate knowledge of its individual members**
- ***Diversity:* Members of a committee bring different decision-making heuristics to a complex problem**
- ***Check and balances:* Committees are less likely to adopt extreme positions**
- ***Reduced volatility:* The decisions of group are likely to be less volatile**

**Jak unikać sytuacji, w której decyzje
banku centralnego byłyby zaskakujące?**

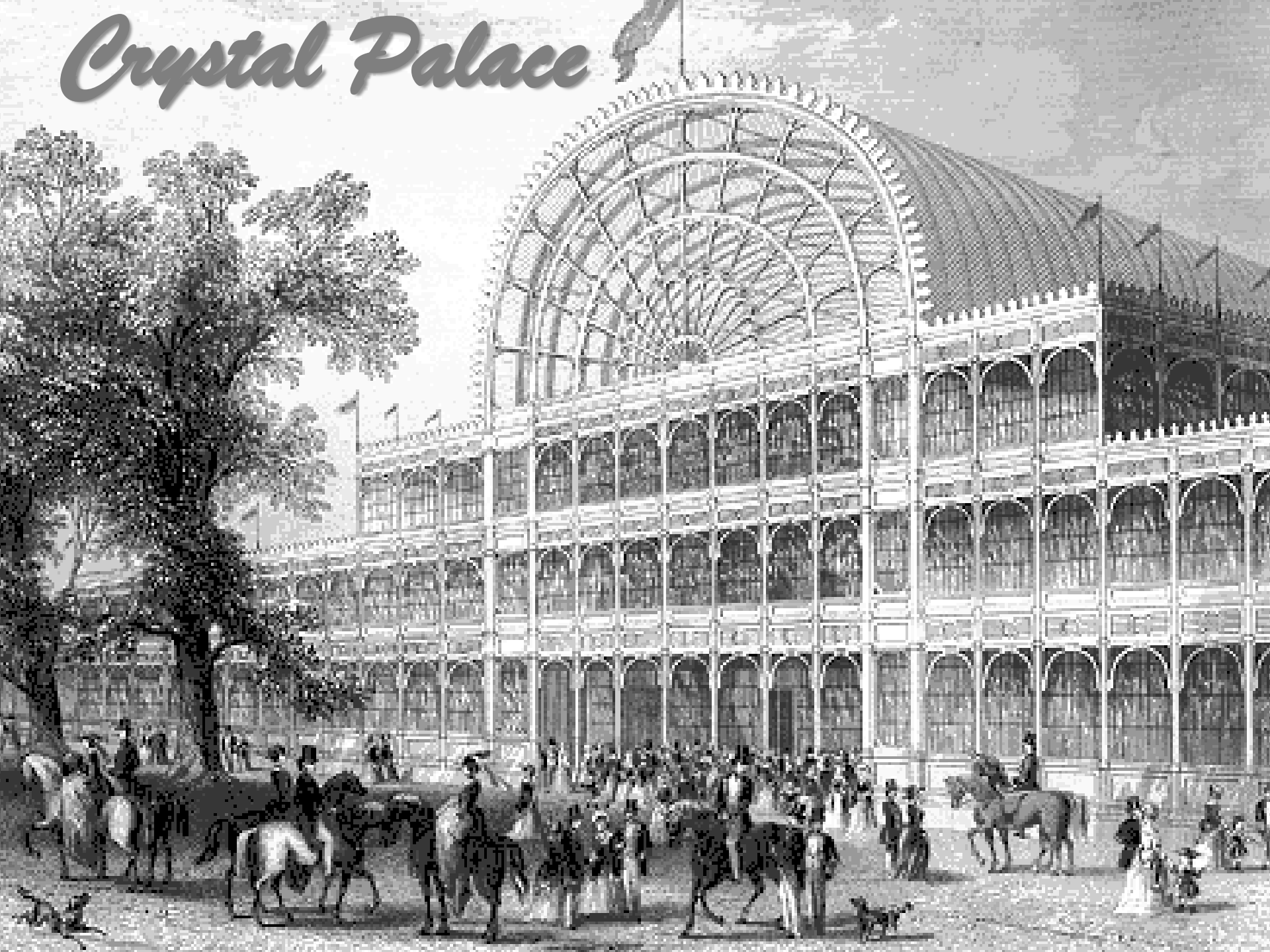
Two main reasons to favor transparency:

- **The one on which economists focus is that greater openness should make monetary policy more effective by** tightening the gears between central bank actions and market expectations
- **The other reason, which real-world central bankers should never forget, is democratic accountability**

**Dlaczego początkowo zwracano dużo uwagi,
by nie zaskakiwać rynków finansowych?**



Crystal Palace



Dlaczego rynki finansowe starają się przewidywać decyzje banków centralnych?

- **The truth is those guys have a lot to lose on overnight decisions. And they are worried about what the Federal Reserve is going to do.**

Paul Samuelson, 1994

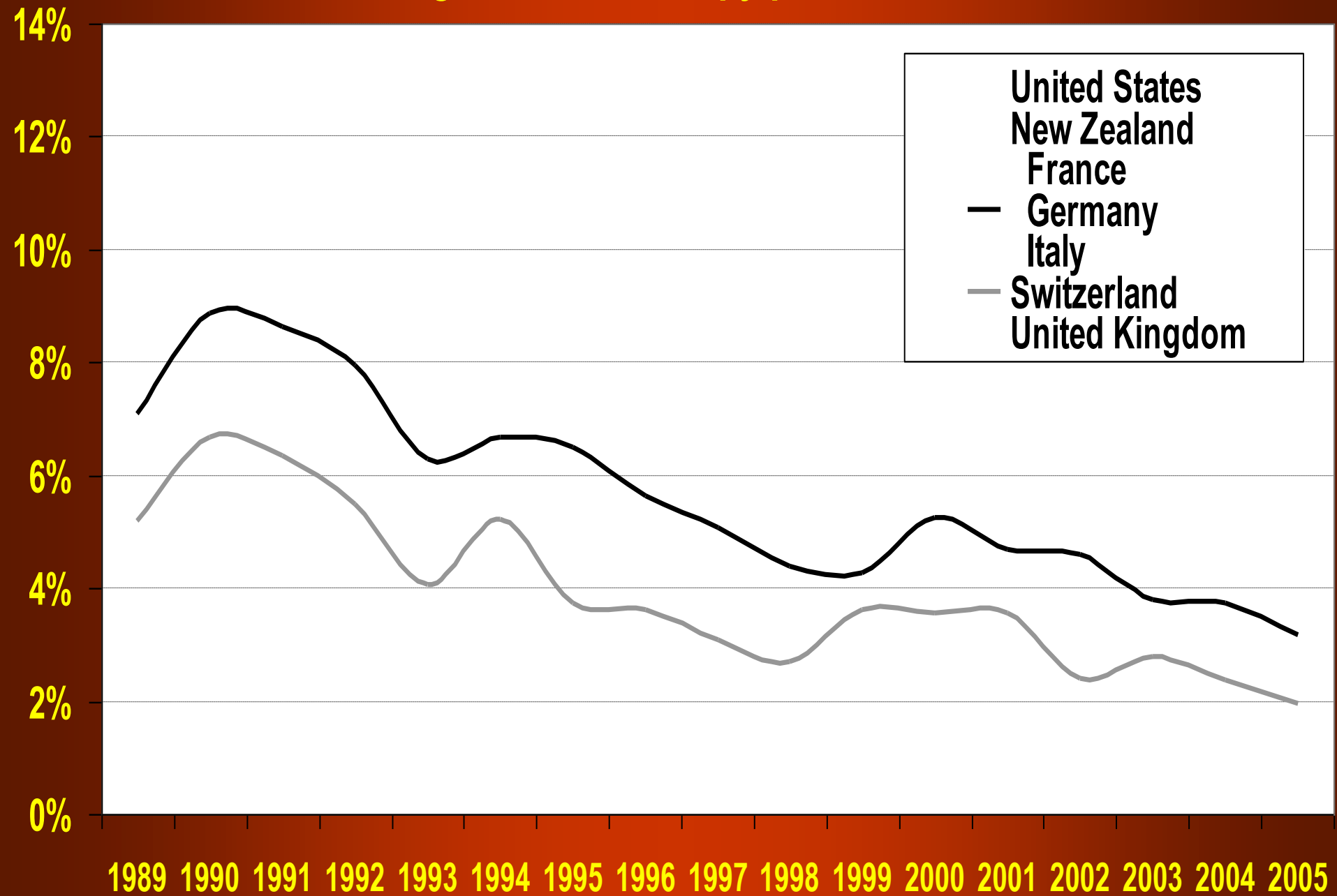
- „Inflation has come down in the past decade and half in almost all OECD countries, to the point where inflation ceases to be a major concern outside of the financial markets...
- in which participants eagerly await inflation statistics not because inflation is a major problem but because it might allow them better to anticipate movements in monetary policy and hence movements in interest rates and exchange rates affected by central bank actions”.

Dlaczego nie ma potrzeby zapowiadania z góry przez bank centralny momentu, w którym dokona zapowiadanej zmiany stopy procentowej?

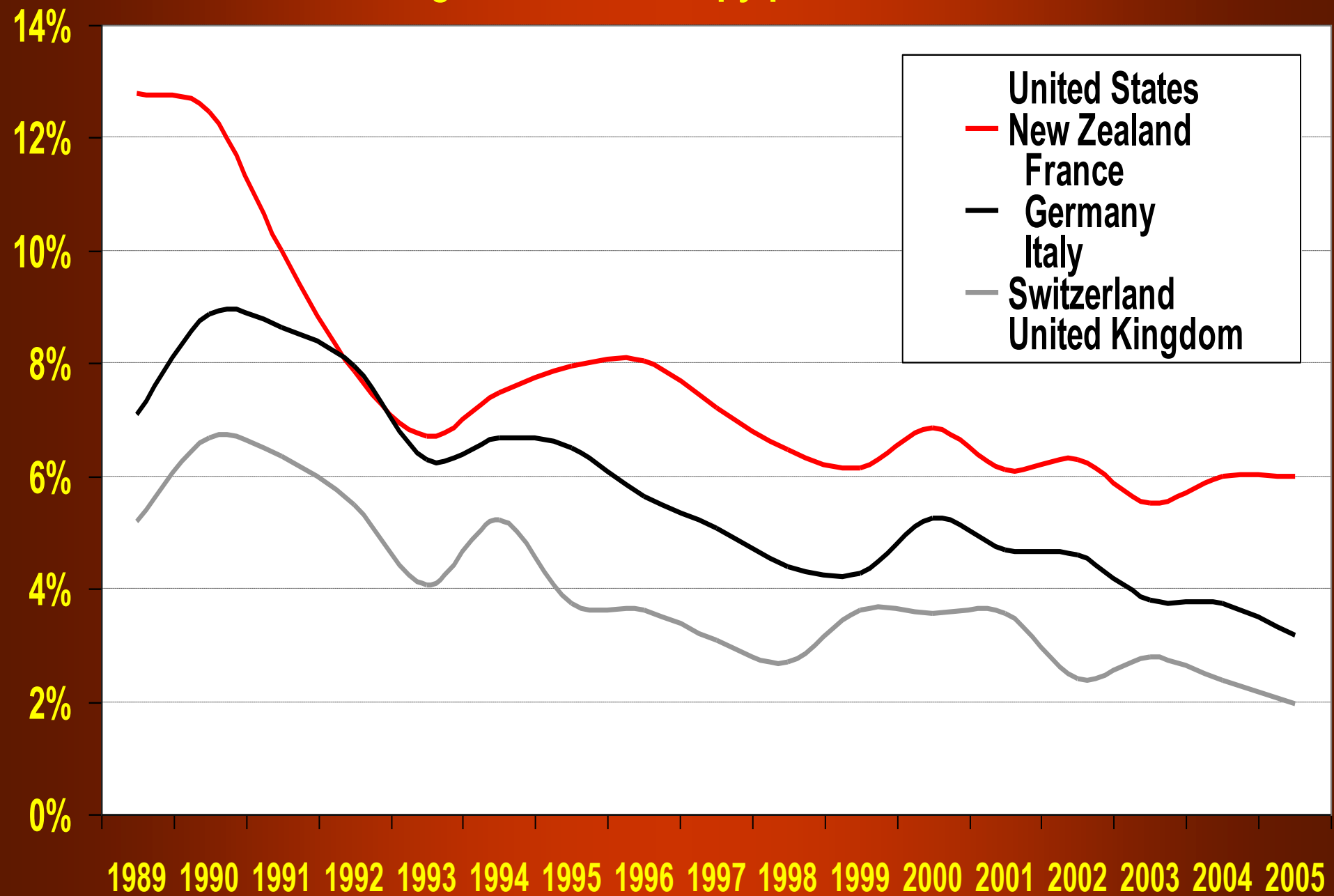
- There is something in the idea of credibility, but in my opinion less than Mc Callum and Mishkin think. There is something in it when the message gets through not just to the financial community, a skeptical audience obsessed with credibility,
- but to business managers, workers, and unions who actually decide or negotiate prices and wages

**Strategia celu inflacyjnego
przyczyniła się do obniżenia się
inflacji i oczekiwań inflacyjnych**

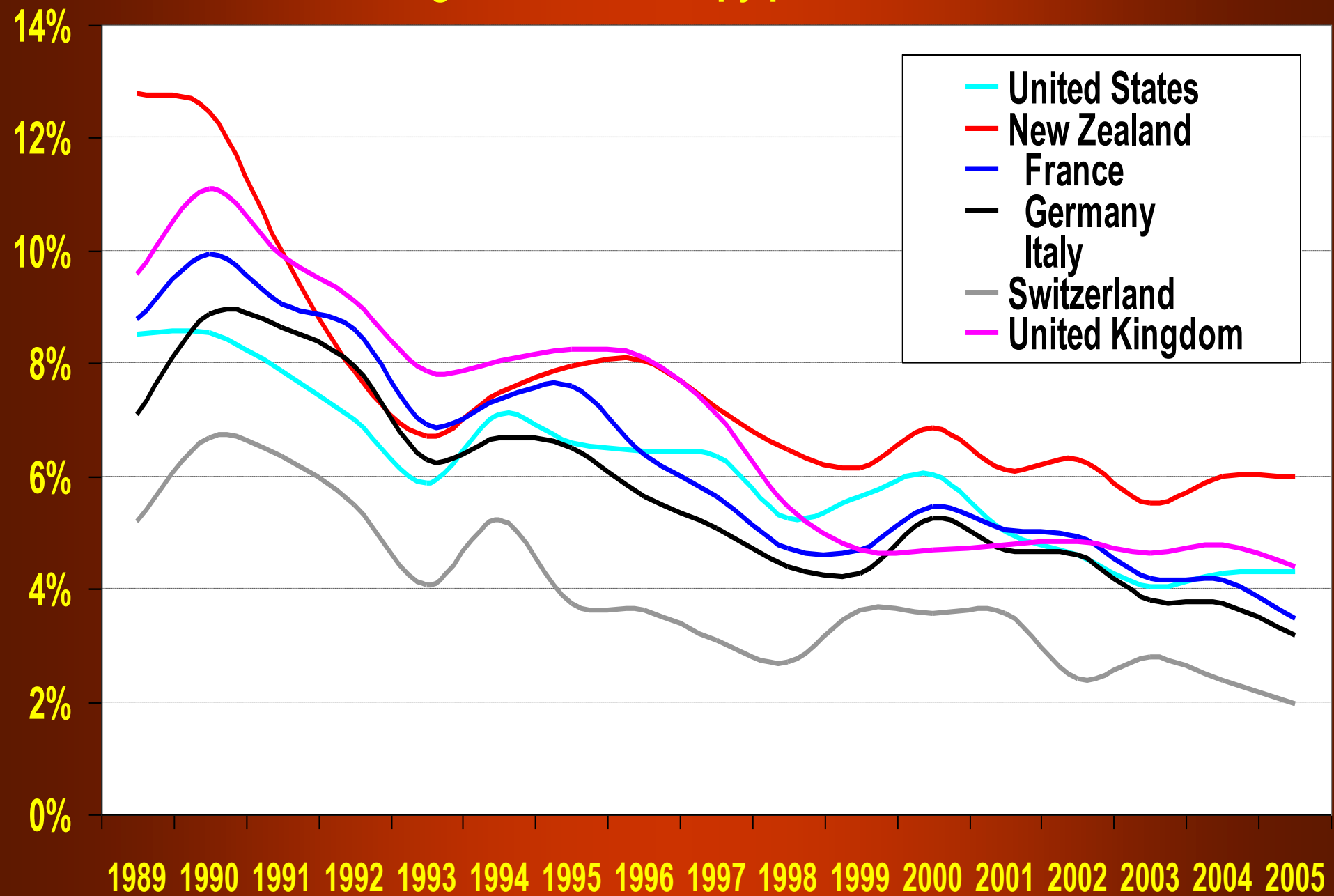
Długoterminowe stopy procentowe



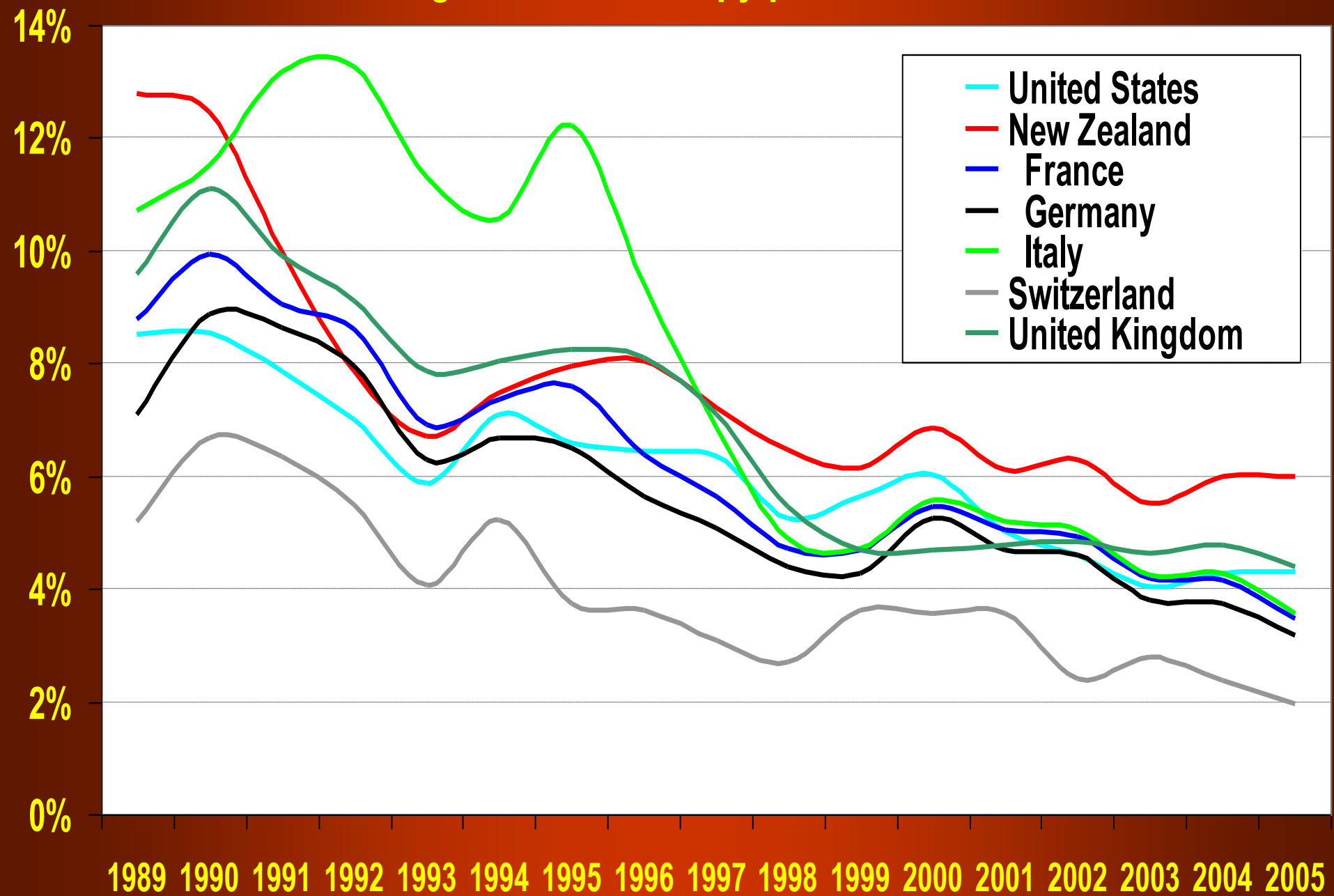
Długoterminowe stopy procentowe



Długoterminowe stopy procentowe



Długoterminowe stopy procentowe

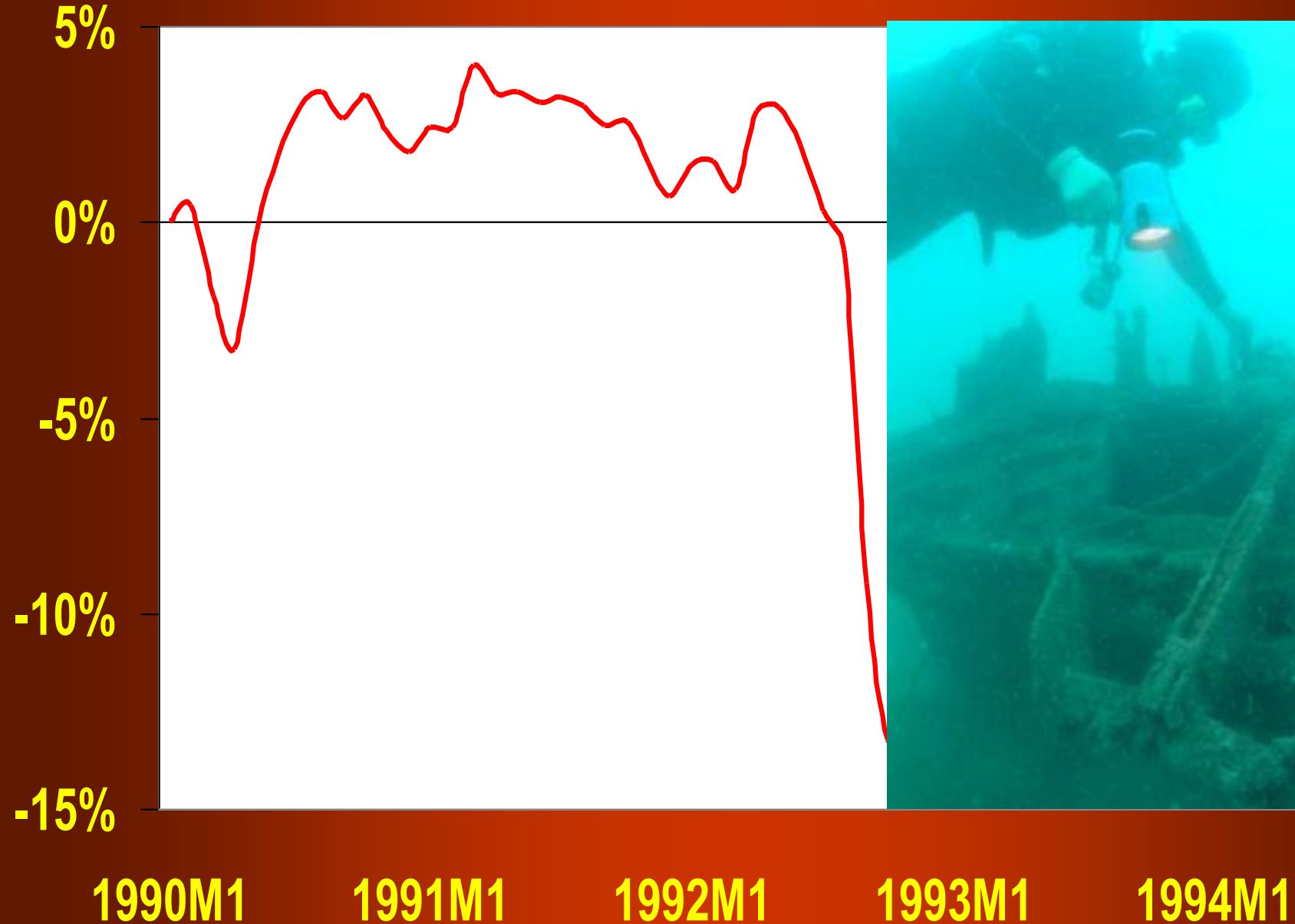




**W szeregu krajach
ogłoszenie
rozpoczęcia
stosowania strategii
celu inflacyjnego było
efektem utraty
kotwicy nominalnej
w postaci stałego
kursu walutowego.**

**Dlaczego Wielka Brytania
zastosowała strategię celu
inflacyjnego w 1992 r ?**

Kurs funta szterlinga do DEM



Kurs funta szterlinga do DEM

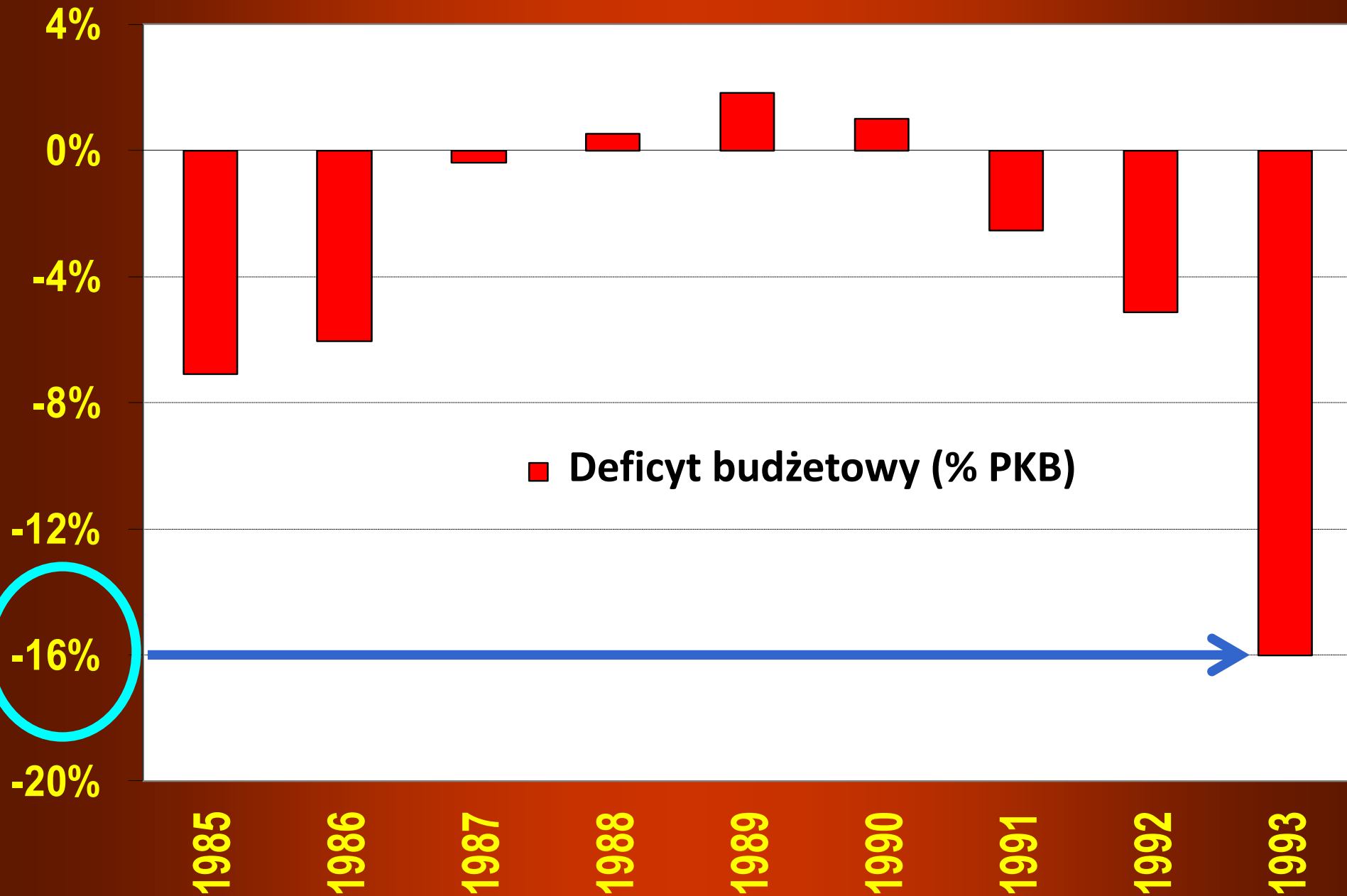


**Dlaczego Szwecja zastosowała
strategię celu inflacyjnego w 1993 r?**

- **W roku 1990 nastąpiło w Szwecji gwałtowne załamanie boomu na rynku hipotecznym. Banki poniosły poważne straty kapitałowe**

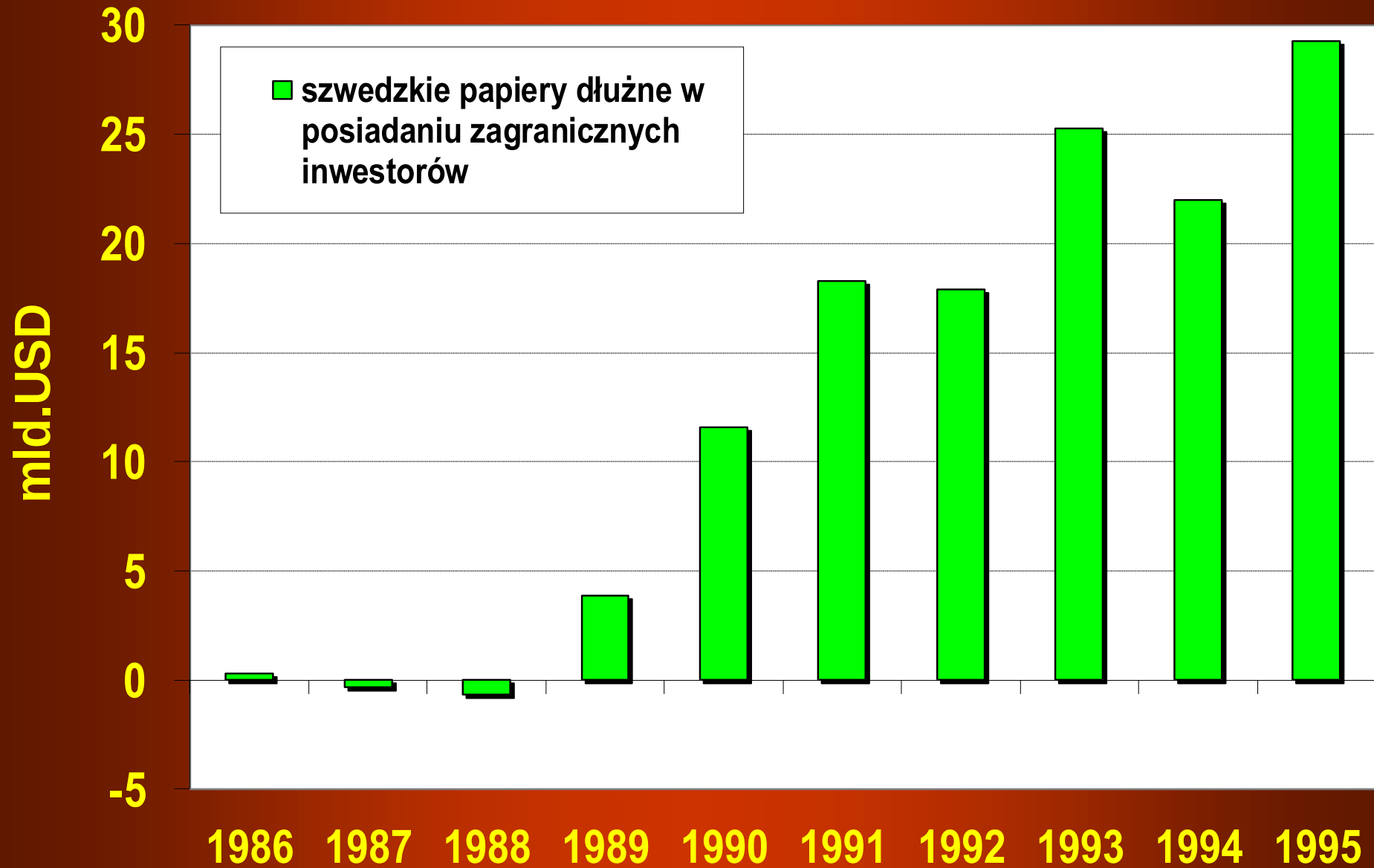
Kto je pokrył?

Szwecja



**Jak rząd sfinansował skokowo
zwiększony deficyt budżetowy?**

Szwecja



**Co zachwiało zaufanie inwestorów do
szwedzkich papierów skarbowych?**

Korona szwedzka



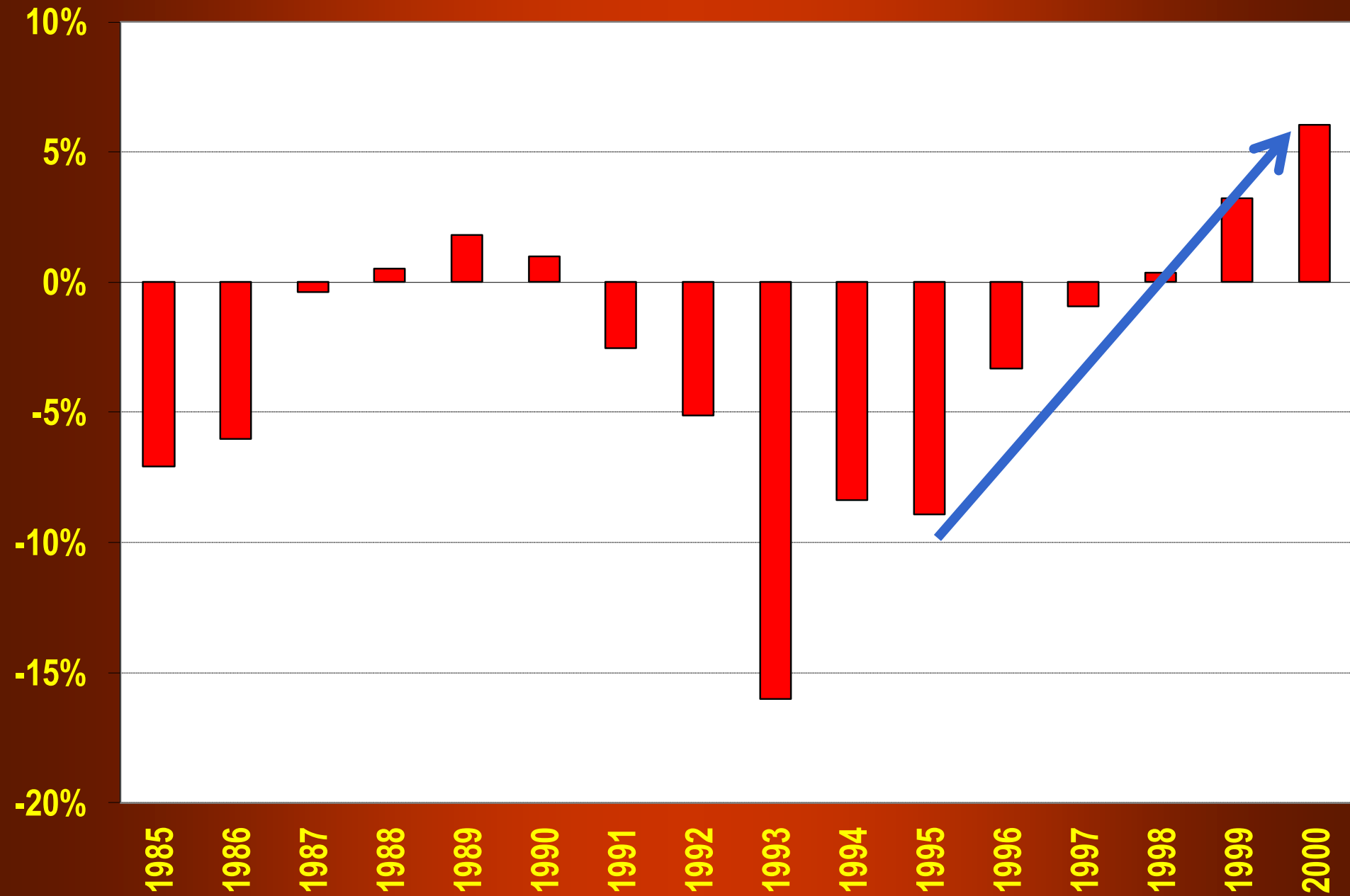
**Co zrobili Szwedzi, by rynki odzyskały
zaufanie do ich waluty?**

Korona szwedzka

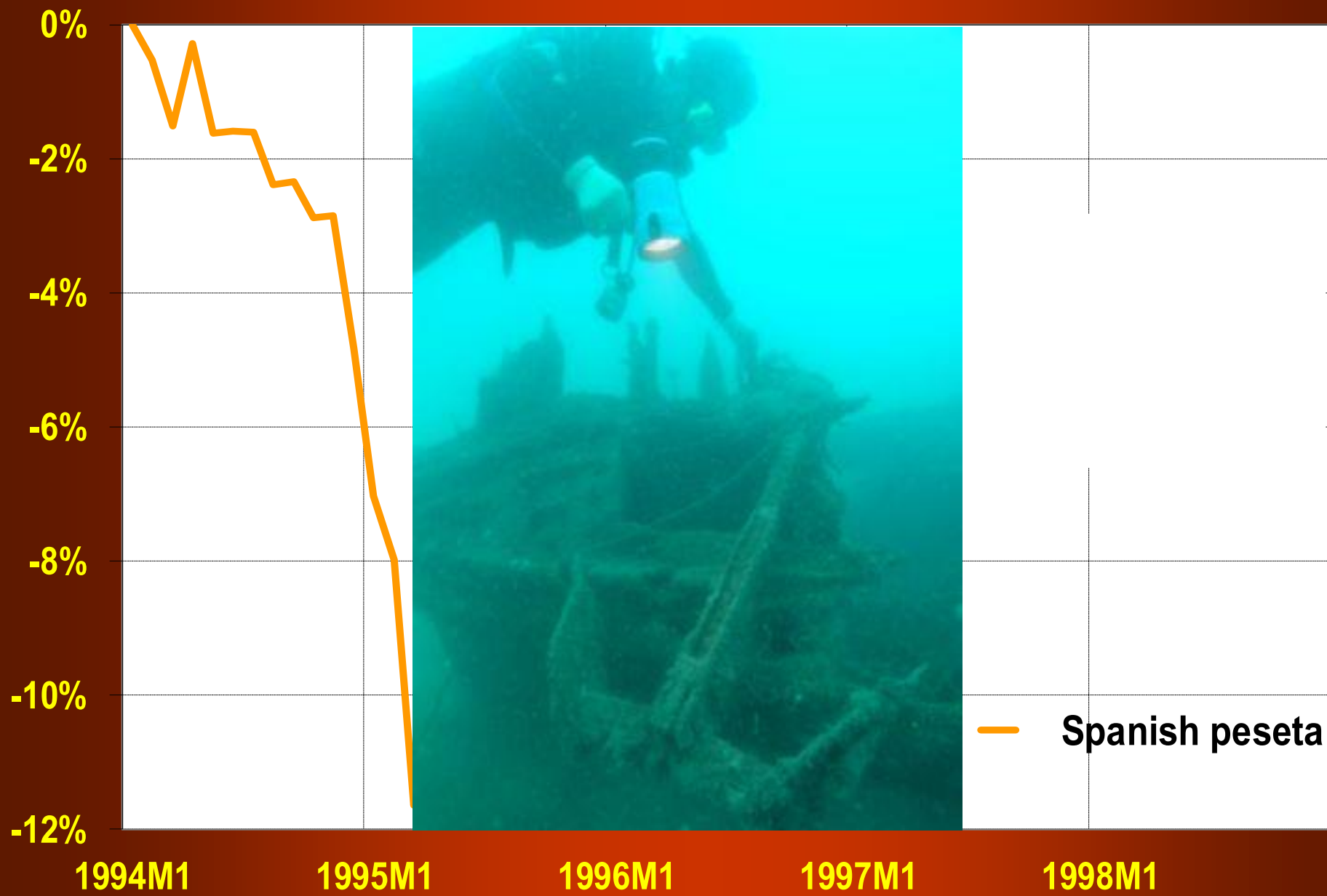


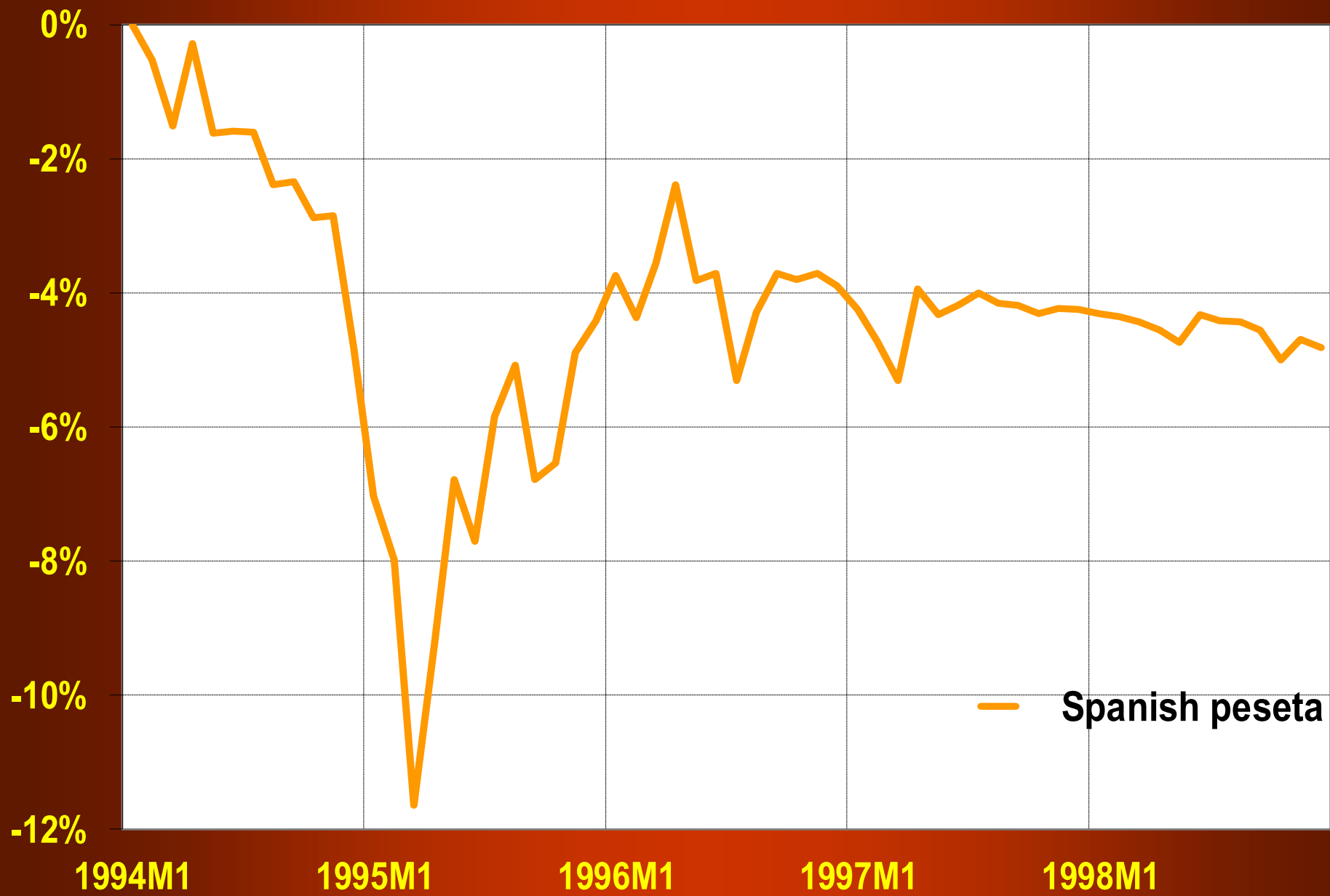
**Decydującym jednak czynnikiem,
który przywrócił zaufanie do korony
była poprawa sytuacji w budżecie.**

Deficyt budżetowy (% PKB)



Dlaczego Hiszpania zdecydowała się na wprowadzenie celu inflacyjnego w 1994 r ?



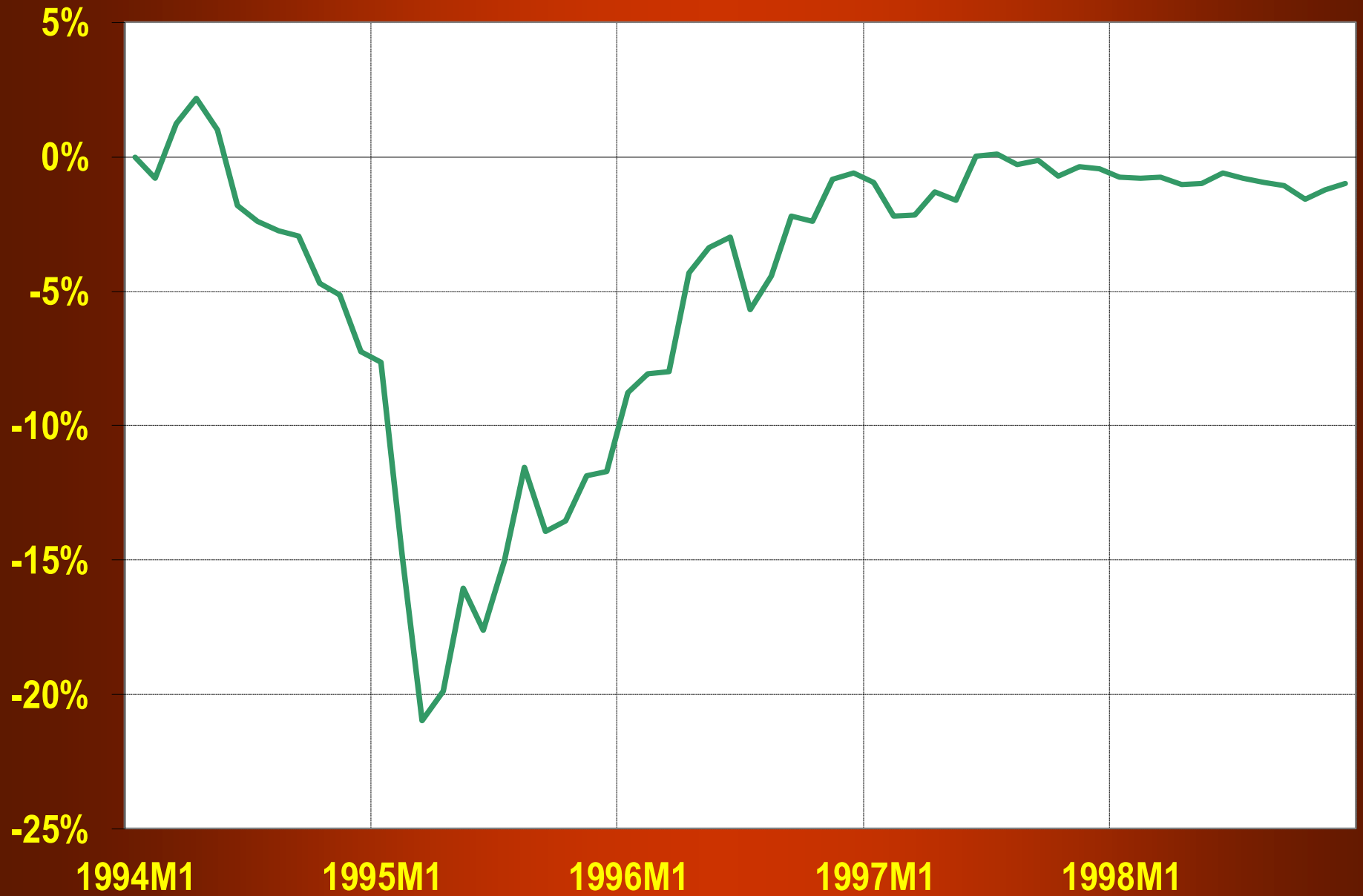


**Dlaczego Włochy zastosowały strategię
celu inflacyjnego w 1995 r. ?**

Kurs lira



Kurs lira

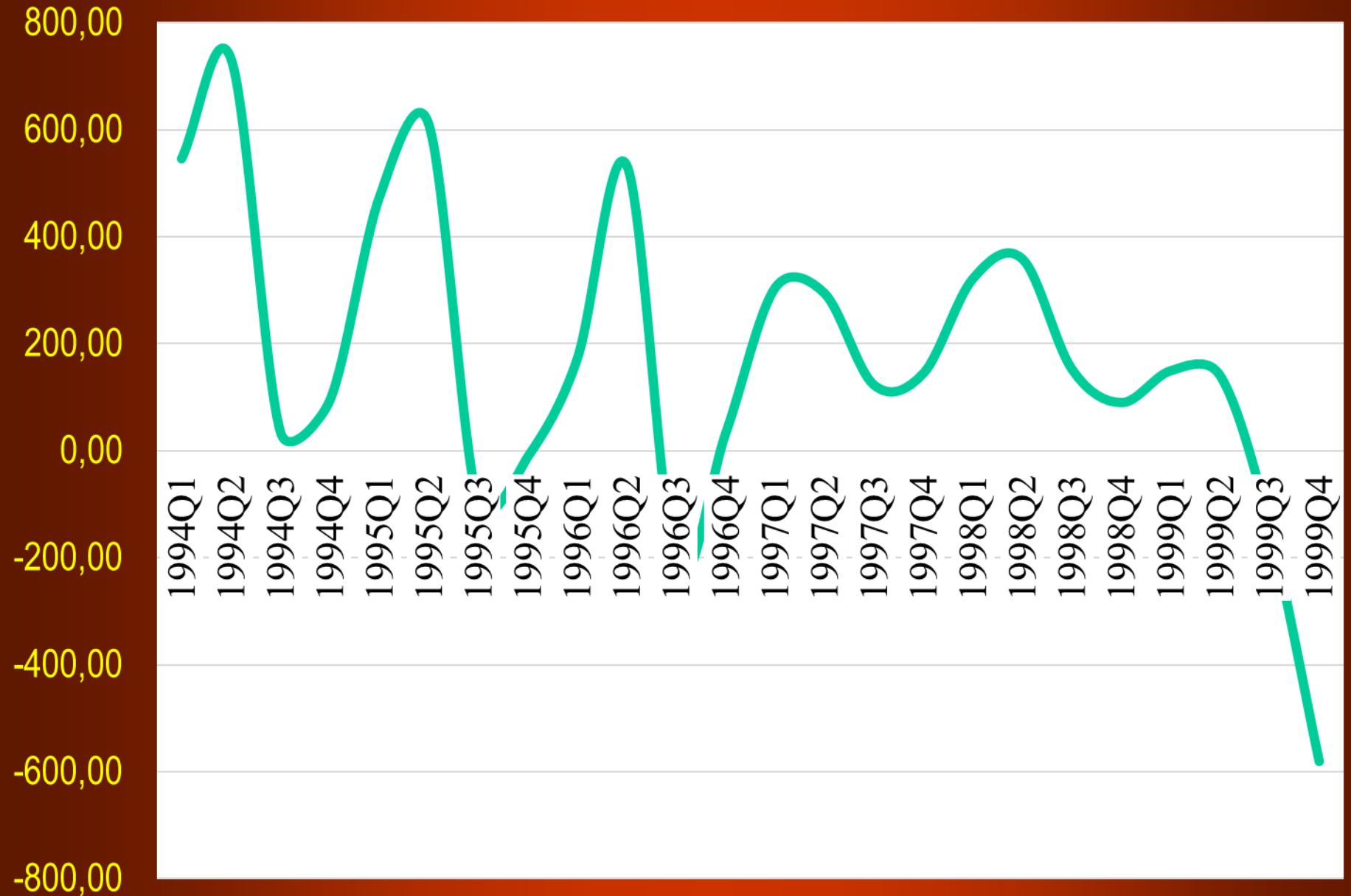


Trudne wybory banków centralnych



- **Kryzys azjatycki (1997-98) spowodował spadek eksportu Nowej Zelandii i długi okres deprecjacji kursu nowozelandzkiego dolara.**
- **W takiej sytuacji bank centralny (Reserve Bank of New Zealand) zastanawiał się, czy nie podnieść stopy procentowej, by powstrzymać deprecjację kursu i zapobiec wywołanemu nią wzrostowi inflacji.**

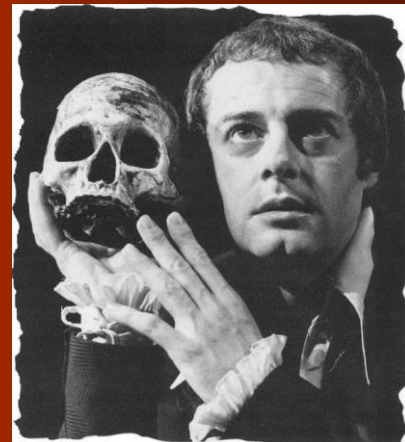
Nowa Zelandia: bilans handlowy

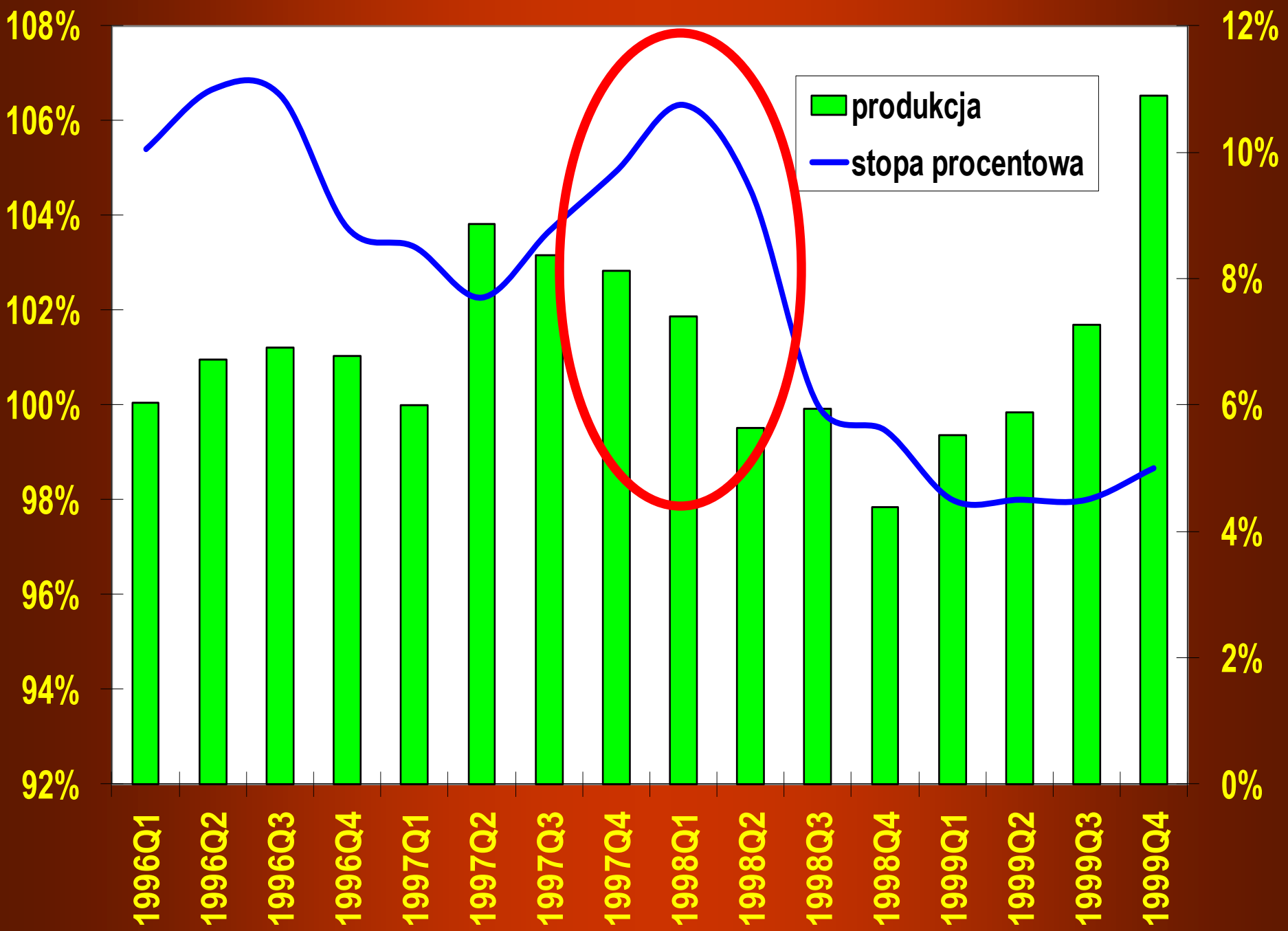


Nowa Zelandia



Po 6 miesiącach wahań bank centralny decyduje się podnieść stopy procentowe.

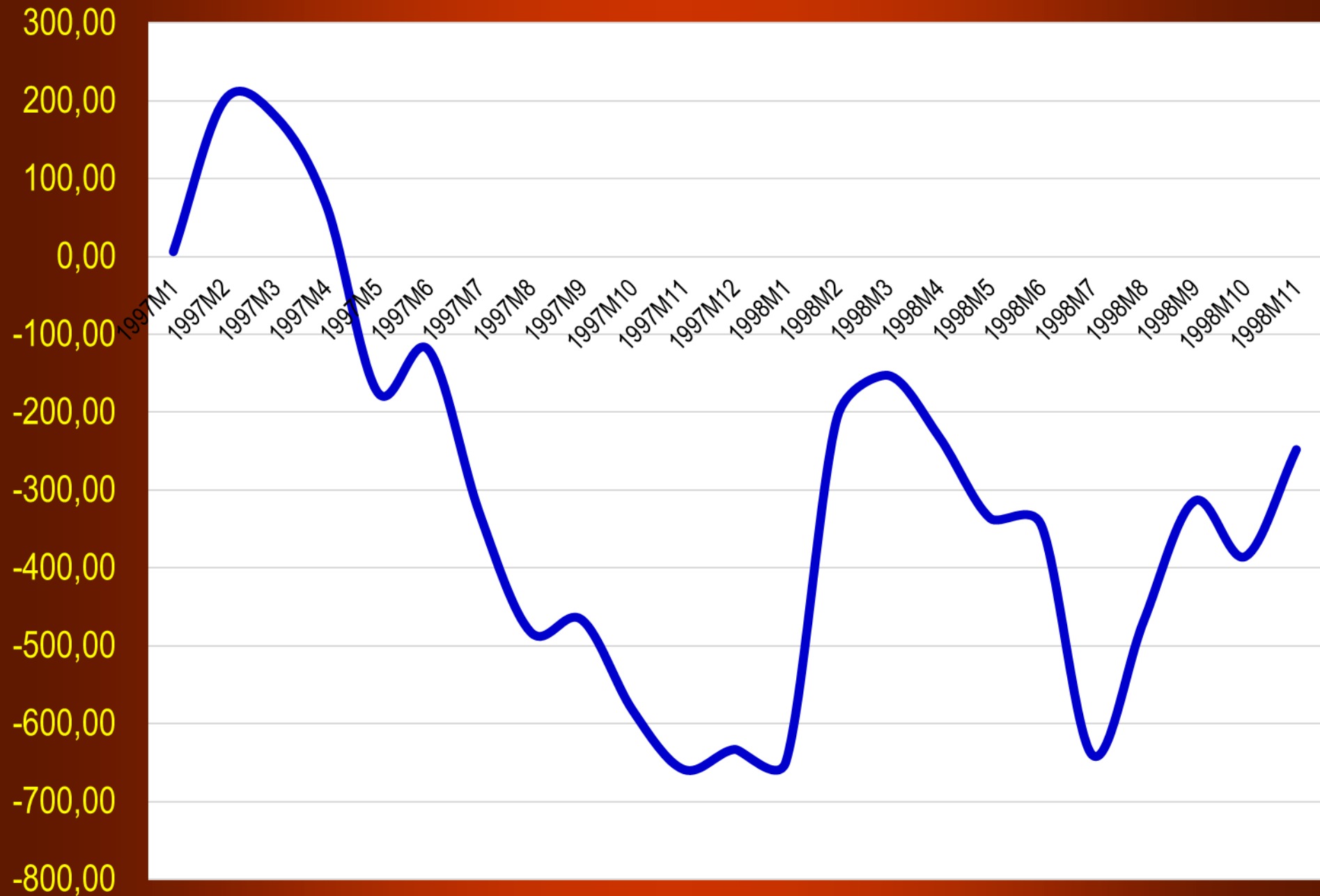




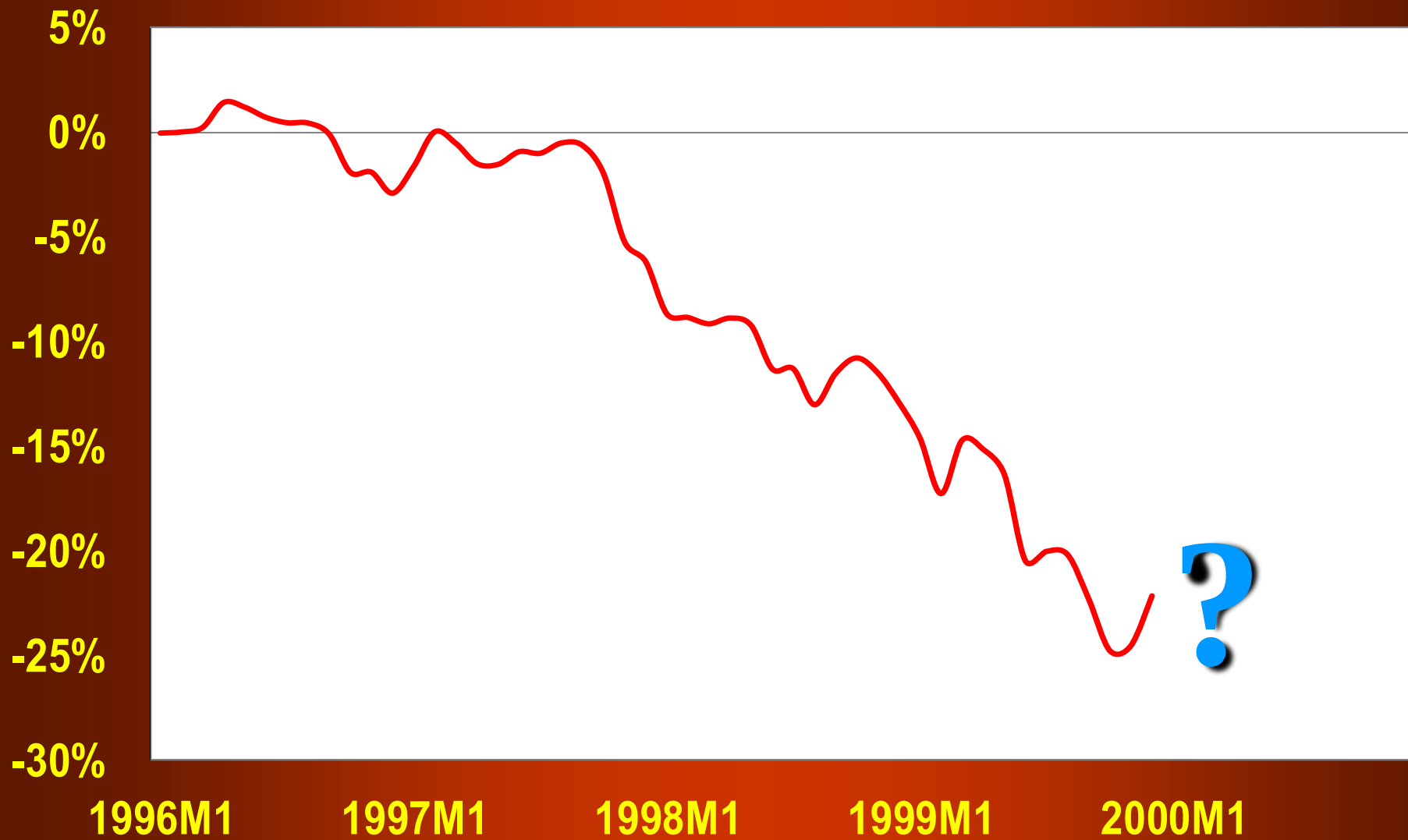
- ***Ex post*** decyzja banku centralnego nie okazuje się dobra.

- **Także w przypadku Chile kryzys azjatycki spowodował spadek eksportu i długotrwałe słabnięcie kursu walutowego.**
- **Także Bank Chile zastanawiał się, czy nie podnieść stóp procentowych i zapobiec wzrostowi inflacji, jaką mogła wywołać deprecjacja peso.**

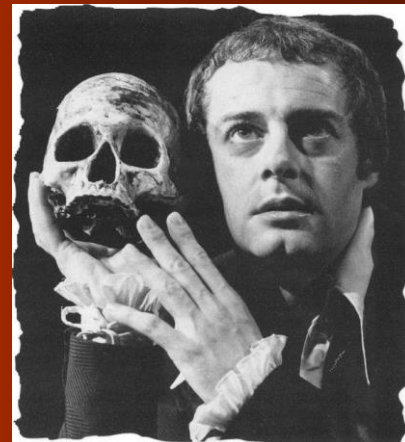
Chile: bilans handlowy

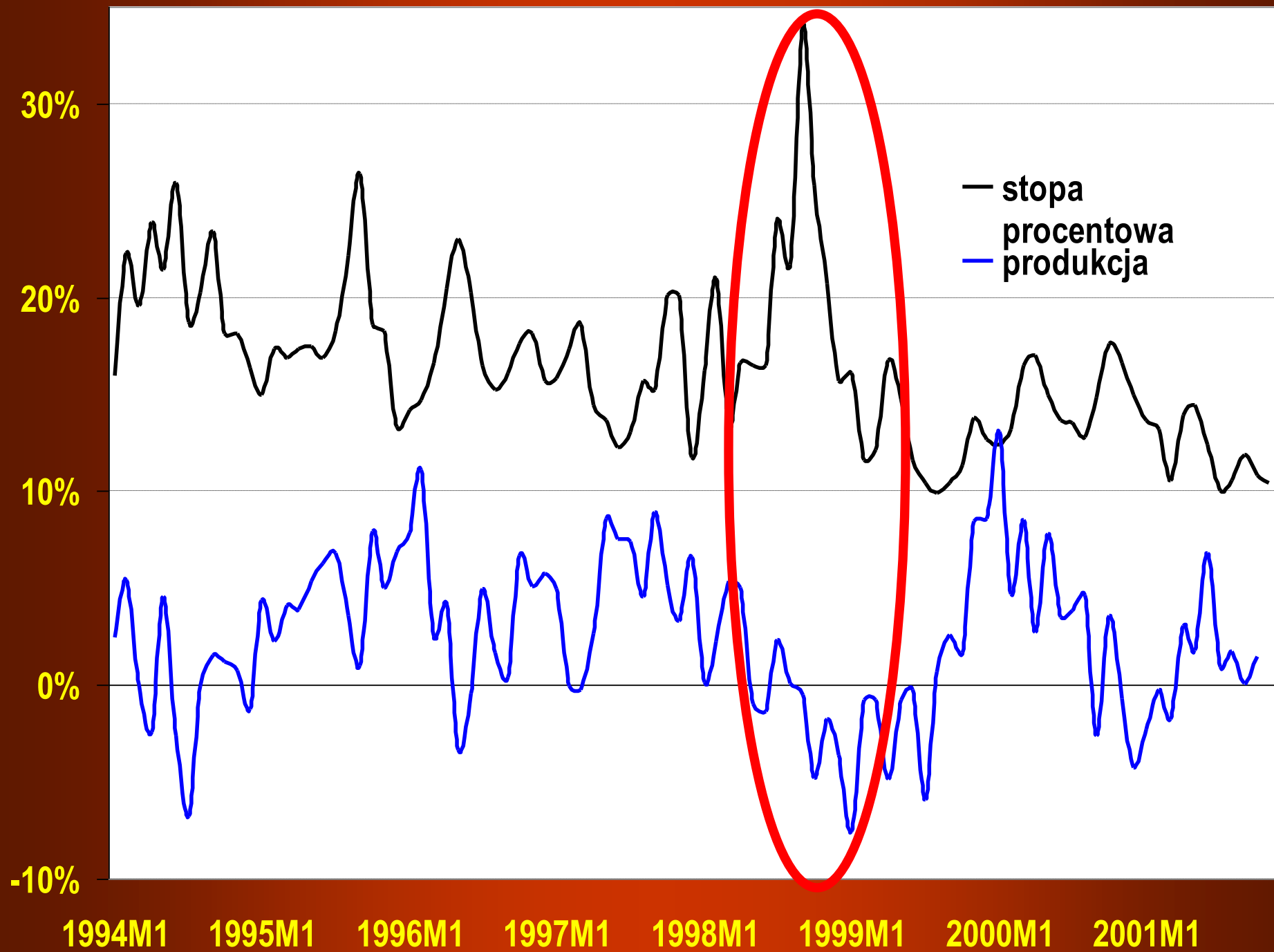


Chile



**Po roku zastanawiania się nad tym Bank Chile
podnosi stopy procentowe.**

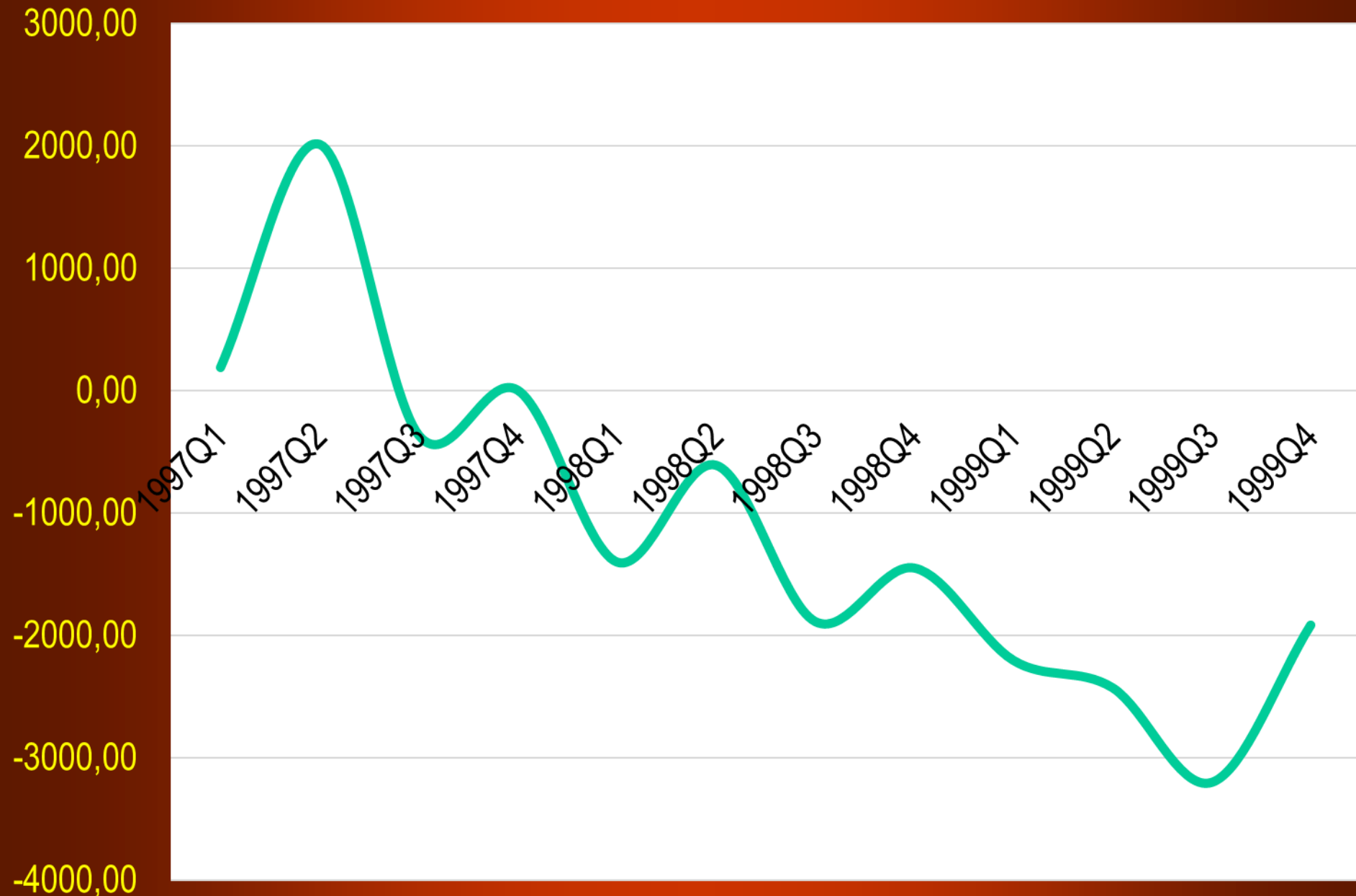




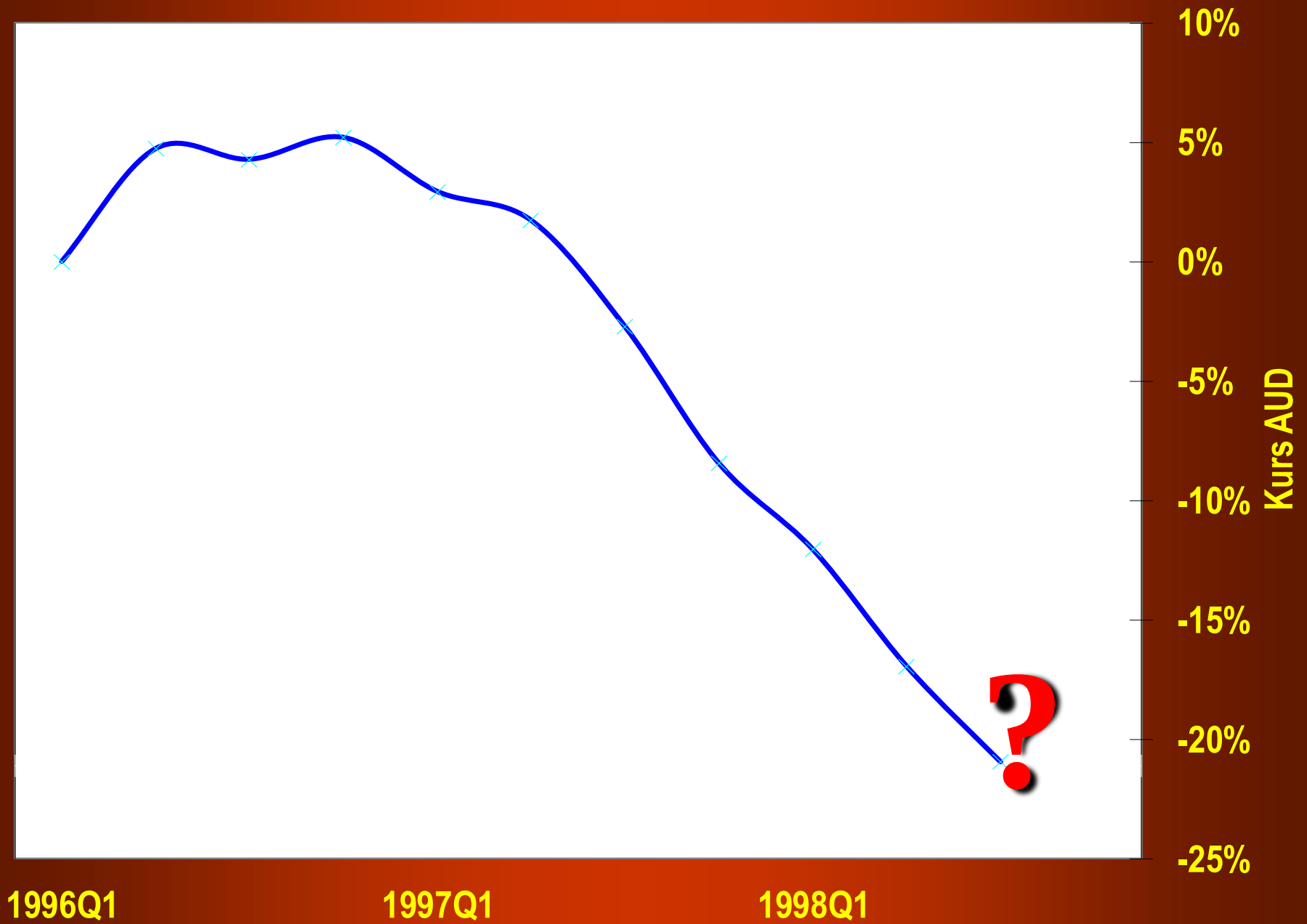
- ***Ex post*** Bank Chile widzi, że nie podjął trafnej decyzji.

- łatwo się domyśleć, że także w przypadku Australii kryzys azjatycki wywołał spadek eksportu i deprecjację jej waluty.

Australia: Bilans handlowy

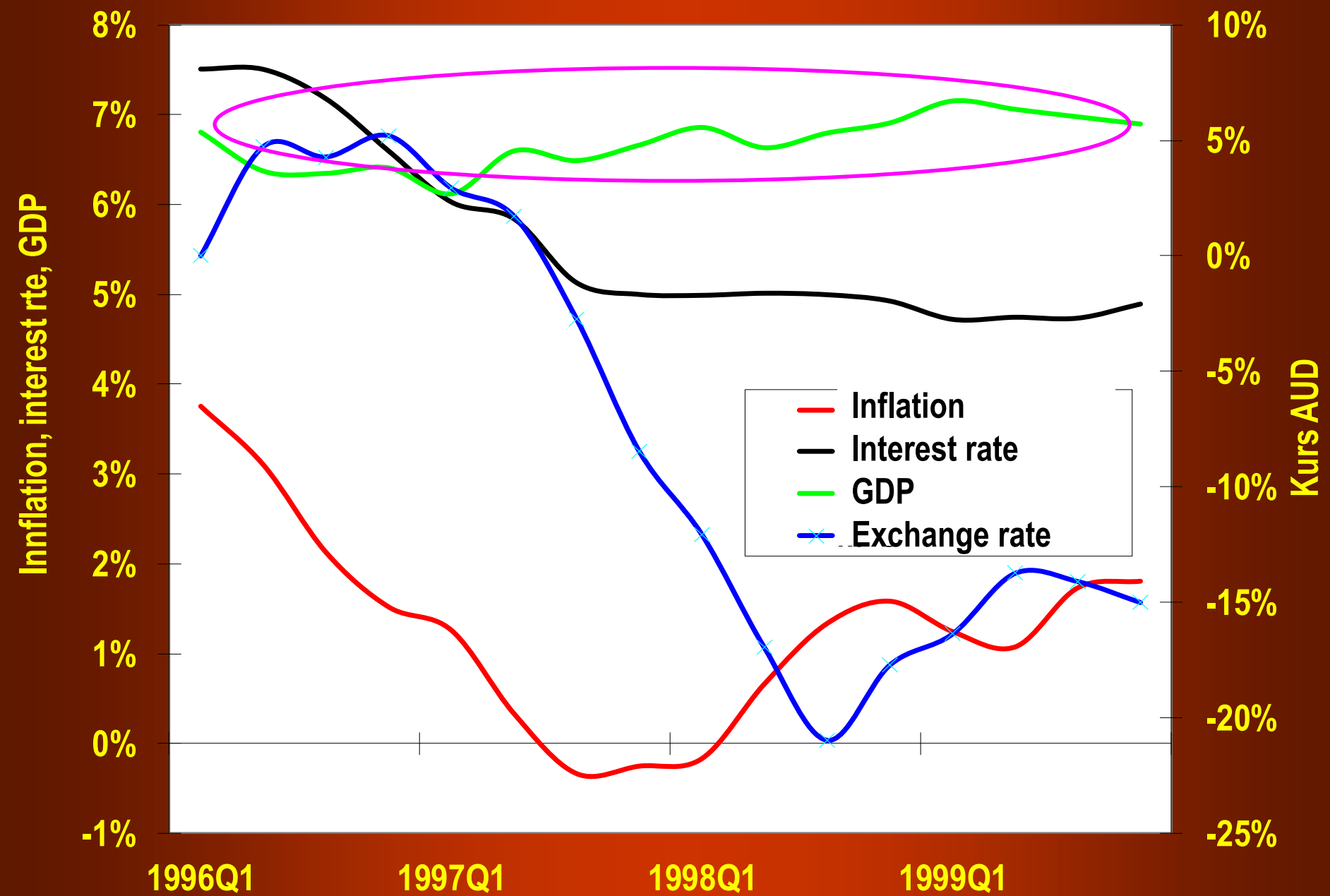


AUSTRALIA



- **Bank centralny Australii nie zdecydował się jednak na podwyżkę stóp procentowych, by wyhamować spadek kursu australijskiego dolara.**

AUSTRALIA



- ***Ex post* okazuje się, że była to dobra decyzja.**

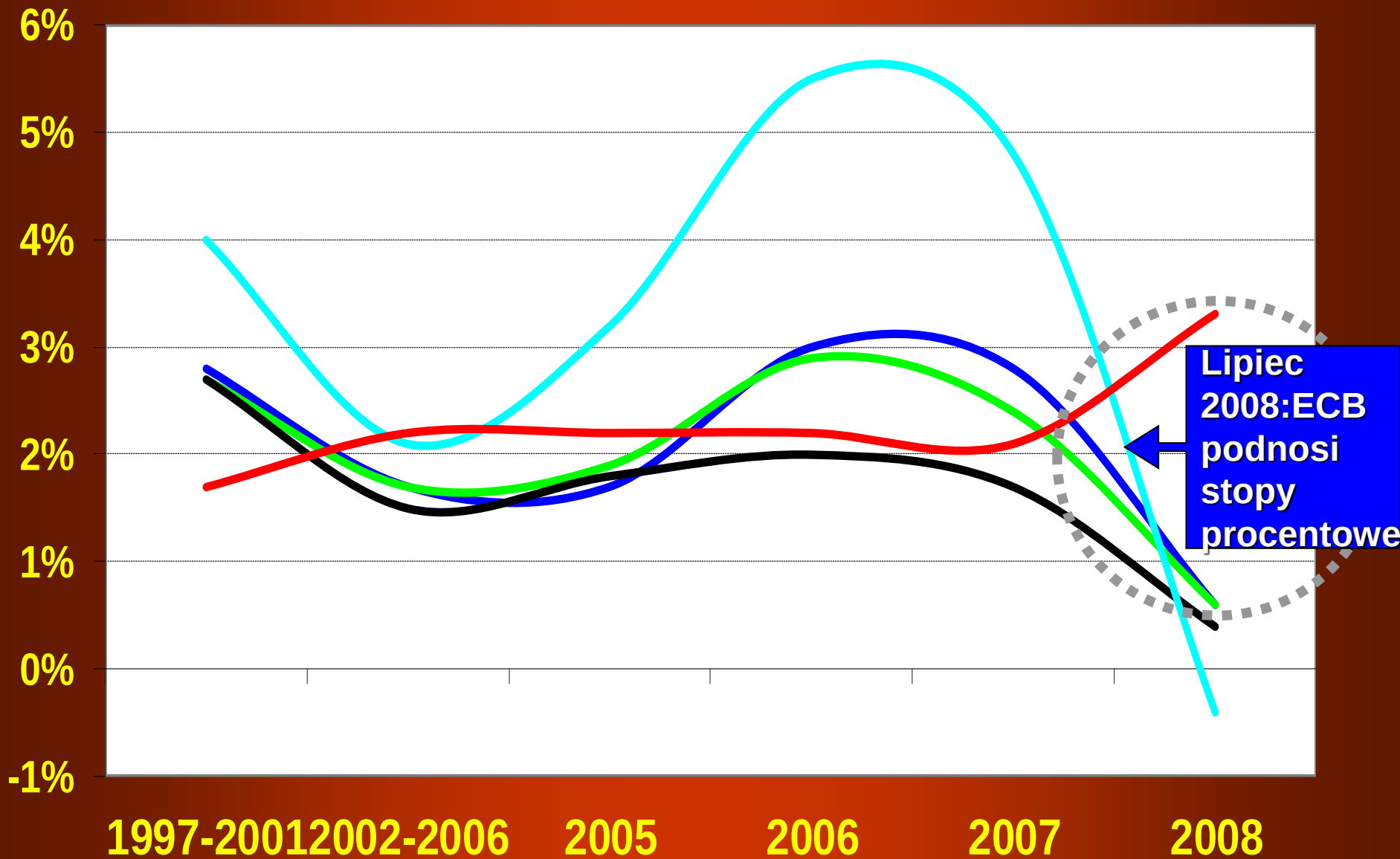
- **Luck plays a large role in how history judges central bankers.**

Gregory Mankiw 2007

W 2008 r ECB zdecydował się podnieść stopy procentowe pomimo nadciągającej się recesji.

Dlaczego tak się stało?

GDP Popyt krajowy Konsumpcja Inwestycje HICP



**Co można było na ten temat
przeczytać w biuletynie ECB?**

Wage setting behavior could add to inflationary pressures via broadly based second-round effects

- **Broadly based second-round effects** stemming from wage setting behavior must be avoided
- Risk of upward shocks in inflation leading to a **wage-price spiral**

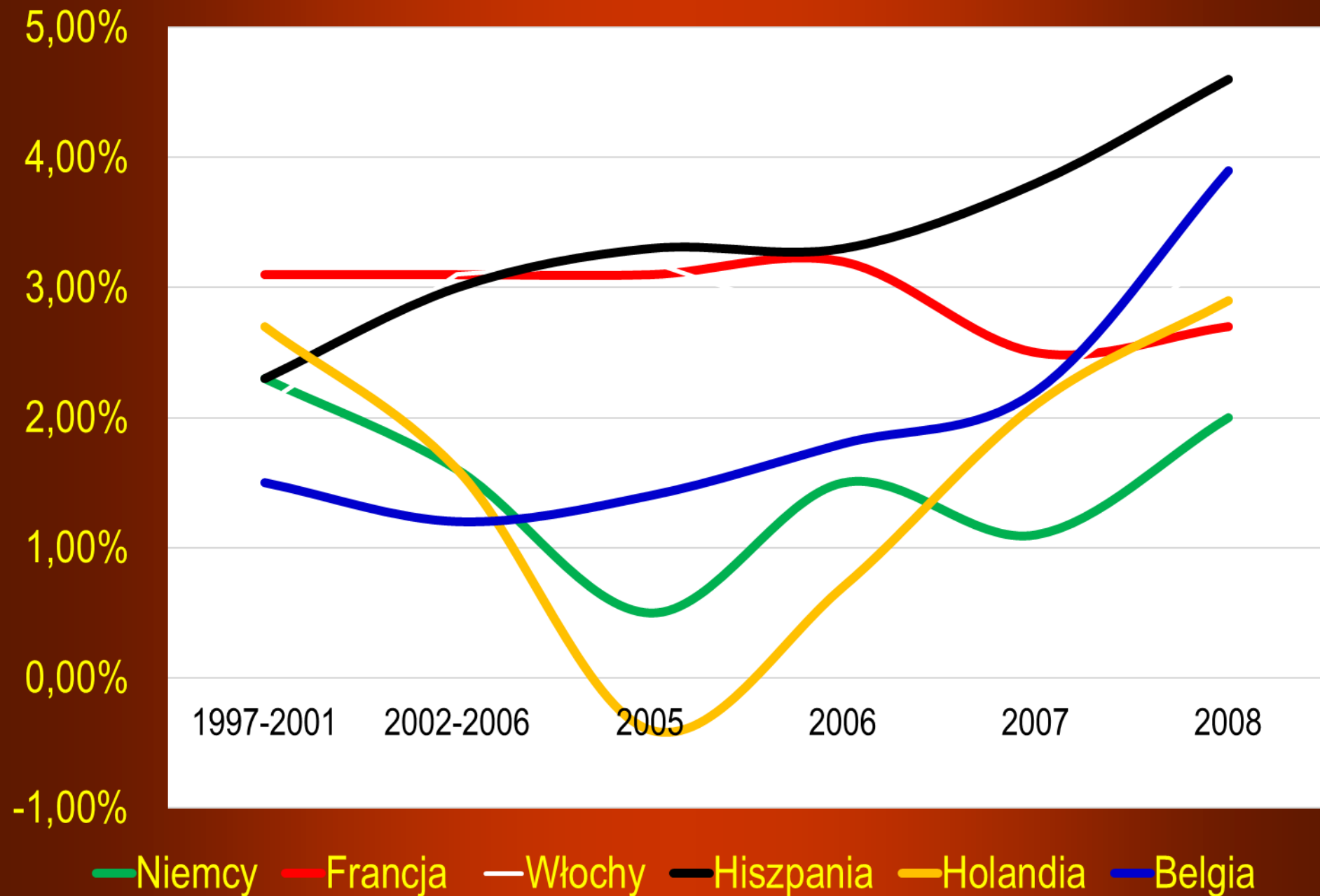
**Zupełnie inny pogląd można było
znaleźć w biuletynie Banca d'Italia**

- No wage-price spiral has developed to date.
- This is an important difference from previous oil crises, when in some European countries the instability of inflation expectations led to equally unstable monetary conditions.

Mario Draghi, *The Governor's Concluding Remarks*,
Banca D'Italia, Rome, 31 May 2008

**Czy w danych było widać rozkręcającą
się spiralę wzrostu płac i cen?**

Tempo wzrostu płac



**Dlaczego zatem ECB zdecydował się
na podniesienie stóp procentowych?**

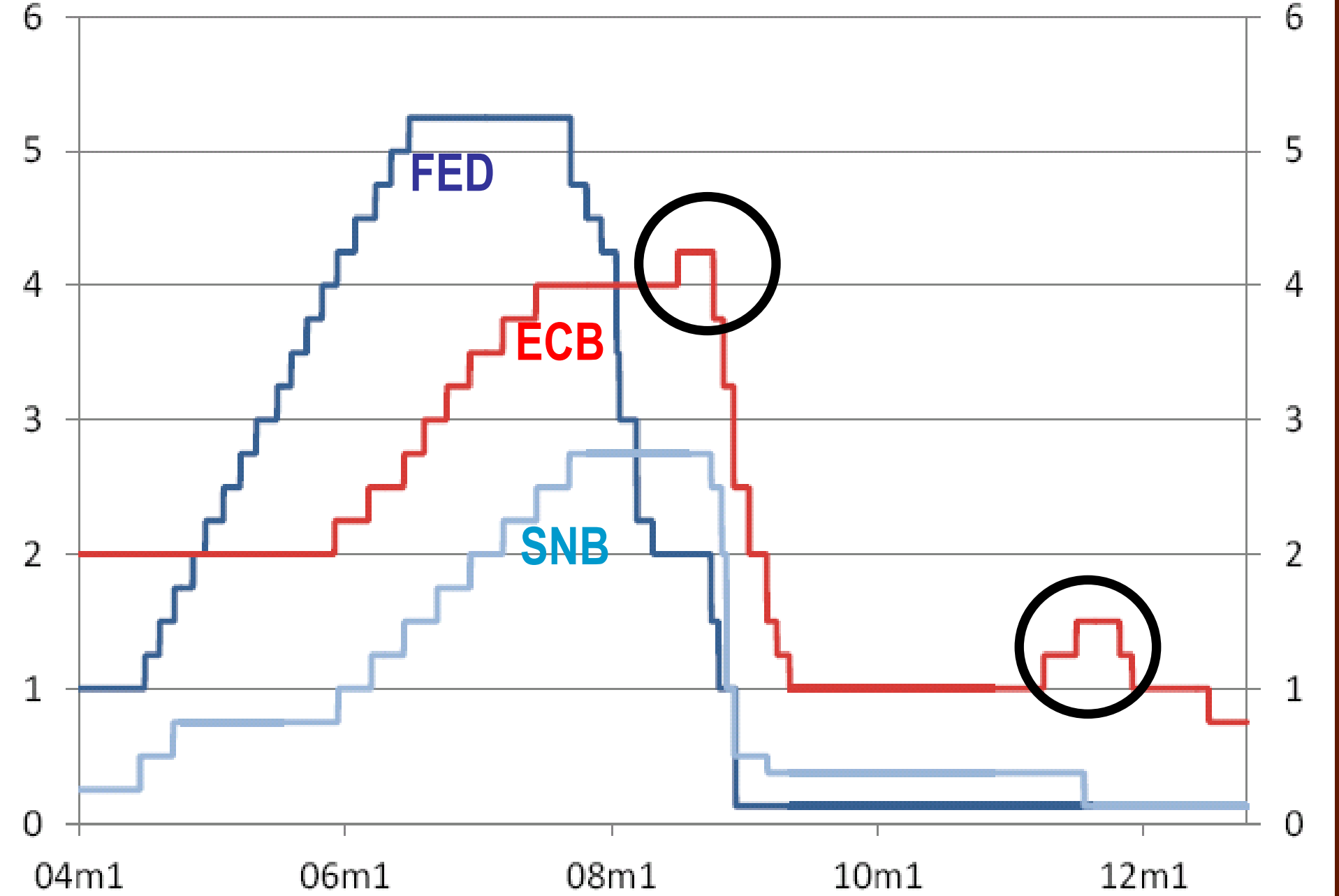
- „The central bank need not worry about the output gap, which is indeed hard to measure since potential output moves around all the time:
- the change in inflation is a sufficient indicator for deciding when interest rates should be changed”.

$$i_{BC} = i_R + \pi_i + \gamma_1(\pi_i - \pi^*) + \gamma_2(y_i - y^*)$$

Alberto Alesina, Olivier Blanchard, Jordi Gali, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig (2001).
Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area, CEPR, Monitoring
the European Central Bank no. 3, London 2001

- „Those charged with managing others' fortunes who make mistakes are least likely to be punished when they have been following “best practice”

Peter Howitt, 1999



- Wszystkie przedstawione przykłady (a mogłoby być ich dużo więcej) pokazują, że w warunkach niepewności prognoz prowadzenie polityki pieniężnej jest sporym wyzwaniem, a trzymanie się „najlepszych praktyk” nie zawsze jest receptą na podjęcie trafnej decyzji.
- Niepewność przyszłości sprawia również, że lepiej nie oceniać zbyt surowo banków centralnych za błędy, jakie popełniają, ponieważ decyzje oceniane jako bardzo dobre w momencie ich podejmowania, *ex post* mogą już takimi się nie okazać.