

ROZDZIAŁ 8

MODYFIKACJA CELU INFLACYJNEGO A SKUTECZNOŚĆ POLITYKI MONETARNEJ*

1. Uwagi wprowadzające

Fala kryzysów finansowych w latach 90-tych dwudziestego wieku pokazała, że niska i stabilna inflacja nie gwarantuje stabilności gospodarki. Doświadczenia Japonii dodatkowo sugerują, że deflacja może zagrozić tej stabilności nawet bardziej niż inflacja, a dla polityki monetarnej stanowić wyzwanie. I choć trudno nie zgodzić się ze stwierdzeniem, że głównym celem polityki monetarnej jest utrzymanie stabilnych cen, to już w kwestii definicji tej stabilności brak jest jednoznacznego stanowiska. Wyróżnia się to m. in. tym, że niektóre banki centralne kierują się definicją jakościową stabilności cen¹, a inne akcentują definicję ilościową. To właśnie ta ostatnia realizowana pod postacią bezpośredniego celu inflacyjnego, stała się w ciągu kilkunastu lat bardzo popularna.

Wybór tej strategii oznacza również podjęcie decyzji w sprawie indeksu cen, w oparciu o który będzie ustalony cel inflacyjny. To zagadnienie jest m. in. przedmiotem dyskusji, jaka toczy się w kwestii szeroko rozumianej modyfikacji celu inflacyjnego. Chodzi zarówno o wybór wśród znanych indeksów cen, jak i o uzupełnienie wybranego indeksu o ceny aktywów finansowych. Dawno w historii rola tych ostatnich nie okazała się tak znacząca dla stabilności gospodarki. W sprawie wyboru miernika inflacji dominuje raczej spójny pogląd, choć rozwiązania na poziomie poszczególnych krajów różnią się. Podobnie, banki centralne ogólnie sceptycznie odnoszą się do uwzględniania cen aktywów finansowych w celu inflacyjnym, natomiast w kwestii reagowania na wahania cen aktywów na rynkach finansowych spotkać możemy różne stanowiska.

2. Kontrowersje wokół wyboru miernika inflacji

Najbardziej rozpowszechnionym miernikiem inflacji jest niewątpliwie indeks cen konsumpcyjnych (ICK). Od dawna wzbudzał on kontrowersje, ale gdy w oparciu o niego banki centralne zaczęły ustalać cel inflacyjny, który chcą osiągnąć, krytyczne opinie o ICK nasiliły się.

Warto zatem przypomnieć najpoważniejsze wady indeksu cen konsumpcyjnych jako miernika inflacji.

Po pierwsze wzorce zachowań konsumentów zmieniają się w czasie, a biorąc pod uwagę to, że jedne towary stają się relatywnie droższe, a inne relatywnie tańsze, konsument może zrezygnować z towaru relatywnie droższego na rzecz towaru relatywnie tańszego. Ten efekt substytucji powoduje, że indeks cen konsumpcyjnych, który posługuje się wcześniej

* Artykuł ten jest skróconą wersją opracowania powstałego w ramach KBN pt Rola polityki makroekonomicznej w różnych modelach kapitalizmu. Umowa nr.12/ KMae/Z/2004/3/123.

¹ Obecnie stanowisko takie reprezentuje m. in. System Rezerwy Federalnej (SRF) pod przewodnictwem A. Greenspana, choć również jego poprzednik na tym stanowisku P. Volcker opowiadał się za interpretacją stabilności cen bez posługiwania się jakimkolwiek ilościowym wskaźnikiem zmian poziomu cen. Por. S. G. Cecchetti, M. A. Wynne, Inflation Measurement and the ECB's Pursuit of Price Stability: a First Assessment, Economic Policy, October 2003, s. 397-399

ustalonymi wagami, z jakimi dane dobra i usługi wchodzi do koszyka konsumpcyjnego, zawyża faktyczną inflację i nie odzwierciedla tym samym zmian w kosztach utrzymania.

Po drugie indeks cen konsumpcyjnych nie w pełni uwzględnia zmiany jakości towarów wchodzących do koszyka dóbr i usług. Bardzo opisowo przedstawia to Hausman². Gdy system operacyjny Windows 95 został wprowadzony do użytku, zastąpił połączone MS-DOS i Windows 3.1, ale w procedurach statystycznych nie zostały uwzględnione dostosowania zmian w jakości w porównaniu do już istniejących na rynku systemów operacyjnych. Windows 95 ma o wiele większe możliwości użytkowe, jak również umożliwił kupowanie już istniejących MS-DOS/Windows 3.1, często po niższej cenie. Indeks cen nie w pełni zatem uwzględnił poprawę jakości produktu, przeszacowując faktyczną stopę inflacji.

Po trzecie wreszcie wprowadzenie nowego produktu na rynek często oznacza spadek cen produktów już funkcjonujących na rynku. Skoro indeks cen nie jest w stanie nadążyć za tymi zmianami, wywołuje to podobny skutek, jak ten związany ze zmianami jakości.

Należy zauważyć, że wszystkie wyżej wymienione źródła przeszacowania faktycznej stopy inflacji przez indeks cen konsumpcyjnych potwierdził Raport Komisji Boskina, zgodnie z którym ICK zawyża faktyczną stopę inflacji w Stanach Zjednoczonych o około 1,1% rocznie (z czego 0,4% to skutek użycia stałych wag przy konstruowaniu koszyka dóbr i usług³).

Przedstawione powyżej problemy związane z indeksem cen konsumpcyjnych jako miernika inflacji nie wyczerpują zagadnienia. Banki centralne nie wydają się nimi być zniechęcone, gdyż większość z nich na swój cel inflacyjny wybiera inflację mierzoną właśnie ICK. Indeks ten może jednak występować w postaci bardziej ogólnej lub też przyjąć formy nieco skomplikowanego indeksu będącego węższym miernikiem inflacji. Bank centralny musi zatem wybrać pomiędzy ogólnym miernikiem inflacji a miernikiem inflacji bazowej. Zarówno jeden, jak i drugi wybór ma swoje dobre i złe strony.

Przyjęcie ogólnego indeksu cen konsumpcyjnych jako miernika inflacji w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ma dużo zalet. Wskaźnik ten jest powszechnie znany i publikowany, jego wzrost jest utożsamiany ze wzrostem kosztów utrzymania i jest już tradycyjnie stosowany podczas przetargów płacowych i w mechanizmie indeksacji dochodów. Bank centralny może więc liczyć na to, że cel polityki monetarnej wyrażony przy jego pomocy będzie zrozumiały. Do indeksu tego wlicza się jednak dobra i usługi, których ceny cechują duże wahania, a kierunki tych wahań mogą się szybko zmieniać. Biorąc pod uwagę opóźnienia towarzyszące mechanizmowi transmisyjnemu, reakcja na takie krótkookresowe wahania, z punktu widzenia utrzymania celu inflacyjnego, nie byłaby zasadna, gdyż mogłaby spowodować duże wahania zarówno po stronie poziomu produkcji, jak i samej inflacji. Do wyjaśnienia zmian inflacji można posłużyć się znaną koncepcją teoretyczną. Otóż zgodnie z krzywą Phillipsa uzupełnioną o oczekiwania inflacyjne, inflacja zależy od inflacji oczekiwanej i procentowego odchylenia produkcji rzeczywistej od poziomu produkcji potencjalnej, czyli luki PKB⁴. Uwzględniając również wpływ zmian cen relatywnych oraz okresowych szoków podaźowych, równanie dostosowania cen przyjmuje postać:

$$\Pi = \Pi^e + \lambda y + \delta q + \varepsilon$$

² J. Hausman, Sources of bias and solutions to bias in the consumer price index, *Journal of Economic Perspectives* 2003, nr1, s.30.

³ Nazwa raportu pochodzi od M. Boskina, przewodniczącego Komisji ds. badania ICK. Wnioski co do przeszacowania faktycznej inflacji były zbieżne z tym, jakie jeszcze w 1961 r. przedstawił G. Stigler. Zob. L. Schultze, The Consumer Price Index: Conceptual Issues and Practical Suggestions, *Journal of Economic Perspectives*, 2003, Vol 17, nr 1, s. 3

⁴ Wykorzystaniem tej znanej teorii do wyjaśnienia istoty inflacji bazowej posługuje się Macklem. Por. T. Macklem, A new measure of core inflation, *Bank of Canada Review*, 2001, s. 7-8

gdzie:

Π - stopa inflacji

Π^e – inflacja oczekiwana

y – luka PKB

q – zmiana cen relatywnych

ε – okresowe szoki podażowe

λ, δ - dodatnie współczynniki

Wzrost cen danego dobra, np. surowca, spowoduje wzrost ogólnego poziomu cen, co przełoży się na wzrost stopy zmiany cen, czyli miernika inflacji. Zakładając, że zmiany cen relatywnych nie spowodują zmiany oczekiwanej inflacji ani luki PKB, ich wpływ na inflację będzie okresowy, gdyż po dostosowaniu się do poziomu cen, ich stopa zmian (czyli inflacja) nie zmieni się. Podobnie, okresowe szoki podażowe będą wpływać na inflację jedynie na krótko, przy założeniu, że nie wpływają na oczekiwaną inflację i lukę PKB. Wówczas część naszego równania $\Pi = \Pi^e + \lambda y$ można potraktować jako wzór na inflację bazową. Ze względu jednak na trudności z dokładnym pomiarem inflacji oczekiwanej i rozmiarów luki PKB odpowiedniejszym podejściem do poziomu inflacji bazowej jest wyłączenie z ogólnego indeksu cen (a więc miernika inflacji rejestrowanej) tych elementów, które są źródłem zmian cen relatywnych i okresowych szoków podażowych. Zatem mierniki inflacji bazowej pozwalają wyeliminować „pierwszą rundę” skutków szoków, wywołującą jedynie krótkookresowe wahania poziomu cen, a tym samym pozwolą uniknąć niepotrzebnej reakcji ze strony polityki monetarnej. Taka reakcja staje się bowiem uzasadniona wówczas, gdy zmiany cen relatywnych czy szoki podażowe „zdążą” już przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne⁵. Tak jak gospodarki różnią się strukturą, tak też z ogólnych mierników inflacji rejestrowanej będą wyłączały inne elementy, a tym samym liczyły się dla celu inflacyjnego inne mierniki inflacji bazowej lub nawet, w niektórych przypadkach, rezygnowały z nich (tabela 1).

Tabela 1

Wybór indeksu cen jako miernika inflacji w wybranych krajach

Kraj	Miernik inflacji jako oficjalny cel inflacyjny	Uwagi
Nowa Zelandia	ICK z wyłączeniem: - odsetek od kredytów hipotecznych, - zmian w podatkach pośrednich, - zmian w terms of trade.	Koniec 1990 r. w wyniku szoku naftowego po inwazji na Kuwejt, zmiana miernika na miernik inflacji bazowej z wyłączeniem cen ropy naftowej.
Szwecja	ICK bez wyłączeń żadnych składników.	Wybór wskaźnika inflacji rejestrowanej ściśle związany z rolą, jaką wskaźnik ten od dawna pełni w przetargach płacowych.
Izrael	ICK bez wyłączeń żadnych składników.	Składniki, których ceny są bardzo zmienne, stanowią aż 40% całego ICK. ICK też tradycyjnie wiąże dochody z płacami.
Australia	ICK z wyłączeniem: - cen żywności, - cen benzyny,	

⁵ A. Wojtyna, Szkice o polityce pieniężnej, PWE, Warszawa 2004, s 161.

	- odsetek od kredytów hipotecznych.	
Kanada	ICK bez wyłączeń żadnych składników.	Od 2001 r. akcent na wskaźniki inflacji bazowej, ale cel inflacyjny dalej w oparciu o inflację rejestrowaną.
Wielka Brytania	Indeks cen towarów detalicznych z wyłączeniem kosztów kredytów hipotecznych.	Częściej aktualizowany niż większość indeksów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. S. Bernanke, T. Laubach, F. S. Mishkin, A. S. Posen, *Inflation Targeting Lessons from International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999 oraz *Inflation Report*, May 2003

Posługiwanie się indeksem zarówno inflacji rejestrowanej, jak i bazowej pomaga dokonać rozróżnienia pomiędzy jednorazowymi skutkami zmian cen, a zmianami o charakterze trwałym. Sprzyja to również możliwości uniknięcia niepotrzebnej reakcji banku centralnego na zmianę w inflacji rejestrowanej, podczas gdy inflacja bazowa okazuje się być stabilna⁶.

Jako ostatni w tabeli wymieniony został indeks towarów detalicznych jako podstawowy wskaźnik inflacji używany w Wielkiej Brytanii, a jednocześnie wskaźnik, w oparciu o który ustalany jest cel inflacyjny. Tak jak indeksy cen konsumpcyjnych, tak i ten indeks cechuje się wszystkimi przeanalizowanymi wcześniej zniekształceniami. Wyniki badań szacują, że indeks cen detalicznych zawyża faktyczne rozmiary inflacji o około 0,35% rocznie⁷. Skoro wspomniany został indeks cen, w oparciu o który w Wielkiej Brytanii (będącej członkiem Unii Europejskiej pozostającym poza strefą euro) ustalany jest cel inflacyjny, to nie można pominąć zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych będącego miernikiem inflacji w krajach strefy euro⁸. Jak pokazują badania, stopa inflacji mierzona indeksem cen detalicznych jest większa od stopy inflacji mierzonej zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych. Na wynik taki wpływają różnice metodologiczne przy agregowaniu cen poszczególnych dóbr i uwzględnianie innych wydatków⁹.

Ponadto wyniki porównań międzynarodowych sugerują, że zniekształcenia związane ze zmianami jakościowymi mogą być większe w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro. Do takiego wniosku może prowadzić fakt, iż w kategorii „komputery osobiste” spadek cen w Stanach Zjednoczonych jest szybszy niż w tej samej kategorii wśród krajów strefy euro¹⁰.

Podsumowując, zalety mierników inflacji bazowej przedstawiają się następująco¹¹:

- korzystanie z nich daje możliwość skoncentrowania się na trwałych zmianach w inflacji,
- są sygnałem dla podmiotów gospodarczych, że bank centralny będzie reagował elastycznie na zmiany inflacji wywołane szokami podaźowymi,

⁶ W ten sposób bank centralny Kanady uniknął takiej interwencji w obliczu wzrostu inflacji rejestrowanej w 1995 r. po tym, jak w 1994 r. spadła ona na krótko po obniżeniu akcyzy na papierosy. Por. Bernanke i in., 1999, s. 137

⁷ L. Blow, I Crawford, *The cost of living with RPI: Substitution bias in the UK retail price index*. *The Economic Journal* 2001, nr 111, s.378.

⁸ Liczony jest w każdym z krajów osobno, a średnia ważona tych indeksów stanowi dla EBC miernik inflacji w całej strefie euro.

⁹ Dotyczy to np.: kosztów związanych z utrzymaniem mieszkania (np. ubezpieczeń), wydatków na nowe i używane samochody. Szczegóły różnicy pomiędzy obydwooma miernikami zob. *Inflation Report*, May 2003, s. 38-39

¹⁰ M. Kieler, *The ECB's inflation objective*, IMF Working Paper, 2004, nr 91, s. 17-18.

¹¹ Bernanke i in., op. cit., s. 321-322.

- służą lepszej komunikacji banku centralnego z podmiotami gospodarczymi, szczególnie gdy wystąpi potrzeba uzasadnienia, że nie każdy szok, który powoduje wzrost cen, prowadzi do trwałego wzrostu inflacji oraz, że bank centralny traktuje inaczej krótkookresowe zmiany w inflacji będące skutkiem szoków podażowych niż zmiany inflacji będące skutkiem utrzymujących się zmian w zagregowanym popycie¹².

Jeżeli ustalenie celu inflacyjnego w oparciu o miernik inflacji bazowej odbywa się kosztem utraty pewnej przejrzystości (bo nie jest to miernik inflacji najbardziej znany i zrozumiały), można temu zaradzić, wybierając do ustalenia celu inflacyjnego ogólny indeks cen konsumpcyjnych, natomiast mierniki inflacji bazowej wykorzystać do wyjaśniania odchyłeń inflacji od przyjętego celu, uzasadniając w ten sposób działania władz monetarnych. Tak właśnie postępuje większość banków centralnych.

Skoro przedstawione wskaźniki cen mają tendencje do zawyżania faktycznych rozmiarów inflacji, to powinno zostać to uwzględnione zarówno w ilościowej definicji stabilności cen, jak i w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Dlatego m. in. większość banków centralnych wyznacza swój cel inflacyjny nie na poziomie zera, lecz nie wysokiej, ale dodatniej stopy inflacji¹³.

3. Spekulacyjny wzrost cen aktywów finansowych

W latach 90-tych ubiegłego wieku sukcesom w polityce dezinflacji towarzyszyła niestabilność na rynkach finansowych. Oficjalne indeksy cen jako mierniki inflacji były niskie i wskazywały na stabilne ceny, podczas gdy na rynkach aktywów finansowych ceny osiągały rekordowe wysokości, przybierając postać tzw. bańki spekulacyjnej (bąbla spekulacyjnego), co w konsekwencji prowadziło do zachwiania stabilności całej gospodarki. Stało się to przyczyną dyskusji na temat reakcji banku centralnego na zmiany cen aktywów finansowych, a nawet ewentualnego włączenia ich do celu inflacyjnego banku centralnego.

Ceny aktywów finansowych stanowią niewątpliwie ważny element mechanizmu transmisyjnego. Wpływają na zagregowany popyt, chociażby poprzez oddziaływanie na inwestycje i na konsumpcję. Wzrost cen akcji, czyli wzrost oczekiwanego dochodu rozporządzalnego (efekt bogactwa), zwiększa konsumpcję. Równocześnie powoduje, że rynkowa wartość przedsiębiorstwa (współczynnik q Tobina) rośnie, stymulując wzrost nakładów inwestycyjnych. Dodatkowo, ceny aktywów określają wartość zabezpieczeń, jakie mogą przedstawić przedsiębiorstwa czy gospodarstwa domowe, ubiegając się o kredyt. Jeśli zatem celem banku centralnego jest stabilizacja inflacji, a wzrost zagregowanego popytu może temu celowi zagrażać, polityka monetarna musi brać pod uwagę zmiany cen aktywów finansowych. Nie oznacza to oczywiście automatycznej reakcji na bańkę spekulacyjną na rynku finansowym. Większość banków centralnych stoi na stanowisku, że zmiany cen aktywów finansowych są istotne dla polityki monetarnej tylko w takim zakresie, w jakim wpływają one na zmiany w przyszłym popycie i oczekiwanej inflacji. Nie widzą one również powodu, dla którego miałyby w jakikolwiek sposób modyfikować cel inflacyjny, uwzględniając w nim ceny aktywów finansowych. Podejście takie ma swoje uzasadnienie. Jednak aby je przeanalizować, zasadnym wydaje się najpierw przedstawienie skutków, jakie może nieść ze sobą inflacja na rynku aktywów.

¹² Jednak indeksy inflacji bazowej mogą okazać się mało czytelne dla podmiotów gospodarczych i wówczas zaleta ta traci na znaczeniu.

¹³ Nowa Zelandia uznawana za prekursora w dziedzinie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego ostatnio zmieniała go z 0%-3% na 1%-3%. Wyjątkowy pod tym względem jest przypadek Izraela, który, wprowadzając cel inflacyjny w 1991 r., ustalił go w wysokości „aż” 14-15% (ale inflacja była wtedy dwucyfrowa). O innych argumentach przeciwko ustalaniu celu inflacyjnego na poziomie zera procent zobacz M. Kieler op. cit., s. 27-28

Otóż już w odniesieniu do samej definicji bańki spekulacyjnej brak jest jednoznacznego stanowiska. Te najczęściej występujące w literaturze charakteryzują bańkę spekulacyjną następująco¹⁴:

- tak duży wzrost cen aktywów finansowych z reguły nie jest uzasadniony zmiennymi fundamentalnymi (choć nie musi być od nich całkowicie oderwany),
- chęć posiadania aktywów związana jest z oczekiwaniem, że ich ceny będą nadal rosły,
- wzrost cen aktywów może być wynikiem czynników zewnętrznych, które dają perspektywę nowych możliwości zysku.

Te trzy cechy charakterystyczne dla bańki spekulacyjnej częściowo ułatwiają odpowiedź na pytanie, dlaczego mogła się ona zadomowić na rynkach finansowych wówczas, gdy banki centralne z powodzeniem realizowały swoje cele inflacyjne. Otóż niska i stabilna inflacja połączona z liberalizacją przepływów kapitałowych i deregulacją na rynkach finansowych stwarza sprzyjający klimat dla przyszłych zysków. Rośnie więc popyt na aktywa finansowe, a rosnąca ich wartość coraz bardziej skłania podmioty gospodarcze do zaciągania pożyczek w celu finansowania akumulacji kapitału. Aprecjacja aktywów powoduje, że rośnie również wartość tych aktywów, które mogą być użyte jako zabezpieczenia przy zaciąganiu długu, co sprzyja akumulacji długu i dalszemu wzrostowi cen aktywów finansowych¹⁵. Mechanizm ten sprawdza się doskonale również na rynku nieruchomości¹⁶. Badania przeprowadzone na próbie 18 krajów uprzemysłowionych dotyczących okresu 1971-2003 wskazują na trzy podstawowe czynniki, którymi należy tłumaczyć rosnące ceny na rynku nieruchomości:

- niskie stopy procentowe,
- wzrost dochodu rozporządzalnego,
- większy dostęp do kredytu hipotecznego.

Wymienione wyżej czynniki powodują, że aktywa na rynku nieruchomości stają się nadwartościowe, szczególnie wówczas, gdy głęboko zakorzenione są oczekiwania co do utrzymywania się stóp procentowych na niskim poziomie. Co więcej, pomimo iż ceny na rynku nieruchomości, generalnie mają charakter procykliczny (rosną w okresie ożywienia, spadają w okresie recesji), to w ostatnich latach związek pomiędzy cenami nieruchomości a poziomem PKB był stosunkowo słaby. To oznaczałoby, że mimo pogorszenia się koniunktury, ceny na tym rynku mogą dalej rosnąć. Tym bardziej skutki załamania się cen na rynku nieruchomości mogą okazać się zgubne dla gospodarki.

Zdarza się, że niektóre kraje stwarzają idealne warunki, aby mechanizm rosnącego zapotrzebowania na aktywa finansowe mógł się rozwijać i popychać w górę ceny aktywów finansowych¹⁷ do dotychczas nienotowanych poziomów. Takim przykładem może być wspomniana już Japonia, gdzie charakter powiązań pomiędzy systemem bankowym, przedsiębiorstwami i państwem niejako sankcjonował powszechną, bardzo ryzykowną politykę, czyli pokusę nadużycia. Spółki finansowe, połączone ze sobą w większe organizacje i skupione wokół dużego banku (tworząc tzw. keiretsu), były ze sobą szczególnie powiązane. Z jednej strony poprzez fakt, że posiadały nawzajem duże pakiety swoich akcji, z drugiej natomiast to bank, pod egidą którego się organizowały, udzielał im pożyczek. Bank

¹⁴ Syntetyczny przegląd teorii bańki spekulacyjnej przedstawia A. Filardo. Zob. A. Filardo, Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs, BIS Working Papers, 2004, nr 155, s. 1-4

¹⁵ Ch. Bean, Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?, BIS Working Papers 2003, nr 140, s.6

¹⁶ Charakterystyka rynku nieruchomości od strony popytu i podaży, zob. K.E. Case, R. J. Shiller, Is there a bubble in the housing market?, Brookings Papers on Economic Activity, 2003, nr 2, s. 335-340

¹⁷ Jak odnotowuje Krugman, w Japonii na początku lat 90-tych, całkowita wartość ogółu akcji wszystkich spółek krajowych była większa od analogicznej wielkości w Stanach Zjednoczonych, których ludność była dwa i pół raza liczniejsza a PKB ponad dwukrotnie wyższy. Por. P. Krugman, Wracają problemy kryzysu gospodarczego, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 83-84.

dodatkowo otrzymywał gwarancje rządowe, dlatego ani spółki bezpośrednio, ani bank tym bardziej nie musiały wykazywać ostrożności w podejmowaniu decyzji groźących niespłaconym długiem. Zaciągano więc coraz więcej i coraz łatwiej dostępnych kredytów, a powiązania systemu bankowego z państwem utwierdzały wszystkich w przekonaniu, że nikt nie ucierpi w razie ewentualnego bankructwa banku. Równocześnie rynek nieruchomości opanowały instytucje finansowe, które z subsydiów rządowych finansowały kredyty hipoteczne¹⁸.

Bardzo wysokie notowania akcji na giełdzie oraz wysokie ceny na rynku nieruchomości świadczyły o rozmiarach bańki spekulacyjnej, podczas gdy oficjalne mierniki inflacji wskazywały na niski i stabilny przeciętny poziom cen w całej gospodarce. Zatem polityka monetarna skoncentrowana na celu inflacyjnym wyznaczonym w oparciu o tradycyjne wskaźniki cen konsumpcyjnych może przeoczyć narastające nieprawidłowości na rynkach aktywów finansowych, gdyż te wskaźniki cen nie uwzględniają cen aktywów finansowych.

4. Spory wokół stabilizowania rynków finansowych przez bank centralny a skuteczność polityki monetarnej.

Polityka monetarna oparta na celu inflacyjnym bywa oskarżana o sprzyjanie mechanizmom charakterystycznym dla pokusy nadużycia¹⁹. Dzieje się tak dlatego, że w okresie ekspansji znaczny wzrost cen aktywów finansowych może się utrzymywać bez wywoływania presji inflacyjnej, czyli tym samym bez restrykcji monetarnych ze strony polityki monetarnej (czyli podwyższania stóp procentowych). Gdy ożywienie wygasa, wysokie ceny aktywów finansowych ujawniają się, a ich korekta w dół może oznaczać negatywny wpływ na całą gospodarkę. Sytuacja zadłużonych podmiotów gospodarczych pogorszy się jeszcze bardziej, a poziom zaufania konsumentów poważnie spadnie. Jeśli uznać te skutki za wystarczające do stwierdzenia, że polityce monetarnej powinno zależeć na tym, aby nie dopuścić do spadku cen aktywów finansowych, to bank centralny powinien obniżyć stopy procentowe. Dla podmiotów gospodarczych będzie to rodzaj przesłania, które upewni je, że inwestując w zakupy nawet bardzo ryzykownych aktywów, tak naprawdę niewiele stracą, co jeszcze bardziej przyczynia się do spekulacyjnego wzrostu cen²⁰.

Przedstawione powyżej mechanizmy są wykorzystywane przez zwolenników stabilizowania rynków finansowych przez politykę monetarną. Wysuwają oni często argumenty za modyfikacją indeksu cen, w oparciu o który ustala się cel inflacyjny tak, aby zawierał on ceny aktywów finansowych. Zwolennicy takiego rozwiązania uważają, że poprawny miernik inflacji powinien uwzględnić nie tylko ceny bieżących wydatków konsumpcyjnych, ale też wydatki np. na zakup akcji, gdyż one, poprzez wpływ na oczekiwany dochód, też decydują o poziomie konsumpcji.

Przyjęcie takiego rozwiązania oznaczałoby konieczność rozstrzygnięcia problemu dotyczącego zastosowania wag, jakich dla poszczególnych aktywów finansowych należałoby użyć, konstruując indeks cen²¹. Odnosi się to zarówno do cen akcji, jak i cen na rynku

¹⁸ Jedną z takich instytucji opanowała około 40% rynku nieruchomości. Opis systemu bankowego w Japonii oraz propozycje reform zob. T. Hoshi, A. K. Kashyap, Japan's financial crisis and economic stagnation, *Journal of Economic Perspectives* 2004, nr 1, s. 14

¹⁹ T. Palley, Asset prices bubbles and the case for asset-prices reserve requirements, *Challenge* 2003, nr 3, s. 62.

²⁰ Jedyną pewnością, jaką można mieć w stosunku do polityki monetarnej to taka, że bank centralny obniży stopy procentowe, gdyby ceny aktywów spadły (gdy rosną, nie będzie im przeszkadzał) – tak zinterpretowano politykę SRF w 1999 r. w kontekście bardzo wysokich cen akcji w Stanach Zjednoczonych. Por. Ch. Goodhart, What weights should be given to asset prices in the measurement of inflation, *The Economic Journal*, 2001, nr 111, s. 344

²¹ Proponuje się np. wykorzystać w tym celu udziały wydatków na zakup aktywów finansowych w całkowitych

nieruchomości. Ceny tych aktywów zależą od wielu czynników i są bardzo zmienne w czasie. Wprawdzie Międzynarodowa Organizacja Pracy sugeruje kilka ogólnych podejść do uwzględniania cen aktywów finansowych w miernikach inflacji, które różnią się między sobą np.: obliczaniem kosztów związanych z nabyciem domu, spłatą kredytów hipotecznych, czy kosztów wynajmu²². W praktyce nie rozwiązuje to jednak problemu, gdyż skala niepewności towarzysząca cenom aktywów finansowych jest wyjątkowo duża, co dodatkowo utrudnia wprowadzenie ich do wskaźników cen będących miernikami inflacji.

Zwolennicy uzupełnienia mierników inflacji o ceny aktywów finansowych (np. Goodhart) zapominają, jak takie rozwiązanie skomplikowałoby mechanizm ustalania płac, indeksacji dochodów, czy ubezpieczeń społecznych. Osoba otrzymująca dochody indeksowane o wskaźnik cen zawierający ceny aktywów finansowych mogłaby zyskać dwukrotnie: raz w wyniku inflacji na rynku aktywów (wzrost cen akcji lub cen nieruchomości), drugi raz po otrzymaniu dochodu obliczonego na podstawie wskaźnika cen wraz z cenami aktywów finansowych²³. W konsekwencji może to dodatkowo wpłynąć na oczekiwania co do wzrostu przyszłego dochodu rozporządzalnego i stymulować wzrost konsumpcji.

Zmodyfikowanie celu inflacyjnego poprzez uwzględnienie w nim ceny aktywów finansowych oznaczałoby de facto nowy cel dla polityki monetarnej: stabilność cen i stabilność na rynku finansowym. Wprowadzenie dodatkowego celu nie oznacza zwiększenia ilości narzędzi do jego realizacji (znana reguła Tinbergena)²⁴. Poza tym, gdyby w indeksie cen, na którym opiera się cel inflacyjny, znajdowały się ceny aktywów finansowych, wahania tych cen oznaczałyby wahania miernika inflacji i prowadziłyby do automatycznej reakcji ze strony polityki monetarnej.

W tym kontekście warto przywołać z jednej strony dość jednoznaczne stanowisko szefa SRF, A. Greenspana, zgodnie z którym polityka monetarna nie powinna reagować na wzrost cen aktywów na rynku finansowym a raczej skupić się na złagodzeniu ewentualnych skutków załamania się cen²⁵. Z drugiej strony stanowisko Banku Anglii w kwestii stabilizowania cen na rynku finansowym wydaje się mniej radykalne. Ma to niewątpliwie związek z doświadczeniami Wielkiej Brytanii z inflacją na rynku nieruchomości. O spekulacyjnym charakterze wzrostu cen na tym rynku może świadczyć chociażby fakt, że w całkowitych kredytach rośnie udział kredytów na zakup domów na wynajem. Oczekiwania dużych zysków z inwestycji na rynku nieruchomości stymulują dalszy popyt, czego konsekwencją jest przyrost zadłużenia gospodarstw domowych. Zatem sygnały płynące z rynku nieruchomości mogą okazać się cenną informacją dla polityki monetarnej, której celem jest stabilizowanie inflacji. Mimo, iż stabilizowanie cen aktywów finansowych nie jest formalnym celem Banku Anglii, obecna polityka utrzymywania stosunkowo wysokich stóp procentowych w porównaniu do niskiej stopy inflacji, sugeruje, że ewentualne zagrożenia dla celu inflacyjnego mogą płynąć właśnie ze strony inflacji na rynku nieruchomości²⁶. Podobnie, stanowisko EBC nie jest tak radykalne jak SRF, choć jego cel dotyczy stabilności cen bez akcentowania stabilności finansowej. Zdecydowanie odmienne stanowisko znajdziemy u

wydatkach konsumpcyjnych. Tamże, s. 346-349

²² Tamże, s. 350-352.

²³ Palley, op.cit., s. 70.

²⁴ Palley na przykład jako zwolennik aktywnej reakcji banku centralnego na wahania cen aktywów finansowych proponuje dodatkowe narzędzia dla SRF, aby nie „obciążać” stopy procentowej. Sugeruje wprowadzenie stopy rezerw w stosunku do każdego rodzaju aktywów finansowych. Chcąc np. zniechęcić banki do trzymania akcji lub udzielania kredytów hipotecznych, bank centralny może podwyższyć odpowiednią stopę rezerw. Tamże, s. 64-65

²⁵ Bean, op. cit., s.2

²⁶ World Economic Outlook, IMF, 2004, s. 73-86.

Filardo²⁷. Prezentuje on model, z którego wynika, że wahania jakim cechują się ceny aktywów na rynkach finansowych nie powinny być powodem unikania reakcji ze strony banku centralnego. Co więcej, nawet gdy polityce monetarnej trudno odróżnić na ile wzrost cen jest uzasadniony zmiennymi fundamentalnymi, a na ile ma charakter spekulacyjny, bank centralny powinien reagować na wahania cen aktywów na rynkach finansowych.

Żadna jednak reakcja banku centralnego na wahania cen aktywów finansowych nie jest pozbawiona niepewności, podobnie jak nie jest od niej wolny mechanizm rządzący wahaniami cen aktywów. Zasadne wydaje się więc pozostanie przez banki centralne na stanowisku realizowania celu inflacyjnego bez uwzględniania w nim cen aktywów finansowych. Równocześnie nie oznacza to, że dla polityki monetarnej wahania tych cen są całkowicie drugorzędne. Wyrazem takiego stanowiska jest coraz częściej używane pojęcie – elastycznego celu inflacyjnego²⁸. Oznacza ono, że nie ma potrzeby żadnej zmiany w formalnej strukturze celu inflacyjnego, a skutki ewentualnych wahań cen aktywów finansowych zostają oszacowane z punktu widzenia ich wpływu na oczekiwany zagregowany popyt i oczekiwaną inflację.

Na koniec warto zasygnalizować problemy związane z pojawieniem się presji deflacyjnej w gospodarce, co w kontekście stabilności cen wymaga, tak jak w przypadku presji inflacyjnej, reakcji ze strony banku centralnego.

Po doświadczeniach Japonii można nawet zaobserwować pewien wzrost awersji do deflacji w miejsce dotychczasowej awersji do inflacji²⁹. W świetle prób przewycięzania pułapki płynności i presji deflacyjnej przez bank centralny Japonii podejście takie nie jest całkowicie bezzasadne. Sytuacja, w jakiej znalazła się gospodarka Japonii, bywa też wykorzystywana jako argument przeciwko polityce monetarnej opartej na celu inflacyjnym. W sytuacji, kiedy krótkoterminowe stopy procentowe są bliskie zera, a tendencja spadkowa cen utrzymuje się, trudno ustalić nowy cel inflacyjny na poziomie np. 2% i uznać go za wiarygodny, skoro nie będzie można osiągnąć go, gdyż nominalnych stóp procentowych już bardziej obniżyć się nie da³⁰.

Sytuacja gospodarcza, w jakiej znalazła się Japonia, miała swoje źródła w inflacji aktywów finansowych, na którą polityka monetarna zareagowała zbyt późno³¹. Skutki pęknięcia bańki spekulacyjnej okazały się katastrofalne:

- spadek cen aktywów finansowych pogorszył strukturę bilansów przedsiębiorstw i innych instytucji finansowych, co spowodowało załamanie się wydatków inwestycyjnych,
- sytuacja sektora finansowego pogorszyła się jeszcze bardziej, bo zarówno banki, jak i przedsiębiorstwa, straciły możliwość zaciągania kredytów na spłaty i tak ogromnego już zadłużenia³².

Deflacja ulegała akceleracji, towarzyszące jej wysokie realne stopy procentowe prowadziły do kolejnego spadku popytu i ograniczenia produkcji. W całej gospodarce głęboko

²⁷ Filardo, op. cit., s. 9.

²⁸ Używają go np. Svensson i Bean. Por. Bean, op.cit., s. 18

²⁹ Wyniki niektórych badań sugerują np. podniesienie górnej granicy celu inflacyjnego EBC z 0%-2% do 1,25%-2,5%. Por. S. G. Cecchetti, op. cit., s. 421

³⁰ Tak właśnie argumentował Bank Japonii, odrzucając propozycję ustalenia nowego celu inflacyjnego. Zob. G. B. Eggertsson, M. Woodford, The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, Brookings Papers on Economic Activity, 2003, nr 1, s. 142

³¹ Bank centralny zwlekał z podwyższeniem stopy referencyjnej, po czym w ciągu 15 miesięcy podwyższył ją z 2,5% do 6%. Szczegółowa analiza skutków przedsięwzięć banku centralnego zob. M. Jurek, Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004, Bank i Kredyt, 2004, nr 7, s. 25-38

³² Był to klasyczny przykład sprzężenia zwrotnego; załamanie gospodarcze pogarsza sytuację na rynku bankowym, a zła kondycja systemu bankowego utrudnia wyjście ze stagnacji. Zob. T. Hoshi, A. K. Kashyap, op. cit, s. 5

zakorzeniły się oczekiwania deflacyjne. Należy też pamiętać o tym, że deflacji towarzyszyły opisane wcześniej problemy w sektorze bankowym, a także bardzo wysoki dług publiczny.

Problem, przed jakim stanął bank centralny, chcąc pobudzić koniunkturę, można sprowadzić do odpowiedzi na pytanie – jak sprawić, aby dodatkowy pieniądź dostarczony do gospodarki zaczął być wydawany, a nie przetrzymywany, czyli wpadał w pułapkę płynności. Bank centralny dysponuje przecież narzędziami (operacje otwartego rynku), za pomocą których może zwiększyć bazę monetarną, zwiększając w ten sposób podaż pieniądza. W sytuacji, kiedy oprocentowanie krótkoterminowych papierów wartościowych jest bliskie zera, stają się one substytutem dla bazy monetarnej. Operacje otwartego rynku, polegające na zakupie przez bank centralny tych papierów wartościowych, nie będą miały żadnego ekspansywnego skutku, bo będzie to jedynie wymiana pomiędzy dwoma aktywami będącymi dla siebie substytutami³³. Nie dziwią zatem propozycje rozszerzenia zakresu aktywów, które mogłyby stać się przedmiotem operacji otwartego rynku³⁴.

5. Uwagi końcowe

Prowadzenie polityki monetarnej w oparciu o cel inflacyjny stało się w latach 90-tych ubiegłego wieku bardzo popularnym rozwiązaniem. Wśród wielu decyzji, jakie w związku z tym musi podjąć bank centralny, jest ta dotycząca wyboru miernika inflacji, w oparciu o który ustala się cel inflacyjny. Jak wynika z przeprowadzonej analizy, większość krajów jako miernik inflacji wybrała ogólny indeks cen konsumpcyjnych, choć nie oznacza to rezygnacji z mierników inflacji bazowej. Jeśli mierniki inflacji bazowej nie służą ustalaniu celu inflacyjnego, to służą do formułowania prognoz inflacji, do uzasadniania zmian w stopie procentowej. Ani jeden, ani drugi miernik nie jest pozbawiony wad i to właśnie określa kierunek badań nad ich udoskonalaniem.

Kolejnym zagadnieniem poruszonym w opracowaniu jest próba uzasadnienia sceptycyzmu, jaki banki centralne wykazują w kwestii reagowania na wahania cen aktywów finansowych, czy wręcz propozycji uwzględniania cen aktywów finansowych w celu inflacyjnym. Przytoczone argumenty wskazują na zasadność takiego stanowiska, ale także na aspekt monitorowania sygnałów z rynku finansowego z punktu widzenia skuteczności polityki monetarnej. Wzrost cen aktywów na rynkach finansowych stanowi wyzwanie dla banku centralnego. Z jednej strony stara się uniknąć presji inflacyjnej pochodzącej z tego rynku, z drugiej natomiast zapobiec ewentualnym niekorzystnym skutkom załamania się cen na rynkach finansowych, jakich może doświadczyć cała gospodarka. Kompromisem może okazać się polityka wczesnego ale stopniowego zacieśniania polityki monetarnej, tak aby gospodarka miała czas na dostosowanie się do wyższych stóp procentowych. Przykład Wielkiej Brytanii zdaje się to potwierdzać.

Skuteczność polityki monetarnej została wystawiona na wielką próbę wraz z pojawieniem się w Japonii pułapki płynności. Nigdy wcześniej w powojennej historii żaden bank centralny nie musiał na taką skalę prowadzić polityki w warunkach pogłębiającej się deflacji. Przedstawione w opracowaniu dylematy, przed jakimi stanął bank centralny w Japonii, mogą być sygnałem ostrzegawczym dla innych banków centralnych.

³³ Podobnie nieskuteczne będą operacje otwartego rynku z udziałem papierów wartościowych długoterminowych, skoro ich oprocentowanie jest już bardzo niskie. Por. M. Fukao, Financial strains and the zero lower bound, The Japanese experience, BIS Working Papers, 2003, nr 141, s. 13

³⁴ Najczęściej wymienia się papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa, nieruchomości, waluty obce, czy też zagraniczne obligacje.

SPIS LITERATURY:

1. Bean Ch. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?, BIS Working Papers 2003, nr 140
2. Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F. S., Posen A. S., Inflation targeting. Lessons from international experience, Princeton University Press, Princeton 1999
3. Blow L. Crawford I., The cost of living with the RPI: Substitution bias in the UK retail price index. The Economic Journal, 2001, nr 111
4. Case K. E., Shiller R. J., Is there a bubble in the housing market? Brookings Papers on Economic Activity, 2003, nr 2
5. Cecchetti S. G., Wynne M. A., Inflation measurement and the ECB's pursuit of price stability: a first assessment, Economic Policy, October 2003
6. Eggertsson G. B., Woodford M., The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, Brookings Papers on Economic Activity, 2003, nr 1
7. Filardo A. Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade – offs, BIS Working Papers 2003, nr 140
8. Fukao M., Financial strains and zero lower bound; the Japanese experience, BIS Working Papers 2003, nr 141
9. Goodhart Ch., What weights should be given to asset prices in the measurement of inflation, The Economic Journal, 2001, nr 111
10. Hausman J., Sources of bias and solutions to bias in the consumer price index, Journal of Economic Perspectives, vol. 17, nr 1, 2003
11. Hoshi T., Kashyap A. K., Japan's financial crisis and economic stagnation, Journal of Economic Perspectives, vo. 18, nr 1, 2004
12. Inflation Report, Bank of England, May 2003
13. Jurek M., Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990 – 2004, Bank i Kredyt, lipiec 2004
14. Kieler M., The ECB's inflation objective, IMF Working Paper, nr 91, 2004
15. Krugman P., Wracają problemy kryzysu gospodarczego, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2001
16. Macklem T., A new measure of core inflation, Bank of Canada Review Autumn 2001
17. Palley T., Asset price bubbles and the case for asset - based reserve requirements, Challenge, May – June, vol. 46, nr 3, 2003
18. Schultze L., The consumer price index: conceptual issues and practical suggestions, Journal of Economic Perspectives, vol. 17, nr 1, 2003
19. Wojtyna A., Szkice o polityce pieniężnej, PWE Warszawa, 2004
20. World Economic Outlook, IMF, September, 2004