

## Dariusz Filar



Wydawać by się mogło, że wiedza o opóźnieniach w reagowaniu inflacji na prowadzoną politykę pieniężną zdążyła się upowszechnić wśród uczestników rynków finansowych i w mediach podejmujących tematykę gospodarczą. W sposób bezpośredni nikt – lub prawie nikt – nie neguje faktu, że bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na poziom inflacji w przyszłości odległej o co najmniej cztery kwartały (a najpełniejszą skuteczność mają w odniesieniu do okresu odległego o sześć do ośmiu kwartałów). Tym samym powinno być oczywiste, że objaśnienia poziomu bieżącej inflacji szukać należy w zmianach stóp procentowych dokonanych przed rokiem lub wcześniej, a nie w wynikach ostatniego czy przedostatniego posiedzenia władz monetarnych.

Przekonanie o upowszechnieniu powyższej podstawowej wiedzy o polityce monetarnej może jednak ulec zachwianiu w konfrontacji z wieloma analizami rynkowymi i komentarzami prasowymi. Wystarczy, by ceny żywności w jakimś miesiącu okazały się odrobinę niższe od pierwotnie oczekiwanych, a natychmiast podnosi się fala spekulacji na temat nieuchronności wzmocnienia „gołębiego” skrzydła we władzach monetarnych i ulegają redukcji oczekiwania co do skali potencjalnych podwyżek stóp procentowych. Mamy więc do czynienia z wyraźnym paradoksem czy nawet sprzecznością. Niby wszyscy wiedzą, że nieznaczna miesięczna deflacja w lipcu 2004 r. może mieć tylko znikomą wpływ na poziom wskaźnika CPI w listopadzie 2005 r. (proszę to traktować jedynie jako przykład!) i nie powinna determinować decyzji władz monetarnych. Jednocześnie jednak bardzo wielu właśnie z tej miesięcznej deflacji skłonnych jest wywodzić swój pogląd na właściwy – ich zdaniem – bieżący poziom stóp procentowych.

Nie nawołuję tutaj do całkowitego abstrahowania od bieżących danych statystycznych przy próbach przewidywania decyzji władz monetarnych. Pragnę jedynie zasygnalizować, że szczególną uwagę powinny przyciągać nie informacje o bieżących zachowaniach cen, lecz te wskaźniki, które można powiązać z zachowaniem cen w przyszłości. Z tego punktu widzenia na bardzo dokładne śledzenie zasługują dane o zatrudnieniu, przeciętnych wynagrodzeniach i całkowitym funduszu wynagrodzeń. Gdyby dane te wskazywały na wyraźny wzrost presji płacowej, mogłyby stać się przesłanką decyzji podejmowanych przez władze monetarne. Na dane dotyczące inwestycji, produkcji czy eksportu – publikowane w rytmie miesięcznym lub kwartalnym – należy patrzeć przez pryzmat kształtowania się trendów. W tym sensie jednomiesięczne umiarkowane osłabienie dynamiki produkcji przemysłowej nie może być traktowane jako powód do zasadniczej rewizji polityki monetarnej (a sugestie zmierzające w tę stronę niejednokrotnie pojawiały się w analizach i komentarzach). Dopiero gdyby dane sygnalizowały możliwość istotnego wyhamowania, załamania się czy nawet odwrócenia trendu, pojawiłoby się uzasadnienie, by opierać na nich ewentualne decyzje monetarne. W kategoriach trendów należy również rozpatrywać zmiany kursu walutowego. Tylko dostrzegając prawdopodobieństwo ukształtowania się wyraźnej i trwałej deprecjacji waluty (zwiększającej zagrożenie podwyższoną inflacją w przyszłości) lub wyraźnej i trwałej aprecjacji (która oddała groźbę podwyższonej inflacji), można w czynniku kursowym znajdować przesłankę decyzji władzy monetarnej. Bieżące fluktuacje kursowe – często uwarunkowane motywami spekulacyjnymi – nie mogą stanowić w tej mierze znaczącego punktu odniesienia.

Pragnę jeszcze raz podkreślić, że nie zmierzam w tym wywodzie do zanegowania roli danych bieżących w przewidywaniu decyzji władz monetarnych. Staram się jedynie zachęcić do ich odczytywania i analizowania pod kątem prawdopodobnego wpływu na zachowania cen w perspektywie od roku do dwóch lat i zdecydowanie zniechęcić do doraźnego wiązania bieżącej wartości jednomiesięcznych wskaźników z oczekiwaniami względem decyzji na najbliższym posiedzeniu władz monetarnych.

Skierowaniu polityki pieniężnej ku przyszłości – zarówno z punktu widzenia decyzji podejmowanych przez władze monetarne, jak i odczytywania tych decyzji przez uczestników rynków i media – powinno służyć publikowanie projekcji inflacji. To projekcja – pokazująca, jak kształtowałaby się inflacja, gdyby stopy procentowe pozostały na poziomie z okresu jej sporządzenia – ma zapewnić władzom monetarnym jak najpełniejszy obraz przyszłej inflacji, a odbiorcom ich decyzji ułatwić przewidywanie kierunku i głębokości posunięć. Należy jednak podkreślić, że pierwsza publikacja projekcji to jedynie przewidywanie długiego i złożonego procesu. Skuteczność oddziaływania projekcji zależy od ukształtowania się głębokiego wzajemnego zaufania pomiędzy jej autorami a członkami ciała kolegialnego podejmującego decyzje z zakresu polityki monetarnej. Z kolei dopiero jako pochodna tego zaufania i spójności podejmowanych decyzji ze wskazaniami projekcji może zostać zbudowane stosowne nastawienie wśród analityków rynkowych i w mediach. W ocenie Charlsa Beana, głównego ekonomisty Banku Anglii i członka Komitetu Polityki Monetarnej tego banku, oraz Marka Corneliusa, który odpowiada za brytyjski raport o inflacji, pełne „dotarcie się” wszystkich stron tworzących i wykorzystujących projekcję inflacji trwało w Wielkiej Brytanii około dwóch lat, a może nawet nieco dłużej. Nie oznacza to zresztą, że kiedykolwiek można by zaniedbać starań o coraz lepszą jakość tych relacji. W Polsce mamy więc jeszcze przed sobą kąwał drogi do pokonania.

prof. dr hab. Dariusz Filar  
członek Rady Polityki Pieniężnej